

2016年3月10日 全4頁

マイナス金利の評価に揺れる中銀総裁

ECBの追加緩和は欧銀経営を救えるか？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 64

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]

- 2月のユーロ圏の消費者物価指数は、前年同期比でマイナス0.2%と予想外の低下に転落した。ECBのドラギ総裁は、前回の政策理事会後の会見で、原油価格の低迷よりも再度デフレに向かう動きに注視すると発言していたため、さらなる緩和を支持する理事の意向が採用される可能性が高い。
- 注目されるのは、マイナス金利導入国のスイス、スウェーデン、デンマークの中銀総裁からマイナス金利の副作用に関する発言が増加していることであろう。特にスウェーデン中銀が、インフレ目標はそれほど重要でないとの見解を示していることは重要な事実として認識すべきだろう。2016年1月のECB政策理事会後の会見で、インフレ目標を必ず達成すると断言したドラギ総裁とは好対照の態度といえる。
- 欧州の株式市場は2月から比較すると落ち着きを取り戻し、景気後退の不安が一旦沈静化している。ただし欧州銀行の経営不安に関しては払拭された感があるにもかかわらず、未だ銀行株を含む全体の株価は戻ってきていない。これはマイナス金利が有害無益な政策となることへの恐れが認識されつつあり、各国中銀が手詰まり状況に陥ることへの警戒の表れともいえる。

期待は禁物？ ECB の追加緩和

欧州中央銀行（ECB）が3月10日に開く定例理事会にて、どのような追加緩和策を発表するかに世界中が注目している。2月のユーロ圏の消費者物価指数は、前年同期比でマイナス0.2%と予想外の低下に転落した（前年比マイナスに転落するのは、昨年9月以来）。ドラギ総裁は、前回の政策理事会後の会見で、原油価格の低迷よりも再度デフレに向かう動きに注視すると発言していたため、さらなる緩和を支持する理事の意向が採用される可能性が高い。

特に注目されているのは予想されている追加緩和とのトラッキングエラーであろう。すでに市場では、預金ファシリティ金利のマイナス金利幅について0.1%~0.2%の引き下げを、月額600億ユーロの資産購入枠については100億~200億ユーロ程度の拡大を、資産購入プログラムについては半年延長（2017年9月末まで）と期間の拡大が想定されている。これらのコンセンサスに対してどの程度「サプライズ」があるかが注目されているが、未だシティでは12月の定例理事会での追加緩和と同様にドラギ総裁にまたも裏切られるのかと疑心暗鬼になっている。無論、1月の定例理事会では、議事録から追加緩和の方向性への転換に迷いはないことは指摘されている。ただしその一方、緩和策に強い抵抗を示しているタカ派のワイトマン独連銀総裁は、各種インタビューやドイツ憲法裁判所の公聴会等で、マイナス金利等のさらなる緩和は市中銀行の収益性に多大な影響をおよぼし、金融安定性が損なわれるとしてECBの追加緩和に反対する姿勢を貫いている¹。特にマイナス金利幅の拡大は、逆効果を招く恐れなどが指摘されており、その副作用を無視できないと懸念の声が増えつつある。

図表1 ユーロ圏のインフレ率（前年同期比）



（出所）Eurostat より大和総研作成

マイナス金利の評価に揺れる中銀総裁

日銀によるマイナス金利政策導入の影響を受けて、各国がマイナス金利幅をさらに拡大する

¹ ただし中銀総裁は輪番制で定例理事会に参加するシステムのため、ワイトマン独連銀総裁は3月10日の定例理事会には出席しない。

可能性が高まっているといっても過言ではない。ただし、各国中銀のこの非伝統的政策に対する評価は必ずしも肯定的なものばかりではない。注目されるのは、マイナス金利導入国のスイス、スウェーデン、デンマークの中銀総裁からマイナス金利の副作用に関する発言が増加していることであろう。

スイス中銀のジョルダン総裁は2016年2月のフランクフルトでの講演で、マイナス金利等の非伝統的金融政策に関しては限界とそれに伴うコストがあると発言。副作用によるマイナスの影響を否定しきれないため、長期的かつ慎重な実施を求めると同時に継続的なモニタリングが必要との認識を示した。同総裁は、現時点では発生していないタンス預金の増加に関しても、マイナス金利幅（現在マイナス0.75%）の拡大に伴い、急増を誘発するリスクは存在するとの発言もしている。また、デンマークのローデ中銀総裁は2015年12月のデンマーク銀行協会での講演で、マイナス金利下で起こっている住宅価格高騰などの資産バブルはいずれ収束し、将来、銀行の損失が拡大しかねないといった警鐘を鳴らしている。同総裁はマイナス金利下では、本来であれば清算される不採算企業を延命してしまう危険性なども示している。

さらに興味深いのは、スウェーデン中銀の対応であろう。スウェーデンは日銀のマイナス金利導入決定後の2016年2月11日、政策金利をさらに15bps引き下げ、マイナス0.5%とマイナス金利幅を拡大している。インバスク中銀総裁は、マイナス金利環境が世界株式市場の不確実性を高めたとリスクを認識しながらも、各国中銀がマイナス金利等の金融刺激策を継続するならば、追随する形でさらなる緩和を実行するとしている。

