

2019年6月7日

## MURC Focus

# 金融政策正常化への道が遠のく ECB

## ～バランスシートの縮小は事実上不可能に

調査部 研究員 土田 陽介

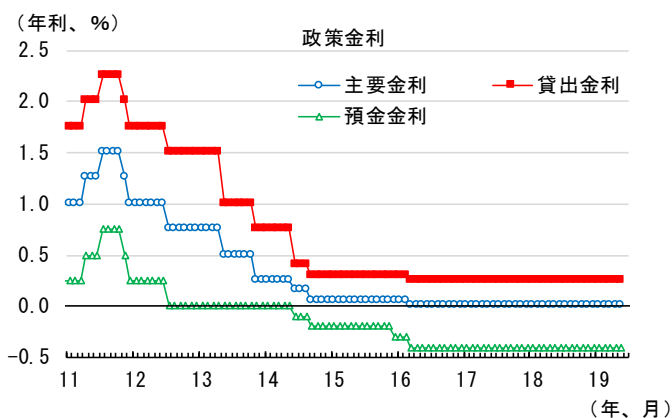
- ECBは6月6日の理事会で現状の政策金利の水準を少なくとも2020年前半まで据え置くと決定し、3月の理事会に続いて利上げ時期を先送りした。
- 利上げ後に着手するとしていたECBのバランスシート縮小も、米中通商摩擦の激化で世界景気が減速していることや米国の金融政策の路線が転換したことで事実上不可能になった。
- 肥大化したバランスシートが金融政策の新常態となりつつある中で、11月にタカ派の新総裁が誕生してもECBは緩和的な政策運営を余儀なくされる見通し。

### (1) 6月6日の政策理事会で時間軸政策を修正

欧州中央銀行（ECB）は6月6日にリトアニアの首都ビリニュスで政策理事会を開き、政策金利を据え置いた。同時にECBは、現状の政策金利の水準（図表1）を少なくとも2020年前半まで据え置くと決定し、3月の理事会に続いて利上げ時期を先送りした。低金利を維持する時間軸を長期化することで、緩和効果の強化を図ったかたちである（図表2）。

同時にECBは、3月に導入を決めた（実施は9月から）貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）の金利水準を、政策金利に0.10%ポイント上乗せする形で行うとした。現在、ECBの下限（預金）金利は-0.40%であるため、融資を増やした銀行は-0.30%の金利でECBから長期の固定供給オペを受けることができる。

図表1. ECBは金利を据え置き



(出所) 欧州中央銀行

図表2. 相次いだ時間軸の修正

時期	内容
18年6月理事会	現行の金利水準を少なくとも <b>2019年夏</b> まで維持されると予想する  資産購入プログラム（APP）の拡大を2018年12月で停止する  APP終了後は金融環境を安定させるために満期償還分と同額の再投資を行う
18年12月理事会	利上げ後にAPPの再投資を停止する
19年3月理事会	現行の金利水準を少なくとも <b>2019年末</b> まで維持されると予想する
19年6月理事会	現行の金利水準を少なくとも <b>2020年前半</b> まで維持されると予想する

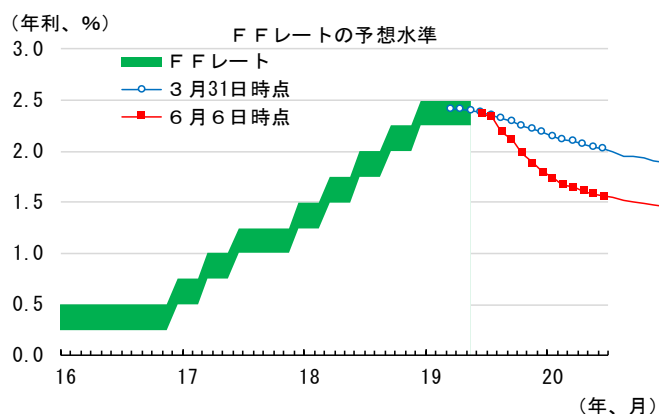
(出所) 欧州中央銀行

ECBは、わずか3ヶ月で利上げの時間軸を事実上半年も延期したことになる。その背景には、この間における米中通商摩擦の激化やFRBの政策転換があると考えられる。足元、米中通商摩擦の激化に伴って世界景気は減速が顕著となっており、欧州景気にも輸出の不振という形で悪影響が生じている。今後の動向次第では、こうした状況に拍車がかかる恐れがある。

