

# ECB はマイナス金利の深掘りを決定 包括的な金融緩和の実施と財政出動を要求

欧米調査部上席主任エコノミスト

吉田健一郎

03-3591-1265

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

- ECBは9月12日の政策理事会で包括的な金融緩和パッケージを導入した。中では、マイナス金利の▲0.5%への深掘りとともに、毎月200億ユーロの資産購入再開が決まった。
- ECBがユーロ圏加盟国に財政出動を強く求めた点も、今般の政策理事会では注目を集めた。ECBはユーロ圏の需要創出には金融政策だけでは不十分と判断した。
- みずほ総合研究所のインフレ見通しとECBの新たなガイダンスを踏まえれば、ECBが利上げに踏み切ることが出来るのは2021年以降となり、量的緩和とマイナス金利の長期化が予想される。

## 1. ECB はマイナス金利を深掘りし、資産購入を再開

欧州中央銀行（ECB）は、9月12日の政策理事会で包括的な緩和パッケージを導入した（図表1）。理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は緩和パッケージの導入を決めた理由として、景気減速の長期化、貿易摩擦の激化や地政学リスクの増大などによる見通しの下方リスクの高まり、インフレ見通しの下方修正の三点を挙げた。主な政策決定とそのポイントは以下のとおりである。

図表1 9月12日政策理事会におけるECBの政策決定のポイント

マイナス金利の深掘りと 悪影響緩和措置	<p>主要リファイナンスオペ金利: 0% (据え置き)            限界貸出ファシリティ金利: 0.25% (据え置き)            預金ファシリティ金利: ▲0.5% (▲0.1%ポイント)</p> <p>超過準備にかかるマイナス金利を二段階に階層化。当座預金に積み立てられている預金のうち、法定準備金に一定の乗数(当初は6倍)を乗じた金額について、預金ファシリティ金利(▲0.5%)の適用外とし、主要リファイナンスオペ金利(0%)により付利する。</p>
政策金利のフォワード・ ガイダンス	<p>インフレ見通しが我々の予測期間内に2%未満だが十分に2%に近いという目標水準にしっかりと収斂し、かつその収斂が基調物価の動きを一貫して反映したものであることが確認できるまで、政策金利は現行水準またはそれより低い水準で据え置かれる。</p>
資産購入プログラムの 再開	<p>毎月200億ユーロの純資産購入を11月1日より再開。資産購入は、利下げの効果を強化するのに必要と考えられる限り続け、利上げを行う少し前に終える。</p>
TLTROⅢの要件緩和	<p>適用金利を従来の計画から0.1%ポイント引き下げて主要リファイナンスオペ金利(0%)と同水準にする。貸し出しを増やした金融機関には、最大▲0.5%まで優遇金利を適用可能。融資期間は従来の2年から3年に延長する。</p>

(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

## (1) マイナス金利の深掘りと悪影響緩和措置の導入

第一は、マイナス金利の深掘りである。政策金利については、政策金利の下限となっている預金ファシリティ金利を、▲0.4%から▲0.5%へ引き下げた(図表2)。主要リファイナンスオペ金利(0%)と限界貸出ファシリティ金利(0.25%)は据え置かれた。同時に、マイナス金利の深掘りによる副作用を緩和するために、中銀準備預金にかかる金利を二段階に階層化する措置が取られた。

二段階の金利階層化措置については、ECBの当座預金に積み立てられている超過準備(当座預金残高-法定準備金)のうち、法定準備金に一定の乗数を乗じた金額が、マイナス金利の対象外となった。乗数は積み期間ごとにきまることとされ、今回は6となった。つまり、法定準備金の6倍までの金額がマイナス金利の対象外となった。

金利階層化措置が導入されたのは、マイナス金利の長期化により金融政策の波及メカニズムが阻害されてしまうことが懸念されたためである。ドラギ総裁が理事会後の記者会見の中で述べていた通り、ユーロ圏経済は間接金融が主体であり、マイナス金利の深掘りと長期化により金融機関の収益が悪化し、信用創造機能が阻害されてしまうような事態をECBは懸念した。

