

# 経済・金融 フラッシュ

## 11月ECB政策理事会：25bp の利下げ。市場に先手を打つドラギ流は健在

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり

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

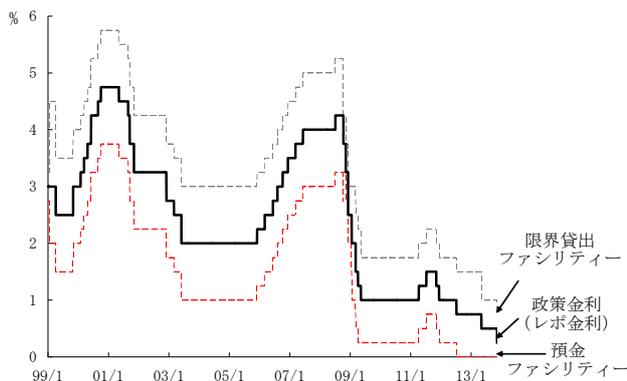
欧州中央銀行(ECB)が7日に11月政策理事会を開催、25bp の利下げを決定した。先月31日のインフレ、失業統計公表後、市場では追加利下げ期待が高まっていたが、時期としてはむしろ12月という予想が多数派であった。市場に先手を打つ利下げで短期金利上昇、ユーロ高のリスクを封じ込める手法はドラギ総裁らしい。

ユーロ圏の緩やかな景気回復の流れは途切れていないが、域内の成長と雇用の格差は広がったまま。金融政策に過度の負荷がかかり、ECBが難しい判断を迫られる状況は変わっていない。

### ( 主要オペ金利は 0.25%で過去最低水準を更新 )

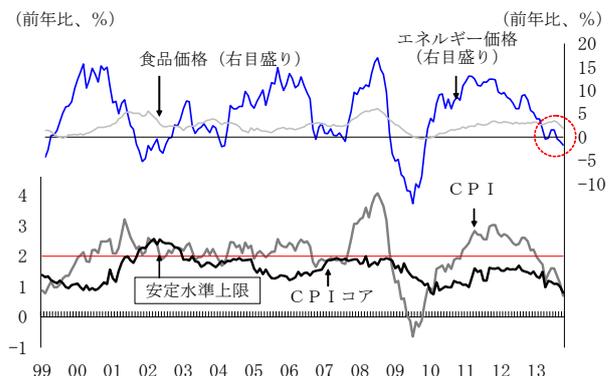
欧州中央銀行 ( E C B ) が 7 日に 1 1 月の政策理事会を開催、利下げを決定した。今回、政策金利のうち主要オペ金利と限界貸付ファシリティ金利 ( 貸付金利 ) は 25bp 引き下げられ、それぞれ 0.25%、0.75%となった。預金ファシリティ金利 ( 預金金利 ) は、12 年 7 月の利下げですでに 0% に達しており、今回は据え置かれた。主要オペ金利との金利差は、預金金利が 50bp から 25bp に縮小する一方、貸付金利とは 50bp に維持された ( 図表 1 )。いずれも 1 1 月 1 3 日から実施される。

図表 1 欧州中央銀行の政策金利



(資料) ECB

図表 2 ユーロ圏のインフレ率



(資料) 欧州委員会統計局

今回は、資金供給政策についても一部変更があった。ECBは今年5月の理事会で金額無制限の主要オペ (MRO) を 2014 年 7 月まで、1 カ月物の特別オペと 3 カ月物の長期オペ (LTRO)

を14年6月末まで延長したが、これを15年央まで1年延長することを決めた。

### ( 利下げはインフレ率が1%を下回ったことを考慮 )

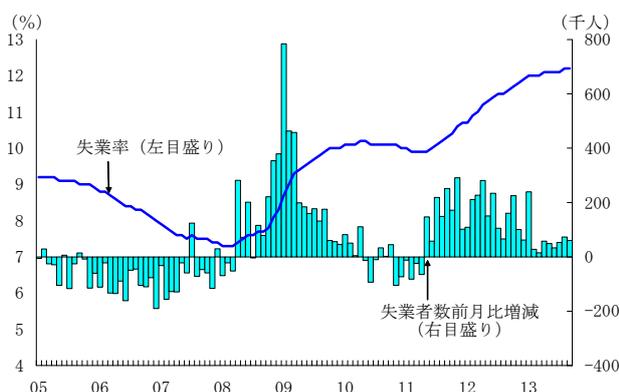
今月の声明文では、冒頭に利下げを「インフレ率が1%を下回り、中期的なインフレ圧力が一段と減退していることを考慮し、7月に導入した（政策金利は長期にわたり（an extended period of time）、現在の水準か、それよりも低い水準に留まるとの）フォワード・ガイダンスに沿った判断」と説明した。

