

2020年3月13日

MURC Focus

新型コロナに伴う景気下振れを受け ECB も追加緩和へ

～一段と難しくなった今後の金融政策のかじ取り

調査部 研究員 土田 陽介

- 新型コロナウイルスの世界的な流行に伴う経済への悪影響に鑑み、欧州中銀（ECB）は3月12日の政策理事会で追加の金融緩和に取り組むことを発表した。
- ECBの追加緩和は不可欠であったが、イタリアの都市封鎖が解除されるなど、ヒトとモノの動きが再開する兆しが無い限り、株安ユーロ高の流れが続くだろう。
- 今回の追加金融緩和で今後の金融政策のかじ取りが一段と難しくなったことを受けて、EUが財政拡張を容認する方向に転じるかどうか、注目が集まる。

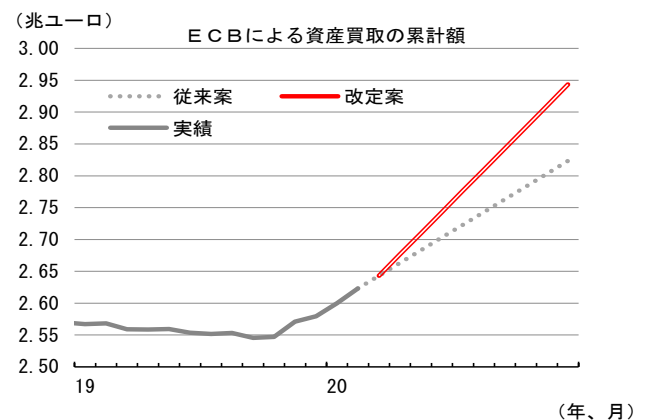
（1）新型コロナの悪影響を受けてECBも金融緩和の強化へ

新型コロナウイルスの世界的な流行に伴う経済への悪影響に鑑み、欧州中銀（ECB）は3月12日の政策理事会で追加の金融緩和を実施した。既に米連銀（FRB）が3月3日に0.50%の緊急利下げを行い、さらに17～18日の定例の連邦公開市場委員会（FOMC）でも追加利下げが確実視されるなかで、ECBも歩調を合わせたかたちとなった。

追加金融緩和の具体的な内容は、図表1でまとめたとおりである。緩和の主な手段は、量的緩和に相当する資産買取プログラム（APP）の規模の拡大となる。現行のプログラムでは、月に200億ユーロの資産買取（年間2,400億ユーロ）が、期間を定めないオープンエンド型で実施されている。これに加え、年末までに1,200億ユーロを追加で買い増しする（図表2）。

図表1. 主な追加緩和の内容

- 政策金利の据え置き**
政策金利を現行の水準（主要金利0.00%、上限金利0.25%、下限金利▲0.50%）に据え置く。
 - 資産買取プログラム（APP）の拡充**
2020年末までに1,200億ユーロの金融資産を社債中心に追加購入する。再投資は利上げ再開まで継続する。既往のプログラムだと年額2,400億ユーロ（月次200億ユーロ）の資産を購入しているため、50%相当の増額となる。
 - 長期資金供給オペレーション（LTRO）の実施**
2020年6月に実施するTLTROⅢまでに実施。適用金利は下限金利（年▲0.50%）と同水準
 - 貸出条件付長期資金供給オペ第三弾（TLTROⅢ）の要件緩和**
コロナウイルスの流行で悪影響を受けた中小企業の資金繰りを支援するために要件を緩和する。適応金利は主要金利（年0%）から25ベースポイントを差し引く。
- （出所）欧州中央銀行（ECB）

図表2. ECBは量的緩和を拡大へ


とはいえAPPに関しては、主に社債購入プログラム（private sector purchase program）の拡充が謳われている点に、ECBの苦慮がうかがえる。既往の資産買取やリスクオフの国債需要の高まりで、各国国債の建玉はドイツをはじめとして不足していると考えられる。そのためECBは、社債の購入増という中銀としては異例の手段を選択せざるを得なかったのだろう。

その他には、6月に予定されている貸出条件付長期資金供給オペ第三弾（TLTROⅢ）までの経過措置として、長期資金供給オペレーション（LTRO）の実施、さらにコロナウイルスの流行に伴い経営が悪化している中小企業に対する資金繰りの支援を目的として、TLTROⅢの要件緩和もアナウンスされた。