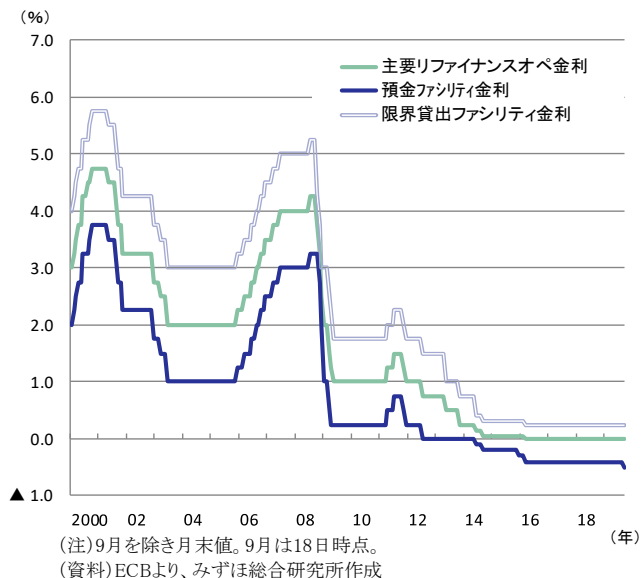
ユーロ圏主要国の中銀預金残高と付利の状況は、図表3で示されるように推計され、マイナス付利が免除される金額が大きいドイツの金融機関がマイナス金利階層化の恩恵を最も受ける。

## (2) 政策金利のフォワード・ガイダンスの変更

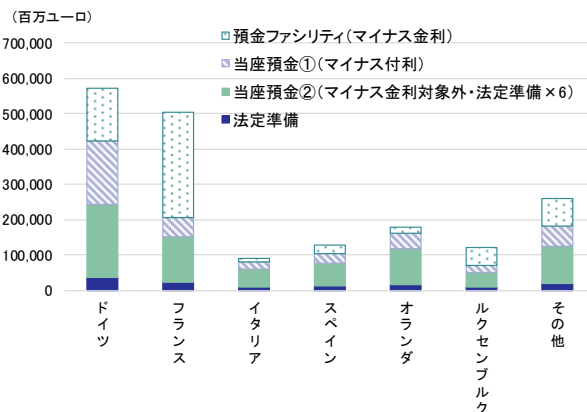
第二は、政策金利に関するフォワード・ガイダンス(政策指針)の変更である。従来は、2020年半まで低金利を続けることが約束され、低金利を維持する期間が特定の時期と緩やかに紐づけされていた。しかし、今回のガイダンスの変更により、利上げ時期はECBの物価見通しや基調物価の実績と強く紐づけされることとなった。

具体的には、ECBは低金利を解除するための物価の条件として、①インフレ見通しが2%未満だが2%近傍という物価目標に「十分に(sufficiently)」近い水準まで上昇すること、②その見通しに至る

図表2 ECBの政策金利



図表3 主要国の中銀預金残高と付利状況



(注)2018年末の実績より算出。法定準備金および当座預金(マイナス付利)の金額は、ドイツを除きユーロ圏全体の実績に基づく推計。ユーロ圏全体の実績からドイツの実績値を控除した後、ユーロ圏18か国の当座預金における法定準備金の比率(10.4%)を算出し、他国すべてに同一比率を適用した。そのうえで各国中銀の2018年末の当座預金残高を用いて、各国の法定準備金を算出。  
(資料)ECB、各国中銀より、みずほ総合研究所作成

確度が「しっかりと (robustly) 」していること、更に③そうした収斂が基調物価の動きを「一貫して (consistently) 」反映したものであることという条件が付された。

景気回復が始まった 2013 年以降も、基調物価の指標の一つであるコア・インフレ率が前年比 1% 近傍で横ばいでの推移を続けている現状を踏まえると (図表 4) 、特に③の条件は厳しいものである。今回 ECB が掲げた政策金利のガイダンスは、長期にわたり ECB の金利政策を縛る可能性がある。

