

経済・金融 フラッシュ

6月ECB政策理事会： 追加緩和パッケージを発表—象徴的意 味が大きいマイナス金利導入

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5日に6月の政策理事会を開催、「低インフレがより長期にわたり持続するリスクが高まった」との判断から、(1)預金金利マイナス化を含む政策金利の引き下げ、(2)民間企業向け貸出促進のための最長4年物資金供給(TLTRO)実施、(3)資産担保証券(ABS)買い入れ開始に向けた準備作業の加速、(4)SMPの不胎化停止など流動性供給強化策を決めた。

一連の政策のうち、預金金利のマイナス化は象徴的な意味が大きく、SMPの不胎化停止の追加のインパクトは限定的だ。TLTROは4000億ユーロの目標に対し、どこまで伸びるかが注目されよう。

ドラギ総裁は、「政策金利は今日下限に達した(ドラギ総裁)」と述べる一方、追加的な非伝統的手段の1つとしての広範な資産買い入れプログラム導入の可能性を留保した。

(4本の柱からなる追加緩和パッケージを決定)

欧州中央銀行(ECB)が5日に6月の政策理事会を開催、複数の政策の組み合わせからなる追加緩和パッケージを全員一致で決定した。

パッケージは4本の柱からなり、その第1の柱が政策金利の引き下げである。2012年7月の利下げで預金金利がゼロに達してから、主要オペ金利と貸出金利、預金金利の差、いわゆるコリドーは非対称になっていたが、今回、主要オペ金利と預金金利は10ベーシス、貸出金利は35ベーシス引き下げ、コリドーを25ベーシスで対称化した。今回決定した利下げは6月11日から実施、主要オペ金利は0.15%、預金金利はマイナス0.1%、貸出金利は0.4%となる(図表1)。マイナスの預金金利は、預金ファシリティだけでなく、超過準備にも適用される。

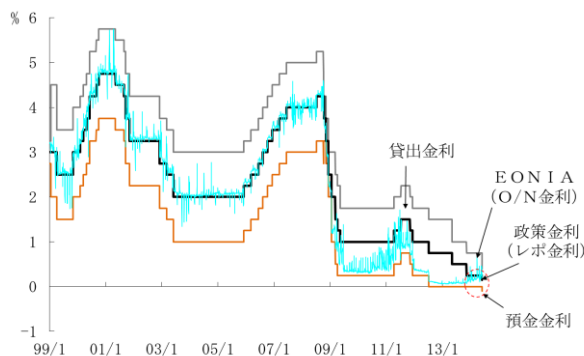
追加緩和の第2の柱がTLTRO(Targeted longer-term refinancing operation)と称する最長4年の民間企業向けの貸出促進のために、主要オペ金利プラス10ベーシスのスプレッドで長期資金を供給するプログラムである。TLTROは、2段階に分けて実施、第1段階では4月30日時点のユーロ圏の民間貸出(家計向けの住宅ローンを除く)残高の7%相当を上限とするオペを14年9月と12月の2回実施する。第2段階のオペは、15年3月から16年6月に四半期毎に実施する。銀行には、累計で14年4月30日以降のネットの貸出増加額(売却や証券化の影響を調整した後の新規貸出—返済額、家計向けの住宅ローンを除く)の3倍までの追加調達を認める。いずれも償還期限は18年12月とし、オペの実施後、24カ月経過後は前倒し返済も可能である。

第3の柱が、資産担保証券(ABS)買い入れ開始に向けた準備作業の加速である。詳細は未定の段階で、今回は、買い入れ対象は「民間企業向けの与信を裏づけとする単純で透明なABS」と

いう原則のみを打ち出した。

第4の柱が流動性供給強化策である。金額無制限・固定金利による資金供給の期間を15年半ばから16年末まで延長するほか、証券市場プログラム（以下、SMP）の不胎化のために毎週実施していたファインチューニング・オペを停止し、追加的な流動性を供給することも決めた。

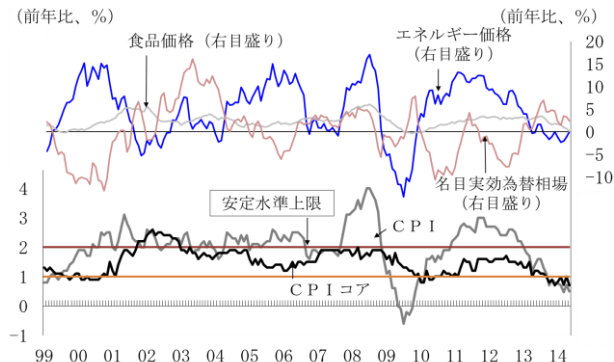
図表1 ECBの政策金利とEONIA



(注) 利下げの実施は6月11日から

(資料) ECB、EBF

図表2 ユーロ圏のインフレ率



(資料) 欧州委員会統計局

(内容も含めて事前観測とおおむね一致)

今回の理事会での追加緩和策の決定は、その内容も含めて事前の観測とおおむね一致した。前回の理事会後の記者会見でドラギ総裁が、「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、事実上今回の追加緩和を予告していた。さらに、今月3日に公表されたユーロ圏の5月のインフレ率(速報値)が、イースターの影響の剥落もあり、前年同月比0.5%と再び鈍化したことが確認されていた(図表2)。

