

2016年2月9日 全6頁

マイナス金利 ユーロ圏の例

ECBの「非伝統的緩和策」でも副作用の議論が活発化

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の中央銀行であるECBがマイナス金利導入を決めた2014年6月は、ECBの金融緩和が新たな局面に入った時期として認識されている。それまでの緩和策はユーロ圏の銀行への流動性供給に主眼を置いていたが、なかなか進まない景気回復とインフレ期待の一段の低下を背景に、ECBは銀行から民間部門への貸出増を後押しする政策に舵を切った。銀行がECBに積み立てた余剰資金に対するマイナス金利の適用、民間企業向け貸出の実績に応じて低利の資金を銀行に供給するTLTROの導入、また銀行が保有する資産担保証券（ABS）などの買取プログラムの導入などが決定された。なお、2015年1月には資産買取の対象が国債にも拡大された。
- 一連の緩和策からマイナス金利の効果のみを取り出すことは難しいが、「非伝統的な緩和策」は長短金利の低下をもたらし、それが貸出金利の低下にも貢献したと評価されている。なお、ユーロ圏では債務危機以降、国ごとの信用力の違いが貸出金利に反映され、財政懸念国と分類されたスペインなどの貸出金利が下げ渋ったことが問題となっていた。ECBが2012年夏に国債の最後の買い手になると宣言したことで国債利回りが低下に転じ、さらに非伝統的な緩和策も加わって、貸出金利の格差は縮小傾向にある。また、内外金利差の拡大によりユーロ安効果ももたらされた。ただし、金利低下とユーロ安が、期待されたような投資増加やインフレ率押し上げに貢献したかということ、これまでのところその効果は限定的である。家計向けはともかく、企業向けの貸出はようやく2015年半ばに拡大の兆しが出てきたところであり、インフレ率に関しては原油を筆頭とする商品価格の大幅下落の影響がユーロ安効果を帳消しにしている。
- ECBは2015年12月にマイナス金利幅の拡大を決め、さらに次の3月の金融政策理事会で追加利下げの可能性を示唆している。ただ、ユーロ圏でも金利低下の恩恵ではなく、副作用を懸念する声が高まってきている。具体的には、銀行収益の悪化、保険や年金ファンドの運用成績の悪化、将来の年金に対する懸念の浮上、リスクの高い資産への投資に対する警戒感が薄れてしまっていることで市場環境が変わった時に思いがけず大きな損失を被ってしまう可能性などが指摘されている。

