

2013年11月8日 全3頁

# デフレ懸念に先手を打った ECB

## 0.25%の利下げ実施で過去最低の政策金利水準に

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- ECB(欧州中央銀行)は市場予想に反して11月7日の金融政策理事会で利下げを決めた。主要オペ金利は0.25%引き下げ、過去最低の0.25%となる。また、EONIA(翌日物市場金利)の上限である限界貸出金利も0.25%引き下げて0.75%とした。一方、下限金利の中央銀行預金金利は0%で据え置き、マイナス金利への移行は見送られた。同時に、銀行への資金供給手段であるMRO(1週間)とLTRO(3か月)は、少なくとも2015年半ばまで「固定金利、無制限」で実施するとし、緩和的な金融政策の継続を約束した。
- ECBは利下げに踏み切った理由に、低インフレの長期化が懸念されることを挙げている。10月の消費者物価(速報値)は前年比+0.7%と予想を下回った。ECBはデフレ懸念を否定したが、それを念頭に置いた利下げであったことは想像に難くない。金融政策ガイダンスは引き続き緩和バイアスである。ユーロ圏の景気回復がもたつく間に物価が一段と低下することを懸念したECBの利下げは、ユーロ高修正という経路でもデフレ対策を狙っていると考えられるが、これは日本の経験から学んだものであろう。

### 11月7日の金融政策理事会での決定事項

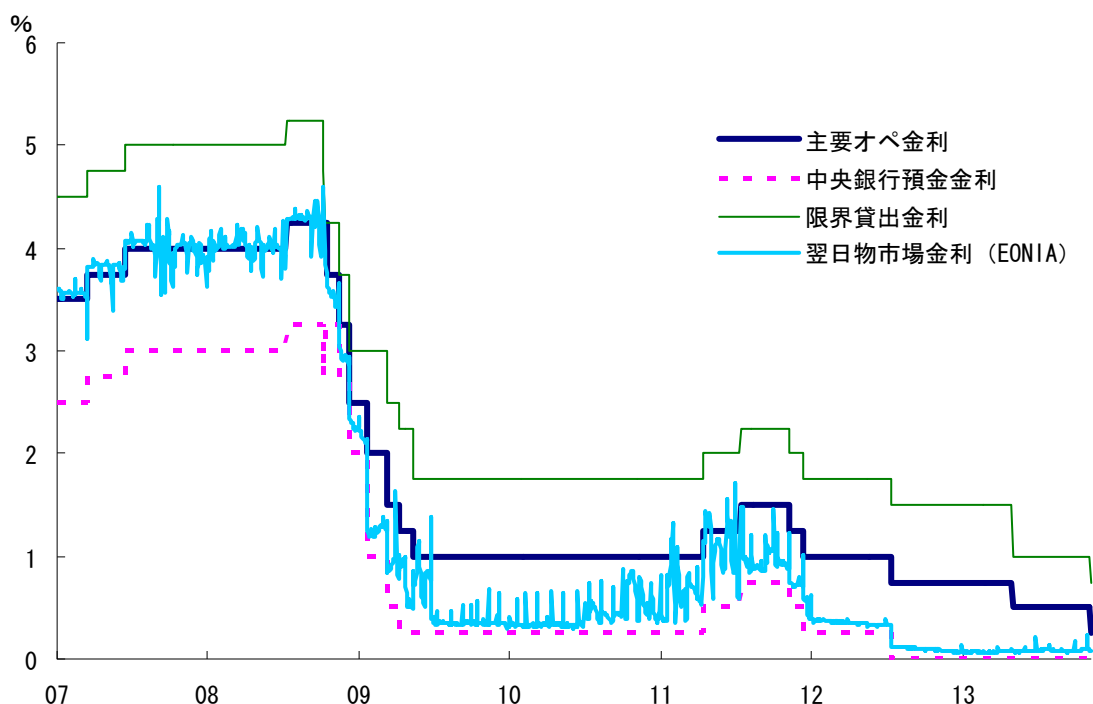
ECB(欧州中央銀行)は11月7日の金融政策理事会で政策金利の引き下げを決めた。10月末に発表された10月のユーロ圏消費者物価上昇率(速報値)が前年比+0.7%と9月の同+1.1%から一段と低下したことを受けて、ECBの利下げ観測が高まっていた。とはいえ、利下げ決定はECBスタッフによるインフレ率と成長率見通しが発表される12月との予想が大半であったため、11月の利下げはサプライズとなり、市場ではユーロ安、金利低下、株高となった(ただし株価は引けにかけて下落し、終値は前日比ほぼ変わらず)。