ドラギ総裁は、政策理事会後の記者会見で「低インフレがより長期にわたり持続するリスクが高まった」ことを追加緩和に踏み切った理由として挙げた。今回、公表されたECB/ユーロシステムのスタッフ経済見通しは、14年から16年までのインフレ見通しを軒並み下方修正し、16年の段階でも1.4%と「2%以下でその近辺」の安定水準に届かないという内容であった(図表3)。

図表3 ECB/ユーロシステムのスタッフ経済見通し

		14年	15年	16年
実質GDP	前回(14年3月)	1.2	1.5	1.8
	今回(14年6月)	1.0	1.7	1.8
	修正幅(*)	▲ 0.1	0.2	0.0
インフレ率(HICP)	前回(14年3月)	1.0	1.3	1.5
	今回(14年6月)	0.7	1.1	1.4
	修正幅	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1

(注) 3月と9月はECB、6月と12月はユーロシステムのスタッフによる予測 (資料) ECB

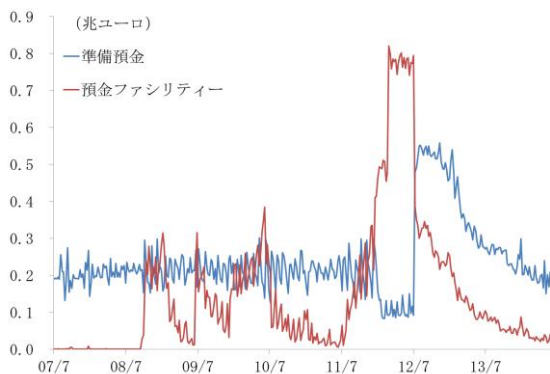
(マイナス金利は象徴的な意味合いが大きく、SMPの不胎化停止はすでに始まっている)

今回の一連のパッケージで最も注目を集めたのは、政策金利の引き下げ、特に主要中銀行初の預金金利の導入であろう。12年7月に預金金利がゼロに達した時点から、マイナス金利導入の可能性は取り沙汰されていた。中銀預金にコストを貸すことで、貸出を促進することが狙いだが、銀行の収益を圧迫することや、銀行がコスト上昇分を貸出金利に上乗せすることで、却って貸出にマイナスになるという懸念もあった。

しかし、その効果も副作用も、当時に比べれば小さくなる見込みだ。12年7月の段階では、預金ファシリティの残高は8000億ユーロを超えていたが、ゼロ金利導入による準備預金へのシフトや3年物資金供給の前倒し返済で、足元は400億ユーロほどに減少している(図表4)。超過準備の残高も1000億ユーロ程度まで減っている。

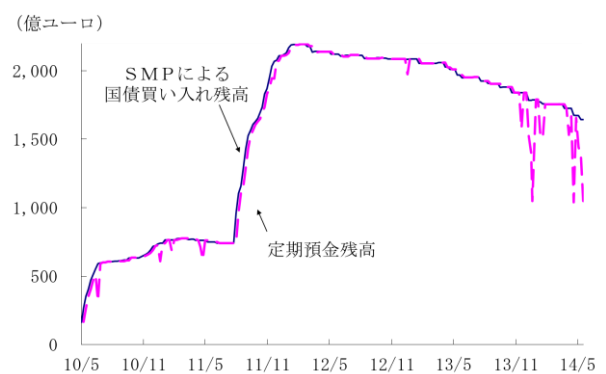
マイナス金利の導入には、低インフレの長期化につながるユーロ高阻止への意思を示す象徴的な意味合いが強いように思われる。

図表4 市中銀行のECB預金残高



(資料) ECB

図表5 SMP残高と定期預金残高



(資料) ECB

今回、流動性供給強化策の1つとして公表されたSMPの不胎化停止は、SMPを通じて買入れた国債残高と定期預金の残高を比較すると、すでに始まっていることがわかる(図表5)。今年5月末のSMPの残高は1600億ユーロほどだが、定期預金の残高はおよそ1000億ユーロに減っている。およそ1000億ユーロがSMPに関わる今回の決定で追加的に供給される流動性の規模に相当する。

(TLTROは第一段階で4000億ユーロの供給を見込む)

市場の関心度合いとは裏腹に一連のパッケージでECBが最も力を入れたのは、過去最長の4年物を供給するTLTROであろうと思われる。声明文には、「TLTROの第一段階での供給額はおよそ4000億ユーロ」としており、それなりの規模が見込まれている。

TLTROに関して、5日時点で公表されたのはオペ実施のスケジュールと条件の概要のみだが、質疑応答の中で、ドラギ総裁は、民間貸出促進という目的に沿うような報告制度を導入する方針を明らかにしている。

4000億ユーロという目標に対して、実際の利用額がどこまで伸びるか、貸出減少に歯止めをかけ

るきかっけとなりうるのか、注目されよう。

(政策金利は下限。追加策としての広範な資産買い入れプログラムは排除せず)

今回、ECBは、フォワード・ガイダンスを、「現在のインフレ見通しからみて政策金利は長期にわたり現在の水準に留まる」に修正した。超低金利を長期にわたり維持する意思を示すとともに「政策金利が今日下限に達した（ドラギ総裁）」ことを示唆するものである。

また、ガイダンスでは、「政策理事会は低インフレの長期化リスクに対して更なる対応が必要になった場合には非伝統的手段を用いることで全員一致した」との文言を残し、追加緩和に含みを持たせた。

ドラギ総裁は、質疑応答の中で「広範な資産買い入れプログラムも非伝統的手段の一つ」と答え、導入の可能性を留保した。

(注) ユーロ圏経済見通し、ECBの金融政策見通しについては、6月10日公表予定の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。