

2015年12月4日 全5頁

# 市場を裏切った ECB の追加緩和

バランスシート調整を迫られる南欧諸国への効果は未知数

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 59

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]

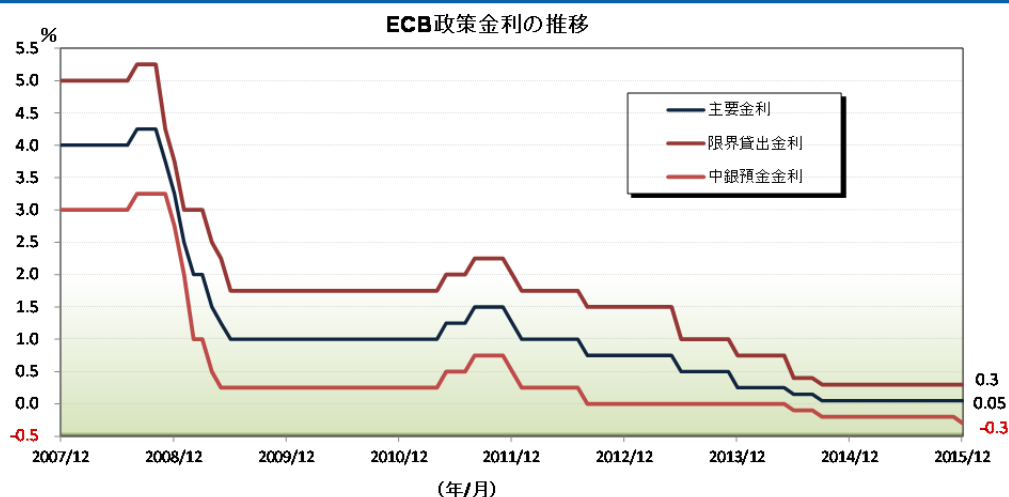
- 2015年12月3日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、下限金利である中銀預金金利を0.1%ポイント引き下げマイナス0.3%にすると発表した。この金利引き下げにより、ECBの量的緩和策（QE）である拡大資産購入プログラムは、現行マイナス0.2%以下の金利水準となっている独・仏等の国債購入が可能となった。
- 一方、月額600億ユーロの購入金額の拡大など、購入ペースを加速させる決定が無かったことや、中銀預金金利の引き下げ幅も、より大きいものが期待されていたため市場は大きく失望した。その結果、ドラギ総裁による記者発表の直後から（一時は4月以来の最安値を付けていた）ユーロは買われ主要通貨に対して全面高となり、ユーロ圏各国の株式は軒並み売られて大きく下落する展開となった。
- 現行QEの手法に弊害も多く指摘されつつある。QEの効果を高め、景気回復が著しいドイツ国債の過剰購入を防ぐ上でも、ECBへの出資比率（キャピタル・キー）に応じた買い入れ制限を撤廃すべきであろう。景気低迷にあえぐドイツ以外の他のユーロ圏諸国の国債購入を優先する仕組みを導入した方が賢明ともいえる。
- 全会一致とならなかった今回の理事会は、ドラギ総裁がこれ以上の緩和拡大を阻止したいドイツ等への配慮を一応は滲ませた内容ともいえる。その反面、本質的な問題を抱える南欧諸国への配慮に欠ける決定であったことには一抹の不安を覚える。バランスシートだけを見れば南欧諸国の不良債権処理は当面続くことが予想され、デフレスパイラルに陥り日本化が進む可能性も未だ否定しきれない。ユーロ圏の本当のバランスシート調整は、これから本格化することを見据えた上で、市場変化に応じ、柔軟性を持った金融政策をECBには期待したい。

## 欧州中央銀行の政策金利の引き下げ

2015年12月3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0.05%に据え置く決定をした。また上限金利である限界貸出金利を0.3%に据え置く一方、下限金利である中銀預金金利を0.1%ポイント引き下げマイナス0.3%にすると発表した。現行のECBの量的緩和策（QE）である拡大資産購入プログラム（APP：the expanded asset purchase programme）は、中銀預金金利より高い金利水準の資産購入に限られている。この下限金利の引き下げにより、マイナス0.2%以下の金利水準となっている独・仏等の国債購入も可能となった。