### (3) 資産購入プログラムの再開

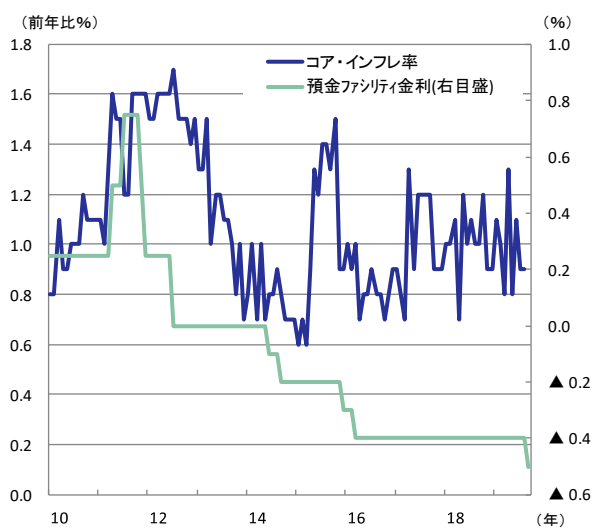
第三は、毎月 200 億ユーロの資産購入プログラム (APP) の再開である。APP の再開については ECB 内でも意見が割れたが、最終的にはドラギ総裁などハト派の主張が通った。APP が再開されるに至った理由として、ドラギ総裁は景気や物価見通しの悪化に加え、インフレ期待の低下を強調した。

理事会後の記者会見の中で、ドラギ総裁は、インフレ期待が物価目標にアンカーされず、完全に外れないまでも、0~1.5% の間の水準に低下している可能性があるということが、ECB 内の危機感を高め、即時行動という政策決定につながったと述べている。

実際、2018 年半ば以降、期待インフレ率は急速に低下した (図表 5) 。市場ベースの期待インフレ率を示唆する指標として ECB が重視しているインフレスワップ・フォワードレート (5 年先スタート 5 年物) は 1.2% 台まで低下し、サーベイベースの期待インフレ率を示唆する ECB の専門家予測調査 (SPF) における中期インフレ予測も 1.7% まで低下した。

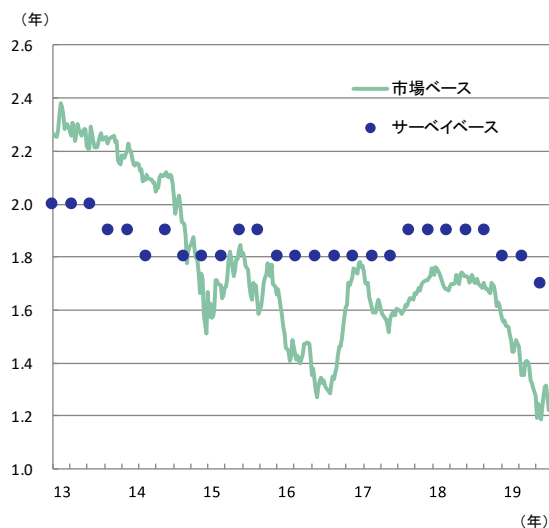
同時に ECB は、APP の終了時期については「利下げの効果を強化するのに必要と考えられる限り」行うオープンエンド型とし、政策金利と資産購入の時間的な関係性については、「利上げを行う少し前」には APP を終了し、満期証券の再投資については利上げ開始後も「当分の間」行う旨を約した。しかし、ドイツなど一部の国では 1 銘柄当たり発行額の 33% までしか購入できないという制度上の購入上限にすでに近いのではないかとの見方があり、その持続性が疑問視されている。

図表4 ユーロ圏のコア・インフレ率と政策金利



(注) コア・インフレ率は、エネルギー・食料品等を除く総合。  
(資料) ECB, Eurostatより、みずほ総合研究所作成

図表5 ユーロ圏の期待インフレ率



(注) 市場ベースは、インフレスワップ5年先スタート5年物。サーベイベースはECBの専門家予測調査による5年先の長期インフレ率予測。  
(資料) ECB, Bloombergより、みずほ総合研究所作成

