

マイナス金利政策を転換する欧州

ECB金融政策の軸足は資産購入へ

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

- 3月10日の政策理事会において、ECBは中銀預金金利の引き下げや、証券購入の規模拡大、購入対象への社債組み入れ、貸出条件付き長期オペ（第二弾）の開始などの追加緩和策を発表した。
- 一方で、更なる政策金利の引き下げについては否定した。欧銀収益に与える悪影響や、通貨安競争回避に向けた国際合意など、利下げの副作用に対する懸念が高まったことが背景にはある。
- ECBは緩和効果を見極めるステージに入る。しかし、現在の景気、物価、金融市場動向等を踏まえると、今回の緩和措置により物価を押し上げることが出来ると考えるのは楽観的だろう。

1. ECBは大規模な緩和パッケージを発表

3月10日に開催された政策理事会において、欧州中央銀行（ECB）は追加緩和策を発表した。追加緩和策の内容と狙いは図表1の通りである。今回の追加緩和措置は大きく以下の二点に特徴づけられる。第一は、伝統的な金利政策による緩和であり、中銀預金金利の▲0.4%への引き下げを含め、主要政策金利がそろって引き下げられた。声明文には、低金利は「資産購入が終了した以降（現時点では2017年3月以降）も、当分の間続く」との内容が盛り込まれ、中期的な金融政策の方向性をあらかじめ示す、フォワード・ガイダンスの強化も同時に行われた。

図表1 ECBの追加緩和策

| | 緩和策 | 狙い |
|---|--|--|
| ① | 政策金利の引き下げ: 主要リファイナンスオペ金利を0%、限界貸出ファシリティ金利を0.25%、預金ファシリティ金利を▲0.4%に引き下げ | 実質金利低下を通じた景気刺激、ポートフォリオリバランスを通じた貸出増や為替レート減価など、緩和効果の拡大 |
| ② | QE月次購入額の600億ユーロから800億ユーロへの引き上げ、国際機関債等の購入上限を33%から50%へ引き上げ | 追加緩和の拡大(同上)、購入上限の引き上げによるQEのスムーズな実施 |
| ③ | 社債購入プログラム(CSPP)の開始(投資適格級ユーロ建て社債のみ) | 信用緩和の強化、QE購入可能証券の拡大によるQEのスムーズな実施 |
| ④ | 貸出条件付き4年物長期リファイナンスオペの開始(TLTRO2)、TLTRO2の貸出金利は最低▲0.4%まで適用可能 | 企業向け貸出の強化と金融機関の資金調達ニーズ確保 |
| ⑤ | 低金利を資産購入終了後も継続 | フォワードガイダンスの強化による緩和効果の浸透 |

(資料)ECB発表を元に、みずほ総合研究所作成

第二は、量的緩和策や信用緩和策の強化である。ECBの資産購入プログラム（APP）による月次購入額は、毎月600億ユーロから800億ユーロに引き上げられたうえで、社債もAPPの購入対象資産とすることが発表された。更に、ECBは4年間の貸出条件付き長期リファイナンスオペレーション（第二弾）の開始（TLTRO2）を決定した（詳細は補論）。TLTRO2や社債購入の開始は、企業の資金調達をECBがより直接的にサポートすることを意図した信用緩和政策の一環と捉えることが出来る。

TLTRO2では、オペに参加した銀行が企業向けの純貸出を増加させた場合、TLTRO2に付加される金利は最小で中銀預金金利（▲0.4%）と同率となる。すなわち、ECBから借り入れを行った銀行は、貸出を増やせば、返済時には金利を受け取ることが出来る。これが、貸出増に向けたインセンティブになると期待されている。

2. マイナス金利政策から距離を置いたECB

政策理事会後の記者会見でドラギ総裁が発した主要なメッセージは「ECBは金利政策からその他の非標準的な金融政策に軸足を移す」ことであり、このため「更なる利下げが必要とは予想していない」ことも併せて表明された。

ECBが量的緩和策などの非標準的手段に政策の軸足を移したのは、銀行収益への影響など、マイナス金利の副作用を金融市場が懸念し始めたためだ。2016年入り後にユーロ圏の金融システム不安が高まり、銀行株を中心として株価が急落、その過程でマイナス金利が銀行収益に与える悪影響が注目された。欧州金融システム不安の高まりは、ECBとしては看過出来ない問題であり、それを助長する可能性があるマイナス金利政策は取れなくなったと考えられる。

欧銀の収益性について、ドラギ総裁とコンスタンシオ副総裁は、記者会見の中で時間を割いて説明している（図表2）。その中で、総裁は「金融システム全体としての収益性については、これまでのマ