またQE購入対象債券はユーロ圏地域および地方政府が発行するユーロ建て市場性証券にまで拡大され、さらに購入期間は2017年3月までと6ヵ月間延長された。ただし、当初からQEの期間延長等の措置は、（購入総額が拡大するものの）追加緩和のインパクトに乏しいとされてきた。それに加えて、月額600億ユーロの購入金額の拡大など、購入ペースを加速させる決定が無かったことや、中銀預金金利の引き下げ幅も、より大きいものが期待されていたため市場は大きく失望した。その結果、ドラギ総裁の追加緩和内容の記者発表の直後から（一時は4月以来の最安値を付けていた）ユーロは主要通貨に対して全面高となり、ユーロ圏各国の株式は軒並み大きく下落する展開となった。

図表1 ECBの政策金利の推移、ECBのインフレ率およびGDP成長率見通しの変更



実質GDP成長率予想(%)				CPIインフレ率予想(%)			
項目	2015年	2016年	2017年	項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2015年9月3日)	1.4	1.7	1.8	ECB予想(旧:2015年9月3日)	0.1	1.1	1.7
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2015年12月3日)	1.5	1.7	1.9	ECB予想(新:2015年12月3日)	0.1	1.0	1.6

(出所) ECBより大和総研作成

さらにECBは、2015年から2017年までのインフレ率および実質GDP成長率の見通しも発表している。実質GDP成長率については、2015年を従来予想の前年比+1.4%から同+1.5%に、2017年は前年比+1.8%から同+1.9%に引き上げている。またインフレ率については、2016年、2017

年の予想を従来の前年比+1.1%、+1.7%から同+1.0%、+1.6%と僅かながら引き下げている。足元11月のユーロ圏統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の実績速報値が前年同月比+0.1%と、前月（10月）と同じ+0.1%の伸び率となり、市場コンセンサスの予想に反していたことなどが反映された格好だ。

## QEを拡大してもバランスシート調整が必要な南欧諸国への効果は未知数

今回の理事会では、ドラギ総裁のサプライズ緩和を過剰に期待する声も多かっただけに、コンセンサス<sup>1</sup>以下に留まった内容に、市場は物足りなさを感じているといっても過言では無い。無論、常に「有言実行」のドラギ総裁が、事前に何度も示唆した追加緩和を今回に限って全く実施しなければ、市場に大きな動揺が走り通貨ユーロの不確実性が格段に高まっていただろう。ユーロ圏ではインフレ圧力が乏しい状態が今後も続く見込みであり、後日実施予定の米国の金融政策決定会合にて、利上げが確実視されている状況を考慮すると、小出しの緩和政策に留め、一段の緩和が必要なときの切り札を残す意図があったとも解釈できる。