#### (4) TLTROⅢの要件緩和

第四は、貸出条件付き長期リファイナンス・オペレーション第3弾（TLTROⅢ）の資金供給条件の緩和である。具体的には、従来 MRO 金利（0%）+0.1%ポイントであった TLTROⅢの調達金利を0.1%ポイント引き下げ、MRO 金利での調達を可能にした。同時に、貸し出しが増えた金融機関へ与えられる優遇金利も、従来の預金ファシリティ金利（▲0.4%）+0.1%ポイントから、預金ファシリティ金利（▲0.5%）とした。さらに、資金供給期間についても、従来の2年から1年間延長し、3年間の長期オペとした。

現行の TLTROⅡの2018年末における融資残高は図表6のとおりであり、イタリアやスペインなど南欧の金融機関が TLTRO の恩恵を受けていることがわかる。TLTROⅢの要件緩和は、これらの金融機関にとっては朗報となる。

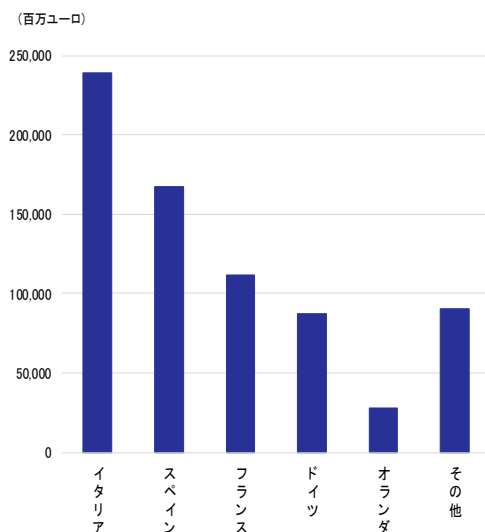
#### 2. ECBは加盟国に財政出動を強く要求

ECBがユーロ圏加盟国に財政出動を強く求めた点も今般の政策理事会では注目を集めた。ドラギ総裁は、政策理事会後の記者会見において「財政政策が需要創出に向けては今後主導的な役割を果たすべき」という点では全会一致した旨を明らかにした。つまり、ECBは、ユーロ圏の需要創出には金融政策だけでは不十分と判断した。

通常、ECBが考える利下げの波及メカニズムは図表7で示されるとおりである。利下げにより緩和的な金融環境を作り上げ、それが信用状況、資産価格、貸出金利、為替レートといった市場変数を変化させることで、プラスの需給ギャップを生み出すなどマクロ経済変数に影響を与え、最終的に国内物価の上昇に結びつけるという波及メカニズムが想定されている。この金融政策の波及メカニズムの中で、ECBは財政政策を外生要因として位置づけている。

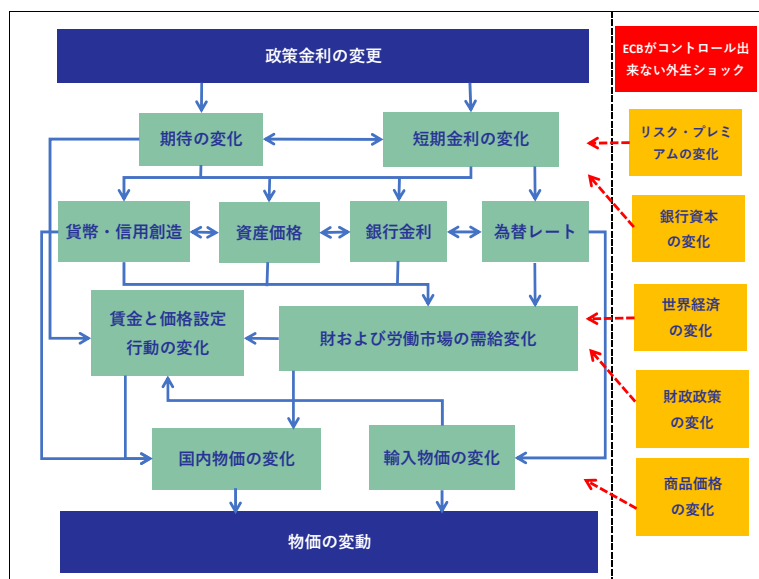
こうした中で金融政策の余地が乏しくなり、需要創出を外生変数である財政政策に頼らざるを得ない状況となっている。ECBは、これは金融政策がこれまで需要創出に大きな役割を果たしてきた結果

