

## MURC Focus

# フルセット型の追加緩和を打ち出した ECB

## ～景気下支え効果には疑問

調査部 研究員 土田 陽介

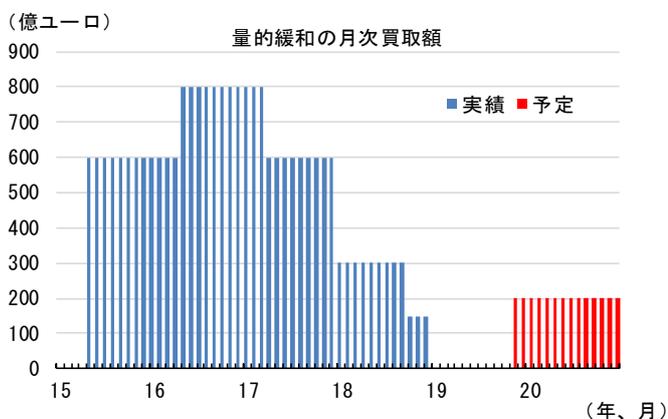
- ECBは9月12日に開催した定例の政策理事会で、7月の理事会で示唆した通り金融緩和を強化した。量的緩和の再開とマイナス金利の深掘りを主とするフルセット型の緩和が実施される。
- 量的緩和は少額にとどまり、マイナス金利の深掘りも小幅であった。量的緩和もマイナス金利も限界が意識されており、景気下支え効果が見込めるか定かではない。
- 金融緩和の限界が意識される一方で財政拡張に対する期待が高まっているが、景気後退が明確に意識されない限り実現は見込み難い。効果が薄い金融緩和に依存する展開が当面は続くだろう。

### (1) ECBはフルセット型の追加緩和を実施

欧州中央銀行（ECB）は9月12日に開催した定例の政策理事会で、7月の理事会で示唆した通り金融緩和を強化した。手段は主に以下の2つであり、1つが昨年12月に終了した量的緩和に相当する資産買取プログラム（APP）の再開である。11月より月次の買取額が2百億ユーロで終了時期を予め明示しないオープンエンド型の量的緩和が実施される（図表1）。

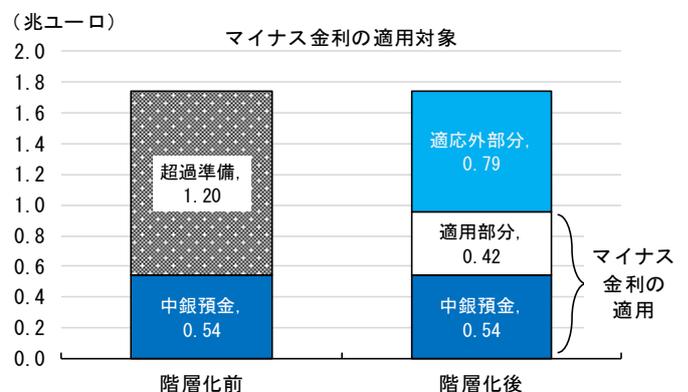
さらにもう1つがマイナス金利の深掘りと金利階層化の導入である。まず金融機関がECBに預金を行う際に適用される預金ファシリティ金利を年▲0.40%から▲0.50%に深掘りした。それと同時に、マイナス金利が適用される超過準備を所要準備の6倍を超える準備に限定することで、マイナス金利の適用を部分的に制限した（図表2）。

図表1. ECBは量的緩和を再開へ



(注) 月次の買取額は目標水準であり実績は月により前後している  
(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2. マイナス金利の階層化を実施



(注) 19年7月時点のデータ、所要準備 (0.13兆ユーロ) を6倍した金額 (0.79兆ユーロ) はマイナス金利の適用外  
(出所) ECB

その他にも、TLTROと呼ばれる貸出条件付き長期資金供給オペの条件を緩和（政策金利に対する上乗せ金利10ベーシスポイントの撤廃や期間の2年から3年への延期）したり金融緩和の先行きのガイダンスを強化（物価上昇率が2%に近づくまで緩和を継続する）したりするといったフルセット型の金融緩和パッケージが導入された。

ECBが金融緩和に踏み込んだ背景としては、欧州の景気と物価の足踏みがある。特に景気に関しては、中国経済の成長鈍化や米中通商摩擦の激化を受けて輸出が悪化しており、先行きも不透明感が強い。さらに米国が7月に先行して世界金融危機以来となる利下げを実施したことで、ユーロ高を抑制する必要にも迫られた。

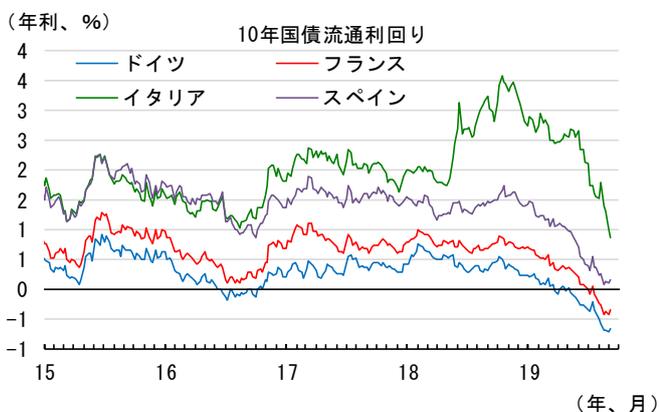
## （2）量的緩和再開の効果には疑問

ECBは11月に月次の購入額を2百億ユーロとするAPPを再開するが、これまでの月次の購入額（例えば15年5月～16年5月は6百億ユーロ、16年4月～17年3月は8百億ユーロなど）に比べると少額の規模にとどまっている。これまでのAPPで市中に出回る国債の量はかなり減っていることが主な理由とみられる。