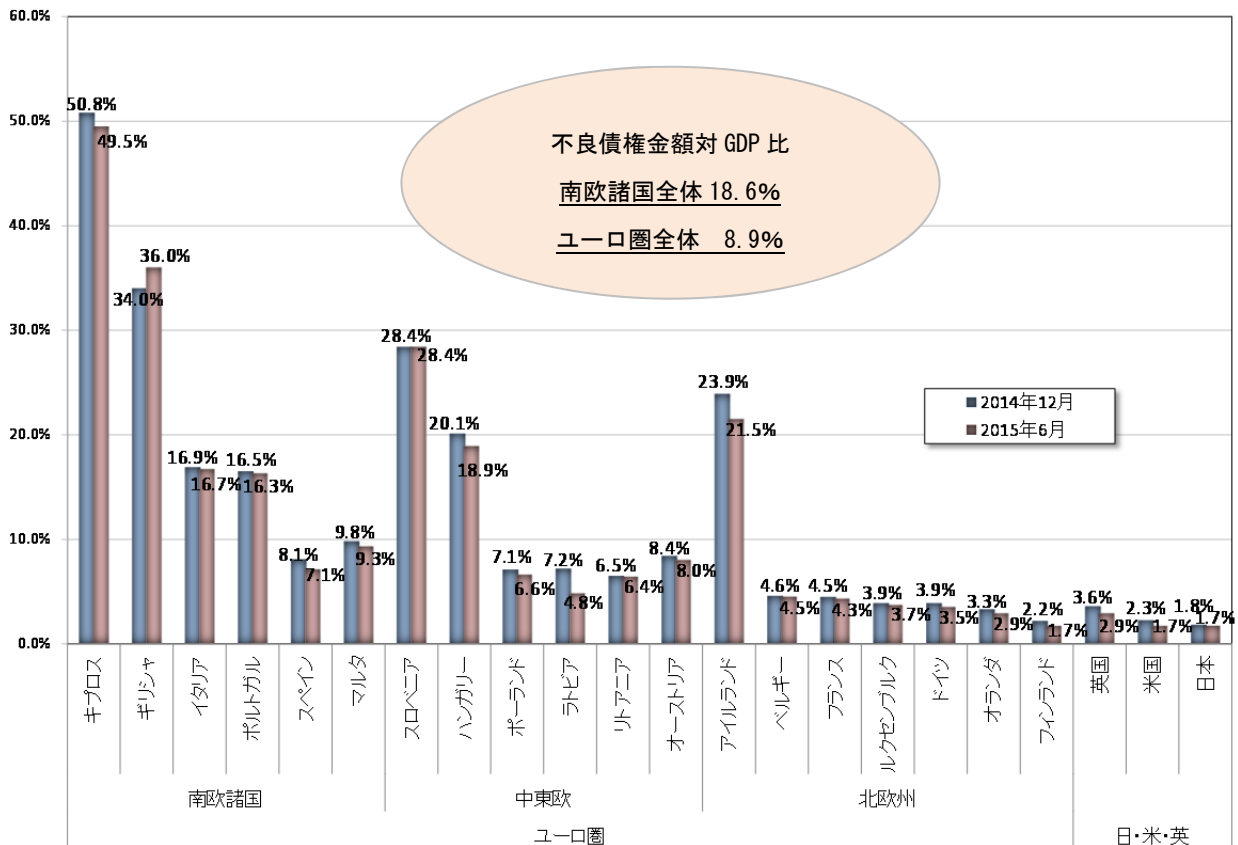
また小出しの緩和政策の理由のひとつとして、過剰債務を抱える現状の欧州企業（特に南欧諸国）の状態では、QEを拡大したとしても資金需要は生まれないと指摘も挙げられるだろう。ECBがいくらユーロ安誘導<sup>2</sup>や実質金利のさらなる低下を促したとしても、企業は新規融資を獲得する前にバランスシート調整を優先させる必要があり、成長投資に資金を回すことは難しいとされる。

折しも、QEの拡大はユーロ圏の銀行にとって緩和策となるどころか、むしろ逆効果となる側面も指摘されている。未だユーロ圏の銀行は、長引く超低金利の状況と米英に比較して低調な経済成長に対応した収益モデルにシフトし切れず苦戦を強いられる状態が続いている。QE拡大によるマイナス金利幅の拡大や長期金利の低下は、さらなる総資金利鞘が低下する環境を生み出し、むしろデメリットの方が大きいとさえいわれている。また、こうしたユーロ圏の銀行は、依然、日・米・英と比較しても大量の不良債権を抱えており、対GDP比で18.6%もの不良債権を抱える南欧諸国を中心に資産整理（デレバレッジ）が一向に進んでいない状態にある。債務危機が発生したギリシャはもとより、景気回復基調にあるスペインの銀行ですら不良債権残高は高止まりしている状況にある。ユーロ圏全体で見ても不良債権処理は一部をバルクセール等で処理したに留まり、その多くが未だ目途が立たない状態とみられている。

1 ドラギ総裁は、①QEの期間延長、②月額購入額の引き上げ、③購入対象債券の拡大、④預金ファシリティ金利の引き下げを選択肢として言及していた。

2 ドラギ総裁は、ECBが為替レートを目標にしているとの市場の憶測を固く否定しているが、為替レートが経済成長に及ぼす影響の甚大さと、何もしなければユーロ高が続くリスクは認めている。