さらに、米国の金融政策が引き締めから緩和に路線が転換した。米国の中銀であるFRB（連邦準備制度理事会）は、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）で量的緩和によって膨んだバランスシートの縮小を9月で終了することを決定した。また6月初めには、パウエルFRB議長が景気動向次第では利下げを行う可能性に言及し、市場では利下げ観測が高まることになった（図表3）。

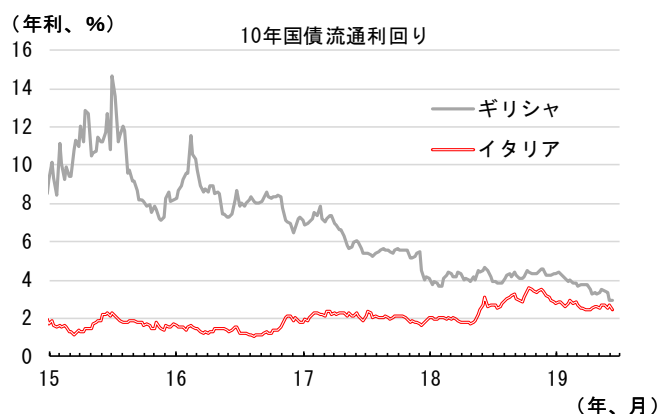
こうした状況の下で、ECBもまた金融緩和の縮小シナリオを修正せざるを得なくなったと考えられる。また欧州の中にも、ユーロ圏で第三位の大国であるイタリアの信用不安が高まっており、そのこともECBによる金融緩和の縮小を難しくしている模様である。なお足元のイタリアの長期金利は、金融市場での懸念の高まりを受けてギリシャにかなり接近している（図表4）。

図表3. 高まる米国の利下げ観測



(出所) Bloomberg

図表4. 逆転しつつあるイタリアとギリシャの金利



(出所) Bloomberg

## (2) バランスシートの縮小は事実上不可能に

図表5にあるようにECB（ユーロシステム）のバランスシートは、量的緩和に相当する資産購入プログラム（Asset Purchase Program, APP）の実施（16年3月～18年12月）によって4兆7,000億ユーロ（約570兆円）まで拡大が進んだ。当初ECBは、米FRBと同様に、金融資産（主に国債）の満期償還分への再投資を止めることでバランスシートの縮小を行う予定であった。

ECBは中銀として膨張したバランスシートの縮小を進めたいところであるが、それはタームプレミアム（期間に伴う上乗せ利回り）の拡大につながる。景気が順調に拡大していればそれも吸収

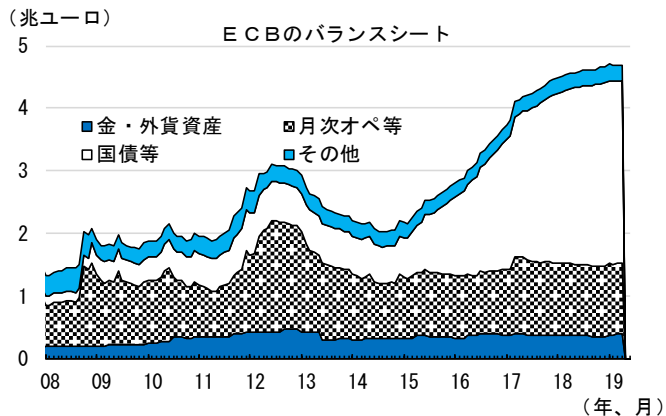
できるが、現状のように景気が弱含んでおり、さらに先行きの下振れリスクが大きくなっている状況では、タームプレミアムの拡大は投資家の不安心理を強めてしまう恐れがある。

