

# 経済・金融 フラッシュ

## 5月ECB政策理事会：示唆された6月の行動、次の一手は何か？

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8日に5月の政策理事会を開催した。今回の政策決定は見送ったが、「重大な脅威」であるユーロ高を牽制する目的もあり、スタッフ経済見通しの公表月となる次回6月に行動する方針を示唆した。

ECBが6月に追加策を打ち出す場合、可能性として最も高いのは、金額無制限・固定金利の資金供給期間(現在は最低15年半ばまで)の延長であろう。追加利下げも比較的ハードルが低く、マイナスの預金金利導入が併せて実施される可能性も以前より高まっている。中小企業向け貸出を証券化したABS(資産担保証券)を対象とする資産買い入れ策の環境整備に動き出す方針を示す可能性もある。

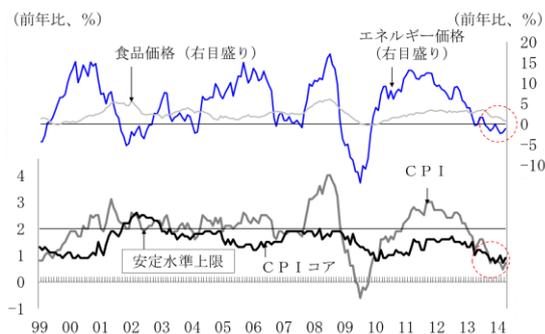
### ( 今月の政策決定は見送り、6月の追加緩和を示唆 )

欧州中央銀行( ECB ) が 8 日に 5 月の政策理事会を開催した。政策決定は見送ったが、昨年7月に導入した政策金利のバイアスを下方とするフォワード・ガイダンスを確認、前回4月と同様に「低インフレ超長期化リスクに非伝統的手段も用いる約束をすることで全員一致」した。さらに、ドラギ総裁は、記者会見で「政策理事会は、(次回6月の政策理事会当日に公表する)スタッフ経済見とおしの内容を見極めた上で次回行動することに違和感はない」と述べ、6月の追加緩和を示唆した。

今回は行動を見送り、6月の追加緩和に布石を打つというのは大方の予想通りであった。ECBは追加緩和のトリガーとして、今年1月に(1)経済実態から乖離した短期金利上昇、(2)中期的なインフレ見通しの悪化を挙げている。うち、インフレ率については、イースターの影響もあり、4月のCPI(速報値)が前年同月比0.7%と3月の同0.5%から持ち直し、エネルギー・食品・アルコール・煙草を除いたコアCPIも同1.0%と同0.7%から上向いた(図表1)。もう1つのトリガーである短期金利も、4月末まで続いた3年物資金供給(LTRO)の前倒し返済による過剰流動性の縮小傾向に一旦歯止めが掛かったこともあり(図表2)、上昇傾向が幾分落ち着いた(図表3)。景気の回復基調も持続しており、直ちに行動する必要は高くはなかった。

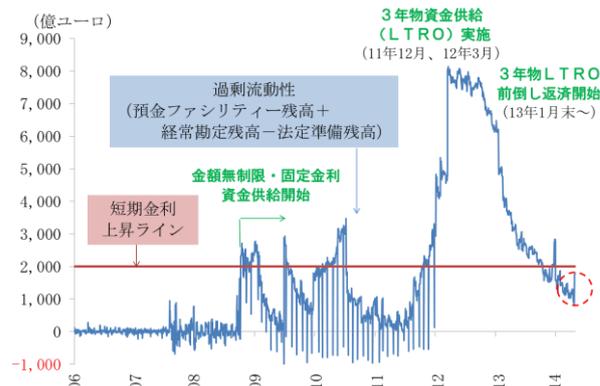
その一方、6月と時期を特定して追加緩和の布石を打ったのはユーロ高圧力を牽制する必要があったからだろう。ドラギ総裁は、「政策理事会は、低インフレと経済活動のレベルが未だ低い局面でのユーロ高は重大な脅威と判断している」と繰り返し述べ、ユーロ相場の動向に懸念を表明した(図表4)。さらに、ウクライナ危機による地政学的リスクは「ユーロ圏に他の地域よりも大きな影響を及ぼしうる」として警戒感を示した。

図表1 ユーロ圏のインフレ率



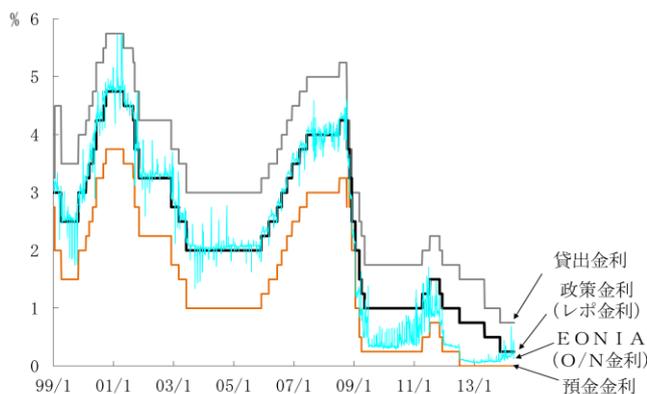
(資料) 欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏の過剰流動性



