

経済・金融 フラッシュ

5月ECB政策理事会：政策金利は1%に引下げ、金融機関の資金調達支援を強化

経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)は7日に政策理事会を開催、政策金利(レポ金利)を25bp引下げ1%とした。事前の予告通り、預金ファシリティ金利の引き下げは見送った。

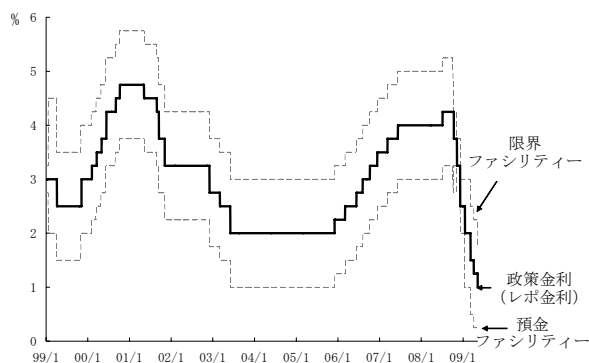
政策金利を巡る決定以上に高い関心を集めていた追加の非標準的な手段(non-standard measures)としては、①固定金利による無制限の資金供給の最長期間の6カ月から12カ月への拡大のほか、②600億ユーロ相当のユーロ圏内で発行されたユーロ建てカバード・ボンドの買い取り、③欧州投資銀行(EIB)をECBオペの対象先とすることが発表された。景気の落ち込みペースは鈍りつつあるものの、絶対水準が極めて低い状況にあって、ユーロ圏の金融構造の特性にあった追加措置が打ち出された格好だ。

ECBは一段の利下げ、買い取り対象資産の拡大という選択肢を留保しているが、国債の買入れに踏み切る可能性は低い。

(政策金利1%に引下げ、コリドーは縮小)

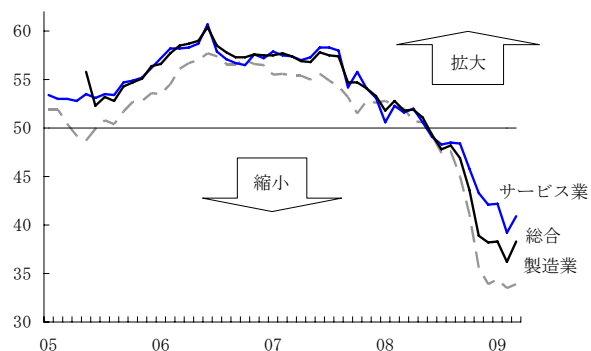
欧州中央銀行(ECB)は7日に政策理事会を開催、政策金利(主要リファイナンス・オペ金利; Main refinancing operations、以下レポ金利)を25bp引下げ1%とした。金融機関の要請に応じて実施する「限界ファシリティ金利(各国中央銀行が対象金融機関に対してオーバーナイトの流動性供給を行う限界貸付金利)」は50bp引き下げ、「預金ファシリティ金利(対象金融機関が各国中央銀行に対してオーバーナイトの預金を行う中銀預け金金利)」は据え置き、レポ金利を挟んだコリドーは±100bpから±75bpに縮小した(図表1)。

図表1 ECBの政策金利



(資料) ECB

図表2 ユーロ圏PMI



(資料) Markit Economics

政策金利についての変更内容は、4月の理事会後の記者会見で示したレポ金利は「下限ではない」が、預金ファシリティ金利は「極めて低い水準」であり、「当面は据え置く」との事実上の予告と一致するものであった。

（ 追加的非標準的手段は固定金利無制限の資金供給最長期間長期化とカバード・ボンド買い取り ）

同じく4月の記者会見で予告され、政策金利を巡る決定以上に高い関心を集めていた追加的非標準的な手段（non-standard measures）としては、事前に広く予想されていた①固定金利による無制限の資金供給の最長期間の拡大のほか、②600億ユーロ相当のユーロ圏内で発行されたユーロ建てカバード・ボンドの買い取り、③欧州投資銀行（E I B）をE C Bオペの対象先とすることも発表された。

①の措置は最長期間を6か月から12か月に拡大するもので、合わせて、2008年10月に時限措置として導入されたオペの適格担保の拡大の期限を2010年末まで延長することが発表された。

