

# ECBの金融緩和措置 マイナス金利を賦課

さる6月5日に発表された欧州中央銀行（ECB）の追加的金融緩和措置は、市場関係者が予想していた政策金利の引き下げに止まらず、マイナス金利の賦課を含む、いわゆる非伝統的金融政策のメニューを幅広くカバーするものとなった。米連邦準備制度理事会（FRB）に比べればやや縁遠いECBの金融政策であることと、その内容がやや技術的であることから、我々にとつてはその内容を正確に把握することは必ずしも容易ではなく、そのことは、今回の措置を伝える新聞などの報道ぶりにも表れている。本稿によって、今回の措置についての一般の理解が少しでも深まれば幸いである。

## 経済的背景

雇用情勢の顕著な好転と、それを背景とする株式市場の活況が目立つ米国、黒田体制下の異次元緩和の効果が発揮されているとの印象を与えている日本に比べると、欧州経済は引き続き冴えない。2014年第1四半期の実質成長率は前期比0・2%に止まった。14年全体としての成長率は1・0%、15年には若

干の回復が見込まれるが、それでも1・7%という見通しである。5月の消費者物価前年比上昇率はプラス0・5%、14年見通しでも0・7%にとどまり、ECBが目標とする2%に遥かに及ばない。直近の失業率は、米国の6・3%、日本の3・6%に対して11・7%という高水準にある。この間、ユーロの対ドル相場は、12年央を底として上昇傾向にあり、14年6月第1週までは1円11

1・360〜1・365と、水準にあった。ユーロの高止まりは、ドイツを除くユーロ圏諸国の輸出抑制要因として強く意識されていた。

## 措置の概要

今回発表された措置の概要は既に各メディアで報道されている通りであるが、そのポイントのみを列記すれば以下の通りである。

(一) 各種金利の一斉引き下げ

衆議院調査局財務金融調査室  
湯本雅士  
ゆもとまさし 東大法卒。60年日本銀行入行、65年米ウォートンスクールMBA。日銀の各部署を経て、99年杏林大教授。13年から衆議院調査局にてスタッフの指導にあたる。主な著作に「金融政策入門」(岩波新書)、「デフレ下の金融・財政・為替政策」(岩波書店)、「日本の財政―何が問題か」(岩波書店)など。

政策金利(MRO〈main refinancing operation〉金利)を0・25%から0・15%へ  
補完貸付金利を0・75%から0・40%へ

民間銀行がECBに置く預金(預金ファシリテイ)に付される金利をゼロ%からマイナス0・1%へ(この既定は法定準備を超える超過準備部分にも適用される)

(二) 金融機関貸出支援・促進措置  
貸出を対象とした長期リファイナンス・オペレーション(TLTRO〈targeted long-term refinancing operation〉)の開始

満期 18年9月(信用供与期間約4年間)

金利 MRO金利プラス0・01%(1bp)の固定金利

対象と金額限度

差し当たり、14年4月末現在におけるユーロ圏民間向け貸出額(ただし個人住宅貸付を除く。公的機関向け貸出も除外)の7%まで。現在の同措置対象貸出残高は約4000億円。

実行時期

14年9月と12月の2回。なお、金融機関はさらに、15年3月〜16年6月の間、4半期ごとに、ネット貸出額(新規貸出額マイナス返済額)の3倍まで、あらかじめ定められたところに従って、一定期間ECBの信用供与を受けることができる。

その他

期前返済は、TLTRO利用から24カ月経過後に可能

対民間貸出促進の趣旨にそぐわない行動をとった金融機関は、16年9月に、それまでECBから受けた信用供与を返済

ECBが定めた担保に関する現行の緩和規定は、少なくとも18年9月まで有効

(3) ABS買い切りオペレーションのための準備作業に着手

ABS(資産担保証券)は対ユーロ圏民間貸出を裏付けとして組成されたものに限定(そこから派生して重層的に組成される担保証券は除外)

