

# ECBの政策対応余地を考える



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

## 1. ユーロ圏の景気は警戒水域に

欧州債務危機の克服後に順調な回復軌道を辿ってきたユーロ圏景気に変調の兆しが広がっている。2017年に前期比年率+2%台後半で推移した実質国内総生産（GDP）成長率は、昨年7-9月期に同+0.6%、10-12月期に同+0.9%と1%未満に急ブレーキが掛かっている。国別には、イタリアで新政権の財政

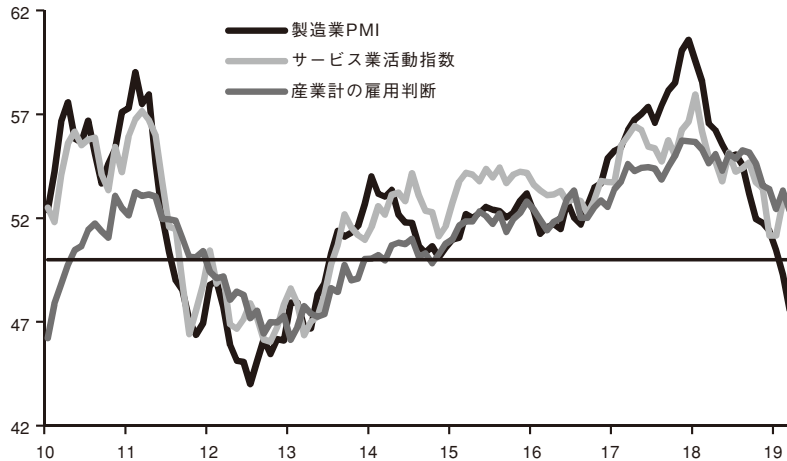
運営を巡る不透明感が金融環境の悪化につながっており、2四半期連続のマイナス成長とテクニカル・リセッション入りが確認された。牽引役のドイツでも主要輸出先である中国景気減速の余波や幾つかの特殊要因が重なったこともあり、景気に急ブレーキが掛かっている。7-9月期にマイナス成長に転落した後、10-12月期もゼロ成長にとどまった。

年明け以降も、ユーロ圏の製造業購買担当者指数（PMI）が約6年振りに好不況の分岐点である50を割り込むなど、米中貿易戦争の行方や海外景気の先行き不透明感が一段の業況悪化につながっている（図表1）。失業率の低下や賃金上昇率の加速など、雇用・所得環境の改善が続いており、個人消費の拡大が景気を下支えしている。緊縮一辺倒と見られがちな財政政策も、今年はユーロ圏全体でみて僅かに拡張的な予算となっている。過去数四半期の景気の落ち込みは、新たな排ガス試験対応の遅れで自動車生産に急ブレーキが掛

### 目次

1. ユーロ圏の景気は警戒水域に
2. ドラギ総裁の最後のプレゼント
3. ECBの工具箱の中身
4. ECB版のQE 2
5. そろそろ副作用も気になるマイナス金利
6. 日本化回避に向けて

(図表1) ユーロ圏の企業景況感指数



(出所) IHS Markit資料より第一生命経済研究所が作成

かったことや、干ばつによるドイツのライン川の水位低下で化学関連の物流がストップしたことなど、一時的な下押し要因が働いた面もある。海外要因による不透明感が払拭され、一時的な要因が剥落すれば、景気は巡航速度に復帰していくとの見方が支配的だ。

ただ、米中貿易戦争は一時停戦下にあるものの、緊張が継続している。来年の米大統領選挙を睨んで、トランプ大統領が巨額の対欧自動車赤字を新たな貿易戦争の標的とする可能性もある。中国の景気対策が海外需要の下支え役として期待される半面、減税効果が一巡する米国では大統領と議会の対立で追加の財政出動は困難な状況にある。雇用・所得環境の改善がユーロ圏の景気拡大を後押しするとみられるが、これらは一般に景気の遅行指標として知られる。サービス業の景況感や企

業の雇用判断にかつての勢いはなく、追加的な景気浮揚効果は期待できない。当面の景気は緩慢な推移にとどまろう。

## ■ 2. ドラギ総裁の最後のプレゼント

こうしたなか、ユーロ圏の金融政策を担う欧州中央銀行（ECB）も、政策正常化の軌道修正を余儀なくされつつある。デフレ転落の脅威に直面し、ECBは主要政策金利をゼロ%に、下限の政策金利（預金ファシリティ金利）をマイナス圏に引き下げ、国債や社債を対象とする本格的な資産買い入れ策に踏み切った。その後、景気・物価の下振れリスクが後退したことを受け、昨年12月末に新規の資産買い入れを終了し、今年の秋以降に利上