②の資産買い取り措置の対象とされたカバード・ボンドは、不動産や公共部門向け融資を裏づけとする債券で、ドイツやスペイン、フランスなどで金融機関の資金調達手段として広く活用されている。ユーロ圏の場合、民間の債券市場の主たる発行主体は金融機関であり、社債やC Pの発行は一部の大企業に限られているため、社債やC Pの買い取りは、問題がより深刻な中小企業の資金繰り改善への効果が乏しいという問題がある。カバード・ボンドの買い取りは、金融機関の資金調達の円滑化を通じて、資金仲介機能の回復を図る効果が期待される。

③の対象となったE I BはE Uの政策金融機関であり、金融危機以降、景気対策として推進されているプロジェクトや、中小企業向け融資、中東欧支援などで役割を高めている。E C Bは、これまでも非標準的手段としてオペ対象先を大幅に増やしてきたが、新たにE I Bを加えることで、その活動を支援する狙いがあるものと思われる。

事前の段階では、政策金利、非標準的手段の双方について、理事会内でも見解の相違があったと伝えられたが、最終的には、「銀行中心のユーロ圏の金融システムにふさわしいもの」とするという原則に沿った追加措置が打ち出された格好だ。

（ 景気は極めて低い水準で安定しつつあると評価 ）

今回の決定の背景には、景気に対する厳しい認識とインフレ・リスクの後退がある。

声明文や記者会見での発言では、15日公表予定の1～3月期のG D Pは「予想以上の深刻な落ち込み」であり、ユーロ圏P M I（購買担当者）総合指数（図表2）、欧州委員会の景況感指数（図表3）など改善を示す指標も増えてきたが、「急速な落ち込みの後、極めて低い水準で安定しつつあるものの、まだ、マイナスの領域」としている。先行きについても、「2010年に緩やかな回復に転じるまで、極めて弱い状態が続く」という厳しい見方が維持された。

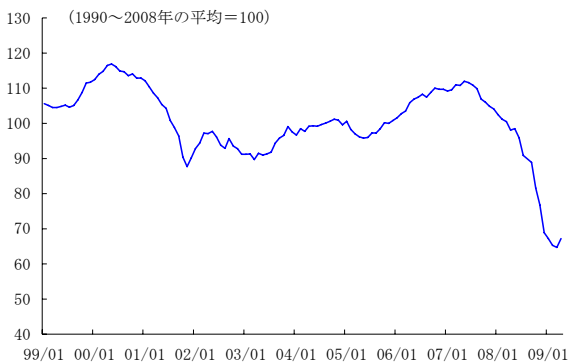
4月の速報値で前年同月比0.6%となったC P Iも、「主たる要因は国際商品の下落によるもの」だが、「より広い範囲でインフレ圧力が低下している兆候が強まりつつある」とした。先行きについては、2009年半ばに一時的にマイナスに陥り、その後、上昇に転じるという見方は先月と同じだが、C P Iがマイナスとなる期間は「数ヶ月」、2010年の伸びも需要の停滞に「抑えられ」と、や

や表現を強めた。

ECBが4月29日に公表した「銀行貸出サーベイ」では、2007年夏のパリバショック以降続いた融資基準の厳格化・悪化傾向に歯止めが掛かったが（図表4）、企業の資金需要も、拡大しているのは、債務再構築という後ろ向きな需要であり、設備投資資金の需要は冷え込んでいる（図表5）。

こうした状況にあって、今回、トリシェ総裁は、引下げ後の政策金利を「すべての情報や分析を考慮して適切な水準」として当面維持の方針を示しながらも、「最低水準ではない」とも述べ、一段の利下げという選択肢も留保した。