図表2 金融機関の収益性に関する記者会見での発言

| | ECB政策理事会(3月11日)後の記者会見での発言 |
|------------|---|
| ドラギ総裁 | 我々は更なる利下げが必要とは予想していない。但し、新しい事実は状況や見通しを変え得る。 金融システム全体の収益性はこれまでのマイナス金利により阻害されてはいない。しかしそれは全体のことであって、銀行は全て同じではない。そしてそのこと(収益性は阻害されていないという見通し)は、永遠に正しい訳でもない。 こうした分析の結果、金利政策からその他の非伝統的な金融政策に軸足を移すという結論に至った。 マイナス金利は、貸出の基準となるユーリボーを引き下げる。銀行には二つのパターンがあり、預貸スプレッドが十分に大きい銀行にとっては資産側の金利低下にも耐える。しかし、スプレッドがそれほど大きくない銀行も数多くある。それがユーロ圏のような多面的な金融環境においてはマイナス金利の影響が複雑と我々が考えている理由だ。 |
| コンスタンシオ副総裁 | 銀行の純粋なネット金利マージンを見ても、昨年は銀行の総資産対比で増加した。・・(中略)・・単にボリュームだけでなく総資産比で見ても収益が増加したという事実は重要だ。これは、マイナス金利のもたらした効果の一つとして、銀行の資金調達コストが低下したためである。 その他のマイナス金利の影響として、結果的にイールドカーブが全般的に引き下げられた。・・(中略)・・この結果キャピタル・ゲインは増加した。それが我々の政策の結果だ。 我々のモデルでは、経済成長率はマイナス金利政策が無かった場合よりも引き上げられた。結果的に銀行の損失引当コストが低下し、銀行のROEは上昇している。 |

(資料)ECBより、みずほ総合研究所作成

マイナス金利により阻害されてはいない」が、「個々の銀行には違いもあり、未来永劫（マイナス金利の欧銀収益性に対する影響は限定的という評価が）正しいことを意味する訳でもない」と述べた。このため、「金利政策からその他の非伝統的な金融政策に軸足を移すという結論に至った」としている。

ECBは、マイナス金利の適用によって住宅ローン等の貸出基準金利となるEURIBORが低下し、貸出金利も連動して低下した場合、預貸金利差が十分にある金融機関はその収益面での影響に耐え得るものの、「預貸金利差が十分に大きくない銀行も多くある（ドラギ総裁）」と考えたのである。

ドラギ総裁は、日本銀行が採用しているような階層的なマイナス金利構造についても検討したことを認めた。しかし、総裁はマイナス金利適用の「例外」を作ること、「ECBが望む限りマイナス金利政策を進めることが出来るとの（誤った）シグナルを市場に送ることを避けるために」採用しなかったと述べており、マイナス金利を更に深めていくことへの警戒感がにじみ出ている。

更に、2月に上海で開催された20カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）において、競争的な通貨安を回避するよう合意がなされたことも、追加利下げをやりにくい環境にした。上海G20では、為替相場に関して緊密に協議し、競争的な切り下げ回避することなどが声明文に盛り込まれた。ユーロ圏財務相会合のダイセルブルーム議長は、G20後に記者の質問に対して、自国通貨安に繋がるような政策決定を行う際には事前に通知することで合意したと述べている。ドラギ総裁は、追加緩和策はあくまでも国内向けの政策であり、外貨建て資産の直接購入などは行っていないと述べている。しかし、G20後の記者会見においてカーニー・イングランド銀行総裁が「究極的にはゼロ・サムゲーム」と述べたように、マイナスを含む金利政策は、自国通貨安を通じた近隣窮乏化策と見られやすい。金融政策の為替への影響が国際会議の場でも注目されたことで、追加利下げは取りづらい選択肢になった。

3. ECBは当面様子見、金融市場不安は未だ燃る

様々な副作用が懸念される中、ECBが追加緩和策に踏み切ったのは、物価回復の遅れに対する同様の強い危機感がある。3月理事会と同時に発表されたスタッフマクロ経済見通しによれば、2016・17・18年のインフレ率は、各前年比+0.1%、+1.3%、+1.6%となり、16・17年については各0.9%ポイント、0.3%ポイント下方修正された（図表3）。今回初めて発表された2018年についても、ECBが目指す「2%未満だがその近傍」という水準には及ばない。

ECBは、しばらくは政策効果を見極めるステージに入る公算が大きい。しかし、足元のインフレ率の動き、中期インフレ期待の変化、景気動向、金融市場動向などを勘案すると、今回の追加緩和策が期待される効果を発揮し、物価を押し上げることが出来るか考えるのは楽観的だろう。

