

2014年9月5日 全3頁

# ドラギ・マジック再び？

## 追加利下げと ABS、カバード・ボンドの買取計画を発表した ECB

経済調査部  
シニアエコノミスト 山崎 加津子

### [要約]

- 9月4日の ECB 金融政策理事会は追加利下げを決め、政策金利は 0.15%から 0.05%へ引き下げられた。8月末の米ジャクソンホールでのスピーチで、ドラギ ECB 総裁がインフレ期待の低下に懸念を表明して以来、追加緩和策への期待が高まっていたが、利下げは予想外の決定であった。これに加えて、ABS（資産担保証券）とカバード・ボンドの買取を 10月から実施することも発表された。
- 一連の追加緩和策の狙いは民間企業への貸出増加とされる。ただし、今回、ECB の追加緩和「前倒し」を後押しした各種景況感指標の悪化が示すように、ユーロ圏景気の下振れリスクが高まっている。ECB の金融緩和姿勢がユーロ安につながってきたことで、輸出促進効果が期待されるが、企業と消費者の景況感改善のためには、金融政策だけでは力不足ではないだろうか。年末にかけてユーロ圏各国は来年度予算の策定時期を迎えるが、各国がそれぞれの国内事情に応じて構造改革と財政政策による景気対策を講じてくるかどうか注目される。

### 予想外の追加利下げ

8月29日の米ジャクソンホールでのスピーチで、ドラギ ECB 総裁はユーロ圏のインフレ期待が低下していることに対して、公式の場で初めて強い懸念を表明した。このため、9月4日の ECB 金融政策理事会において、なんらかの追加緩和策が発表されるとの期待が高まっていたが、発表されたのは市場の期待が最も高かった国債購入による量的緩和策ではなく、追加利下げと ABS 買取の時期確定、さらにカバード・ボンドの買取計画であった。

政策金利は主要オペ金利が 0.15%から 0.05%へ、市場金利の上限となる限界貸出金利が 0.40%から 0.30%へ、下限となる中央銀行預金金利が -0.10%から -0.20%へそれぞれ 10 ベシスポイントずつ引き下げられた。ドラギ総裁はこれで利下げは打ち止めというメッセージを併せて発している。

一方、ABS の買取（ABSPP）は 6月の金融政策理事会でその準備に取り掛かることが発表されていたが、法的に解消すべき問題があるとされたこともあり、実施は来年以降との予想が多

かった。ところが今回これを10月に実施することが発表された。また、ユーロ圏の銀行が発行したカバード・ボンドの買取（CBPP3）もやはり10月に開始されることが発表された。カバード・ボンド買取は2009年からと2011年からの2度実施されたことのある政策で、今回が3回目となる。この二つの買取計画の詳細は10月2日の金融政策理事会後に発表されることになっている。ところで、このような銀行債権の買取は、民間企業向けの債権を担保にした証券に限られると予想されていたのが、住宅ローン担保証券も対象になることが記者会見で言及され、当初予想より買取規模が大きくなる可能性が出てきた。

### 狙いは企業向け貸出の拡大だが

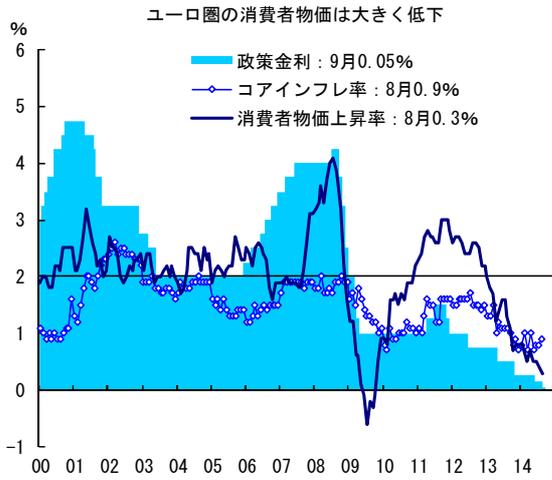
ドラギ総裁はABSPPとCBPP3の狙いは、銀行の債権をECBが買い取ることで当該銀行のバランスシートを軽くし、民間企業向け貸出を増ややすくすることであるとした。この9月にはTLTRO（企業向け貸出に用途を限定した長期オペ）が開始されることになっているため、ここで銀行が資金を潤沢に取り込み、それを貸出に回すことを促進しようとしているのである。今回の追加利下げで主要オペ金利を0.05%とほぼゼロ金利としたことも、主要オペ金利+10ベーシスポイントとなっているTLTROの借入金利がさらに下がる可能性を封じ、TLTROの活用を先送りする銀行の動きをけん制する意図があることを示唆した。