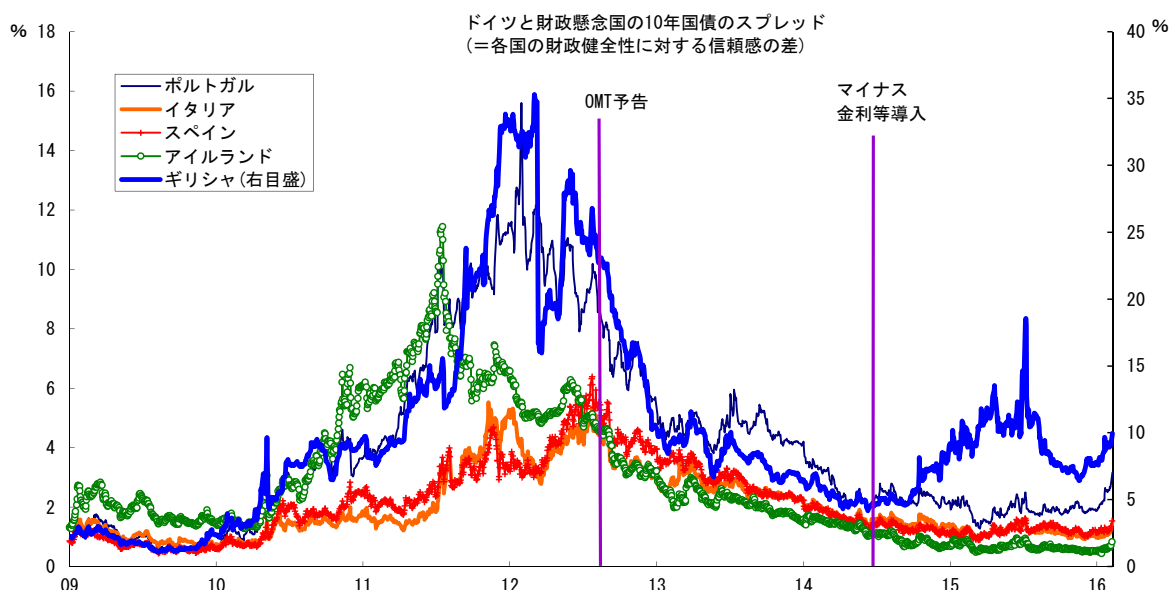
ECB のマイナス金利

2014 年 6 月の金融政策方針の転換の一環

ECB は金融危機とそれに続いたユーロ圏債務危機への対応として金融緩和を継続しているが、その過程でいくつかの転換点があり、マイナス金利の導入を決めた 2014 年 6 月もその転換点の 1 つである。それまでの金融緩和策は、ユーロ圏の銀行に対する機動的かつ無制限の流動性供給に主眼が置かれていた。しかしながら、2012 年 7 月に ECB がいざという時にはユーロ圏加盟国の国債の最後の買い手となることを宣言して 9 月に OMT (Outright Monetary Transactions) を導入すると、債務懸念は沈静化に向かい、また、銀行部門の資本増強の進捗もあってインターバンク金利が低下し、流動性懸念は喫緊の問題ではなくなっていた。一方、ユーロ圏の景気は 2013 年半ばに底打ちはしたものの、回復は遅々としており、インフレ期待は上向くどころか、むしろ一段と低下してしまっていた。この状況下で、ECB は銀行から民間部門への貸出増をより強力に後押し、景気回復を軌道に乗せる必要があると判断し、それが 2014 年 6 月の政策転換へとつながったのである。具体的には、民間企業向け貸出の実績に応じて低利の資金を銀行に供給する TLTRO の導入、また銀行が保有する資産担保証券 (ABS) などの買取プログラムの導入、そして、銀行が中央銀行に積み立てた余剰準備にマイナス金利を適用することが決定された。

TLTRO は 2014 年 9 月に開始され、四半期ごとに 2016 年 9 月まで継続されることになっている。また、資産買取プログラムは、2015 年 1 月には買取対象を国債にも拡大することが決まり、同 3 月から月々 600 億ユーロの資産購入が継続されている。当初は「(少なくとも) 2016 年 9 月まで」とされていた実施期限は、2015 年 12 月に「(少なくとも) 2017 年 3 月まで」に延長された。そしてマイナス金利は 2014 年 6 月に -0.1% でスタートしたのち、同 9 月に -0.2% 、2015 年 12 月に -0.3% とマイナス幅が拡大された。さらに、2016 年 1 月 21 日の ECB 金融政策理事会で、次の 3 月 10 日の理事会で追加利下げを行う可能性が示唆されている。