足元のインフレ率をみると、2月の消費者物価指数は前年比▲0.2%と5カ月ぶりのマイナスに転じ、エネルギー物価（同▲8.0%）のみならず、ウェイ

図表3 ECBスタッフによる経済見通し

| | | 単位 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|-------|--------|--------|--------|------|
| 2016年3月 予測 | 実質GDP | % | 1.4 | 1.7 | 1.8 |
| | CPI総合 | 前年比、% | 0.1 | 1.3 | 1.6 |
| | CPIコア | 前年比、% | 1.1 | 1.3 | 1.6 |
| | 原油価格 | ドル/バレル | 34.9 | 41.2 | 44.9 |
| | ユーロ相場 | ドル/ユーロ | 1.11 | 1.12 | 1.12 |
| 12月見通しと の予測の差 | 実質GDP | %pt | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | na |
| | CPI総合 | %pt | ▲ 0.9 | ▲ 0.3 | na |
| | CPIコア | %pt | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 | na |
| | 原油価格 | ドル/バレル | ▲ 17.3 | ▲ 16.3 | na |
| | ユーロ相場 | ドル/ユーロ | 0.02 | 0.03 | na |

(注) CPIコアは、エネルギー、食品を除く総合。

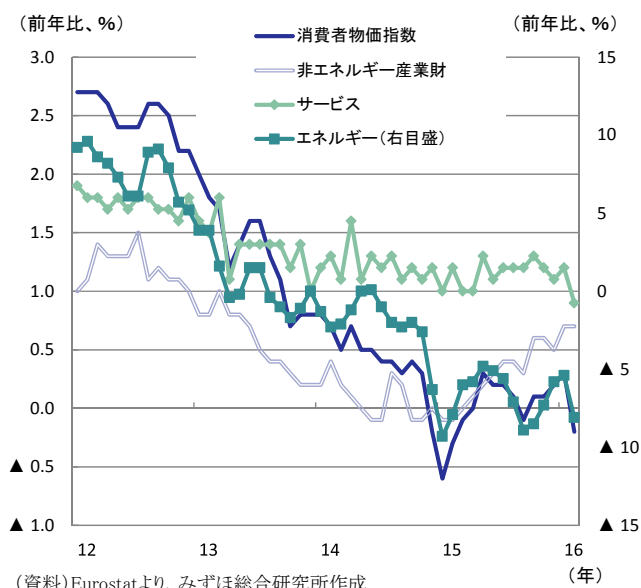
(資料) ECBよりみずほ総合研究所作成

トの大きいサービス物価（同+0.9%）の伸びが前月より鈍化している（図表4）。市場ベースで見た中期期待インフレ率として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、5年後から5年間の市場参加者の予想する平均インフレ率を示す）についても、足元で低下は止まっているものの1.5%近傍での低迷が続いている。

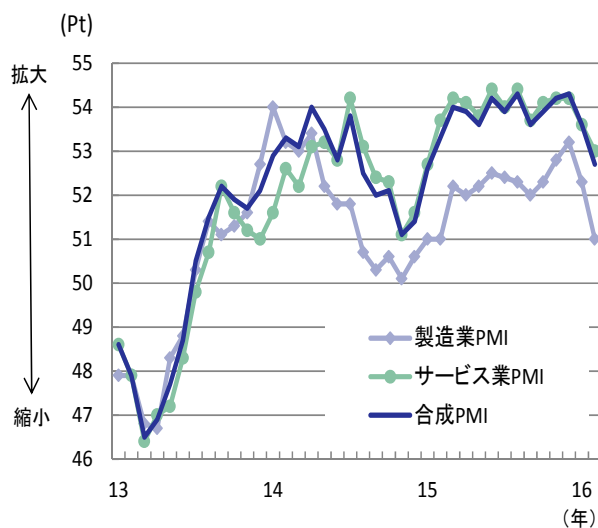
景気動向については、足元では減速の兆しがみえている。景気との連動が強い購買担当者指数（PMI）をみると、2016年入りして以降、景気判断の節目となる50を上回って推移しているものの、水準は2カ月連続で低下している（図表5）。新興国経済減速に加えて、金融市場の不安定化といった要因が、企業の投資判断等に影響している可能性がある。

