

2016年4月26日 全5頁

ECB とヘリコプターマネー

限界が近づくマイナス金利政策

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 66

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]

- 2016年4月21日、欧州中央銀行（ECB）の定例理事会後の記者会見に対する、市場の関心は、“ヘリコプターマネーが政策ツールに加わる可能性”と、“さらなるマイナス金利幅の拡大があるか”の2点にあった。ヘリコプターマネーに対しては、ドラギ総裁は前回の理事会で「興味深いコンセプト」と発言したため、これが具体的に金融政策のツールとして加わるかが焦点となっていた。
- 欧州銀行は、マイナス金利により貸出金利回りを高めることができず、金利上昇リスクに怯えながら、利益を高める方法を模索している。欧州銀行経営の方向性が明確にならない要因のひとつは、マイナス金利の副作用の顕在化だろう。これ以上の長期固定貸出増加を抑制したいスイスの市中銀行は、年初から（長期固定貸出の）住宅ローン金利をあえて引き上げ始めている。マイナス金利政策により、貸出利回りを低下させ貸出を増加させるという政策当局の意図とは逆の副作用が生じている状態を意味する。
- 副作用はあるものの、金融政策の一環としてヘリコプターマネーを政策オプションとして検討する余地はある。ECB内で議論されていない以上、現行の金融政策の継続だけでは、インフレ率と経済成長率が高まる可能性は限界に近づいているといっても過言ではない。

ECB とヘリコプターマネー

2016年4月21日、欧州中央銀行（ECB）は定例理事会を開催し、現行の金融政策据え置きを決定した。前回理事会で大型の金融緩和政策パッケージを発表し、次なる一手は当面控えるとの観測が先行していたため、市場に大きな驚きは無かった。それよりも注目されたのは、理事会後のドラギ総裁の記者会見であろう。今回は、マイナス金利政策の打ち止めに言及し為替市場が乱高下したため、今回は理事会での決定事項以上に質疑応答が注目されていた。特に市場での関心は、“ヘリコプターマネーが政策ツールに加わる可能性”と、“さらなるマイナス金利幅の拡大があるか（前言を撤回するか）”の2点にあった。

まず、ヘリコプターマネーに対しては、ドラギ総裁は前回の理事会で「興味深いコンセプト¹」と発言したため、これが具体的に金融政策のツールとして加わるかが焦点となっていた。英国FSA 前長官のターナー卿は、近著²でデフレからの脱却に向け、家計への商品券の無償配布や、政府が無利子永久債を発行して中銀が直接引受けるなどのヘリコプターマネーの有用性を主張している。バーゼルⅢの生みの親であるターナー氏の発言は英国のみならず、欧州銀行関係者に大きな影響力を持つ。欧州債務危機以降、主要国の中銀はこれまでの常識を覆すような金融政策を導入してきたが、慢性的な需要不足による低インフレの状況には変化の兆しが見えてこない。ユーロ圏では2月にインフレ率がマイナス圏内に落ち込み（3月は速報値から修正されマイナスからは抜け出したものの）、大きな回復の兆しは乏しい。

ドラギ総裁は、理事会でヘリコプターマネーについては「まだ何も議論されていない」ことを強調し、現段階ではこの政策に対し具体的な動きが無いことを印象付けた。ECBの一部理事からは、その有用性を疑問視する声が出ており、政策ツールとして利用されることは当面無いと考えるのが妥当であろう³。

図表1 ユーロ圏の消費者物価上昇率



(出所) Eurostat および ECB より大和総研作成

1 前回（2016年3月10日）の記者会見で、ヘリコプターマネーが政策ツールに含まれているかとの質問を受け、ドラギ総裁は「非常に興味深いコンセプト」としたものの、まだ理事会で検討はされていないと述べた。政策ツールの可能性を否定しなかったことに市場が反応した。

2 “Between Debt and the Devil”、Adair Turner（2015年）、Princeton University Press.