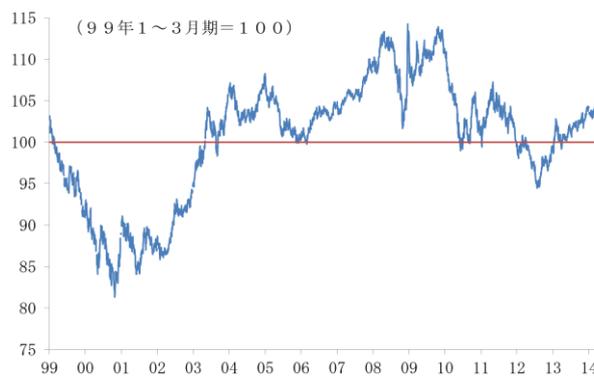
(資料) ECB

図表3 政策金利と翌日物金利 (EONIA)



(資料) ECB

図表4 ユーロの名目実効為替相場



(資料) ECB

**( 次の一手として金額無制限・固定金利の資金供給期間延長は有力。追加利下げの可能性も )**

ECBが6月に追加策を打ち出す場合、可能性として最も高いのは、今回の記者会見でも質問が出た金額無制限・固定金利の資金供給期間（現在は最低 15 年半ばまで）の延長であろう。追加利下げも比較的ハードルが低い。今回の政策理事会の開催地であったベルギー中央銀行のクーン理事（政策理事会メンバー）は、4月のインタビューで「利下げの効果を高めるには、レポ金利の引き下げと合わせて預金金利を引き下げるべき」と述べ、昨日の記者会見でもこの発言を確認した。マイナスの預金金利導入の可能性は以前より高まっている。

**( 中小企業向け貸出担保証券の買入れという選択肢 )**

さらに、これまでに実施されていない政策として、中小企業向け貸出を証券化したABS（資産担保証券）を対象とする資産買入れ策が浮上するかもしれない。同じ資産買い入れでも、国債が対象となる場合、「どの国債を買うか」という選択が高いハードルとなる。ユーロ圏の金融システムは、資本市場中心の米国と異なり、銀行中心であるために、国債買い入れによる実体経済への波及効果が限られる問題もある。国債市場は、4月にギリシャが4年ぶりに市場復帰、ポルトガルも欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）支援プログラムから「予防的融資枠」を設定せずに卒業

する見通しとなるなど、年初の段階での想定を大きく上回るほど改善している。

他方、域内の銀行市場の分断は、ドラギ総裁が質疑応答でも言及したとおり、方向としては改善しているが、解消した訳ではない。債務危機に見舞われた国々の銀行の中央銀行依存度は最悪期に比べれば低い、危機前のレベルに届いていない国もある（図表5）。銀行貸出金利の国ごとの格差も広がったままで、利下げ効果の浸透度に差がある。

今年11月の銀行監督一元化に始まる銀行同盟への移行、それに先立ち進められている域内銀行の包括査定（共通基準による資産評価とストレステスト）は、銀行市場の分断解消につながる取り組みだが、これにより直ちに分断が解消する訳ではない。今年10月に公表予定の包括査定の結果、資本不足が指摘された銀行は6～9カ月以内の増資を求められる。民間資本の調達ができない場合、各国の破綻処理基金を利用する。15年初にはユーロ圏の一元的破綻処理メカニズム（SRM）が発足する見通しとなったが、基金に関しては当初は国別に管理、一元化までに8年を要する。欧州安定メカニズム（ESM）が、各国の破綻処理基金を補う役割を果たし、15年からは新たにESMが銀行に直接支援することが可能になるが、この制度は、あくまでも政府経由の利用が政府の資金調達に悪影響を及ぼす場合の条件付きの例外措置である。銀行同盟が動き始めても、免許を給付した母国政府と銀行の信用が分離されるまでには時間が掛かる。そのため、銀行市場の分断の解消もすぐには実現しないと考えられる。

さらに、EUでは、自己資本指令・規則（CRVIV/CRR）としてバーゼルⅢのルール of 段階的な導入も始まっている。銀行は従来よりも高い自己資本比率の維持とともにリスク資産の最適化、流動性の管理にも力を入れなければならない。

このように財政危機の懸念は沈静化したものの、民間部門向けの銀行貸出回復には結びついておらず（図表6）、景気の回復、ひいては銀行のバランス・シートの改善を阻む悪循環に陥るリスクは解消していない。特に中小・零細企業にとっての問題は深刻である。ECBがまとめている中小企業の資金調達に関するサーベイ調査<sup>(注)</sup>からは、資金調達の制約は、社債市場を利用できる大企業に比べて、銀行に依存せざるを得ない中小さらに零細企業にとっては大きな問題となっていることがわかる（図表7-左）。資金調達の制約の有無は国ごとの格差も大きく、ドイツ企業にとって小さく、スペインやイタリアでは大きな問題となっていることがわかる（図表7-右）。