(図表 2) ECBによる長期流動性供給オペの概要

|         | 開始日<br>(年/月/日) | 償還日<br>(年/月/日) | 供給日数<br>(日) | 適用金利<br>(%) | 供給額<br>(億ユーロ) | 利用行数<br>(行) |
|---------|----------------|----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
| 3年物LTRO | —              | —              | —           | 0.50        | 10,187        | —           |
| 初回      | 2011/12/22     | 2015/1/29      | 1,134       | 0.53        | 4,892         | 523         |
| 2回目     | 2012/3/1       | 2015/2/26      | 1,092       | 0.48        | 5,295         | 800         |
| TLTRO 1 | —              | —              | —           | 0.10        | 4,321         | —           |
| 初回      | 2014/9/24      | 2018/9/26      | 1,463       | 0.15        | 826           | 255         |
| 2回目     | 2014/12/17     | 2018/9/26      | 1,379       | 0.15        | 1,298         | 306         |
| 3回目     | 2015/3/25      | 2018/9/26      | 1,281       | 0.05        | 979           | 143         |
| 4回目     | 2015/6/24      | 2018/9/26      | 1,190       | 0.05        | 738           | 128         |
| 5回目     | 2015/9/30      | 2018/9/26      | 1,092       | 0.05        | 156           | 88          |
| 6回目     | 2015/12/16     | 2018/9/26      | 1,015       | 0.05        | 183           | 55          |
| 7回目     | 2016/3/30      | 2018/9/26      | 910         | 0.00        | 73            | 19          |
| 8回目     | 2016/6/29      | 2018/9/26      | 819         | 0.00        | 67            | 25          |
| TLTRO 2 | —              | —              | —           | —           | 7,402         | —           |
| 初回      | 2016/6/29      | 2020/6/24      | 1,456       | ▲0.4～0.0    | 3,993         | 514         |
| 2回目     | 2016/9/28      | 2020/9/30      | 1,463       | ▲0.4～0.0    | 453           | 249         |
| 3回目     | 2016/12/21     | 2020/12/16     | 1,456       | ▲0.4～0.0    | 622           | 200         |
| 4回目     | 2017/3/29      | 2021/3/24      | 1,456       | ▲0.4～0.0    | 2,335         | 474         |

(注) 3年物LTROの適用金利は借り入れ期間中の主要政策金利の加重平均、表中は満期保有時。

TLTRO 1 の適用金利は 2 回目までが主要政策金利 + 10bps、3 回目以降は主要政策金利。

TLTRO 2 の適用金利は主要政策金利、貸出増加行は最大で預金ファシリティ金利まで引き下げ。

(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

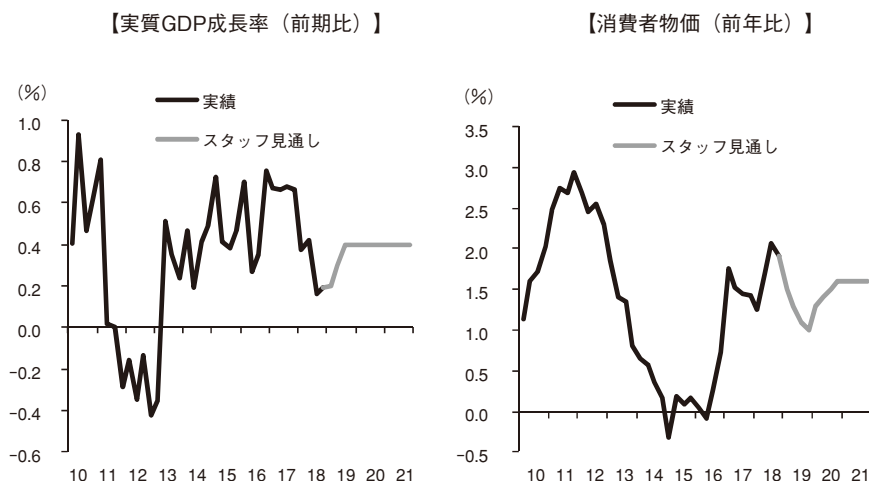
げの開始を視野に入れていた。だが、このところの景気・物価指標の下振れを受け、1月の理事会では景気のリスク判断を「中立」から「下振れ方向」に修正した。さらに3月の理事会では、銀行への長期資金供給オペ(TLTRO)の追加実施を決定したほか、政策金利に関するフォワード・ガイダンスを見直し、年内の利上げ開始を断念した。