3 クーレ理事や、バイトマン独連銀総裁はヘリコプターマネーに対して懐疑的な発言をしている。

マイナス金利の副作用が顕在化しつつあるスイス

ドラギ総裁は、マイナス金利幅のさらなる拡大に関しては、信用引締めが起き、中期的に経済見通しに変化が出るのであればあらゆる政策ツールを利用すると述べ、さらなる利下げの可能性を否定しないことを示唆している⁴。高止まりするユーロに対し、ECBの一部理事からは更なる利下げの必要性が指摘されるなど、追加緩和を期待する声も依然として根強い。ただし、マイナス金利の複雑さ（副作用）がECBでも注視されているとドラギ総裁も指摘したこともあり、現実的には当面の利下げは選択肢に無いものと市場では受け止められているといえよう。

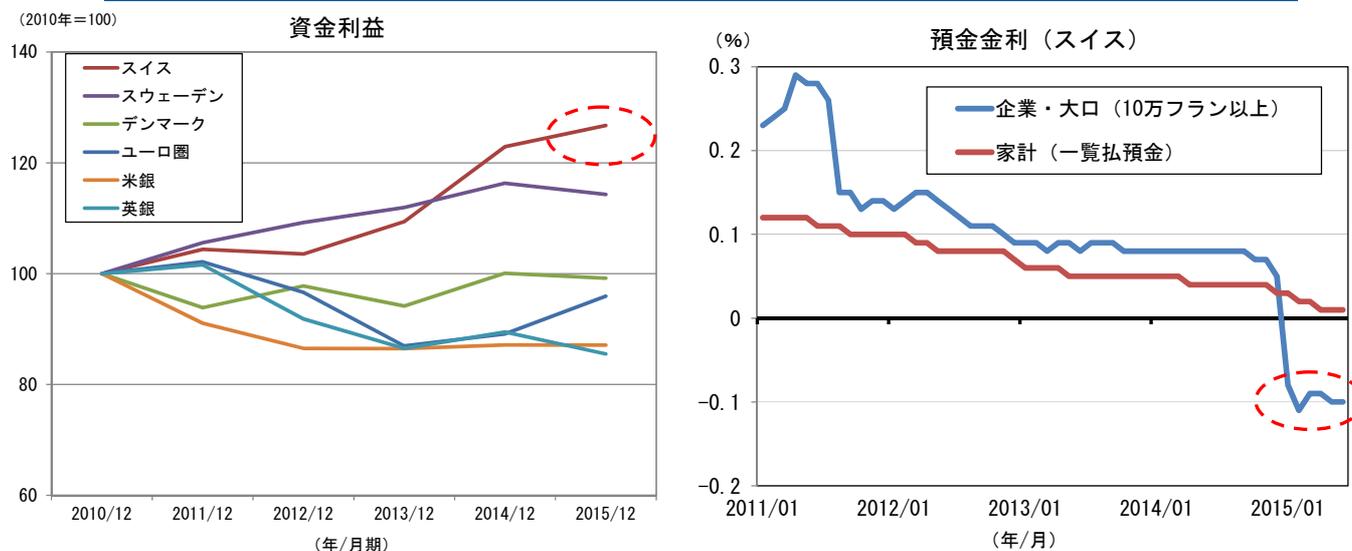
欧州銀行は、マイナス金利により貸出金利回りを高めることができず、金利上昇リスクに怯えながら、利益を高める方法を模索している。その好例となるのがスイスである。スイスでは、2011年からゼロ金利政策が採用されていることなどもあり、市中銀行では長期固定住宅ローンの需要が急増していた。長期間の固定金利は低下の一途をたどり顧客が殺到したが、預金利回りを低く維持した効果もあり⁵、資金利益は過去5年間で大きく増加しており、マイナス金利が銀行収益悪化の主因とは言い難い。

ただし、現段階で欧州銀行経営の方向性が明確にならないひとつの要因は、マイナス金利の副作用が顕在化しつつあることといえる。これ以上の長期固定貸出増加を抑制したいスイスの市中銀行は、年初から（長期固定貸出の）住宅ローン金利をあえて引き上げ始めている。過剰な長期固定住宅ローンは、将来的に利上げ局面になったときに、バランスシートの金利リスクを顕在化させ、銀行収益の大幅な機会損失を招く。銀行もオフバランスが容易でない貸出の金利リスクをヘッジするため、多大な金利スワップのヘッジコストを掛けるよりは、単純に貸出を抑制するために金利引き上げを選択している。これによりマイナス金利下のスイスでは、（少なくとも住宅貸出においては）これ以上、貸出利回り低下から貸出増加といった好循環は起きず、マイナス金利政策により、貸出利回りを低下させ貸出を増加させるという政策当局の意図とは逆の副作用が生じている状態を意味する。スイスでは、これ以上マイナス金利幅を拡大させても、貸出金利を低下させる効果が乏しいことが示唆されている。

