

リサーチ TODAY

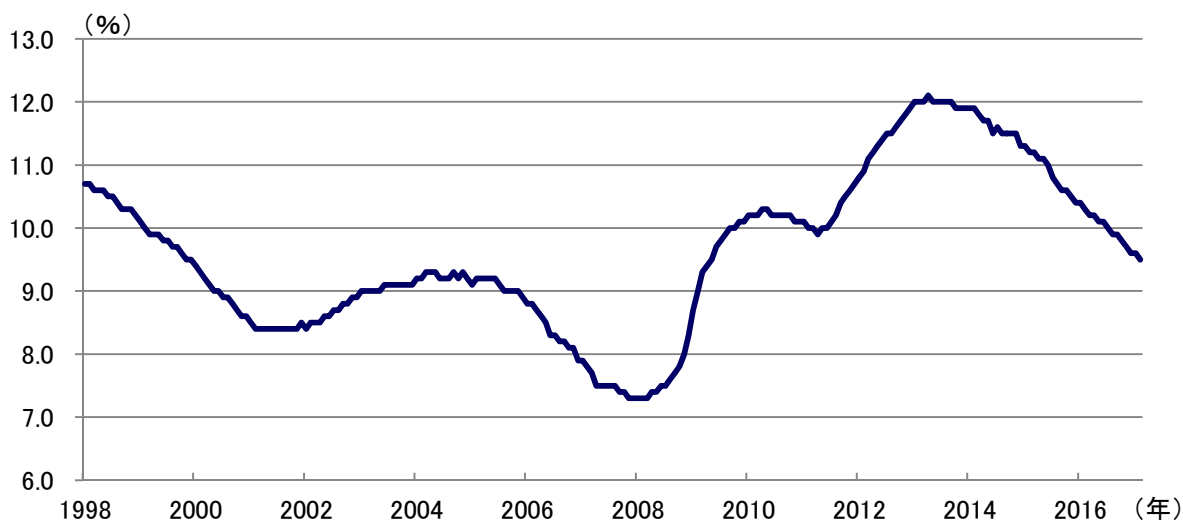
2017年 4月 17日

ECB、利上げ観測火消しも、マイナス金利の必然性低下

専務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

欧州中央銀行 (ECB) が量的緩和 (QE) 終了前に利上げを行うのではないかと観測が、先月から急に高まっている。契機となったのは、3月9日の政策理事会後の記者会見におけるドラギ総裁の発言だ。ドラギ総裁が政策金利の先行き指針であるフォワードガイダンスに関し、変更の可能性をにおわす発言を行ったために、早期利上げ観測が浮上した。みずほ総合研究所は、ECBの利上げの可能性に関するレポートを公表している¹。こうした観測の背景には2つの要因がある。第1が足元の景気回復。第2は、マイナス金利の長期化に関する副作用に対する懸念である。下記の図表はユーロ圏の失業率の推移を示すが、4月3日に発表された2017年2月の数字は9.5%と、2009年5月以来の7年9カ月ぶりの低水準を更新し、ユーロ圏で景気回復基調が続くことを印象付けた。総合的に判断しECBが利上げを急ぐとの思惑に対し、火消しを行うのが今日のECBのスタンスだが、マイナス金利の必然性がなくなったとECBは本音では思っているのではないか。

■図表: ユーロ圏の失業率推移

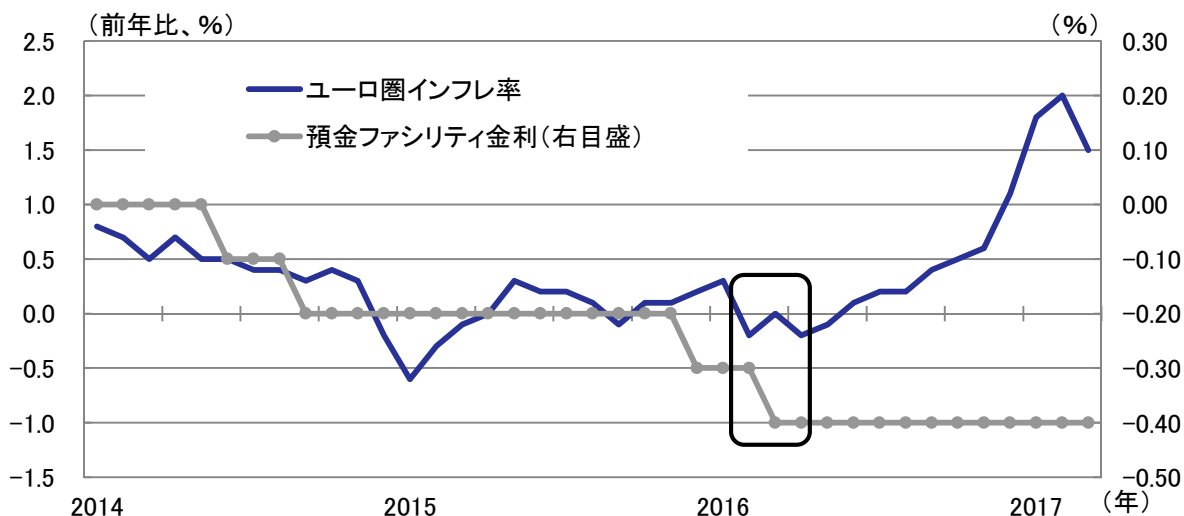


(注) Eurostat よりみずほ総合研究所作成

次ページの図表に示されるように、2月のユーロ圏消費者物価指数は前年比2%、3月は同1.5%と比較的高い伸びを示している。2015年から2016年初にかけて、ECBは預金ファシリティ金利をマイナスに引き下げ、2016年3月には▲0.4%の水準にした。今日、マイナス金利の長期化が、金融機関収益の下押しを通じて、实体经济への波及メカニズムを阻害するとの見方も根強い。事実、ユーロ圏の預貸実効金利差は、預金ファシリティ金利がマイナスになった2014年6月以降、縮小を続けており、今後もマイナス金利が続けば金融機関収益への影響が強まる可能性がある。既に、昨年初にECBがマイナス金利を深めたときに比

べて環境が内外ともに明らかに改善しているため、2016年3月に行われた預金ファシリティ金利0.4%引き下げの必然性はなくなっている。

■図表：預金ファシリティ金利とユーロ圏インフレ率推移



(資料) Eurostat、ECB、Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

もちろん、下記の図表が示すように、ECBが重視する賃金動向、すなわち一人あたり雇用者報酬は依然として前年比+1.2%と加速感はみられない。消費者物価においてもエネルギーや食料品を除くコア・インフレ率は低位横ばいを続け、物価の自律的上昇が不安視されるには至っていない。ECBは早期利上げ観測台頭に警戒的なスタンスを示している。そもそも、ECBの主要3政策金利(主要リファイナンスオペ金利、預金ファシリティ金利、限界貸出ファシリティ金利)は一体としてとらえられ、その変更にはガイダンスの修正が必要だ。ただし、金融機関収支への副作用や、ユーロ圏のマイナス金利がユーロ安誘導であるとの批判に対し、まずガイダンスを弾力化し預金ファシリティ金利をゼロ近傍まで引き上げる議論が生じやすいのではないか。出口への第1ステップとしてマイナス金利の正常化に注目したい。また、仮にそれが実現した場合、日本にも影響を及ぼしうることは言うまでもない。

■図表：ユーロ圏一人あたり雇用者報酬



(資料) Eurostat よりみずほ総合研究所作成

1 『みずほ欧州経済情報』(2017年3月号 2017年3月29日)

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。