金融市場は2月半ば以降は小康状態にあり、油価や株価は反転上昇している。しかし、産油国間での合意形成の失敗により油価が下落したり、欧銀の健全性への不安が再び高まり株価が下落したりすれば状況は容易に悪化する。為替市場の動きをみても、ユーロドル相場は足元で1ユーロ=1.13ドル台前半と、政策理事会時（1.11ドル）よりもユーロ高での推移が続いている。ECBが取り得る金融政策余地は徐々に狭まっており、今後インフレ率が思うように回復していかない場合、金融政策の舵取りはより一層難しさを増す。

図表4 消費者物価指数の推移



図表5 ユーロ圏PMIの推移



(補論) TLTRO II (Targeted longer-term refinancing operations II) の概要

本稿で述べたとおり、ECBは緩和策の一つとして、貸出条件付き長期リファイナンスオペレーション(第二弾)を開始することを決定した(TLTRO2)。2014年より実施されていた貸出条件付き長期リファイナンスオペ(TLTRO1)が2016年6月に終了するため、その後継制度として創設された。以下は、ECBが発表している本制度の概要である。

TLTRO2とは、ECBが行う期間4年間の銀行に対する長期リファイナンスオペレーションである。貸出とファンディングがリンクしている点が特徴で、日本銀行も同様の施策を2012年に「貸出増加を支援するための資金供給」として発表している。金融機関がオペに参加し、貸出を増やそうとするためのインセンティブが、金利優遇の形でスキームに組み込まれている。

TLTRO2は、TLTRO1が終了する2016年6月から2017年3月まで、四半期ごとに計4回のオペ実施が予定されている。TLTRO2に参加可能なのは、定例オペに参加可能な域内の全ての金融機関で、最長4年間、入札時点のリファイナンスオペ金利(現在0%)と同率の低利で資金をECBから借り入れることが出来る。同資金は、決済日の2年後から期日前返済することも可能であり、貸出が増加しなかった場合でも早期返済を強制されるといったTLTRO1で取られたような措置は組み込まれていない。

借入可能額は、2016年1月31日時点の参加希望行の融資残高から住宅ローン等の残高を差し引いた適格ローン残高の30%まで借入れが可能である。TLTRO1での融資残高がある場合は、融資可能残高から差し引かれるが、TLTRO1からTLTRO2への借り換えは可能である。2016年1月時点の適格ローン残高はユーロ圏全体では約1.7兆ユーロある。

適用される金利は、各オペ時点の主要リファイナンスオペ金利(現在0%)であるが、2016年2月1日から、2018年1月31日までの適格ローンの純貸出額(ローン実行残高から返済残高を差し引いたもの)が、各参加行毎に定められたベンチマークを上回った場合、上回った金額に応じて適用金利は優遇される。優遇幅は純貸出額の増加額に比例して決まり、最大で2.5%純貸出が増えれば、中銀預金ファシリティ金利(現在▲0.4%)での借入れが可能である。期間中に純貸出をベンチマーク比で増やせば、最大で0.4%まで借入れコストをマイナス、すなわち利息を受け取ることが出来ることになる。これが、貸出増に向けたインセンティブになると期待されている。

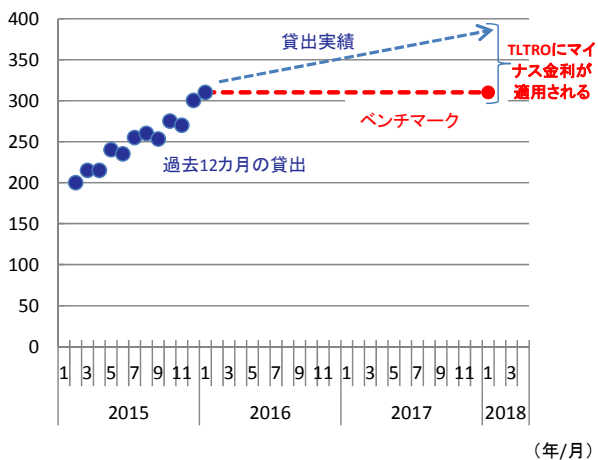
各行ごとに決められるベンチマークについては、現在発表されている資料から考えられるおおよその仕組みは以下の通りである¹。ベンチマークは、2016年1月31日までの過去12カ月間の適格ローンの貸出実績に基づいて決まる。まず、過去1年間に貸出が増加している銀行のベンチマークは、2016年1月末時点の適格ローン貸出残高となる。2018年1月末時点の適格ローン残高がベンチマークをどれだけ上回っているかによって、マイナス金利の適用幅が決まる(次頁図表6)。一方、過去12カ月の貸出が減少している銀行は、2016年1月末の残高から純貸出減少額を引いた金額が、ベンチマークとなる。2018年1月末時点の適格ローン残高がベンチマークをどれだけ上回っているかによって、マイナス金利の適用幅が決まる(次頁図表7)。つまり、貸出が減っている銀行にもTLTRO2を利用して貸出を増加させようというインセンティブが組み込まれている。

