

# 経済・金融 フラッシュ

## 12月ECB政策理事会： 固定金利・金額無制限の資金供給を13 年半ばまで延長、利下げは見送り

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6日に12月の政策理事会を開催、固定金利・金額無制限の資金供給を少なくとも2013年半ばまで継続することを決めた。一方、政策金利については、幅広く議論した上で、コンセンサスで据え置きを決めた。ドラギ総裁は、経済見通しの大幅な下方修正にも関わらず、追加利下げを見送った理由として「中期的な物価の判断を大きくは変更していない」ことなどを挙げた。

ECBの利下げの余地はそもそも乏しくなっている上に、南北間で成長と雇用、資産価格などの非対称性が強い状況では、利下げ効果が限られる半面で副作用が大きくなる可能性がある。

追加利下げは、想定以上に景気が下振れ、デフレのリスクが強まった場合の選択肢となろう。

### ( 固定金利・金額無制限の資金供給は13年半ばまで延長、利下げは見送り )

欧州中央銀行( ECB )は6日に12月の政策理事会を開催した。今年6月の理事会で13年1月15日まで継続を決めた固定金利・金額無制限による主要オペ(MROs)を少なくとも7月9日まで延長、1カ月物の特別オペと3カ月物の長期オペについても6月末までは主要オペ金利を適用することを決めた。

一方、政策金利は据え置かれたが、ドラギ総裁は幅広く議論した上でのコンセンサスに基づく決定であったことを明らかにした。

### ( 13年の成長見通しは大幅下方修正、インフレ見通しの中央値も「安定的水準」を下回る )

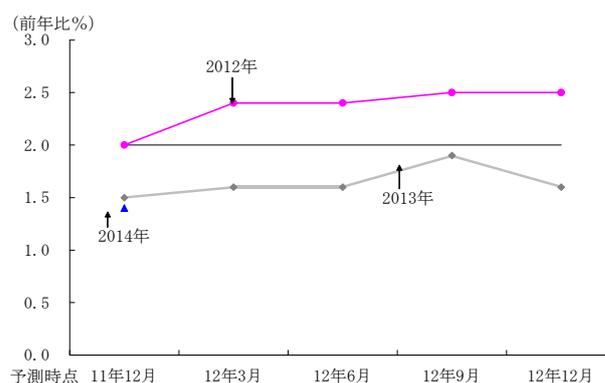
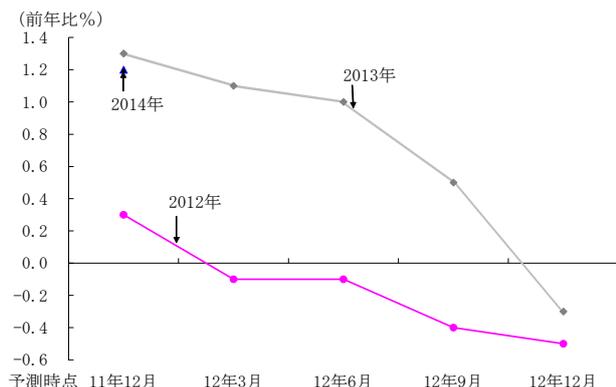
前回理事会後に公表された経済指標では、7～9月期の成長率で前期比0.1%と前期に続くマイナス成長となり景気後退局面にあること、失業率が10月に11.7%へとさらに上昇したことが確認されている。辛うじて、購買担当者指数(PMI)や欧州委員会景況感調査などの速報性のあるサーベイ調査に景気悪化のペースが鈍る兆候が出始めた段階だ。

今月は理事会に合わせて、ECBとユーロ参加国中銀でつくるユーロシステムのスタッフの経済見通しが公表された。ドラギ総裁は、先月理事会後の記者会見で、見通しの下方修正を示唆していたが、成長率見通しのレンジの中央値は、12年が前年比マイナス0.5%と前回9月の同マイナス0.4%から、13年は同プラス0.5%から同マイナス0.3%へと下方修正された。今回のECBの見通しは、10月～11月に公表された国際通貨基金(IMF、同プラス0.2%)や欧州委員会(同プラス0.1%)の経済予測や民間のコンセンサス(ゼロ成長)などと比べて厳しい内容であり、下方修正の幅は想定以上であった。今回初めて公表された14年の予測値も同プラス1.1%であり、2年連