債務危機時の2011-12年に計2回実施された3年物長期資金供給オペ(LTRO)が銀行による国債購入に充てられた反省から、TLTROは貸出増加を条件とする制度設計の工夫を施した。貸出増加額をオペの利用額と

連動する方式で2014-16年に計8回(TLTRO 1)、さらに貸出増加行に優遇金利を適用する方式で2016-2017年に計4回、実施されてきた(図表2)。TLTRO 3の制度設計の詳細は今後明らかにされるが、2019年9月から2021年3月までの計7回、満期2年のオペが追加実施される。

TLTROはバーゼル規制の安定調達比率(NSFR)を計算する際に長期資金への算入が認められており、その組み入れ比率は残存期間が1年超で100%、6ヶ月以上1年未満で50%、6ヶ月未満でゼロ%となる。TLTRO 2の初回利用分の満期が2020年6月

(図表3) ECBスタッフによるユーロ圏の経済・物価見通し



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

24日のため、規制要件を満たさなくなる銀行は割高な市場調達で長期資金を確保する必要が出てくる。なかでも、貸出基準の厳格化が目立つイタリアの銀行が、TLTROへの依存度が高い。こうした規制上の要請もあり、6月までにTLTROの追加実施が決定されるとの見方が有力視されていた。

景気・物価の下振れを受け、ECBは「少なくとも夏の間は政策金利を現状水準に維持する」としていたフォワード・ガイダンスを、「少なくとも2019年末までは政策金利を現状水準に維持する」に変更し、年内の利上げ開始を断念した。これは「利上げ開始から相当な期間が経過するまでは、資産買い入れプログラムで購入した証券の満期償還分と同額の再投資を継続する」との再投資のガイダンスと連動しており、再投資長期化による緩和効

果も期待できる。

何れの政策も向こう数ヶ月以内の決定が予想されていたものだが、このタイミングで同時に発表する辺りは、ドラギ総裁らしいサプライズ演出だった。緩和長期化を意識して進んだユーロ安と金利低下が景気の押し上げに働くことに期待したい。ただ、前回よりも利用条件が厳しくなるTLTRO 3はTLTRO 2からの借り換え需要が中心で、追加的な緩和効果につながるかは不透明だ。ガイダンスの修正以前から、年内の利上げ観測は皆無だったため、金利ガイダンスの見直しも現状追認型の決定に過ぎない。

ECBは追加の政策決定後も、海外発の不透明要因が根強いことを理由に、景気のリスク判断を下振れ方向に維持している。同時に発表されたECBスタッフの経済見通しでは、

年後半の景気が前期比年率1%台半ばの巡航速度に復帰する姿が描かれている（図表3）。物価の動きも鈍く、予測最終年である2021年の消費者物価見通しは1.6%に下方修正された。ECBの中期的な物価安定の定義が「2%を下回るがそれに近い水準」であることを考えると、ここから景気や物価に一段の下押し圧力が加わる場合、ECBは追加対応を督促されることになりそうだ。

### ■ 3. ECBの道具箱の中身

では、ECBには現時点でどのような政策対応余地が残っているのだろうか。9回の利上げとバランスシートの縮小に着手し、政策正常化で先行する米連邦準備理事会（FRB）とは異なり、ECBは昨年末に新規の資産買い入れを終了し、次は利上げ開始を視野に入っていた段階だ。近い将来に政策金利やバランスシートの正常化は見通せない。ECBは必要があれば、追加緩和を実行する準備があることを度々強調しているが、考えられる政策メニューは何れも導入へのハードルが高いものばかりだ。

無論、大規模な外的ショックが生じれば、ECBは過去にもそうであったように、大胆な緩和策に着手するだろう。だが、今後もズルズルと景気や物価の回復時期が遅れるスローモーション型の危機に対しては、残り少ない手札をどう出すか、政策の効果と副作用、技術的な困難さ、法的な限界、モラル・ハザ