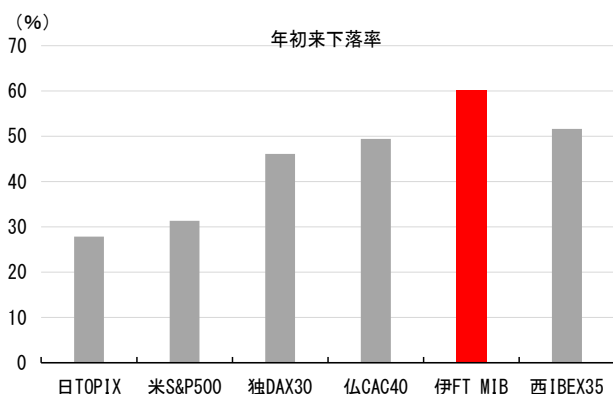
他方で政策金利、特にECBが下限金利（金融機関がECBに対して預金を行う際に適用される金利）に付しているマイナス金利に関しては、水準の引き下げ（現行は年▲0.50%）や対象準備資産（所要準備の6倍を超える準備）の増額といった見直し措置は見送られた。マイナス金利がもたらす副作用（金融機関の収益圧迫）に配慮したものと考えられる。

（2）株安ユーロ高基調は今後も続く見通し

今回の新型コロナウイルスの世界的な流行により、経済活動の血流であるヒト・モノ・カネの動きのうち、ヒトとモノの動きに大きな制約がかかってしまった。そのため、金融緩和でカネの動きを促したとしても経済活動の活発化は見込み難かったが、今般のECBの金融緩和は、投資家のリスクセンチメントの悪化を考慮に入れるとやむを得ない決断であった。

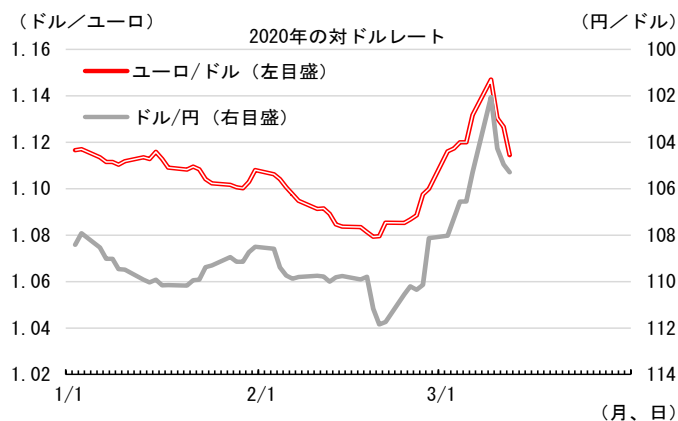
欧州の金融市場でも、株価は軒並み下落している。ユーロ圏主要国の代表的な株価指数の年初来の下落率（図表3）を見てみると、感染者が最も多いイタリアの株価（FT MIB）指数を中心に日米に比べると下落幅が大きい。また産業別には、移動の制限から航空など物流関係や、飲食に宿泊といった観光・娯楽関係を中心に下げが顕著である。

図表3. イタリアを中心に暴落する欧州株



（注）年初の取引日の終値と3月12日の終値の比較
（出所）各証券取引所

図表4. ユーロ高は一服も、反転までは遠い



（注）日次データ（終値）
（出所）ロイター

なお、米国のトランプ大統領がシェンゲン協定に加盟する欧州26ヶ国からの入国者を3月13日午後11時59分から1ヶ月間制限すると発表したことも、投資家の悲観を強める結果につながった。入国制限で欧州経済に悪影響がおよぶことよりも、コロナウイルスの問題の早期収束が見込めないという悲観を投資家が強めたことが、相場の強烈な下げにつながったと考えられる。

同時に、リスク回避の流れを受けて、図表4のように外為市場ではユーロ高も進んだ。2月中旬に1ユーロ=1.08ドルであった為替レートは、3月9日には1.15ドルと半月程度の間で7%近くユーロ高が進んだ。ユーロもまた日本円と同様にファンディング通貨として利用されていたことがこの動きの背景にあったが、ECBの追加緩和もあり、ユーロ高は一服した。