主要オペ金利は0.25%引き下げられ過去最低の0.25%となる。また、EONIA(翌日物市場金利)の上限である限界貸出金利も0.25%の引き下げで0.75%となる。一方、下限金利の中央銀行預金金利は0%で据え置かれ、しばらく前から議論のあったマイナス金利への移行は見送られた。実のところ、リーマン・ショック以降のEONIAは主要オペ金利を上限とする動きとなっており、今回の利下げでそのレンジは0~0.25%と一段と狭められると見込まれる。

同時に ECB は銀行に対する資金供給手段である MRO（期間 1 週間）と LTRO（期間 3 か月）に関して、金融危機対策として採用している「固定金利、無制限」での資金供給を、少なくとも 2015 年半ばまで継続すると表明し、緩和的な金融政策の継続を約束した。

なお、7 月から採用されている金融政策見通し（ガイダンス）は、「政策金利は当面、現行水準かそれ以下で推移する」とされ、追加緩和の可能性が示唆されている。

図表 ECB の政策金利とユーロ圏の短期市場金利



出所：ECB、Bloomberg データより大和総研作成

### 利下げ決定の背中を押したインフレ率低下

市場にサプライズとなった利下げを決めた理由として、ドラギ ECB 総裁が挙げたのは、物価低下が長期化する懸念である。ECB はユーロ圏のインフレ率を「上振れと下振れのリスクがバランスしている」と予想してきたが、足下の消費者物価上昇率の低下は予想を下振れしている。ドラギ総裁は原油価格下落を原因とするエネルギー価格だけでなく、サービス価格や食料価格なども低下しているとコメントし、物価低下がより広範囲に及んできたことへの懸念を示した。一方でユーロ圏がデフレに陥ることを懸念しているかとの質問にはこれを否定したが、低インフレの長期化がデフレへとつながることを懸念していることは想像に難くない。

ところで、ユーロ圏の最近のインフレ率が「前年比+2%をやや下回る水準」という ECB の理想を下振れしていたにもかかわらず、市場関係者が 11 月の利下げをほとんど予想していなかったのは、ユーロ圏の景況感がここ 1 年改善し、景気回復が緩やかながら進んでいるため、物価低下は長期化するものではないと考えたためであろう。これに対して、ECB の方が景気回復の足取りがまだおぼつかないため、それが一段の物価低下要因となることをより懸念したと言える。

ECBがこの1、2か月で景気見通しを変更したかを確認するのは12月のスタッフ見通しを待たねばならないが、11月7日のドラギ総裁の景気に関するコメントは前回から大きく変わっていないように見受けられた。ユーロ圏では景気悪化に歯止めがかかりつつあり、4-6月期にユーロ圏全体のGDP成長率が前期比プラスに転じたのに続き、7-9月期は財政健全化の負担が大きかったスペインでもごく小幅ながらプラス成長に回帰した。ただ、失業率は引き続き高水準にあり、また民間向けの銀行貸出が伸びてこないなど、景気回復の足取りはおぼつかない。またドイツを筆頭とする北部欧州と、南部欧州との景気状況の格差が引き続き大きく、景気回復局面においてもその差が縮小することは当面難しいと予想されている。

この中でECBは、経済的な効果は限定的との批判が十分予想された利下げを決めた。この利下げは、周縁国の銀行の金利負担を引き下げて貸出増につながることを後押しする、投資活性化を図るといえば正統派の効果だけではなく、今回「議論はしなかった」とは言うものの、「非常に重要」ともコメントした為替を通じた効果も狙ったと考えられる。ユーロ圏景気が回復に向かいつつあること、債務危機懸念が金融市場の大きな関心ではなくなったこと、そしてなによりも米国の金融緩和からの出口が遠のいたことを理由に、ここ数か月ユーロ高傾向が強まっていた。しかしながらユーロ圏の景気実態は米国に比べてまだまだ弱い。その中でユーロ高が先行してしまうことは、かつての日本でデフレ進行の大きな原因となった円高を彷彿とさせる。デフレ懸念の芽を早期に摘むことがECBの予想外の利下げの目的だったと考えられる。