ードなどを天秤にかけることで、後手に回る恐れがある。特に向こう半年余りは、10月末のドラギ総裁の任期満了を控え、後継総裁の政策手段を縛らないようにとの配慮が働き、初動が遅れる不安がある。

一段の景気下振れ時の追加の政策メニューとしては、①TLTRO 3の利用条件緩和、②フォワード・ガイダンスの強化、③再投資時の買い入れ構成見直し、④資産買い入れの再開、⑤追加利下げなどが考えられよう。以下、それぞれについて検討する。

#### 【TLTRO 3の利用条件緩和】

9月から開始するTLTRO 3の制度設計の詳細は今後発表される。各行は2019年2月末時点の対象貸出残高の30%を限度に新たなオペを利用可能。TLTRO 2の満期4年に対して、TLTRO 3は満期2年。貸出条件を満たした銀行に適用される金利は、TLTRO 2がオペ実施時の預金ファシリティ金利（現在▲0.40%）だったのに対し、TLTRO 3はオペ期間中の主要政策金利（現在ゼロ%）の加重平均値と前回に比べて条件は厳しめだ。市場の想定以上に利用条件が緩く、オペ利用額の拡大が予想される場合には、貸出活性化への期待と相俟って、TLTRO 2からの借り換え需要で想定される以上の効果が期待できよう。ただ、ECB関係者を情報源とする複数の記事の内容からは、むしろ厳しめの利用条件が課される可能性が示唆される。

## 【フォワード・ガイダンスの強化】

修正後のガイダンスは、「少なくとも2019年末までは、その後もインフレ率が中期的に2%を下回るがそれに近い水準に持続的に収斂するのに必要な限り、政策金利を現状水準に維持する」とし、時間条件と状態条件を組み合わせた内容となっている。今回のように、数ヶ月や半年毎に現状追認型の時間条件の変更を繰り返しても、追加的な緩和効果はほとんど得られない。市場の期待を上回る長期間の政策金利据え置きに踏み切ったり、時間条件を削除したうえで緩和長期化を強くコミットすれば、追加的な緩和効果が期待できる。ただ、緩和長期化を約束することが、ECBの景気認識が予想以上に悪化していると受け止められ、金融市場の動揺が緩和効果を打ち消してしまう恐れがある。

## 【再投資時の買い入れ構成見直し】

昨年末に新規の資産買い入れを終了したばかりのECBが、新たな資産買い入れを開始するハードルは高い。そこで、満期を迎えた保有資産の再投資時に買い入れ構成を見直すことで、緩和効果を強化する方法が考えられる。単月で同じ資産構成を維持することが困難な場合を除いて、ECBは今のところ、再投資時も従来の買い入れ構成を維持する方針を表明している。

類似の政策効果を狙ったものとして、米FRBが2011-12年に実施したツイストオペがある。これは、長期国債の買いオペと短期

国債の売りオペを同時に行うことで、資金供給量を一定に保ったまま、長短金利のイールドカーブをフラットニングさせる効果があった。

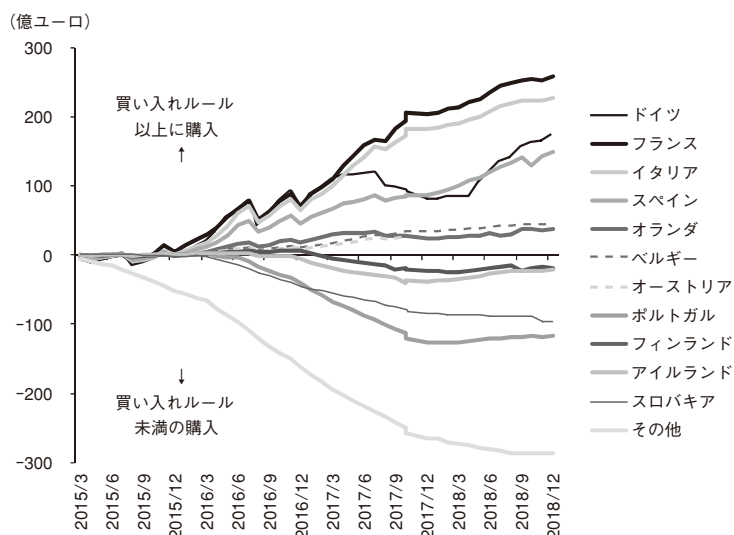
ECBは資産購入プログラムを通じて、ユーロ圏の国債、欧州連合（EU）の機関債、社債、カバード債、資産担保証券（ABS）など、様々な資産を買い入れ対象としてきた。そこで、単に長期国債の買い入れを強化するだけでなく、イタリア経済の活性化を目指してイタリア国債を買い入れたり、クレジット市場の緊張緩和を目指して社債の買い入れを強化するなど、政策意図に応じた様々な構成見直しのバリエーションが考えられる。ただ、金利水準の高い長期国債の買い入れを重点的に強化すれば、財政ファイナンスと受け止められる恐れがある。また、一部のユーロ圏の国債は、十分な買い入れに必要な残高が不足しているものや、買い入れ強化時にECBの買い入れルール（後述）に抵触するものもある。この点は、資産買い入れ再開時と同様に、政策導入に際してのハードルとなる。