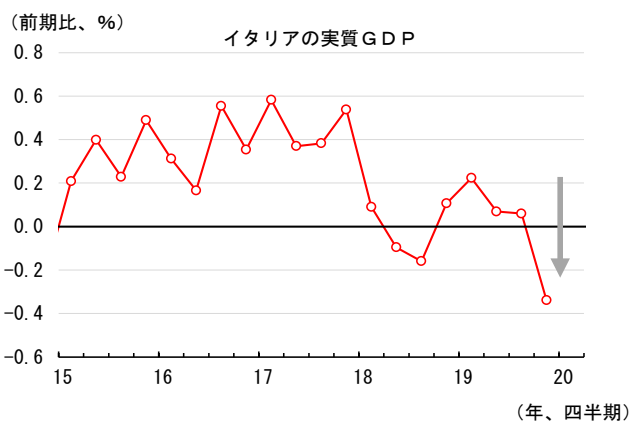
確かにECBは追加金融緩和を行ったが、それだけでは投資家の不安心理は拭えない。危機対応に向けたより本格的な国際協調体制が整うとともに、またイタリアの都市封鎖が解除されるなどヒトとモノの動きが再開する兆しなどが生まれにくい限り、株安ユーロ高（円高）のトレンドが反転することはないとみられる。

(3) EU首脳陣も補助金の活用を決定

EU首脳陣はECBの理事会に先立つ3月10日、臨時でビデオ会議を開催して新型コロナ対策を協議した。医療面での取り組みに加えて、経済面では中小企業の資金繰りや雇用維持の支援に努めるとの表明がなされた。また会議後にフォンデアライエン欧州委員長は、EU構造基金などから250億ユーロ（約3兆円）の資金を拠出すると発表した。

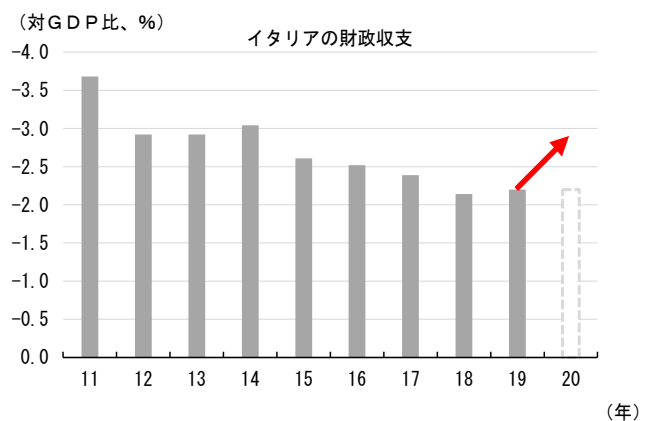
なおビデオ会議での決定では、非常事態への対応として、補助金など財政支出の弾力的な運用を容認する方針も示された。EUには、各国の競争条件を公平に保つ観点から、各国政府が補助金を使う際には欧州委員会の承認を義務付けるものが多い。具体的には低利や無利子の融資、税額控除や納税の繰延などである。

図表5. イタリア景気は後退に陥る見込み



(出所) 欧州連合統計局

図表6. イタリアの財政収支は悪化



(注) 2020年度予算では財政赤字がGDP比-2.2%になるとされた。

(出所) 欧州委員会/イタリア政府

特にコロナウイルスの流行が深刻なイタリアの場合、全土が封鎖されていることから経済活動が麻痺している。欧州委員会は1～3月期もイタリア経済はマイナス成長が続き、景気後退に陥ると予想している（図表5）。社会政策の観点からも、中小企業の資金繰りや雇用維持の支援は不可欠であることが、今回のEU理事会での決定につながったとみられる。

またコロナウイルスの流行が収束しても、経済活動が直ぐに正常化する見通しは立たない。そのためイタリアの財政赤字（図表6）は大きく膨らむ公算が大きく、財政赤字を対GDP比3%以内に定めたEUの財政ルールに違反する恐れがある。しかしながら、事情が事情であるため、EUは財政赤字の膨張を容認する方針を示したものと判断される。

（4）金融緩和の限界で財政拡大を容認する方向に転じるか

ECB首脳陣は、昨年9月の理事会でマイナス金利の深掘りや量的緩和の再開などからなる包括的な金融緩和を行って以降、金融緩和の限界について度々言及してきた。コロナウイルスが経済に与える悪影響を考慮すると今回の追加緩和は不可欠であったとはいえ、追加緩和の余地は着実に狭まることになり、今後の金融政策のかじ取りは一段と難しくなってしまった。

2月に開かれた臨時首脳会議では、次期（2021～27年）の中期予算の規模拡大を巡って各国の利害対立が生じた。しかしながら、事実上、景気を下支えする有効な手段が財政拡張に限定されてしまったなかで、EUがこれまでの財政健全化路線を修正し、財政拡張を容認する方向に転じるかどうか、今後の注目点となるだろう。

－ 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。