図表6 長期リファイナンスオペの利用残高



(注)2018年末の実績  
(資料)ECB、各国中銀より、みずほ総合研究所作成

図表7 ECBの考える利下げの波及メカニズム



(出所)ECBより、みずほ総合研究所作成

であると考えている。ドラギ総裁は、2019年6月にポルトガル・シントラで行った講演<sup>1</sup>の中で以下のように述べ、過去10年間に金融政策への過度な依存が起きたことや、財政政策が今後の物価目標の達成のために必要であるという点を指摘している。

「もしも『2%未満だが2%近傍』という中期的な物価目標を達成しようと思えば、将来のある時点でインフレ率はその目標水準を越えねばならない。しかし、その役割を果たすべきは財政政策である。過去10年間、マクロ経済調整の役割は、不平等に金融政策に負わされてきた。財政政策は景気後退を助長することさえあった。・・・(中略)・・・公共部門の経済規模が大きいユーロ圏経済の特徴を考えれば、もしも財政政策が金融政策と同時に行われれば、より大きな効果をより少ない副作用で得ることが出来る」

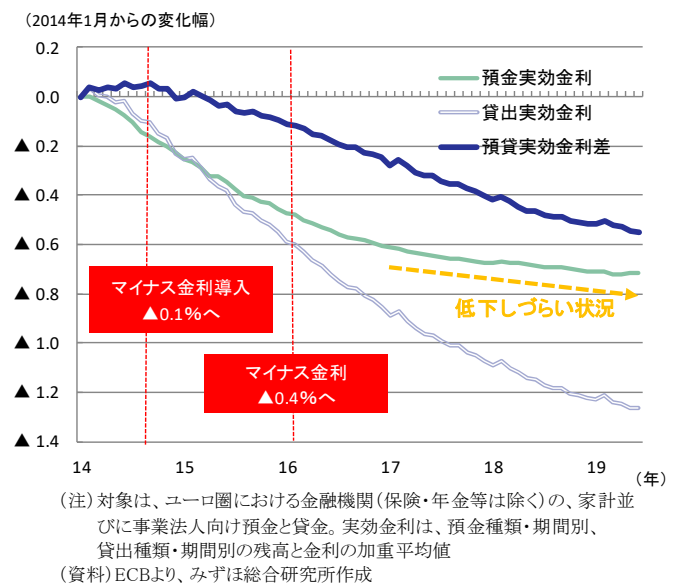
ECBが行った財政出動の呼びかけに対してはフランスが支持を表明している。ECB政策理事会の翌日にヘルシンキで開催されたEU財務相会合に先立ち、フランスのルメール経済・財務相は、ユーロ圏で財政に余裕のある国が歳出を拡大する「成長協定 (growth compact)」の締結を提案した<sup>2</sup>。

ルメール経済・財務相は、この成長協定について、ECBによる緩和的な金融政策、ユーロ圏での共通予算の導入、銀行同盟の完成などと同時に行われるべきとしている。そのうえで、財政協定は、「財政的に余裕のある国の投資拡大、競争力や生産性が低い国の構造改革、歳出や公的債務削減の必要性という3つの柱からなる」と述べている。これに対してオランダなど北部欧州諸国からは強い反対が予想され、実現は簡単ではない。

ユーロ圏では、1997年に締結された安定成長協定 (the Stability and Growth Pact) を中心に財政運営ルールが定められており、拡張的な財政政策をとれる余地は、域外の他国と比して相対的に小さい。EUが加盟国に厳しい財政ルールを課しているのは、共通通貨ユーロを中心とした経済財政同盟 (EMU) の維持のためである。財政規律が無視されれば、ある一つの加盟国だけでインフレ圧力が高まり、他国との共通通貨を基盤とするEMUは維持できなくなってしまう。