同時に、債券価格の形成に過剰な影響力を及ぼさないための自主規制として導入された発行体キャップ（ECBが保有する1銘柄1発行体あたりの債券の上限を発行残高の33%に設定するルール）の見直しが行われなかったことも、月次の購入額が2百億ユーロにとどまった理由の1つと考えられる。

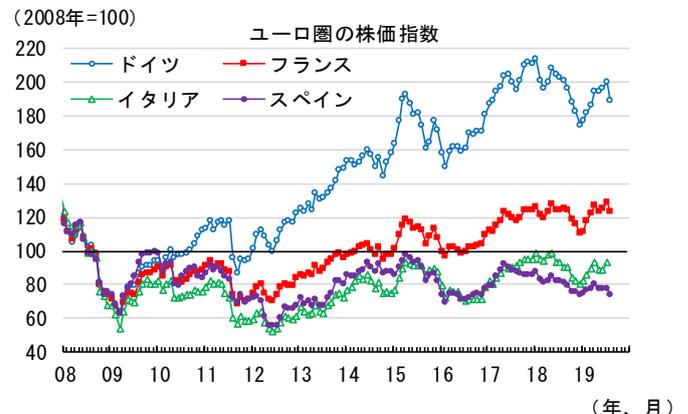
量的緩和の主な目的は長期金利の低下にある。欧州の主要国の長期金利（図表3）は、財政問題を抱えるイタリアを除けば追加緩和の可能性に言及した7月の理事会以前から低かった。さら

図表3. 主要国の長期金利の水準は既に低い



(注) 週次  
(出所) Bloomberg

図表4. 株価も足踏み



(注) 独DAX、仏CAC、伊FTSE、西IBEX  
(出所) 各国証券市場

に追加緩和を織り込んだことで金利の低下は一段と進んでおり、実際にA P Pが11月から再開されても金利の低下が進むかどうかは分からない。

株高の演出による資産効果も見込み難い。欧州の株価（図表4）は世界金融危機後、ドイツといった例外を除けば相次ぐ金融緩和にもかかわらず低迷が続いた。また足元では、E C Bによる追加緩和が織り込まれているにもかかわらず、英国のE U（欧州連合）離脱や米中通商摩擦といった不透明感などを反映して株価は軟調に推移している。

### （3）マイナス金利政策にも限界

マイナス金利を階層化した背景には、金融機関の収益への配慮がある。金利階層化に伴い、超過準備に一定のマイナス金利の適用外の残高ができる。その分だけ金融機関はマイナス金利の支払いを逃れることができるが、一方で適用される残高および中銀預金に対しては引き続きマイナス金利が課されることになる。

今回のマイナス金利の深掘りと階層化は、2つの点で示唆に富んでいる。1つがマイナス金利の限界が意識されている可能性が高いことである。今回の追加緩和でE C Bは、預金ファシリテイ金利を年▲0.40%から▲0.50%とわずか0.10%ポイント深掘りするだけにとどまった。さらに階層化によって金融機関の収益に対する配慮も見せている。

見方を変えるとこのことは、いわゆるリバーサルレート（金融機関の業績悪化が深刻化して金融緩和効果が得られないこと）をE C Bも意識せざるを得なくなっていることの裏返しであると言えよう。小刻みな深掘りでさえ階層化というバックアップが必要なほど、既にマイナス金利政策の拡大余地は限られている。

もう1つが、階層化を試みたところで金融機関の支払うコストは増加するということである。ベネフィットを上回るコストを支払い続ける以上、金融機関の業績は苦しくなる。それで貸出が増えて内需が刺激されるならまだしも、実態としては通貨高を抑制し輸出を若干サポートする程度の効果しか望めない。一方で金融不安が高まれば元も子もない。

### （4）即効性が見込める財政拡張までの道筋は遠い

金融緩和の限界が意識される一方で、財政拡張に対する期待が高まっている。ただE Uの場合は債務危機を経験した結果、財政拡張に対しては厳しいルールを定めている。確かに足元の欧州景気は輸出の悪化を受けて停滞しているが、景気そのものが後退しているわけではない。財政を拡張するタイミングであるとまでは必ずしも言えない。

年後半以降のGDPの前期比成長率が7～9月期と10～12月期の2期連続でマイナス（テクニカルリセッション）となり、さらに持ち直しに向けた展望が短期的には描けないなど景気後退が明確に意識されない限り、EUが財政拡張に踏み込むことは考え難い。効果が薄い金融緩和に依存する展開が当面は続くだろう。

なおECBのドラギ総裁は10月末に任期満了で退任する。11年11月に就任したドラギ総裁は、欧州債務危機や景気・物価の低迷に直面し、立て続けに金融緩和を強化してきた。任期満了の直前でも、ドラギ総裁は金融緩和を強化せざるを得なかった。このバトンは今年11月からラガルド新総裁に手渡されることになる。

フランス出身のラガルド新総裁は国際通貨基金（IMF）の専務理事として辣腕を振るった一方で、金融政策そのものには必ずしも明るくない。ECBの理事会によるサポートを得られるとはいえ、総裁としてのカリスマ性を発揮してECBの金融政策を指揮していけるかどうかは未知数である。

既に欧州の金融緩和は限界に近付いている。今回のドラギ総裁による追加緩和で、その距離感はおそらく縮まることになった。ラガルド新総裁は就任早々、政策の手詰まり感に直面することになるだろう。ドラギ総裁による「置き土産」は、結果的にラガルド新総裁の手足を縛るものになりかねない。

#### － 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、当社の統一的な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。