(4) 超金融緩和環境の維持方針確認

\*コミュニケーション戦略(フォワードガイダンス)の継続・強化。具体的な文言を例示すれば以下の通り。

“the key ECB interest rates will remain at present levels for an extended period of time in view of the current outlook for inflation”

“we will act swiftly with further monetary policy easing”

“(ECB) is unanimous in its commitment to using also unconventional instruments... should it become necessary to further address risks of too prolonged a period of low inflation”

\*MROについては、必要がある限り(少なくとも16年12月末まで)

現行の固定金利での全額応札方式を継続する旨宣言

\*固定金利・全額応札方式によるLTRO(long-term refinancing operation)(期間3カ月)を、16年12月まで継続する旨宣言

\*ECBがユーロ圏の債券を市場で買い入れる証券市場プログラム(SMP(securities market program))によって供与された流動性を不胎化するために行われている準備調節オペ(FTO(fine tuning operation))を停止

### 暫定的評価

今回の措置をめぐってECB理事会でのような議論が交わされたかは明らかでないが、ドラギ総裁の記者会見では、全員一致で採択されたことが強調された。前述のようにECBが金利の再引き下げを行うであろうとの観測は以前から行われていたが、今回の措置は、レンジの広い各種の非伝統的手段を総動員して発表したという意味で、市場に対するアナウンスメント効果を狙ったものであることは確かである。

トリシェ前総裁とは対照的に、ドラギ総裁がフォワード・ガイダンス

を重視していることはかねてから知られたところである。その好例が、

緊急時においてはユーロ圏国債の無制限買い入れをすることもやぶさかではないとの方針を示した12年9月の国債買い取り策(OMT(Outright Monetary Transactions))である。

この効果は絶大で、ユーロ危機はこれを境に沈静化に向かったと言っても過言ではない。この措置は宣言はされたが、まだ実行に移されたことはない。ECBはこれまで、FRB、イングランド銀行(BOE、英中央銀行)あるいは日銀に比べて、非伝統的金融緩和措置についてはやや腰が引けた感があったが、今回の措置でそうした印象は払拭された感がある。

個別の措置のいくつかについての留意事項を記せば以下の通りである。

(1) ECB預金へのマイナス金利賦課

預金ファシリテイのマイナス金利は一部では予想されていたが、いざ実施となるとやや意外感がないでもない。マイナスの金利は、デンマークその他に前例があるが、いずれも自国為替相場の上昇を防ぐための為替政策(外銀などが為替益を狙って

中央銀行預金の積み上げを図ることを抑制)と受け止められており、金融緩和措置の一環と受け止めるべきかどうかについては問題がないわけではない。ただ、為替高の防止、すなわち輸出振興を通じてのデフレ対策とみることはできないわけではなく、また、間接的に国債金利の低下に貢献する措置であることは事実である。この点を今少し詳説すれば、以下の通り。

a 預金ファシリテイ金利のマイナス化によって金融機関の中央銀行預金が減少することは、マネタリーベース残高の減少であり、マネタリーベースの増加ないしは残高の積み上げを通じて金融緩和を促進するというマネタリスト的(非伝統的)アプローチとは矛盾する。

b そのことはさておき、そもそも、「預金ファシリテイの金利をマイナス化すれば、金融機関は中央銀行預金を取り崩して、他の運用手段、例えば民間貸出に向けるはずであり、それはさらなる金融緩和に資する」という理解が正しいかどうかについては、改めて吟味して見る必要がある。

金融機関が民間貸出を行った場合、

それと同時に同額の預金ができる(信用創造)が、その限りにおいては、中央銀行預金(準備)には変化がない(増加した預金に応じて若干の法定準備の積み増しが必要になるが、余剰準備があればそこからの振り替えて済む)。そのことは、借入人が、借入によって得た預金を他の資産(実物、あるいは証券等の金融資産)の購入にあてた場合でも同様である(その資産を売却した側の預金に振り替わるだけで、全体の量は変わらない)。