図表 1 ECB の政策をきっかけに格差是正が進んだユーロ圏加盟国の国債利回り



(出所) Bloomberg データより大和総研作成

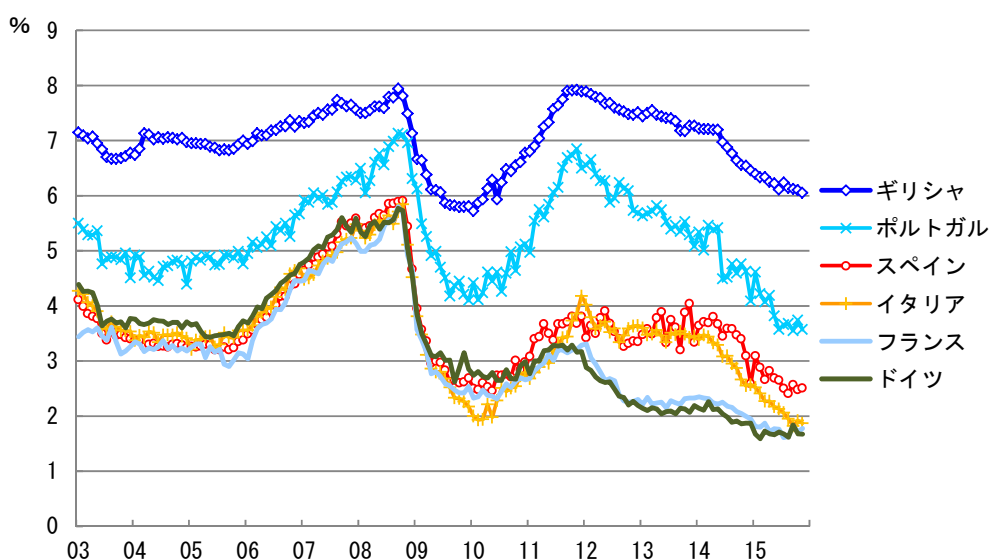
マイナス金利の評価

2014年6月以降の金融緩和政策はこのような経緯で導入されたため、マイナス金利導入による効果だけを切り離して評価することは難しい。2015年11月に刊行されたECBのEconomic Bulletin Issue7/2015には「最近の非伝統的金融政策の伝達」と題するレポートが掲載されているが、そこでもTLTRO、資産買取プログラム、マイナス金利の導入はまとめて「非伝統的な金融政策」と位置づけられている。

ECBが想定する非伝統的な金融緩和政策の波及経路は3つあり、1つは直接的な金利低下効果が波及することである。例えば、TLTROを利用した銀行は資金調達コストが下がるため、それを貸出金利の引き下げへと反映させることが期待される。また、TLTROで資金調達できた銀行が銀行債の発行を減らせば、社債市場で利回り低下効果が期待される。同様に、資産買取プログラムで買取対象となった金融資産も、市場での流通が減少するため価格が上昇（金利は低下）することになる。2つ目は金利低下がポートフォリオの見直しにつながり、株式や不動産といった資産にもより資金が向かい、取引が活性化される効果である。そして3つ目はシグナル効果で、ECBが長期にわたって低金利政策を継続することをアナウンスすることで、短期金利のみならず、長期金利も低水準に抑制し、景気回復の後押しをすることである。

一連の「非伝統的な緩和策」の効果としては、短期金利のみならず各国の長期金利も顕著に低下したこと、それが貸出金利の低下に波及していることがまず指摘されている。このうち、短期金利の低下（マイナス金利化）に対しては、ECBの預金金利がマイナス金利となったことの効果であろう。ここにさらにTLTROと資産買取プログラムが加わったことで、イールド・カーブ全体の低下につながったと考えられる。なお、貸出金利に関しては、ユーロ圏では債務危機以降、国ごとの信用力の違いが明確に反映され、ギリシャはもとより、ポルトガル、スペイン、イタリアなど財政懸念国と分類された国々の貸出金利と、ドイツやフランスの貸出金利との間に大きな格差が生じ、ECBにとって大きな頭痛の種となっていた。

