

2014年6月6日 全5頁

ECBも異次元緩和に突入

マイナス金利を遂に導入、欧銀のデレバレッジが加速か

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 25

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

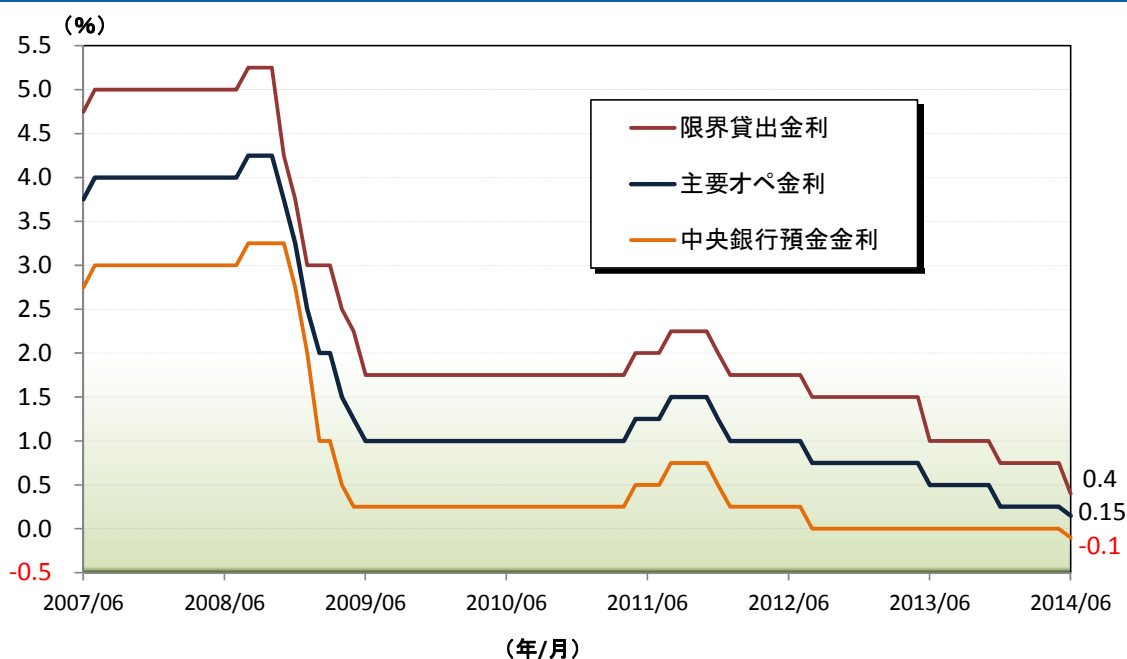
- 6月5日、欧州中央銀行（ECB）は、定例の理事会を開き、政策金利である、主要オペ金利を0.1%引き下げ過去最低の0.15%とする決定をした。また上限政策金利である限界貸出金利を0.35%引き下げ0.4%とすると同時に、下限金利である中央銀行預金金利を0.1%引き下げマイナス0.1%とし、主要中央銀行の中で史上初めてマイナス金利の導入に踏み切る決断をした。
- また会見の中でドラギ総裁は、4年長期固定TLTROs（Targeted Long Term Refinancing Operations）を4,000億ユーロ供給する計画も発表した。この4年長期固定TLTROsは、ECBから（金融機関以外の）ユーロ圏の企業に対する融資額が目標未達と判断された場合は、2016年9月に強制的に償還される貸出条件（コベナンツ）が付随している。これは前回の3年長期固定LTROsを借入れた金融機関の多くが、その供給資金の多くを企業貸出（特に中小企業）へ振り向けず、大幅に値下がりした南欧諸国の国債投資に振り向けたという反省から来ているといえる。
- マイナス金利の導入に関しては、過去経験がないだけに市場への織り込みは不十分であったといえよう。10月に予定されているストレステストの結果発表に備えて、不良債権処理を押し進め、資本調達を優先していた欧銀にとっては、現段階で融資を拡大させるインセンティブは乏しい。いくら貸出を促せといわれても同じリスク管理能力の銀行が、飛躍的に貸出を伸ばすことは困難であり、せいぜい無難な個人向け住宅ローンが増加することに留まるのではないか。
- むしろマイナス金利の導入により、現金を自行のバランスシート内に滞留せざるを得ない状態が生じる可能性が高い。そうなると、さらなる資本の調達によりレバレッジを下げるか、既存の貸出債権をオフバランスするしかマイナス金利のコストを補う方法がないといえる。マイナス金利のコストを負担出来ない銀行は、市場からの資本調達も困難となり、当局主導の再編・統合に向かわざるを得ない。このシナリオを十分理解した形で、ECBが今回のマイナス金利を誘導したのだとしたら、各行は想定以上に反発を示すであろう。