## ■ 4. ECB版のQE 2

社債、カバード債、ABSの買い入れ再開のハードルはそれほど高くない。ただ、格付け要件などを大幅に緩和しない限り、十分な買い入れ規模を確保するのは難しい。やはり相応の規模の買い入れ額を確保するためには、国債の買い入れ再開が必要となろう。



(図表 4) ECBの資産買い入れの資本金構成比からの累積乖離額



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

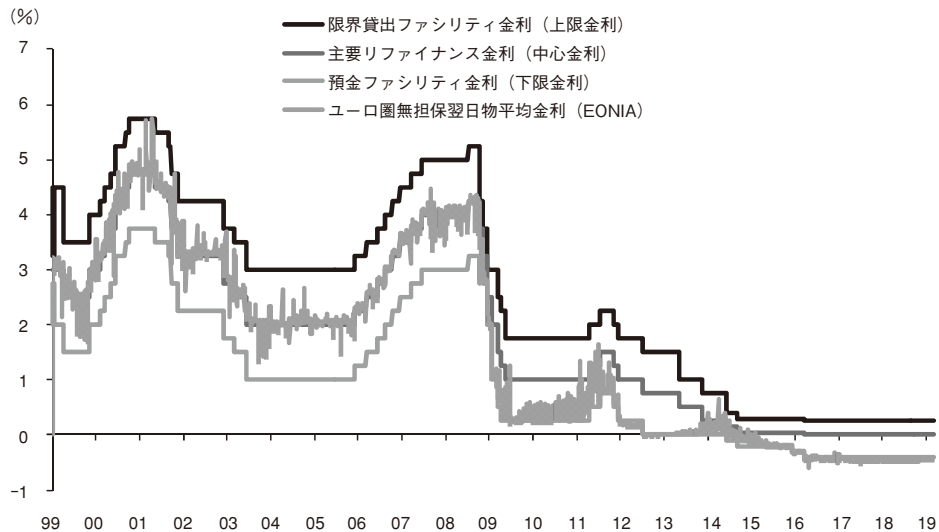
ECBの資産購入プログラムは、ユーロ圏各国の国債をECBの資本金構成比（概ね経済規模）に応じて購入していた。だが、実際には十分な発行額がなかったり、資産購入プログラム以外でのECBによる国債保有割合が大きく（債務危機時の市場の緊張緩和を目的とした証券市場プログラムを通じた国債購入）、予定通りに国債を購入できないケースも珍しくない（図表4）。ECBはこれを買入れルールからの一時的な乖離と説明していたが、プログラムの終盤には乖離が常態化し、説明に苦慮していた感も否めない。

今後、国債購入を再開するにあたっては、買入れルールを見直す必要があるようだ。例えば、資本金構成比ではなく、債務残高に応じた購入割合に変更すれば、経済規模対比

で債務水準が低いドイツ国債を手厚く買う必要がなくなり、逆に債務水準が高いイタリア国債を手厚く購入することが可能となる。この場合、財政ファイナンスとの境界線が曖昧となり、訴訟を提起されるリスクが高まることや、高債務国の財政再建に対するインセンティブを阻害し、モラル・ハザードを引き起こす恐れがある。

