

# 経済・金融 フラッシュ

## 5月ECB政策理事会：政策金利据え置きと金額無制限の短期資金供給継続で構造調整を支援へ

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

3日開催の5月の欧州中央銀行(ECB)政策理事会は、景気・インフレの現状判断・見通しと金融政策スタンスは緩和的との判断を維持し、政策金利の据え置きを決めた。

ドラギ総裁は、緊縮財政、構造改革というユーロ危機の処方箋に肯定的な立場を示し、4月25日の欧州議会証言で提案した「成長協定」は、「財政条約」と矛盾するものではなく、長期的な経済改革の方向性を示すものと定義した。

金融政策の次の一手について「事前に約束しない」という立場を崩さなかったが、「出口戦略は時期尚早」ともしており、政策金利の据え置きと金額無制限の短期資金供給の継続で構造調整をサポートすると思われる。

### ( 政策金利は据え置き。景気・インフレの現状判断・見通しに大きな変更はなし )

欧州中央銀行 ( E C B ) は 3 日にスペイン・バルセロナで5月の政策理事会を開催、政策金利の据え置きを決めた。

声明文では、景気に関して「極めて低い水準での安定化」という現状判断と「(外需と低金利、ユーロ圏経済の正常化のためのすべての措置に支えられた) 緩やかな回復」という見通しを維持、同時に、「ユーロ圏の幾つかの国債市場における緊張、金融・非金融部門におけるバランス・シート調整、高い失業率が成長を下押しする状況は続く」、「経済見通しは引き続き下振れリスクにさらされている」という慎重なトーンも不変であった。

インフレに関しては、4月のCPIが前年同月比2.6%と「2%以下でその近辺」という安定水準を上回り推移しているが、「2012年中はエネルギー価格の上昇と間接税引き上げの影響で2%を上回る状態が続くが、2013年早々には2%以下に低下する」との見通しを維持、「エネルギー価格や賃金上昇が価格設定に及ぼす影響を注視する必要がある」としつつ、「内生的なインフレ圧力は抑制されている」との判断を維持、「予想以上の商品価格の上昇や間接税の引き上げという上振れリスク、経済活動が予想を下回ることによる下振れリスクが広範にバランス」しているとした。

ドラギ総裁は、今回の理事会では「政策金利の変更について協議しなかった」とする一方、「経済見通しの不透明化に伴って一般的な金融政策のスタンスについては協議した上で、緩和的との判断を維持した」と述べた。

## （ 長期的な改革の方向を示す「成長協定」と「財政条約」は矛盾せず ）

ここにきて緊縮財政、構造改革というユーロ危機の処方箋が、景気を落ち込ませることで、債務問題の解決を一層難しくすることへの批判と不安が高まっている。

ECBの政策理事会の声明文の締め括りは、財政政策・構造改革についての見解が表明されるのが恒例となっているが、今月は財政政策について「財政均衡化策は短期的に成長を押し下げるが、財政の持続可能を高め、ソブリンのリスクプレミアムの引き下げにつながる結果、民間の投資活動が促進され、中期的な成長につながる」、構造改革については「コスト競争力を喪失し、生産性向上と貿易促進の必要性が高い国は、イノベーションの促進と雇用の創出を通じて長期的な成長見通しの押し上げにつながるよう、財市場の競争を促進し、企業の賃金と雇用の調整能力を高めるような改革を行うことが重要」とし、財政の持続可能性と持続可能な成長を両立のために、財政健全化と構造改革の推進が必要という基本的な考えが表明された。

質疑応答の中で、ドラギ総裁は4月25日の欧州議会証言で提案した「成長協定」は、「(すでにEU25カ国で調印済みで、現在、各国における批准手続きの段階にある)『財政条約』と矛盾するものではない」とした上で、「成長協定」がカバーすべき領域として、①単一市場完成と柔軟で移動性に富み公平な労働市場のための構造改革の共通原則、②欧州投資銀行(EIB)の活動の拡大やEUの財政資金の再配分などを通じた投資促進、インフラ強化、③欧州の将来像の3点を挙げ、長期的な経済改革の方向性を示すものと定義した。

## （ ECBは政策金利据え置きと金額無制限の短期資金供給継続で構造調整をサポートする見込み ）

声明文には、「ユーロ圏内の不均衡に対処するのは各国政府」であり、ECBは「中期的な物価の安定を主要な目的とし、ユーロ圏全体に焦点を当てた金融政策を通じて成長と雇用に貢献する」という役割分担が明記、今後の金融政策について、ドラギ総裁は「事前に約束しない」という従来の立場を貫いたが、主要な政策手段について以下のようなコメントがあった。

まず、効果が消えつつあるとされる3年物資金供給については、「全体の効果の見極めが必要であり、そのためには時間が必要」と述べた。近い将来の追加実施の可能性は低いと見られる。

定例の短期オペ(MRO)の「金額無制限」の継続については、昨年10月の政策理事会で決めた「最低2012年7月10日まで」という期限が近づきつつあるが、期間延長の有無を問う質問に対しては、ドラギ総裁は「6月に発表する」と答えた。

3月下旬以降、事実上停止状態にある証券市場プログラム(SMP)を通じた国債買い入れについては(図表1)、「金融政策の波及経路の機能不全に対処する手段として利用可能」としながらも、「永遠でも無限でもない」という従来の立場を維持した。市場環境が急変した場合に買い入れを再開する可能性はあるが、限定的なものに留まるだろう。

なお、今回、協議しなかったとされる政策金利の変更については、2度の3年物資金供給に伴う資金供給残高の増加額に見合う金額がECBの預金ファシリティに預けられ、貸出に回らない状況を打開するため、現在25bpとなっているECBの預金金利を引き下げるとの観測もある。しかしながら、信用収縮が起きているのはギリシャ、ポルトガル、スペインなど「南のユーロ圏」で(図表2)、ECBに預金をしているのは主としてドイツに代表される北のユーロ圏の銀行である。ECBが預金金利を引き下げても、南の信用不安・過剰債務という根本問題が解決していない段階で

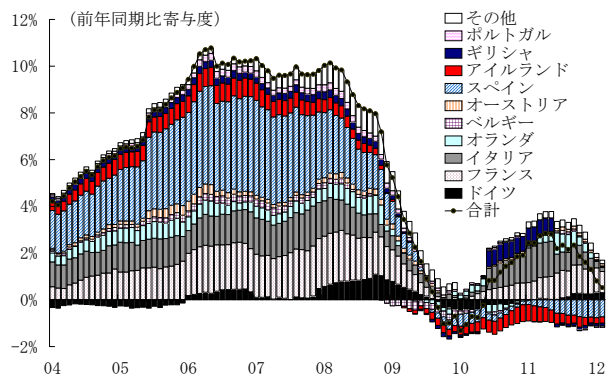
は、北から南への資金の流れにつながる効果は乏しい半面、北の資産バブル等の促進するおそれがある。ECBが預金金利引き下げに動く可能性は低いように思われる。

図表1 ECBの資金供給と  
預金ファシリティ残高



(資料) ECB

図表2 ユーロ圏銀行の民間向け貸出



(資料) ECB

ドラギ総裁は、質疑応答の中で、「出口戦略は時期尚早という点で政策理事会は広く一致している」ことも明らかにしており、南の構造調整をサポートするため、当面、政策金利を据え置き、6月には短期オペの「金額無制限」の継続を決めると思われる。

しかしながら、ECBの基本スタンスや今回の会見のトーンを踏まえると、追加の3年物の資金供給やSMPに関する基本姿勢の大幅な変更はないと思われる。

(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。