ECB は主要中銀の中で初めてマイナス金利を導入

6月5日、欧州中央銀行（ECB）は、定例の理事会を開き、政策金利である、主要オペ金利（短期買いオペ：売り出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.1%引き下げ過去最低の0.15%とする決定をした。また上限政策金利である限界貸出金利を0.35%引き下げ0.4%とすると同時に、下限金利である中央銀行預金金利を0.1%引き下げマイナス0.1%とし、主要中央銀行の中で史上初めてマイナス金利の導入に踏み切る決断をした（図表1参照）。

一方で、金融政策の選択肢を残しておくために量的緩和（QE）の実施は見送った。量的緩和に踏み切らなかったもうひとつの要因として、年初からユーロ圏の国債価格が大幅に上昇していたため、現時点で中央銀行からの買入れが市場をさらに過熱させることを敬遠したとも思料される。ただし、今後、量的緩和を効果的に行う布石として、資産担保証券（ABS）¹購入に向けた準備作業を強化する声明が発表されている。

図表1 ECBの政策金利の推移



(出所) ECBより大和総研作成

追加のTLTROsの発表に驚きはないが、4年の期間はサプライズ

また会見の中でドラギ総裁は、4年長期固定TLTROs（Targeted Long Term Refinancing Operations：償還2018年9月）を4,000億ユーロ供給する計画も発表した²。この4年長期固定TLTROsは、2011年11月、2012年2月に実施された3年長期固定LTROsの後継として期待されている。まずは2014年9月と12月と2回に分けて実施される。その貸出金利は貸出実行時の政策金利+10ベーシスポイントと定義され、金利支払いも借入金の償還と同時に行う。この際、

¹ 買い取りを行うABSに関しては裏付けとなる資産が分かりやすく、透明性が高いものを中心に行うとしている。

² さらに、短期調達市場に影響をおよぼす証券市場プログラム（SMP：Security Market Program）の不胎化の停止も発表。

各行の借入上限は、2014年4月30日時点での自行の銀行貸出残高（住宅ローン等の個人向け融資は対象外）の7%までとされ、2015年3月～2016年6月にかけて四半期ごとに追加借り入れを行うことが可能となる。また前回と異なる点として、あくまでも企業向け与信の用途と強調されたことが挙げられる。ECBから（金融機関以外の）ユーロ圏の企業に対する融資額が目標に未達と判断された場合は、2016年9月に強制的に償還される貸出条件（コベナンツ）が付随している。これは前回の3年長期固定LTROsを借入れた金融機関の多くが、その供給資金の多くを企業貸出（特に中小企業）へ振り向けず、大幅に値下がりした南欧諸国の国債投資に振り向けたという反省から来ているといえるだろう。シティでは、長期固定LTROの追加が行われるだろうという予想が多かったため、特段サプライズはなかったといえる。ただし前回実施した3年を超える4年という貸出期間には驚きの声も多かったようである。

ECBの経済成長率、インフレ率ともに下方修正も発表

また同時にECBは、2014年から2016年までの実質GDP成長率およびインフレ率の見通しの修正も発表した。2014年の実質GDP成長率を従来予想の前年比1.2%から同1.0%に引き下げ一方、2015年の成長率は従来予想の前年比1.5%から同1.7%に引き上げた。一方、問題のインフレ率であるが、ユーロ圏では足元の5月の統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の速報値実績が前年同月比0.5%と予想以上に低下したことも受け、2014年の予想も前年比1.0%から同0.7%に、2015年は前年比1.3%から同1.1%にそれぞれ下方修正した（図表2参照）。

ただし、足元の数値は、ECBがストレステスト³の中で示した悪化シナリオ（Adverse scenario）以上にディスインフレ基調となっていることは否めない。11月に予定されている（銀行同盟の一貫である）単一銀行監督制度（SSM：Single Supervisory Mechanism）の導入の前に、ある一定の経済環境の悪化にも耐えうる資本比率が求められているが、既にその悪化シナリオを超える指標数値が表面化していることは留意すべきであろう。更なるディスインフレの進行は、現在の悪化シナリオ以上の銀行の資本毀損を誘発する可能性も指摘されている。

³ EU-wide stress testing 2014については“EBA publishes common methodology and scenario for 2014 EU-banks stress test” <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-common-methodology-and-scenario-for-2014-eu-banks-stress-test> European Banking Authority (EBA) を参照されたい。