市場では、先月31日の2つの経済指標の公表をきっかけに追加利下げ観測が高まっていたが、決定は12月と予測する向きが多かった。利下げ観測につながった指標の1つは、10月のインフレ率（速報値）であり、9月の前年同月比1.1%から同0.7%と、声明文で言及された1%を下回る水準に低下した（図表2）。もう1つは失業統計の改定である。今回は季節調整による改定の幅が大きく、従来の改善基調が一転、失業者の増大、失業率の上昇基調が確認された（図表3）。

それでもすぐに利下げに踏み切るとの見方が少なかったのは、そもそも追加利下げの余地が乏しくなっていることに加えて、①インフレ率の鈍化はエネルギー価格の下落や食品価格鈍化の影響も大きいこと、②失業統計の改定は比較的頻繁に行われること、③12月は四半期に1度のECB/ユーロシステムスタッフ経済見通しの公表月であり、見通しの下方修正に合わせて、利下げを決定するとの観測が強かったことなどがある。

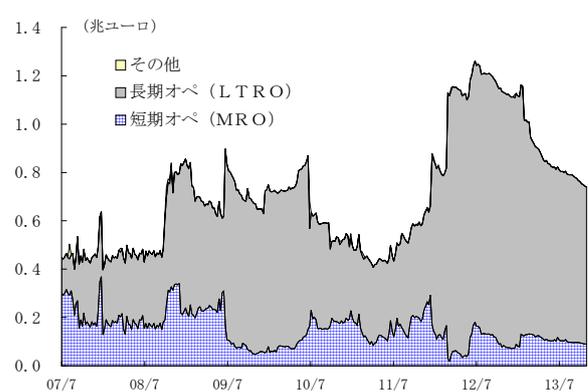
ドラギ総裁以前のECBであれば、インフレ率や失業率の基調を見極めるため、もう1カ月様子を見た上で利下げを決定した可能性が高いように思われる。実際、政策理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は、一部のメンバーは様子見を主張したことを明らかにしている。

図表3 ユーロ圏の失業率と失業者数の増減



(資料) 欧州委員会統計局

図表4 ECBの資金供給残高



(資料) ECB

### ( 市場に先手を打ったドラギ流の判断 )

筆者は、ユーロ圏の景気回復、特に債務危機国の景気回復がごく初期の段階で、極めて脆弱なだけに、利下げを含む追加緩和への期待を打ち消すことはないと思っていたが、やはり今月の決定は意外であった。しかし、利下げの先送りには、3年物資金の前倒し返済による資金供給残高の減少（図表4）を背景とする短期金利上昇、ユーロ高期待に拍車をかけて、域内経済、特に脆弱な債務危機

国の景気回復に水を差す恐れはあった。市場に先手を打つ利下げで、こうしたリスクを封じ込める手法はドラギ総裁らしい。

### （ 高くなった追加緩和のハードル ）

今回の決定で、追加緩和のハードルは一段と高くなった。ECBの非標準的手段の中核である資金供給の難しさは、今回決定した金額無制限の資金供給期間の延長に、3年物資金供給を追加したとしても、必ずしも残高の増加にはつながらない点にある。政府の資金繰りを巡る不安は後退したとは言え、債務危機国の銀行がECBに依存せざるを得ない状況は変わっていない。前倒し返済に動いているのは健全国の銀行であり、これらの銀行はECBから資金を調達する必要性が低下している。

追加利下げも副作用への覚悟を必要とする段階に達した。今回の理事会では7月に導入したフォワード・ガイダンスを確認、主要オペ金利の0.25%について、ドラギ総裁は「下限に達していない」、今回は据え置いた預金金利のマイナスへの引き下げも「技術的準備は出来ている」と述べ、追加利下げの選択肢は留保した。しかし、マイナス金利の導入による効果と副作用に関する政策理事会内での見解は必ずしも一致していないと思われ、実現は容易ではないだろう。

### （ ECBが難しい判断を迫られる状況は変わらず ）

昨年秋以降、新たな国債買い入れプログラム・OMTの導入というドラギ・マジック効果もあり、ユーロ圏内の市場の緊張は緩和、緩やかな景気回復の流れも途切れてはいない。しかし、域内の成長と雇用の格差は広がったまま。適切な対応を欠けば、一層拡大しかねない。銀行同盟は、ECBが担う銀行監督一元化の目処は立ったが、金融システム対策費の共通化の議論は進まず、ユーロ圏内の成長と雇用格差是正のための共通の財源作りも棚上げとなったままだ。

金融政策に過度の負荷がかかり、ECBが難しい判断を迫られる状況は変わっていない。

---

（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。