

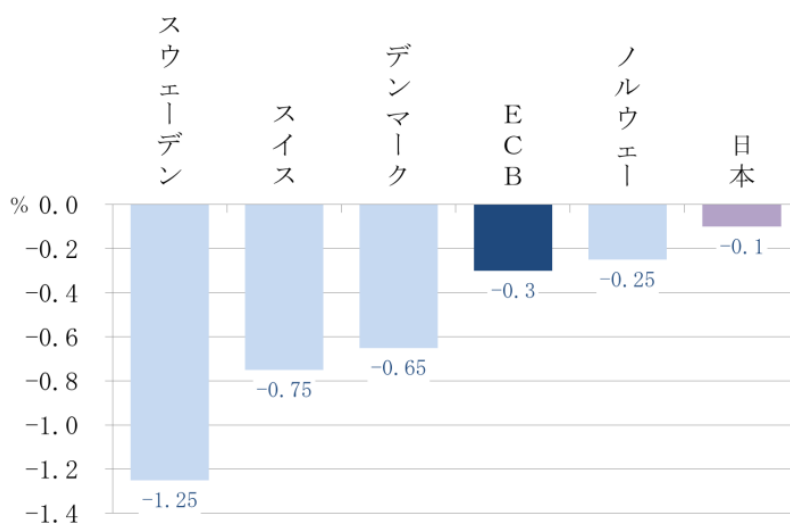
# Weekly エコノミスト・ レター

## ECB追加緩和検討の背景 銀行システムへの圧力、ユーロ安効果剥 落、投資回復の遅れへの懸念

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ECBが、2月18日、1月20～21日の政策理事会の議事要旨を公開した。
2. 1月理事会で、追加緩和の決定を見送る一方、3月10日に予定する理事会で追加緩和を強く示唆したのは、世界市場のリスクが現実化しつつあり、原油安の影響が一時的なものに留まらない兆しが見え始めたなどの認識に基いていたことがわかった。
3. 1月理事会後も経済データが急激に悪化してはいないが、世界的な金融市場の不安定でボラティリティの高い動きがユーロ圏の銀行システムを圧迫、ユーロ相場の圧力となり、投資回復を通じた潜在成長率引き上げをさらに困難にするおそれは高まっている。
4. 金融政策の効果が限られるとしても、3月にECBが追加緩和に動くことはほぼ間違いない。1月理事会では具体的な選択肢は議論されていないが、12月の段階の議論を踏まえると中銀預金金利のもう1段階の引き下げが有力と考えられる。
5. 理事会内に、マイナス金利は資産買入れよりも副作用が小さいとの見方があるが、副作用は時間の経過と共に拡大する可能性があり、注視する方針も示されている。マイナス金利政策で追随した日本としては、今後の動きが気になるところだ。

3月追加緩和の選択肢として中銀預金金利の1段階の引き下げが有力  
—マイナス金利政策導入国の中銀預金金利の水準—



(資料) 各国中央銀行

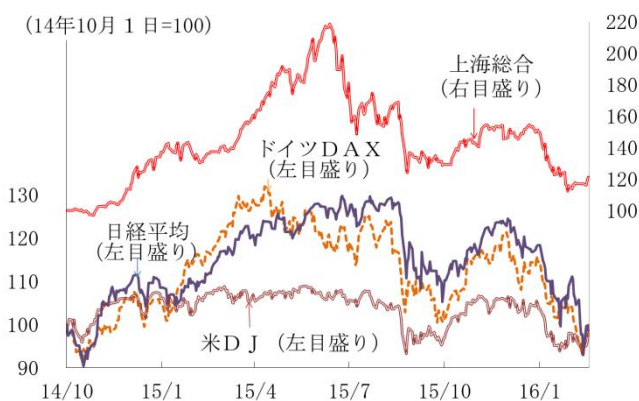
**( ECB、3月追加緩和方針で一致した1月20～21日の政策理事会議事要旨を公開 )**

欧州中央銀行（ECB）が2月18日、1月20～21日の政策理事会（以下、1月理事会）の議事要旨を公開した。

ECBの1月理事会は、16年に入ってからの世界的な株安（図表1）と原油安の連鎖が止まらず、ユーロ圏内の国債市場では、「質への逃避」から全体として低利回りが続いたものの、対ドイツ国債のスプレッドが再度拡大（図表2）する兆候が表われる中で開催された。為替市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ観測の後退を背景に急激なドル高修正の兆しもあった（図表3）。同月内に予定されていた連邦公開市場委員会（FOMC、26～27日）、日銀の金融政策決定会合（28～29日）に先駆けて開催される主要中銀の理事会としても注目を集めた。