ドラギ総裁は、3月10日の政策理事会後の記者会見の中で、①金融機関の事業法人向け貸出が改善しているけれどもそのペースが緩慢であること、②金融機関の与信スタンスを更に緩和させると期待で

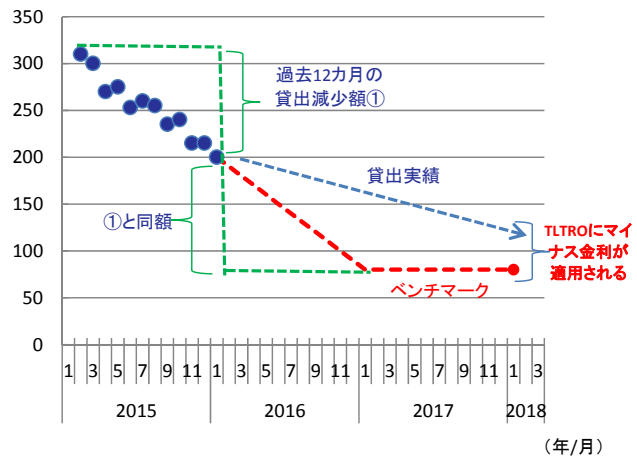
きること、③金融市場のボラティリティが高い中で、今後の債券償還を前にして4年間という長期のファンディングを銀行に提供することが目的であると述べている。

国別にみると、現在TLTRO1の利用が多いのはイタリアやスペインといった南欧諸国の銀行である。逆に、ドイツやフランスではTLTRO2の借入可能額は多くとも、資金は余剰気味でECBに滞留していることを考えると、TLTRO2への需要がどこまであるかは分からない（図表8）。マイナス金利で利息が受け取れるとなれば、収益面でのプラスの影響も考えられ、TLTRO2は南欧諸国向けの政策のようにも見える。まずは、2016年6月に予定される初回入札への応札状況などが注目される。

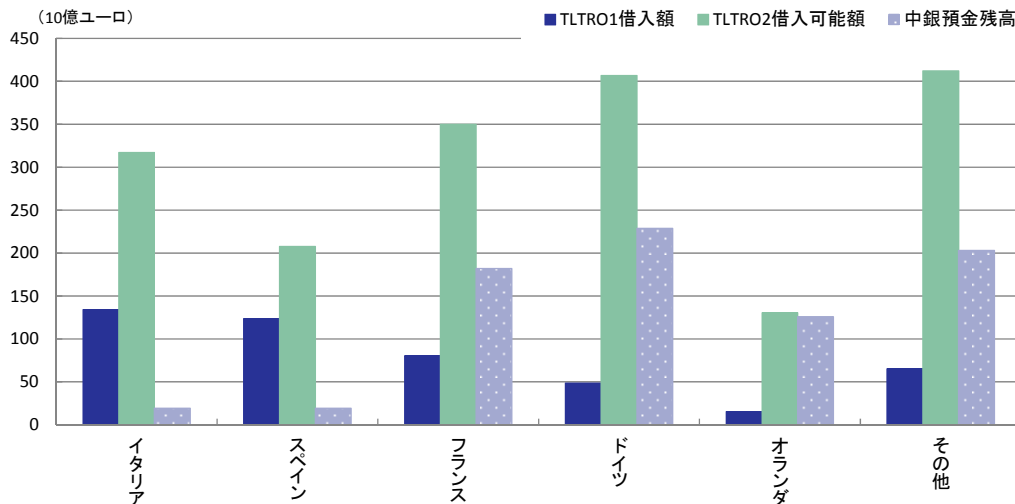
図表6 貸出増加行のベンチマーク



図表7 貸出減少行のベンチマーク



図表8 ユーロ圏主要国のTLTRO1利用残高と、TLTRO2利用可能額、中銀預金残高



(注) TLTRO1の残高、中銀預金残高についてはイタリアは2016年2月、スペインは2015年11月、その他は2016年1月。オランダのTLTRO1借入額は、オランダ国立銀行の金融機関向け貸出からターゲット残高を除いた金額。TLTRO2の他、MRO等の残高も含まれる。
(資料) ECB、各国中銀、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

¹ ECBはTLTRO2の技術的詳細を近く発表する予定である。この部分は、現時点のリリース (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_1.en.html) に基づく筆者の解釈である。

●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、商品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。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。