なお、ECBはTLTRO、ABSPP、CBPP3により、ECBのバランスシートを2012年初めのレベルにまで拡大させたい意向も示したが、2012年初めとは2度の3年物LTROで計1兆ユーロが銀行に供給された時のことになる。その3年物LTROは繰り上げ償還が進み、供給した金額のおよそ半分がすでに返済されているが、来年2月には全額が償還期限を迎える。

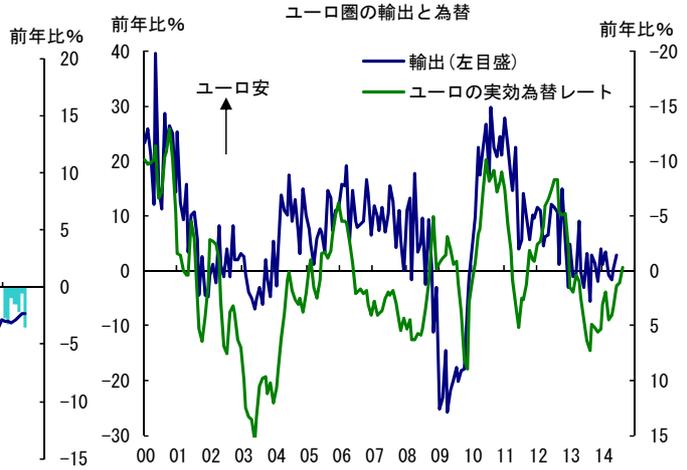
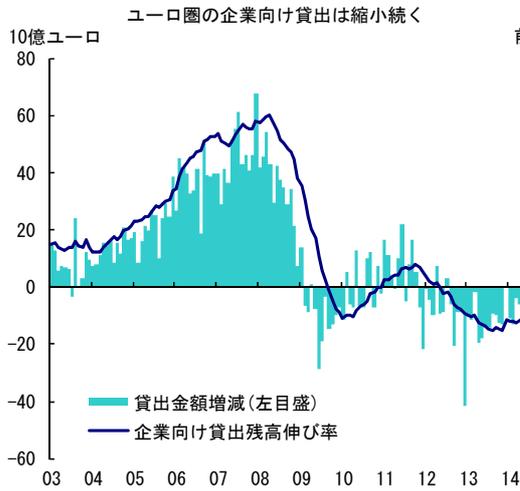
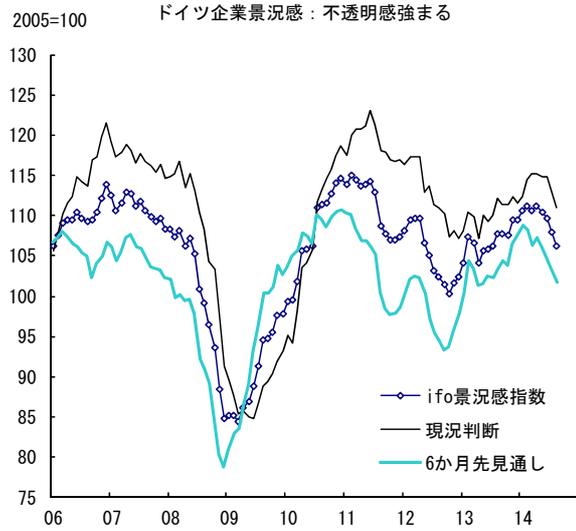
果たしてどれだけの資金供給が可能と予想しているかについて、ドラギ総裁は明確な回答をしなかった。ただ、銀行貸出に対する需要がどれほどあるかを予想する際に重要となる、ユーロ圏の企業及び消費者の景況感は足もとでそろって悪化傾向にある。8月14日に発表されたユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は前期比横ばいとなったが、それ以上にECBの危機感を高めたのがここ半月に発表されたさまざまな景況感指標が総じて事前予想以上に悪化したことであると考えられる。その一因は地政学的リスクが一段と高まることへの懸念であるが、加えて、高失業率の改善がなかなか進まず、国内景気の回復の見通しもなかなか立っていないことも原因であろう。

ECBの追加金融緩和姿勢はここしばらく明確にユーロ安につながっている。ECB自身も「主要国の金融政策の方向性が明確に異なっている」として間接的にユーロ安を後押しする発言をしており、これが輸出促進の効果をもたらすことを期待している。ただ、これは当面の時間稼ぎの対策であり、企業と消費者の景況感改善のためには金融政策だけでは力不足と考えられる。年末にかけてユーロ圏各国は来年度予算の策定時期を迎えるが、各国がそれぞれの国内事情に応じて構造改革と財政政策による景気対策を講じてくるかどうか注目される。

図表1 インフレ率低下、景況感悪化がECBの追加緩和を後押し



(注) コアインフレ率は食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除く  
(注2) ECBが目指す物価上昇率は「2%をやや下回る前年比伸び率」



(出所) Eurostat、ECB データより大和総研作成