

経済・金融 フラッシュ

11月ECB政策理事会： 市場の緊張は緩和も経済活動は弱い

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)は8日に11月の政策理事会を開催、政策金利の据え置きを決めた。

9月の国債買い入れプログラム・OMTの導入以来、市場の緊張は緩和しているが、市場の分断は解消してはならず、景気下げ止まりの兆しも見えない。ドラギ総裁は12月の経済見通しの下方修正を示唆したが、インフレ・リスクは広くバランスしているとの見方を維持、追加利下げの選択肢を留保するが、実際に踏み切る可能性は高くないと思われる。

スペインに対する無条件OMTの発動、ギリシャ政府の債務負担軽減のための損失負担は否定、近く早期返済期限が到来する3年物資金供給(LTRO)は、テールリスクの封じ込めという目的は達成したとの見方を示した。

(市場の緊張は緩和も景気の下げ止まりは確認できず)

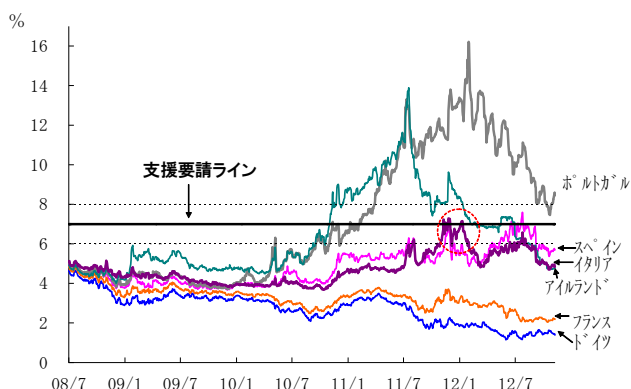
欧州中央銀行(ECB)の8日に11月の政策理事会を開催、大方の予想通り、政策金利は据え置き、非標準的な政策についても追加決定はなかった。

9月の政策理事会での国債買い入れプログラム・OMT (Outright Monetary Transactions) の導入の決定に続く、常設の金融安全網・欧州安定ファシリティ(E S M)の正式稼働(10月8日)で、一時は支援要請ラインとされる7%を上回っていたスペインの10年国債利回りが5%台に低下するなど(図表1)、ユーロ圏市場の緊張は一時期に比べて緩和している。

他方、経済指標の内容は景気下げ止まりへの期待を裏切るものとなっており、10月の総合PMI(購買担当者指数)は9月の46.1から45.7と活動の拡大と縮小の分かれ目である50を割り込む水準でさらに低下、10月の欧州委員会景況感指数も84.5と長期平均の100を下回る水準での低下傾向が続いている(図表2)。中核国・ドイツの代表的なサーベイであるI f o企業景況感指数の10月調査も、6カ月先の見通しを聞いた見通し指数こそ下げ止まったものの、現状判断指数の低下幅が拡大、足もとの景気の落ち込みを裏付ける内容となった。

このような市場・経済環境を踏まえて、声明文では、「年末までに景気が持ち直す兆候はない」、来年についても「金融政策によって下支えられる」ものの「弱い状態が見込まれる」との見方を示した。記者会見における質疑応答で、ドラギ総裁は、12月に予定されているECB/ユーロシステムのスタッフ経済見通しを前回の「2012年前年比マイナス0.4%、2013年同0.5%」から下方修正する可能性を示唆した。

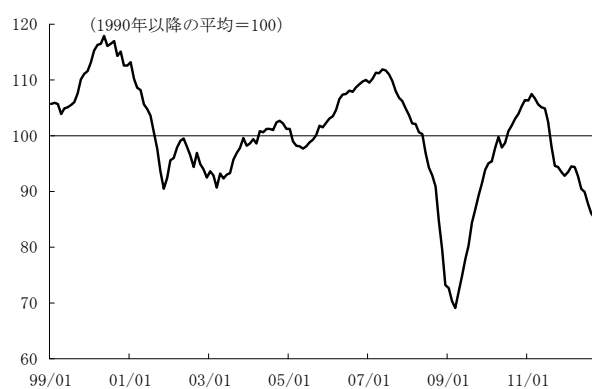
図表1 独仏伊、危機国の10年国債利回り



(注) 支援要請ラインはギリシャ危機以降の経験則に基づくもの

(資料) ECB

図表2 欧州委員会景況感指数



(資料) 欧州委員会

(利下げについては言質をとらせず)

景気下げ止まりの兆しが見えないことから、市場には12月の経済見通しの下方修正に合わせて追加利下げを実施するとの観測がある。

今回の政策理事会での利下げ協議の有無に関する質問に対しては、ドラギ総裁は「常にすべての金融政策手段について協議するが、政策金利は据え置くと決めた」とし、現在ゼロの預金ファシリティー金利をマイナスに引き下げる可能性については「協議していない」、追加の非標準的手段を含む今後の政策については「来年何をするかについて協議していない」と述べるに留め、言質をとらせなかった。

