

経済・金融 フラッシュ

7月ECB政策理事会:6月首脳会議合意を引き継ぎ、25bpの利下げを決定

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤 さゆり

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

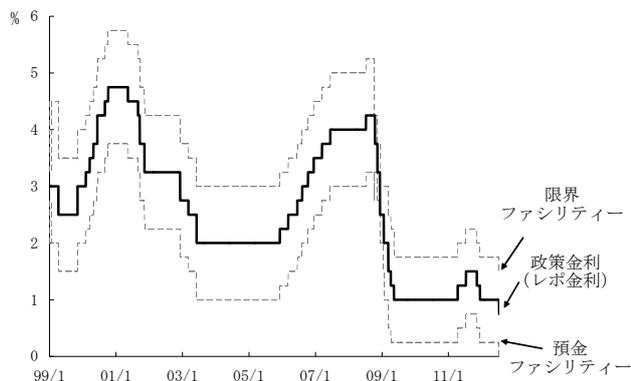
欧州中央銀行(ECB)が5日に7月の政策理事会を開催、11年12月以来となる25bpの利下げを決めた。利下げ後の主要オペ金利は0.75%、預金ファシリティ金利は0%、限界貸付ファシリティ金利は1.5%で、いずれも創設以来の最低水準である。足もとの景気の落ち込みへの対応と6月のEU首脳会議合意をサポートする目的があると思われる。

しかしながら、南部のユーロ圏が陥っている財政-金融-景気の悪循環という根本の問題に歯止めが掛からなければ、市場の分断解消への利下げの効果は限られるだろうし、貸出の伸び悩みも続くだろう。追加の3年物資金供給も、市場の分断の根本の原因が解消しなければ効果は限られる。国債買い入れにおけるECBの役割はEFSF/ESMのエージェントにシフトして行かろう。

(政策金利を創設以来の最低水準に引き下げ)

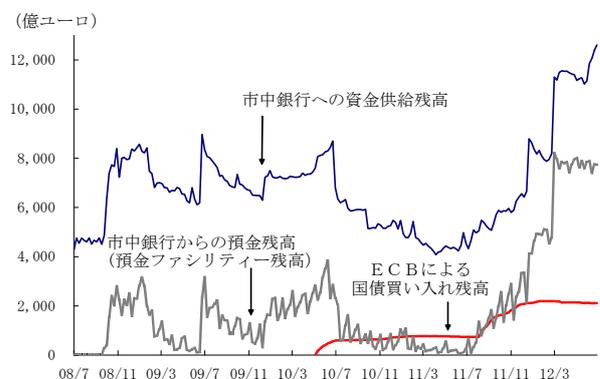
欧州中央銀行(ECB)が5日に7月の政策理事会を開催、11年12月以来となる25bpの利下げを決めた。利下げ後の主要オペ金利(レポ金利)は0.75%、預金ファシリティ金利は0%、限界貸付ファシリティ金利は1.25%で、いずれも創設以来の最低水準である(図表1)。

図表1 ECBの政策金利



(資料) ECB

図表2 ユーロシステムの資金供給・預金残高と国債買い入れ残高



(資料) ECB

前回理事会後の記者会見では、ドラギ総裁は「数人の委員が利下げを支持」したが「幅広いコン

センサス」で据え置きを決めたとし、理由としてマイナスの実質金利とインターバンク市場の機能不全や市場の分断という問題に対処する上で価格シグナルの効果が相対的に限られることを挙げている。

今回、一転して全会一致での利下げとなった最大の理由は、「下振れリスクが現実化し、インフレ圧力が鈍化した（7月声明文）」ことにある。前回理事会の段階では経済指標には強弱の「矛盾が観察（6月記者会見でのドラギ総裁発言）」されたが、直近では購買担当者指数（PMI）や欧州委員会景況感指数などのサーベイ・データで4～6月の景気の落ち込みが明確になった。

加えて、6月28日～29日の欧州連合（EU）首脳会議で（1）総額1200億ユーロの成長戦略（「成長・雇用協定」）、（2）今年末を目処とする統合深化の工程表作り、（3）ユーロ危機の短期対策という3つの課題に対して一定の合意が実現、市場のムードが好転したことを後押しする意味合いもあったように思われる。