加えて、スウェーデン中銀が、インフレ目標はそれほど重要ではないとの見解を示していることは重要な事実として認識すべきだ。マイナス金利の導入当初、シャスティン副総裁は、金融政策でインフレ目標の達成が最も重要であるとの認識を示していた。ただし現在は、マイナス金利の副作用で問題視されている家計の過剰債務問題（行き過ぎた住宅ローン借入）への対処など「金融安定化」を優先するとの論調に転じ、インフレ目標は必ずしも重要でないとの見解を示している。これは2016年1月のECB政策理事会後の会見で、インフレ目標を必ず達成すると断言したドラギ総裁とは好対照といえる。1668年に創立された世界最古の中央銀行であるスウェーデン中銀はかねてから先進的な金融政策運営を行うことで定評があり、今回の方針転換は、今後の各国中銀の方向性に影響を与える可能性もある。

マイナス金利で欧銀経営は救えるのか？

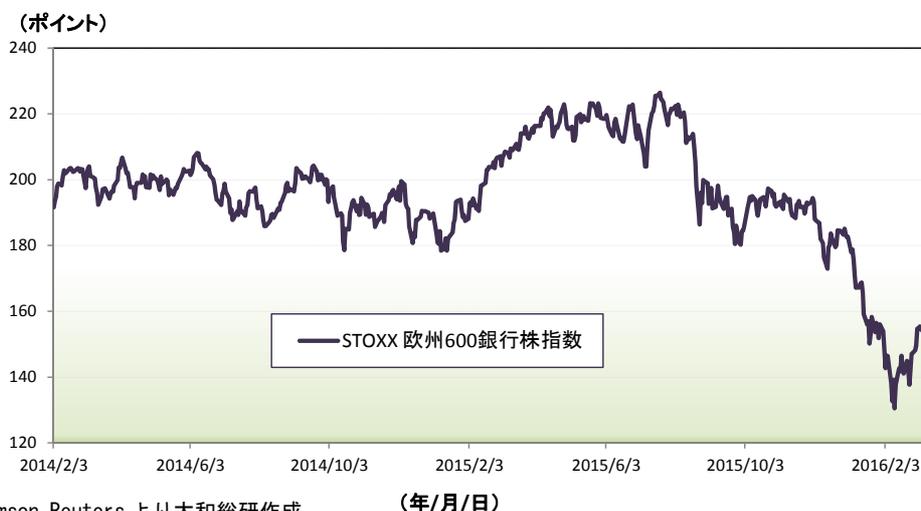
さらに英国中央銀行（BOE）のカーニー総裁は、2016年2月に上海で開催されたG20の場で、マイナス金利は通貨価値を下落させ輸出促進には繋がるが、世界経済全体として効果がマイナスとなることを警告した。自国通貨を安くすることで問題を他国に押し付けることは「ゼロサムゲーム」として、さらなる緩和を示唆していた日銀やECBを牽制する形となった。2016年3月6日に発表されたBISの2本のレポート²はマイナス金利に対する波紋を投げかけている。BISはこれらのレポート内で、マイナス金利導入国は、もはやさらなる利下げをしたところで实体经济を浮揚させる効果は乏しいと警告を発している。またマイナス金利幅の拡大は（ECB内でも

2 “BIS Quarterly Review”, BIS, 2016/3

同様に指摘されていたように)、市中銀行の利鞘低下を招き、貸し剥がしや無理な運用を促す可能性が高まると結論付けている。市中銀行が、マイナス金利で融資するぐらいならば、新規融資を停止するという判断が優先されることへの懸念も示唆されている。マイナス金利が今後続く前提において、企業や個人がどのような行動を取るかは予測不可能と結論づけ、各国の実体経済において、マイナス金利が機能していないのではないかとこの証左が増えつつあることを指摘している。たしかに欧州株式市場は年明けの混乱から比較すると落ち着きを取り戻しつつあり、景気後退の不安が一旦沈静化している。ただし欧州銀行の経営不安に関しては払拭された感があるにもかかわらず、未だ銀行株を含む全体の株価は戻ってきていない。これはマイナス金利が有害無益な政策となることへの恐れが認識されつつあり、各国中銀が手詰まり状況に陥ることへの警戒の表れともいえるのではないだろうか。また、現在の欧銀は、個人預金者へのマイナス金利の適用を躊躇しているため、中銀当座預金のマイナス分を取り返すべく、利鞘確保にはむしろ貸出金利は高く設定する必要がある。住宅価格高騰に伴い、リスク管理の一環として貸出金利を高くしたケースはあるが、各行間の貸出競争が加速しコストを吸収できずにいるのが実態だ。さらに、各国中銀同士が目指すべき金融政策の終着点が見えていないことも問題であろう。すでに金融政策だけでは名目需要が増加しないことは明白であり、財政統合が頓挫しているユーロ圏がインフレ目標に固執することはリスクでしかない。構造改革に至ってはその定義や目標がなければ、市場参加者には掴みどころがなく、名目需要が欠乏するなか需要喚起は期待できない。

3月10日の政策理事会を控え、ECBにはいつにたく大きなプレッシャーが掛かっていることは想像に難くない。日本でもマイナス金利の政策効果を見極めるには当面の時間が必要となるが、実施してからすでに1年以上が経過する欧州でも、各国中銀の思惑通りの政策効果が現れている訳ではない。欧州では銀行セクターの減益や赤字決算を契機に、マイナス金利が銀行収益を著しく悪化させるという懸念が再び取り沙汰されている。今後は、市場との対話を重視した形で臨機応変に金融政策の調整が必要となることが予想され、各国中銀総裁の一挙手一投足が注目されているといっても過言ではないだろう。

図表2 欧州銀行株指数の推移



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

(了)