中央銀行預金が減少する場合は、借入人が銀行預金を引き出して銀行券に替える場合であるが、そうしたことが大規模に生ずるといふ事態は考え難い。また、そのことは金融緩和の一段促進というわけではない。つまり、「預金ファシリテイのマイナス化によって中央銀行預金を追い出せば、貸出など他の運用に回らざるだ」という発想法には問題がある。

c 預金ファシリテイのマイナス化によって中央銀行預金残高が減るケースとして考えられるのは、これまで為替益狙いで滞留していた外銀の預金が出ていく(他国通貨への転換)場合、あるいは、中央銀行に預

金を置いていた金融機関が、それを新発国債の購入に充てた場合である。後者の場合、中央銀行預金の名義は金融機関から政府に移り、政府がそれを支出することによって、中央銀行預金は減少する。ただし、政府から支払いを受けた民間個人・企業がその資金(銀行預金)をどうするかはまた別の問題である。

d このように見てくると、預金ファシリテイ金利のマイナス化の効用は、もっぱら為替高の防止と新発国債の購入促進であるように見受けられ、それ自体を金融緩和措置の一環としていいかどうかについては若干の問題がある。ただ、前述のように、ユーロ高抑止が輸出振興、従って成長に寄与する要因であること、また、新発国債への需要増大が長期金利一般の低下を誘うというチャネルは考えられないではなく(ポルトフォリオ・リバランシング効果)、事実、この措置が発表された後に、ドイツなど一部の国の国債利回りは顕著に低下した。為替相場については、今回措置の発表直後一時1<sup>円</sup>11<sup>銭</sup>は、今回措置の発表直後一時1<sup>円</sup>11<sup>銭</sup>1<sup>リットル</sup>350<sup>リットル</sup>近辺まで下落したが、その後再び1<sup>円</sup>365<sup>リットル</sup>を超えて上昇しており、少なくとも短期的には、

ユーロ高抑止の効果があつたとは言いい切れない。

## (2) TLTROの開始

低利長期の中央銀行信用を供与し、それによって銀行貸出の後押しをするTLTROは、日銀、BOEの前列に做つたところである(FRBは採用していない)。すでに金利が著しく低水準にある状況で、中央銀行による低利長期のリファイナンスによってどれだけ銀行貸出の背中を押すことができるかという疑問がないではないが、金融機関にとっては、長期確実な資金源が確保できるといふ意味で、それなりに効用があるともみることができよう。

実際に実行されるのは秋口から年末にかけてであるにもかかわらず、これを現時点で発表するというところに、ECBのフォワード・ガイダンス重視の姿勢が窺われる。ただ、この措置は、銀行貸出の質よりは量にのみ重点が置かれており、長期的には銀行資産内容の悪化、ひいては金融システムの不安定化につながるのではないかという問題があることに留意すべきである。ECBはユーロ圏の統一的銀行監督権限の一部を賦与されることになっており、それとの整

合性が問題となる。

(3) ABSの買い入れ

ABSの購入も、日銀あるいはFRBなど他中央銀行の先例があり、真新しいものではない。前記TLTRO同様、まだ準備が十分に整っていないにもかかわらず、あらかじめその実施を発表するというところにも、ECBのフォワード・ガイダンス重視の姿勢をみることができきる。

(4) SMPによる流動性供給の不胎化

SMPによって散布された流動性を吸収して短期金融市場金利の平準化を図るといふ操作は、金利がほとんどゼロとなっている現在、それほど意味があるとは思われず、不胎化の停止はある意味では当然といえる。むしろ、それによっていわゆる量的緩和効果が期待できるのであれば、それはむしろ好ましいといふべきであらう。ただ、これまで述べた通り、そのことは、量的緩和（中銀預金積み増し）と矛盾するかのような、預金ファシリテイへのマイナス金利付与との政策的整合性という点で問題なしとはしない。