1月理事会では、12月に中銀預金金利の10bpの引き下げ（図表4）と国債を中心とする資産買入れプログラムの半年間の期限延長を決めたばかりであり、追加緩和は大方の予想通り見送ったものの、3月10日に予定する理事会で「金融政策のスタンスを見直し、再評価する必要が生じた（ドラギ総裁）」と追加緩和を強く示唆した。ECBの追加緩和方針の表明が、1月29日の日銀のマイナス金利導入の決定につながった部分は少なからずあると思われる。

図表1 主要国株価の推移



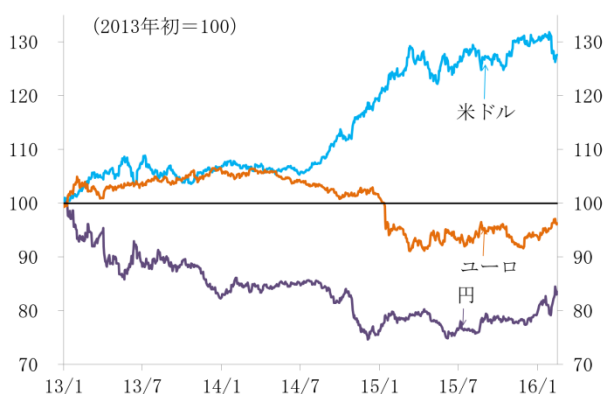
(資料) ロイター

図表2 ユーロ参加国の10年国債利回り



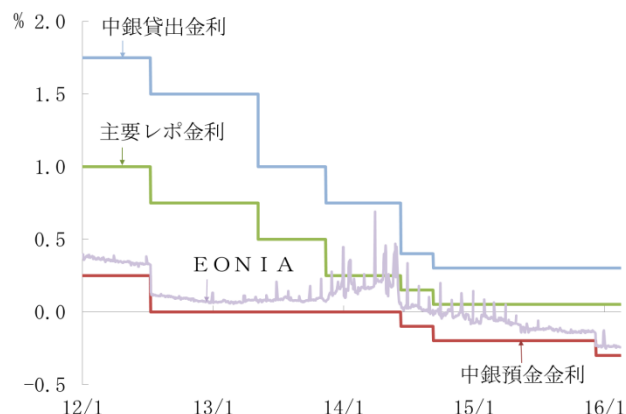
(資料) ロイター

図表3 ドル、ユーロ、円の名目実効為替相場



(資料) イングランド銀行 (BOE)

図表4 ECBの政策金利とEONIA



(注) EONIA=ユーロ圏無担保翌日物平均金利

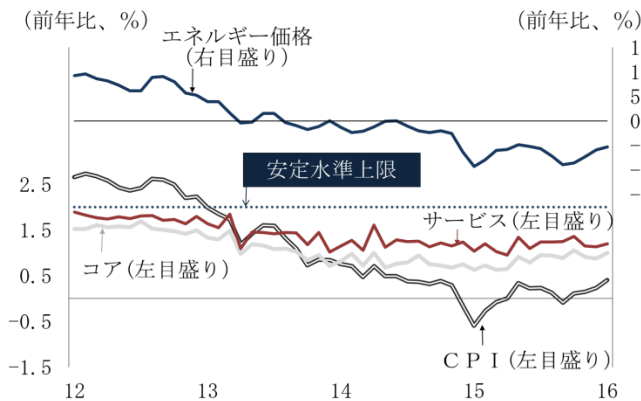
(資料) ECB、EMMI

**( 追加緩和方針の表明は現実化しつつあるリスクへの対応 )**

1月理事会の議事要旨によれば、「必要に応じて行動するだけでなく、12月理事会後の金融情勢

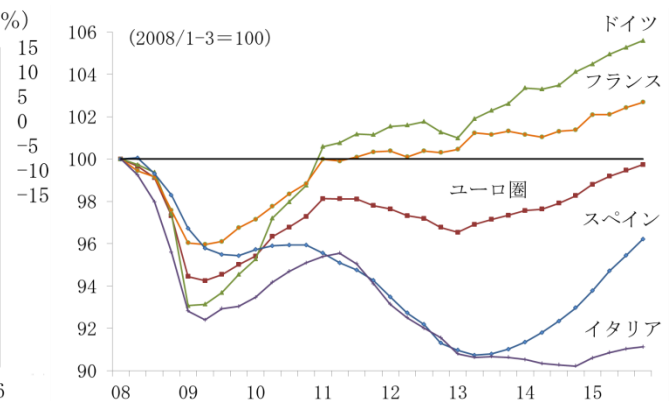
のタイト化の傾向を相殺するための備えはあることを強調」し、次回理事会での追加緩和を示唆する方針は、「金融政策は効果を及ぼし」、世界市場の動揺による耐性を高めているものの、①「新興国市場の成長見通しの不確実性、金融市場のボラティリティ、地政学的リスクが高まるリスクが現実化」しつつある、②原油価格の下落は内需を支える要因だが、世界景気の下振れ懸念で効果は減殺される、③物価の押し下げ効果（図表5）が一時的でなく、「賃金の伸びが期待を下回り、インフレ期待が下振れるなど、二次的な影響を及ぼす兆しを見せ始めた」などの認識に基づくものであったことがわかる。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の推移