（短期対策で拡大するECBの役割）

6月EU首脳会議の合意は、規模・内容ともに事前観測通りだった成長戦略、スケジュール確認に留まった工程表に対して、短期対策は期待を上回る内容と評価された。短期対策は、①ESMから銀行への直接的な資本注入を認める、②ESMからのスペイン支援では債務不履行（デフォルト）の際の返済の優先権を適用除外とする、③EFSF/ESMによる国債市場の弾力的な介入を認めるという内容である。スペインの国債利回りが、ユーロ圏への銀行増資資金支援の要請後に却って上昇した原因に対処するものと評価できよう。

ただ、短期対策には、①の銀行への直接的な資本注入は一元的な金融監督機構の稼動した後とされている。一元的な金融監督機構については権限や対象範囲も不透明な段階で、スペインの銀行問題と政府の信用力の問題がどの時点で切り離されるのかははっきりしない。②のESM支援の優先弁済権の適用除外はスペインに限定されるのか、③の国債市場への介入にはどのような条件が課されるのかなど不透明な点が多い。ESMは現在、参加国の批准手続きのプロセスにあるが、ESMが稼動した後、短期対策の実行にあたっての機能変更や柔軟活用の決議は、参加国財務相で構成される理事会での「全会一致」が必要か、緊急時の手続きとして認められている「特定多数決方式で85%以上の賛成^(注)」が必要となるのか、ESM条約の改定が必要かなど手続き面にも見解の相違があるようだ。

ECBは、①の一元的な金融監督機構はリスボン条約版EU運営条約127条6項の「ECBへの特別な職務の授与」の規定に基づいて検討されるものであり、③のEFSF/ESMの国債市場買い入れではエージェントとしての役割が期待されている。ドラギ総裁は質疑応答の中で、①の一元的金融監督機構におけるECBの役割について、議論は始まったばかりとした上で、金融政策との分離、独立性の維持、各国監督当局との連携、民主的な説明責任を果たすことなどを前提条件として挙げた。

(注) 特定多数決方式における票数はESMへの出資比率に従う。ESMによる国債買い入れに反対の立場を示したフィンランドとオランダの出資比率は1.8%、5.7%であり、特定多数決方式の場合、両国のみでは否決できない。

(今回の利下げの短期的効果は限定的。次の一手については明言せず)

ユーロ圏の金融市場では北部と南部のインターバンク取引が萎縮しており、特に3年物資金供給以降は、北部の銀行は預金ファシリティーを利用し、南部の銀行は逆にECBや自国中銀からの貸付に依存する傾向を強めている(図表2)。

こうしたユーロ圏内の市場の分断の根本の原因は、過剰債務を抱え、景気の悪化も著しい南部の信用不安にある。今回の利下げは、ECBや自国中銀からの資金に依存する南部の銀行の負担を緩和する。他方、北部の銀行の預金ファシリティー利用のインセンティブを削ぐことで、クロスボーダーなインターバンク取引の正常化や貸出の増加につながる可能性もある。しかしながら、南部が陥っている財政-金融-景気の悪循環という根本の問題に歯止めが掛からなければ、市場の分断解消への利下げの効果は限られるだろうし、貸出の伸び悩みも続くだろう。

市場では今回は協議されなかったとされる非標準的手段の拡充への期待は高い。ECBは6月22日に適格担保基準の再緩和をしており、3か月以下の資金に関しては潤沢な供給を継続する構えだ。3年物資金の再供給への期待は高いものの、市場の分断の根本の原因が残る限り効果は限られるだろう。国債買い入れに関しては、6月首脳会議で弾力的運用について合意した欧州金融安定ファシリティー(EFSF)/欧州安定メカニズム(ESM)が中心的役割を果たすことになるだろう。ドラギ総裁は質疑応答で支援にあたってのコンディショナリティー(条件)の重要性を強調したが、ECBの証券市場プログラム(SMP)はコンディショナリティーを課すことができない。ECBの役割はEFSF/ESMのエージェントにシフト、SMPは休止状態が続くだろう。

従来同様、ドラギ総裁は次の一手について明言することはなかったが、「選択肢を使い尽くしつつある」との見方は否定した。

(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。