図表2 格差是正が進んだユーロ圏加盟国の企業向け貸出金利



(出所) ECB データより大和総研作成

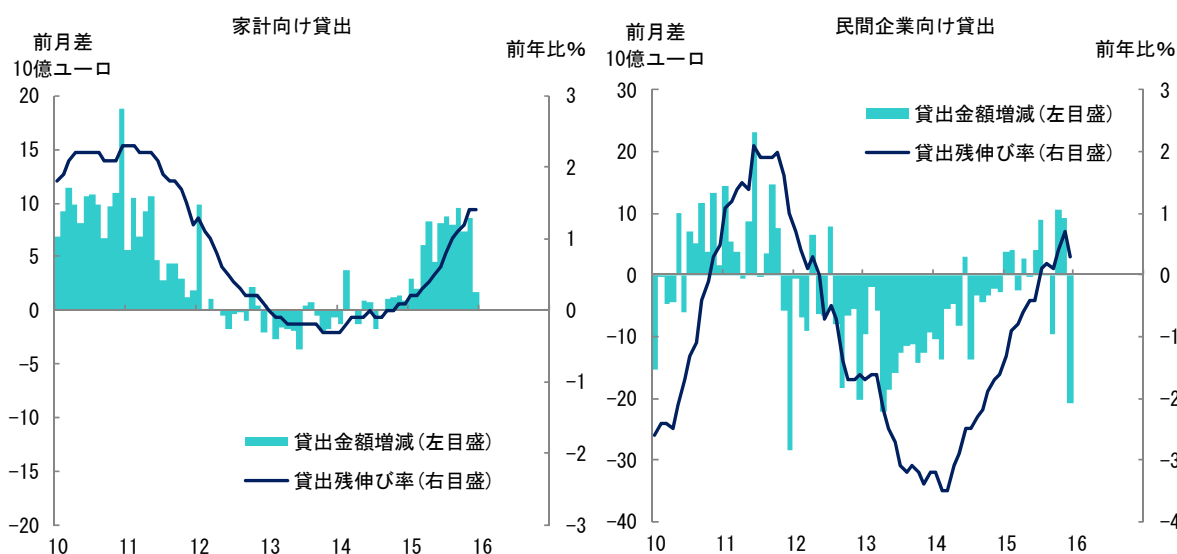
各国の国債利回りの格差拡大は、ECB が OMT 導入を予告した 2012 年 7 月以降、縮小へと転じた。さらにここに、「非伝統的な緩和策」が導入されたことで、このユーロ圏特有の問題は財政懸念国の貸出金利がより大幅に低下する形で格差是正が進んでいる。

これに加えて、内外金利差拡大によりユーロ安効果もたらされ、ユーロの実効為替レートは非伝統的な緩和策導入前にピークをつけた 2014 年 3 月とボトムをつけた 2015 年 4 月を比較すると 14% のユーロ安となっている。欧州で ECB 以外にマイナス金利を導入しているデンマーク、スウェーデン、スイスはいずれも（特に対ユーロに対する）通貨高是正をマイナス金利導入の目的に掲げている。これに対して ECB は「為替レートを金融政策の目標にはしない」との公式見解であるが、追加緩和によるユーロ安効果は当然考慮していたと考えられる。

实体经济への効果は限定的

ただし、金利低下とユーロ安が、期待されたような投資増加やインフレ率押し上げに貢献したかというところ、これまでのところその効果は限定的である。銀行貸出の増加という点に関しては、家計向けはともかく、企業向けの貸出はようやく 2015 年半ばに拡大の兆しが出てきたところであり、まだ投資回復の実感には乏しい。