ギリシャにおける財政赤字の過少申告を契機として欧州債務危機が起こったのは2010年のことであり、以降、ユーロ圏の財政規律はいくつかの法制度により補強されてきた。欧州債務危機で得られた教訓の一つは、何らかのユーロ圏域内の財政移転の仕組みが必要であるということであろう。しかし、それはきわめて政治的な争点でもあり、オランダやドイツを中心とした北部欧州諸国からは根強い反対がある。このため、ユーロ圏予算を含めた財政移転の仕組みづくりは、必要ではあるが、簡単ではない<sup>3</sup>。

図表8 ユーロ圏の預貸金利差の変化幅



### 3. 金融政策の見通し

みずほ総合研究所では、2019、2020年のコア・インフレ率の見通しを、各+1.1%、+1.3%と見込んでいる。ECBの新たなガイダンスに照らして考えれば、ECBが利上げに踏み切ることが出来るのは少なくとも2021年以降となり、量的緩和とマイナス金利は、長期化が予想される。

ECBの追加利下げの余地は限定的だ。マイナス金利政策は2014年6月から始まったが、低金利期間の長期化により、徐々に金融機関の預貸金利差は縮小している(図表8)。悪影響緩和措置を導入したとはいえ、金利水準はすでに▲0.5%と低い。ドイツの一部大衆紙では「預金者に負担を強いる」との批判も起きている<sup>4</sup>。

それでも追加緩和に向けた議論が高まるとすれば、二つの場合が想定される。第一は、ユーロ圏経済が本格的な景気後退に陥った場合である。この場合、ドイツを中心に財政政策の発動が予想されるが、ECBは側面支援的な追加緩和に踏み切る可能性がある。第二は、ユーロ高が大きく進んだ場合である。米中通商摩擦激化への懸念はドル売りとして現れやすく、その相手としてユーロや円といった通貨が選ばれやすい。ユーロ高が大きく進めば、輸入物価の低下を通じてデフインフレ懸念が強まるだけでなく、輸出への打撃となり更に需要を押し下げるだろう。

この場合のECBが取りうる選択肢としては、マイナス金利の更なる深掘りや、APPにおける月次資産購入金額の増額などが考えられる。しかし、利下げ幅は10bp程度の小幅なものが予想され、またAPPの購入額増額については、1銘柄当たりの購入上限枠の引き上げが同時に必要となろう。11月1日からはクリスティーン・ラガルド新総裁が着任する予定であるが、まずは緩和効果の見極めを中心とした落ち着いた政策運営になるだろう。

<sup>1</sup> ポルトガル・シントラにおけるECBフォーラムでの講演。

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>

<sup>2</sup> フランスは「成長協定(Growth compact)」の提案を2019年4月のIMF・世銀総会で行った。直前に英FT紙と行ったインタビューの中でもルメール経済・財務相は成長協定の必要性に言及している。2019年4月10日付英FT紙参照。

<https://www.ft.com/content/d519af82-5adf-11e9-939a-341f5ada9d40>

<sup>3</sup> ユーロ圏の財政政策の動向については、また稿を改めて論じることとする。

<sup>4</sup> 2019年9月13日付独Bild紙は、「ドラキュラ伯爵が我々の預金を吸い上げる～任期の間に我々は多くのお金を失った(So saugt GRAF DRAGHILA unsere Konten leer In seiner Amtszeit haben wir Milliarden verloren)」との記事を掲載し、ドラギ総裁をドラキュラ伯爵(Count Dracula)とかけて、マイナス金利政策が預金金利を引き下げ利益を奪うものとしている。

<https://www.bild.de/bild-plus/geld/wirtschaft/politik-inland/ezb-leitzins-schlecht-fuer-sparer-frau-merkel-stoppen-sie-endlich-den-minus-zins-64669942.view=conversionToLogin.bild.html>

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。