そもそも景気が弱含む中で一定の下支え効果が見込めるTLTROⅢを実施するような環境の下で、それと相反するバランスシートの縮小を進めることは、金融政策のアクセルとブレーキを同時に踏むようなものであり、無理がある。加えて、利下げに転じようとしている米国と金融政策の方向感を違えれば、足元のユーロ安が一転してユーロ高になるかもしれない（図表6）。

そのため、米景気が再び順調に拡大してFRBが引き締め路線に転換しない限り、ECBはバランスシートの縮小に着手することはできないだろう。ただFRBの政策運営は、金融緩和志向が根強いトランプ大統領の強い影響力を受けており、米景気が再び順調に拡大するとしても利上げやバランスシートの縮小を再開できるか定かではない。

このように考えていくと、ECBが先行き数年のうちにバランスシートの縮小に着手できる可能性はほぼゼロになったと言えるだろう。10月末で退任するECBのドラギ総裁としては、その任期中に金融政策の正常化を進めたいところであったはずである。ただその意向を果たせないまま、ドラギ総裁は退任を余儀なくされる。

図表5. 5兆ユーロ弱まで拡大した総資産



(注) 正確にはユーロシステム (ECB+各国中銀) のバランスシート  
(出所) ECB

図表6. 現状のユーロ相場は下落基調で推移



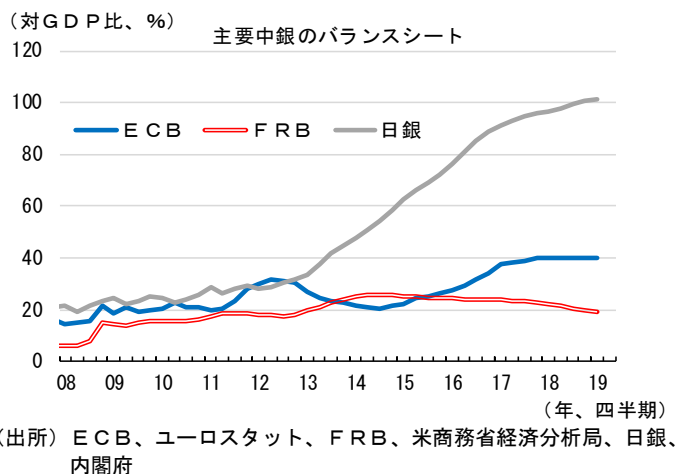
(出所) Bloomberg

### (3) 肥大化したバランスシートは金融政策の新常態か

FRBがバランスシートの縮小を取り止め、ECBもバランスシートの縮小に着手する展望が描けない。引き続きバランスシートの拡大に努めている日銀も、バランスシートの縮小への道はまるで見えない。欧州連合 (EU) からの離脱問題を控える英国のBOE (イングランド銀行) も同様である。

こうした先進諸国の金融政策の経験は、量的緩和政策やマイナス金利政策といったいわゆる非伝統的金融政策を一度採用すると、その正常化が実に困難になることを我々に見せつけている。中銀のバランスシートが08年秋に生じた世界金融危機以前の規模まで縮小することは、少なくとも先進国に関しては今後望み難いのかもしれない。

図表7. 5兆ユーロ弱まで拡大した総資産



なお11月に誕生するECB新総裁の有力候補として、ドイツ連銀のバイトマン総裁の名前が挙がっている。7月に決まる新欧州委員長(就任は11月)がドイツから選ばれない場合、バイトマン氏のECB新総裁就任の確率が急上昇する。タカ派の同氏がECB総裁に就任したとしても、現状のユーロ圏経済を取り巻く環境を踏まえると、ECBは緩和的な政策運営を余儀なくされよう。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。