インフレ・リスクについては「広くバランスしている」という判断を維持、「デフレの兆候も見られない」とのスタンスも変わっていない。景気の一層の悪化に備えて追加利下げという選択肢を留保するものの、実際に利下げに踏み切る可能性は高くはないと思われる。

(OMTのアナウンスメント効果で市場は好転、スペインへの無条件OMTは「ない」)

OMTは、最初の買い入れ対象になると見られているスペインが、OMT始動の必要条件となるESMへの支援要請をしていないため、これまでのところ買い入れの実績はない。

それでも、ドラギ総裁は、OMTが「ユーロ圏のテールリスクを除去するバックストップとして備わり、実行の準備が出来ている」ことが、市場の緊張緩和に貢献しているとし、具体例として、米国のMMFを始めとする域外からの資金の還流やユーロ圏の銀行に対するエクスポージャーの持ち直し、無担保融資の回復やアイランド、ポルトガルの市場調達、スペイン、イタリア国債の外国人保有比率の回復、ユーロシステムを構成する各国中銀をつなぐ即時グロス決済システム・TARGET2における不均衡（ドイツ連銀やオランダ中銀の債権の拡大と南欧の中銀の債務拡大）にここ2～3カ月は歯止めが掛かっていることなどを挙げた。その一方、「ユーロ圏市場の分断は続いており、ファンダメンタルズを上回る資金調達コストの格差が見られる」として、「現状に満足していない」ことも明らかにした。

スペインは、市場調達のコストが下がっていることもあり、厳しい条件を突きつけられるおそれのあるESMへの支援要請を渋っているとされる。ドラギ総裁は、スペイン支援要請については「政府の判断」としてコメントを拒否、当事国の支援要請なしにOMTを発動する可能性については明確に否定した。

（ギリシャへのマネタリー・ファイナンスは引き続き否定）

ギリシャでは、315億ユーロの支援を受ける条件となる歳出削減と構造改革の関連法案の採決が進められている。8日には135億ユーロの緊縮策などが可決、11日には2013年度予算案の採決を控えており、ドラギ総裁は、議会の採決など一連の進展について歓迎の意を示した。

ECBは、今春実施されたギリシャのPSIに際しては、国債購入プログラム（SMP）を通じて流通市場で購入した国債の利益を返上しているが、ギリシャの債務負担軽減のために噂される公的セクターによる損失負担への関与は、「マネタリー・ファイナンスはできない」として、その可能性を排除した。

仮に、支援実行が遅れ、ギリシャが16日に控えている50億ユーロの国債償還資金の手当てのため、短期国債を発行する場合には、ECBがギリシャ中銀による短期国債を担保とする緊急流動性支援（ELA）を認め、ギリシャの銀行の国債購入を可能にすると思われるが、こうした措置は、「一時的であるため、マネタリー・ファイナンスにはあたらない」との考えを表明した。

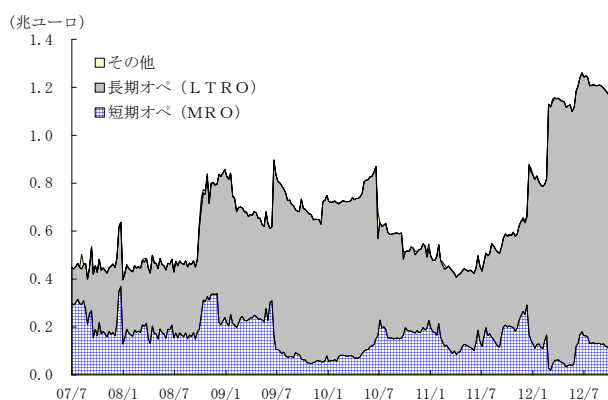
（3年物資金供給(LTRO)は目的を達成した）

ドラギ総裁が昨年11月に就任した後、ECBは非標準的政策として11年12月と12年3月の2回にわたり3年物資金供給（LTRO）を実施した。第1回目は523行に4890億ユーロ、2回目は800行に5300億ユーロが供給、合計の残高はおよそ1兆ユーロにのぼる（図表3）。

3年物LTROは、1年経過後、1週間前に通知すれば毎水曜日の主要オペ（MRO）の決済日に早期返済できるオプションが付いており、資金調達環境の改善を受けて早期返済を選択する銀行が出てくると見られている。

3年物LTROは貸出を支援目的の1つとしたが、貸出の伸びには結びついていない。ドラギ総裁は、その原因として、「銀行のリスク回避指向が強すぎる、資金需要が弱すぎる」点を挙げ、「今年1～3月期に懸念されていた銀行

図表3 ECBの資金供給残高



（資料）ECB

の資金繰り破たんというテールリスクを封じ込めたという点でLTROは目的を達成した」とした。

（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。