図表2 ストレステストの GDP、インフレ率のシナリオと ECB の予想の比較

実質GDP成長率予想(%)			
項目	2014年	2015年	2016年
ベースライン・シナリオ	1.2	1.8	1.7
悪化シナリオ	-0.7	-1.4	0.0
ECB予想(旧)	1.2	1.5	1.8
↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2014年6月5日)	1.0	1.7	1.8

CPIインフレ率予想(%)			
項目	2014年	2015年	2016年
ベースライン・シナリオ	1.0	1.3	1.5
悪化シナリオ	1.0	0.6	0.3
ECB予想(旧)	1.0	1.3	1.5
↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2014年6月5日)	0.7	1.1	1.4

(出所) EBA/SSM ストレステスト (2014年4月29日公表) 及び欧州中央銀行 (2014年6月5日発表) より大和総研作成

歴史的な試みであるマイナス金利に銀行はどのように反応するのか

市場では既に利下げは織り込み済みであり、ユーロ圏無担保翌日物平均金利 (EONIA) は前日 (6月4日) には 0.142% の水準を付けていた。また発表直後から、利下げの影響を受けて、ユーロ域内の国債金利も軒並み低下した。その一方で、マイナス金利の導入に関しては、過去経験がないだけに、市場への織り込みは不十分であったといえよう。マイナス金利の導入は、金融市場にどのような影響をおよぼすのであろうか。その一つの道筋としては、欧銀の現在置かれた銀行規制の内容が鍵となる。

現在の欧銀は、名目レバレッジ比率をターゲットとした資本目標に傾斜しているため、今までも資本コストが高い中央銀行預金に関しては一層の圧縮が求められていた背景がある⁴。10月に予定されているストレステストの結果発表に備えて、不良債権処理を押し進め、CoCos⁵を含めた資本調達を優先していた欧銀にとっては、現段階で融資を拡大させるインセンティブは乏しいといえる。またいくら貸出を促せといわれても、同じリスク管理能力の銀行が、飛躍的に貸出を伸ばすことは困難であり、せいぜい無難な個人向け住宅ローンが増加することに留まるであらう⁶。識者の多くはリーマン・ショック以前の貸出環境が戻ってくれば、企業向け貸出はまだまだ余力があると指摘するが、そもそもバーゼルⅡ、Ⅲと立て続けに規制強化された現在の銀行と、当時とを比較することはバランスシートの資本コストが違い過ぎるためにナンセンス

4 菅野泰夫、「複雑すぎるバーゼル規制に再考の流れ」、2013年7月24日、大和総研ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場レポート Vol.5 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130724_007465.html

5 コンティンジェント・キャピタル。偶発的な事象により、株式への転換や強制的に元本が削減される資本性証券。

6 住宅ローンに関しても昨今の不動産バブルを警戒して貸出制限を設ける欧銀も増加している。

といえる。たとえ当時と同種の貸出債権だとしても、貸出コストは圧倒的に高くなっていることは周知の事実といえよう。むしろマイナス金利の導入により、現金を自行のバランスシート内に引き出し滞留せざるを得ない状態が生じる可能性が高い。そうなると、さらなる資本の調達によりレバレッジを下げるか、既存の貸出債権をオフバランスするしかマイナス金利のコストを賄う方法がない。ストレステストを実施している現在の環境で、不用意な資本調達は風評リスクにつながる可能性が高く、追加的なデレバレッジを実施する可能性の方が高いといえるのではないか。

再び、ユーロを守るために「何でもする」と答えたドラギ総裁に各行は冷やか (まとめにかえて)

穿った見方をすると、今回のマイナス金利導入に際して、ストレステストでの資本不足行において一定の目途が立ったことを掌握した上で行われたのだとすれば、あまりいい感じはしないといえる。貸出が伸ばせなく、マイナス金利のコストを負担出来ない銀行は、市場からの資本調達も困難となり、当局主導の再編・統合に向かわざるを得ない。このシナリオを十分理解した形で、ECBが今回のマイナス金利を導入したとすると、各行は想定以上に反発を示すであろう。再び、ユーロを守るために「何でもする」と答えたドラギ総裁に関して各行は冷やかな見方をする可能性もある。

ドラギ総裁は会見の中で、量的緩和以外の金融政策は終了したとの見方を示し、事実上、現在の0.15%の政策金利が下限と示唆した。今後は、世紀の大実験であるマイナス金利がどのように、欧銀の資産ポートフォリオに波及するかが注目される。

(了)