(資料) eurostat

図表6 ユーロ圏の実質GDP（国別）



(資料) eurostat

（ 1月理事会後、経済データに急激な悪化は見られない ）

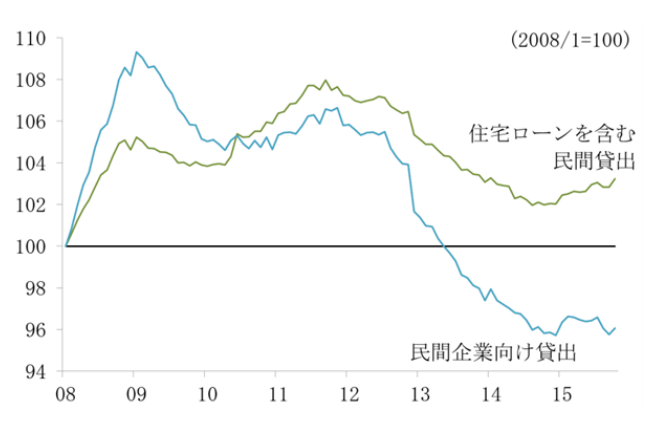
1月理事会後、経済データは、外部環境の悪化を受けて弱まってはいるが、域内需要が持ちこたえていることもあり、急激に悪化している訳ではない。今月12日に公表された10～12月のユーロ圏実質GDPも、前期比0.3%で7～9月期と同水準、前期比年率では1.2%から1.1%と緩やかに鈍化した。ユーロ圏内で、緩急の差はあるが、前期比マイナス0.6%と7～9月期の同マイナス1.4%に続いて大きく落ち込んだギリシャを除けば押し並べて緩やかな拡大傾向を維持した（図表6）。ドイツが前期比0.3%と水準的にも高さを保ち、スペインは同0.8%で速めのピッチでの回復が続いた。テロ事件に見舞われたフランスも前期比0.2%、イタリアは同0.1%と弱いながらも、再度の景気後退局面入りを回避している。

図表7 ユーロ圏の総合PMI



(資料) 各国中央銀行

図表8 ユーロ圏銀行の民間貸出残高



(資料) ECB

実質GDPと連動性が強い総合PMIは1月に弱まり、特にフランスは活動の縮小と分かれ目の50ぎりぎりの水準だが、全体では、拡大の領域に留まっている（図表7）。

銀行貸出も住宅ローンを含むベースでは、金融緩和策の波及による貸出金利の低下の効果もあり緩やかな回復基調を維持している（図表8）。

### （ 銀行システムへの圧力、ユーロ安効果剥落、投資回復の遅れへの懸念は広がる ）

しかし、世界的な金融市場の不安定でボラティリティの高い動きが続いていることが、ユーロ圏の銀行、ユーロ相場の圧力となり、投資の回復を通じた潜在成長率の引き上げをさらに困難にするおそれは高まっている。

ユーロ圏の銀行は、圏内の銀行行政を一元化する「銀行同盟」の柱の1つであるECBへの銀行監督の一元化（SSM）を前に実施された14年のストレス・テストを経て、自己資本比率が向上し、不良債権に対するカバー率も高まっている。それでも、南欧を中心に、過去の不良債権の処理のプロセスにある国も少なくない。世界的な金融市場の動揺の長期化、景気の下振れリスクに対する脆弱さが残っている。銀行同盟の2本目の柱である銀行破綻処理制度（SRM）が16年初に始動、世界的な市場の動揺のタイミングと重なったことが、投資家の不安を高めている面もある。

ユーロ圏の緩やかな拡大を支えてきたユーロ安修正の動きも気掛かりだ。年初来のユーロの対ドル相場の動きは、円に比べれば落ち着いているが、新興国の通貨安が影響し、ECBが注視する名目実効為替相場はじわじわとユーロ高方向に動いている（p.1- 図表3）。議事要旨では、「経済全般に対する金融政策の波及経路として重要な役割を果たしている為替相場を通じた経路が弱まりつつある」ことへの懸念も示されている。

こうした中であって、GDPギャップの縮小と潜在GDPの引き上げに必要な投資の回復が妨げられ、高水準の構造的な失業の解消がさらに遅れる懸念が強まる。1月の議事要旨でも、「企業の設備投資は、外部資金調達コストは低下、内部留保は潤沢になるなど、回復の条件は整っている」にも関わらず、盛り上がり欠けることへの懸念が表明されている（図表9）。