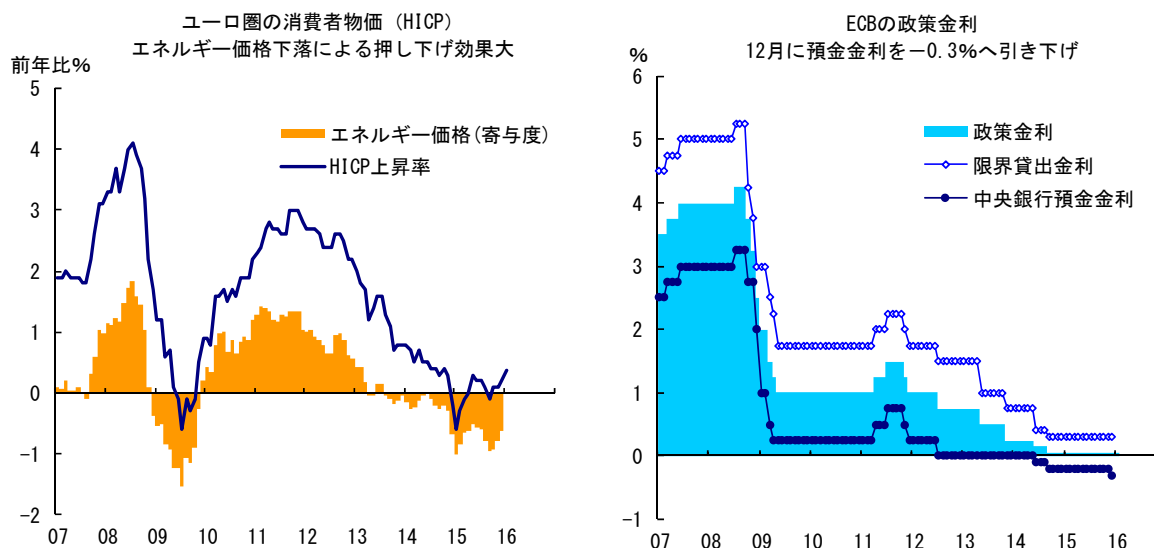
図表 3 ユーロ圏の銀行貸出の回復ペースは緩やか



(出所) ECB データより大和総研作成

一方、インフレ率に関しては、債務危機後の消費主導の景気回復に、ユーロ安による輸入物価の上昇が加われば、インフレ効果が期待される場所である。ところが、実際には 2014 年後半から原油を筆頭とする商品価格の大幅下落が起き、エネルギー価格が急落したことで、ユーロ安によるインフレ効果は帳消しとなってしまい、むしろ消費者物価は一段と低下してしまった。

図表4 ECBの金融緩和が継続される中でも低インフレは解消されず



(出所) Eurostat、ECB データより大和総研作成

低金利局面の長期化の副作用を懸念する声が高まっている

ユーロ圏の消費者物価上昇率は1月に前年比+0.4%と低水準にとどまっており、ECBが中期的な目標としている「同+2%をやや下回る」水準とは大きくかけ離れている。加えて、2015年末以降、原油価格が一段と下落していることを受けて、ECBは12月に預金金利を-0.3%に引き下げ、さらに次の3月10日の金融政策理事会で追加利下げの可能性を示唆しているのである。ただし、ユーロ圏でも金利低下の恩恵よりも、その副作用が大きくなっていることを懸念する声が高まっている。具体的には、銀行収益の悪化、保険や年金ファンドの運用成績の悪化、将来の年金に対する懸念の浮上、リスクの高い資産への投資に対する警戒感が薄れてしまっていることで市場環境が変わった時に思いがけず大きな損失を被ってしまう可能性などが指摘されている。

中央銀行の預金金利がマイナスということは、ECBに法定準備金以上の資金を積むことに対する「懲罰金利」が導入されたということだが、その懲罰金利が引き上げられても、ユーロ圏の銀行はECBへの預金を特に減らしてはいない。有望な貸出先が少ない、不良資産化するよりはECBに積んでおいた方が安全などの理由が考えられるが、コスト増をなんらかの形で埋める必要が生じている。ただ、これまでのところ、個人の預金に関しては預金金利の引き下げはあっても、マイナス金利としたケースはまだないようである。このため、収入増の手立てとしては口座管理料やアドバイス料など手数料収入の引き上げが実施されている。ただ、このような「収益構造の転換にすべての銀行が取り組んでいるが、成果を上げられる銀行は一握りではないか」と懸念する意見が出ている。

また、欧州では保険や年金の運用で債券投資の比重が高いが、低金利局面が長期化する中で従来と比較して運用収益が低下している。本来、長期分散投資で、株式や不動産なども含めた

多様な資産へ投資すべきであったこれらの資金が、債券投資に偏っていた弊害が出ているとの見方も可能だが、保険や年金に対する信頼が損なわれる結果になっては元も子もない。

デフレ懸念払拭に必要なのは金融政策と財政政策の協調

ECB がなんのためにマイナス金利を含む金融緩和政策を継続しているかといえば、ユーロ圏がなかなか本格的な景気回復の軌道に乗ることができず、インフレ率が低迷しているためである。ユーロ圏の成長率は 2013 年 4-6 月期以降、一貫して前期比プラス成長を続けているが、投資と輸出の伸び悩みから低成長にとどまっている。とはいえ、ECB の金融緩和だけでユーロ圏のさらなる景気回復と物価上昇を実現させることは難しい局面に入っていると考えられる。ECB による金融緩和に加え、各国の財政政策による需要刺激をより本格化させるべき時期にきている。債務危機以降、多くのユーロ圏諸国では財政健全化を最優先課題とせざるを得ず、景気刺激のための財政政策への抵抗感もあるが、「長期的な成長につながる投資拡大」を実現すべきタイミングであろう。