続のマイナス成長を脱した後も、回復のペースは極めて緩慢というものである（図表1左）。

インフレ見通しの中央値も、12年こそ前年比2.5%で据え置かれたが、13年は同1.9%から同1.6%に下方修正され、14年も同1.4%とECBが定義する物価安定のレンジ（2%以下でその近辺）を下回った（図表1右）。

図表1 ECB/ユーロシステム・スタッフ経済見通し  
【 成長率 】 【 CPI 】



(注) いずれもレンジの中央値 (資料) ECB

### ( ECBは追加利下げの選択肢を留保 )

今回、ドラギ総裁は、経済見通しの大幅な下方修正にも関わらず、追加利下げを見送った理由として「中期的な物価の判断を大きくは (substantial) 変更していない」こと、「金融環境は緩和的」であること、「OMTの公表後、金融市場が大きく好転したこと」を挙げた。

そもそも、ECBの政策金利は、すでに主要オペ金利0.75%を中心に限界貸出ファシリティ金利1.5%、預金ファシリティ金利0.0%となっており、利下げの余地が乏しくなっている。追加利下げは現在1.5%の政策金利間の金利差をリーマン・ショック以来の水準である1%まで縮小するか、マイナスの預金金利を採用するかの選択となる。ドラギ総裁は、質疑応答の中で、マイナスの預金金利について「導入は可能」であり、「複雑さや予期せぬ結果について簡単に議論した」としており、選択肢として排除していないことも明らかにしている。

従来ドラギ総裁の発言からは、景気後退の主因は債務危機に見舞われた南欧の経済が財政緊縮、構造改革に加えて、域内の銀行市場の南北間の分断が解消していないことによるもので、こうした状況では利下げの効果は限られると認識していることがわかる。ドイツなど債務危機の影響が小さいユーロ圏の北部では雇用情勢も比較的タイトで賃金上昇も続いている。緩和的な金融環境の下で住宅価格も上昇している。

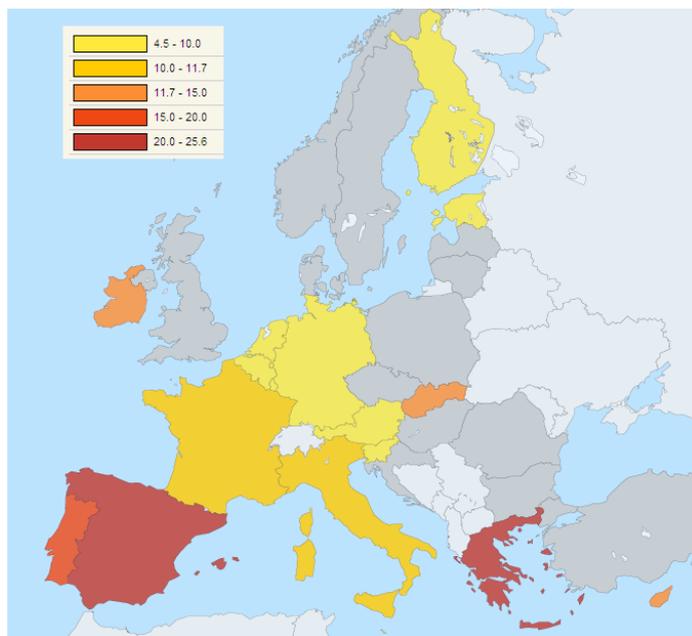
南北間で成長と雇用、資産価格などの非対称性が強い状況では（図表2）、効果が限られる上に副作用も大きくなる可能性がある追加利下げに慎重にならざるを得ない。見通しのメインシナリオ<sup>(注)</sup>としては、ECBは、2013年入り後も政策金利を現状水準で据え置き、流動性供給など非標準的政策などの政策効果を見極めるスタンスを継続すると考えている。

しかしながら、ユーロ圏の高債務国の景気悪化と財政・金融問題悪化のスパイラルに歯止めが掛

からないリスクに対しては、そもそも十分な対応がなされているとは言えず、外部環境の想定以上の悪化などが加わることで、ユーロ圏経済がさらに下振れるリスクは引き続き高い。

E C Bは利下げという選択肢を留保、デフレのリスクが強まったと判断される場合には、利下げに踏み切るだろう。

図表2 ユーロ参加国の失業率



(注) 2010年8月時点の水準を図示 (資料) eurostat

(注) 最新のユーロ圏経済見通しについては12月10日発行予定のWeeklyエコノミスト・レターをご参照下さい。

(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。