議事要旨を見ると、投資が回復しない要因として、構造改革の遅れや成長期待の低さが重石となっていることと同時に、財政緊縮策が山を越えても、公共投資の水準が回復しないことも指摘されている。世界市場の動揺が続く中で、金融・為替政策での国際的な協調と同時に、財政出動を求める声が改めて強まっているが、1月理事会では、「財政的な余地も生まれているが、十分に活用されていない」、「生産性を高めるための公共投資は成長に優しい財政再建のために重要」という、より積極的な財政出動を求める議論が出ている点も興味深い。

議事録には2014年に欧州委員会の委員長に就任したユンケル氏が提案した「欧州のための投資計画（通称「ユンケル・プラン」）が、「まだ期待通りの効果を生んでいない」という評価も明記されている。ユンケル・プランは、世界金融危機とユーロ圏内の債務危機で大きく落ち込んだ投資の回復を促すため、EUの資金の呼び水に3年間で、官民合計で3150億ユーロの投資を目指すものだ。15年に計画は滑り出したが、目標の達成に必要なペースには届いていないようだ。

### （ 3月は効果と副作用を再検証した上で ）

追加策を協議する3月10日の理事会で、ECBは新たなスタッフ経済見通しを公表する。12月の前は17年までの見通しだったが、3月の新たな見通しは2018年までがカバーされる。欧州委員会が2月4日に公表した「冬季見通し」でも、11月の前回見通しから実質GDP成長率の見通しは大きく修正されなかった。ECBが3月に成長率の見通しを大きく下方修正することは考え



難い。

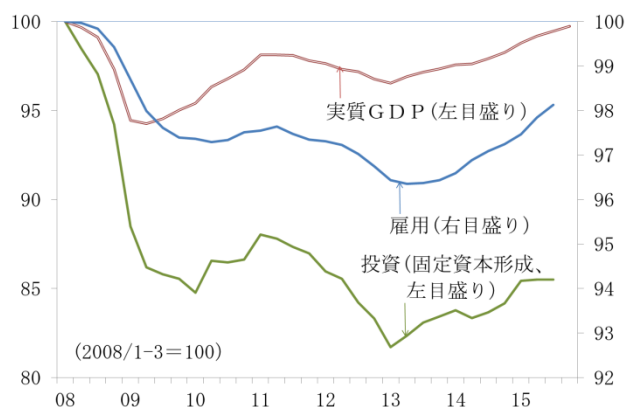
足もとの成長が大きく下振れている訳ではなく、金融政策が投資の回復や潜在成長率の引き上げに及ぼす効果が限られるとしても、ECBが追加緩和に動くことはほぼ間違いない。3月も10日のECBの理事会の後、14~15日に日銀の金融政策決定会合、15~16日にFOMCが開催される。先駆けとなるECBが、どのような選択をするのか、高い注目を集めるだろう。

議事要旨によれば、1月理事会の議論の焦点は、市場に「どのような形でメッセージを送るか」で、具体的な追加緩和の選択肢の効果と副作用は議論されていない。ただ、12月の段階で、APPには、「副作用・リスクは重大であり、インフレ調整の手段とすべきではない」という異論が呈されていたことを踏まえると、今のところ、3月理事会の追加緩和の選択肢としては中銀預金金利のもう1段階の引き下げが有力と考えられる。

ただ、マイナス金利についても、利下げの判断をした12月に「副作用は時間の経過と共に拡大する可能性があり注視が必要」とされており、3月の理事会では、改めてAPPとともにマイナス金利政策の効果と副作用のバランスについて協議することになるだろう。

マイナス金利政策でECBなど欧州の中央銀行に追随することになった日本としては（表紙図表参照）、欧州におけるマイナス金利政策の効果と副作用は気になるところだ。世界的な市場の動揺の銀行システムへの圧力の緩和を目的とするECBの金融緩和が却ってユーロ圏の銀行の経営を圧迫することにつながることはないのか、今後の動きが注目される。

図表9 ユーロ圏の総合PMI



(資料) 各国中央銀行

図表10 ECB、欧州委員会の経済見通し

実質GDP							
ECB	15年	16年	17年	欧州委員会	15年	16年	17年
2015年9月	1.4	1.7	1.8	2015年11月	1.6	1.8	1.9
2015年12月	1.5	1.7	1.9	2016年2月	1.6	1.7	1.9
修正幅	0.1	0.0	0.1	修正幅	0.0	▲0.1	0.0

インフレ率 (HICP)							
ECB	15年	16年	17年	欧州委員会	15年	16年	17年
2015年9月	0.1	1.1	1.7	2015年11月	0.1	1.0	1.6
2015年12月	0.1	1.0	1.6	2016年2月	0.0	0.5	1.5
修正幅	0.0	▲0.1	▲0.1	修正幅	▲0.1	▲0.5	▲0.1

(資料) ECB、欧州委員会

(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もありません。