4 前回の理事会で「これ以上利下げは無い」との見解を示したことに對し、以後変化はあったかとの問いを受けた際の回答。

5 2012年から大口法人や富裕層向の預金から口座管理手数料の名目で、実質利子徴収に踏み切る銀行が後を絶たなかったこともある。

図表2 欧米銀行の資金利益の推移とスイスの預金金利の推移



(注：左図) 欧米の大手31行（ユーロ圏8行、スイス3行、デンマーク3行、スウェーデン4行、英国5行、米国8行）抽出し、対象国・地域ごとに合算して算出。2010年12月期を100として指数化し、5年間（2010年12月期～2015年12月期）の伸びを示している。

(出所) Bloomberg およびスイス中銀より大和総研作成

金融政策以外の処方箋が必要

今回の理事会前には、ショイブレ財務相をはじめドイツの政治家からは、ドラギ総裁の金融政策に対する批判が展開されていた。ドラギ総裁は、ECBの使命はドイツだけでなくユーロ圏全体における物価安定にあり、独立性がEU法で担保されているため、特定の国の政治家の批判には左右されないと反論し、現在の金融政策を変更する意向がないことを表明している。

ただし、量的緩和とマイナス金利の組み合わせによる為替安の効果が無くなりつつある中、長期にわたる低金利政策を受け、ドイツ国民の私的年金に対する不安（予定利率の引き下げ、負債の増加、運用停止の可能性）が高まっている。また、マイナス金利により、ユーロ圏の中小規模の銀行経営は既に限界が来ているとの見方もあり、南欧諸国と道連れになることを避けたいという国民感情も背景にある。特に年金基金や生保の運用環境には著しい懸念があることには違いない。超長期の負債構造を抱える成熟度が高い企業年金や、高い利回り保証を提供して顧客を集めざるを得ない中小規模の生保にとっては、マイナス金利の継続は避け難い状況といえるだろう。日本においても確定給付年金の受託を一部中止する動きが出て来ており、マイナス金利の副作用が顕在化しつつある。

主要国中銀で非伝統的金融政策をとっているのはECBに限らず、むしろ量的緩和の採用においては後発組であった。金融政策が孤軍奮闘する図式は日銀と大差なく、財政政策や構造改革といった他の政策ツールが適切な形で推進されているとは言い難い状況にあることは明白である。ただし現段階でECBがハト派のスタンスを示せなければ、更なるユーロ高が進む可能性は高い。金融危機からかなりの年数が経過し、主要国中銀のこれまでの常識を覆すような金融政策が、一向に効果を発揮しない状態に業を煮やしたIMFなどの国際機関はこれに警鐘を鳴らし

ている。

他の金融政策が議論されてないこと自体がリスク

ドラギ総裁は、金融政策は機能しており効果が表れるまでもう少し時間が必要であるとしたうえで、欧州の政治家が構造改革をもう少し真剣に進めればより効果が早く出ると皮肉めいた見解も示した。持続可能な成長には構造改革に加え、減税や政府経常支出の削減、公共投資拡大といった財政政策が必要であることを強調している。ただし、マイナス金利導入の意図である消費活性化や企業貸出の増加が顕著に起きていないことは重要な事実として認識すべきであろう。欧州の銀行は不良債権の蓄積が未だ多く、成長資金が必要な企業にも貸出やリスクマネーの供給が滞るケースが多い。利子だけを返済するゾンビ企業も未だに多く、銀行収益の悪化により、欧州債務危機の後遺症から抜け出していない状態が続いている。

この状況を考えると、今後もユーロ圏の経済回復は停滞する可能性が高く、永続的な量的緩和やマイナス金利という未知の領域は、予想外のネガティブな結果を招く恐れがある。ハイパーインフレや、期限付きの商品券をばら撒いた後の反動でさらなる需要停滞などの副作用はあるものの、ヘリコプターマネーを金融政策のオプションとして検討する価値は高い。ECB内で議論の対象ともなっていない以上、現在の金融政策の継続のみでは、インフレ率と経済成長率が高まる可能性は限界に近づいているといっても過言ではない。副作用が徐々に顕在化しつつあるマイナス金利政策をどこまで継続するのか今後の動向に注目したい。

(了)