ドラギ総裁も、今回の記者会見における質疑応答で、6月の行動を判断する要素として貸出の動きを挙げている。

（注）ECB, “Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area, October 2013 to March 2014”, April 2014

### （即効性は乏しいが、中小企業貸出促進、銀行の流動性管理能力向上につながる）

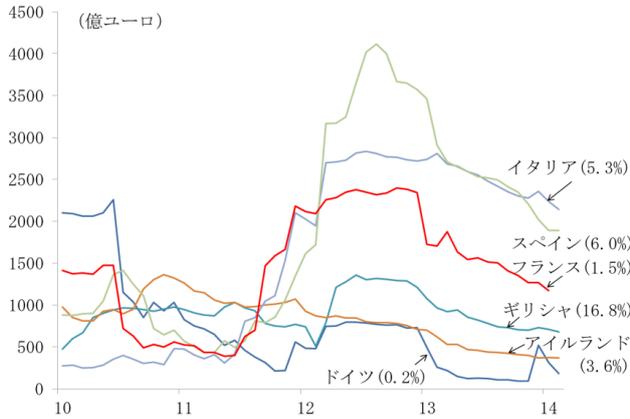
このように中小企業向け貸出を証券化したABS（資産担保証券）の買い取り策は、中小企業貸出の促進、銀行の流動性向上など、銀行が現在直面している問題を解決策となりうる。

他方、この政策は、買い入れ対象となる市場の規模が限られているために、ユーロ相場への影響も、貸出促進の効果も、即効性は期待し難い問題がある。欧州の証券化商品市場は、2008年のリーマン・ショックとそれに続くユーロ圏の債務危機によって規模が縮小している（図表8）。そもそも欧州市場では資産担保証券市場は不動産担保が中心で、中小企業向け貸出を裏づけ資産とする証

券の規模は限定的だ。

6月の段階でABS買入れ策をすぐに実行に移すことは難しいが、政策実行への布石として環境整備に動き出す方針を示す可能性はある。

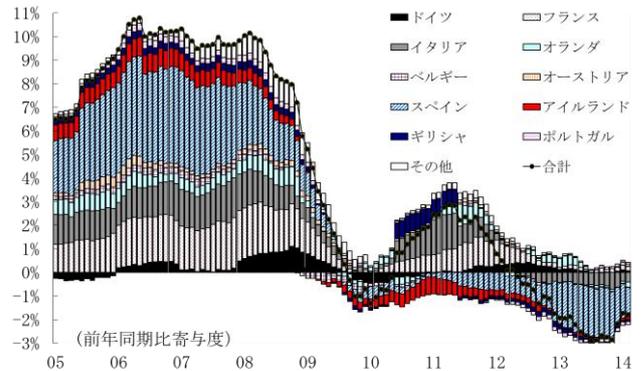
図表5 ユーロ参加国銀行の中央銀行貸出残高



(注) 括弧内の数字は銀行総資産に占める割合

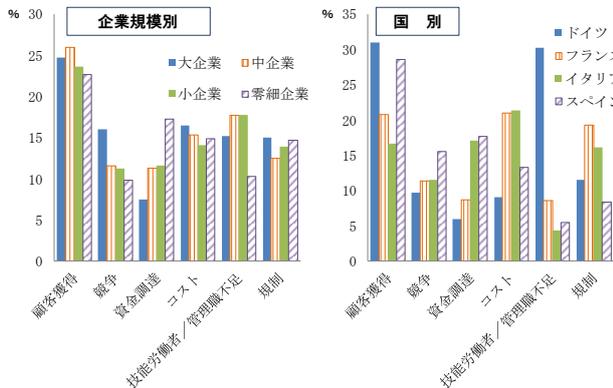
(資料) eurocrisis monitor

図表6 ユーロ圏銀行の民間向け貸出増加率国別寄与度



(資料) ECB

図表7 ユーロ圏企業が直面する最重要課題



(注) 回答に占める割合

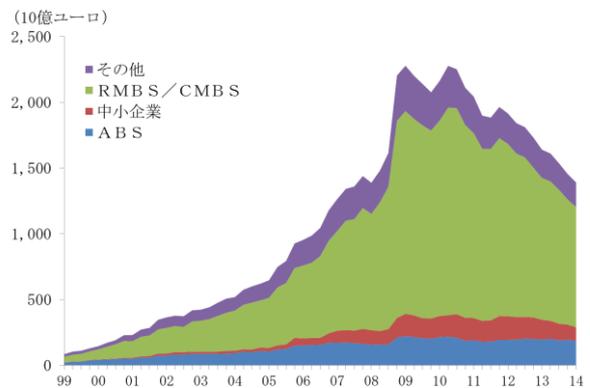
企業規模の定義は以下のとおり：

零細企業＝従業員1～9人、小企業＝10～49人

中企業＝50～249人、大企業＝250人以上

(資料) ECB

図表8 欧州(\*)の証券化商品市場の規模(残高の推移)



(\*) およそ3割をユーロ未導入の英国が占める

(注) RMB S＝住宅用不動産担保証券

CMB S＝商業用不動産担保証券

ドル建ての原データを期間平均値でユーロ換算

(資料) SIFMA

(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。