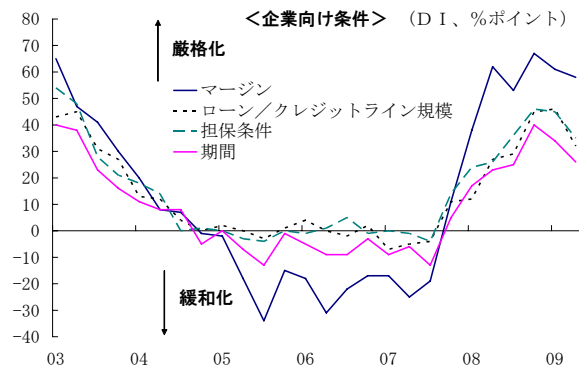
図表3 ユーロ圏景況感指数



(注) 製造業、サービス業、小売、建設業、消費者の5つの信頼感指数を加重平均したもの

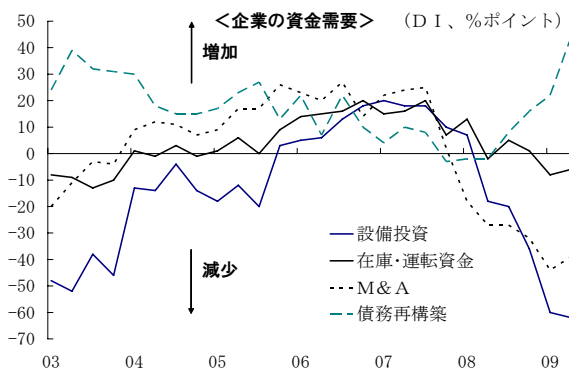
(資料) 欧州委員会

図表4 ECB銀行貸出サーベイ



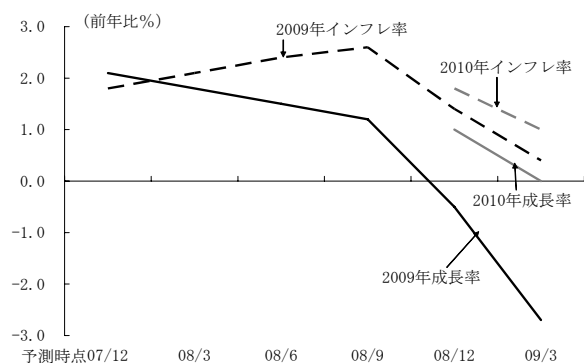
(資料) ECB

図表5 ユーロ圏銀行貸出サーベイ



(資料) ECB

図表6 ECB/ユーロスタッフ経済見通し



(注) 毎年3月と9月はECB、6月と12月はユーロシステムのスタッフが見通しを作成する

(資料) ECB

(6月理事会の注目点はスタッフ経済見通し)

次回の政策理事会は6月4日に開催される。今回の公表された非標準的手段の中で最も関心が高いカバード・ボンドの買い取り計画の詳細が公表される予定だ。他方、今回の、記者会見のトーンからは政策金利の変更が行なわれる可能性は低い。

カバード・ボンドの買い取り計画とともに注目したいのは政策理事会当日に公表されるユーロシステム（ECBとユーロ参加国の中央銀行）のスタッフによる経済見通し。前回3月には、成長率の見通し（レンジの中央値、以下同じ）を2009年はマイナス0.5%からマイナス2.7%に、2010年も前回の1%からゼロに下方修正（図表6）し、CPIの見通しを2009年前年比1.4%から同0.4%に、2010年同1.8%から1%に下方修正し、一段の利下げと非標準的手段強化の布石を打った。2009年は足もとまでの推移を見る限り、成長率の見通しの大幅下方修正が避けられず、CPIの見通しも、原油など国際商品価格変動の影響で、辛うじてプラスというところに幾らか下方修正されそうだ。

金融政策との関連では2010年の見通しがより重要である。5月3日に公表された欧州委員会の見通しは成長率をマイナス0.1%、CPIを1.2%としたが、ユーロシステムの見通しも、緩慢な回復、物価の伸びは2%以下でその近辺という安定的水準を大きく下回る見通しとなるだろう。政策金利の引下げ余地の確保、非標準的政策の継続・強化を後押しすることになりそうだ。

（ 買い取り対象資産拡大はありえるが、国債買い入れの可能性は低い ）

今後、ECBが買い取り対象の資産を拡大する可能性はあるものの、EUの条約による規定との兼ね合いから、国債の買い入れに踏み切ることが見込み難い。EU条約の101条では、中央銀行による財政赤字のファイナンスを禁じている。流通市場での国債の買い入れは可能だが、結果的にマーケットメーカーとしての機能を果たすようになってしまえば、条約違反となる。さらに、ユーロには現在16カ国が参加しており、国債の買入れに踏み切る場合には、どの国債を買うのかという問題が伴う。ドイツなど信用力の高い国に対象を絞ったり、域内の国債の利回り格差が解消するような買い入れは、加盟国の「特別待遇」を禁じた条約102条への違反となる。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。