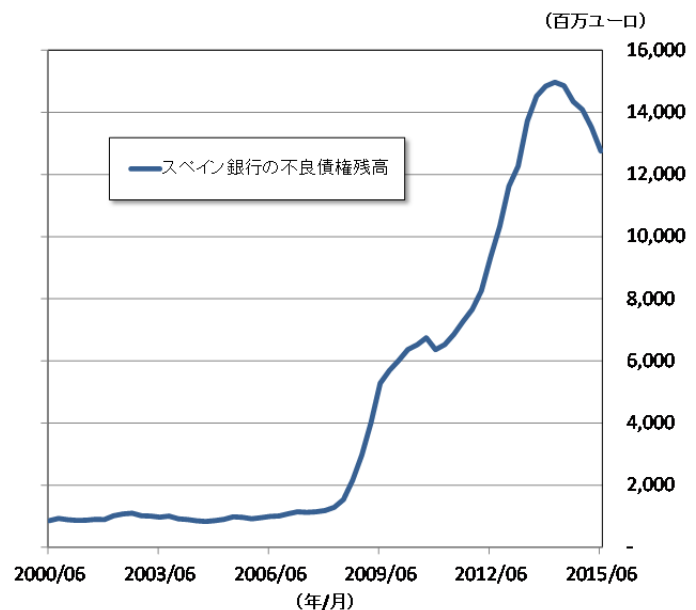
図表2 各国の不良債権比率と南欧諸国全体およびユーロ圏全体の不良債権金額対 GDP 比



(注) 各国主要行、日本は 2014 年 9 月、2015 年 3 月基準、不良債権金額対 GDP 比は大和総研推計  
(出所) 各国中央銀行、銀行協会より大和総研作成

図表3 ECBの出資比率 (左) とスペイン銀行の不良債権残高 (右)

国	出資比率 (%)	出資金額 (百万ユーロ)
ドイツ	25.6%	1,948
フランス	20.1%	1,535
イタリア	17.5%	1,333
スペイン	12.6%	957
オランダ	5.7%	433
ベルギー	3.5%	268
ギリシャ	2.9%	220
オーストリア	2.8%	213
ポルトガル	2.5%	189
フィンランド	1.8%	136
アイルランド	1.7%	126
スロバキア	1.1%	84
リトアニア	0.6%	45
スロベニア	0.5%	37
ラトビア	0.4%	31
ルクセンブルク	0.3%	22
エストニア	0.3%	21
キプロス	0.2%	16
マルタ	0.1%	7
合計	100.0%	7,621



(出所) ECB、スペイン中銀により大和総研作成

## 柔軟性がある追加緩和の必要性

現行の QE の手法には弊害も多く指摘されつつある。特に期限を設けた QE では、その終了期限が近づくとつれ投資家は対象となる債券の購入を控えるため、金利水準が急上昇するリスクも懸念される。また、現在のユーロ圏の置かれた状況において、QE の効果を高め、既に景気回復が顕著なドイツ国債の過剰購入を防ぐ上でも ECB への出資比率（キャピタル・キー：上記図表 3 参照）に応じた買い入れ制限を撤廃すべきであろう。現在の QE のフレームワークでの各国への投資割合は、キャピタル・キーに基づくプロラタで決定されている（ABSPP、CBPP3 を除く）。景気低迷にあえぐドイツ以外の他のユーロ圏諸国の国債購入を優先する仕組みを導入した方が賢明ともいえる。

全会一致とならなかった今回の理事会ではあるが、ドラギ総裁がこれ以上の緩和拡大を阻止したいドイツへの配慮を一応は滲ませた内容ともいえるだろう<sup>3</sup>。その反面、本質的な問題を抱える南欧諸国への配慮に欠ける決定であったことには一抹の不安を覚える。バランスシートだけを見れば南欧諸国の不良債権処理は当面続くことが予想され、デフレスパイラルに陥り日本化が進む可能性も未だ否定しきれない。ユーロ圏の本当のバランスシート調整は、これから本格化することを見据えた上で、市場変化に応じ、柔軟性を持った金融政策を ECB には期待したい。

(了)

<sup>3</sup> ワイトマン独連銀総裁等が反対に回ったとされる。