国債購入再開時のより大きな制約条件となるのが、1発行体当たりのECBの保有国債の上限を33%とするルールだ。2013年以降にユーロ圏内で発行された国債には、債権者の多数決で債務再編を可能にする集団行動条項（CAC）が付帯されている。ECBが一定以上の国債を保有すると、CAC発動をECBが阻止することが可能となる。市場の価格形成を

(図表 5) ECBの政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

歪めないため、ECBは33%以上の国債保有に自主的な制限を設けている。

ECBはEU機関債については保有割合の上限を50%に引き上げている。集団行動条項のない国債の保有上限を50%に引き上げることはそれほど難しくないだろう。他方、集団行動条項が付帯する国債の保有上限引き上げは、一般の投資家と同等の弁済順位（パリパス）を確保する観点からハードルが高そうだ。

買い入れ対象の拡大も資産買い入れ再開時の検討対象となろう。ドラギ総裁は過去に「金以外のあらゆる資産を買い入れ対象として検討した」と発言したこともあり（2014年12月4日の理事会後の記者会見）、銀行債、上場投資信託（ETF）、株式なども新たな買い入れ候補となろう。ただ、ECBによる銀行債

の購入は、銀行監督上の立場から利益相反を招く恐れがある。ETF購入は日本銀行の前例があるが、買い入れ規模は限定されよう。株式購入時には投票権行使の是非やリスク管理のあり方などが問題となる。

## 5. そろそろ副作用も気になるマイナス金利

ECBの金利政策は、1週間物オペの適用金利である主要政策金利を中心に、限界貸出ファシリティ金利を上限に、預金ファシリティ金利を下限に、その間に無担保翌日物平均金利（EONIA）を誘導する形で行われる（図表5）。デフレリスクに対処する過程で利下げを繰り返した結果、2012年7月には下限の



預金ファシリティ金利がゼロ%に達し、2014年6月にマイナス金利を開始、2016年3月には現在の▲0.4%に引き下げた。その結果、市中銀行は余剰資金をECBに預け入れる際に、利息を受け取るのではなく、利息を取られる。だが、市中銀行が預金者にマイナス金利を課すことは難しく、銀行収益の圧迫要因となる。

ECBは従来、マイナス金利による銀行収益圧迫の副作用の存在を認めつつも、利下げによるメリットがデメリットを上回ると説明してきた。欧州では銀行が口座管理手数料などの形でマイナス金利の影響を軽減でき、日本に比べるとマイナス金利の副作用は小さいと言われてきた。だが、マイナス金利が長期化するなか、ECB高官の間からも、副作用を警戒する声が聞かれ始めている。例えば、次期ECB総裁候補として名前の挙がるフランス中銀のビレロワドガロ総裁は2月27日、「当初の想定以上に長期間、マイナス金利を継続する必要がある場合、銀行を通じた政策波及経路への副作用をどのように軽減するのかを精査する必要がある」と発言した。

マイナス金利の緩和効果を巡っては、幾つかの実証研究が発表されている。ユーロ圏が対象ではないが、Eggerstsson et al. (2019) は、スウェーデンのリクスバンク（中銀）がマイナス金利政策を採用した際、開始当初の2回の利下げが住宅ローン金利の低下につながった一方、追加利下げ時には銀行を通じた政策波及効果が薄れ、逆に僅かながらも住宅

ローン金利が上昇した点を指摘している。また、Ampudia & Van den Heuvel (2018) は、ECBの政策金利とユーロ圏の銀行株の関係を分析し、政策金利がプラス圏にある間は、利下げ発表時に銀行株が上昇したのに対し、政策金利がマイナス圏に入ってから、利下げ発表時に銀行株が下落したことを明かしている。収益圧迫が資本コストの上昇という形で確認できる。

銀行収益への副作用を考えると、マイナス金利の深掘りは困難とみられる。むしろ、マイナス金利の長期化に伴い、今後、銀行への副作用をどのように軽減するかが重要な検討課題となろう。日本銀行やスイス国立銀行（中銀）が導入しているマイナス金利の適用範囲を限定する階層制度（ティアリング）が参考となりそうだ。ティアリングの採用で、EONIAにやや上昇圧力が及ぶ可能性があるが、金利上昇による景気引き締め効果と銀行収益圧迫の軽減効果を吟味し、慎重な制度設計を行う必要がある。

## ■ 6. 日本化回避に向けて

2015-16年にデフレ転落の危機に見舞われたECBは、デフレの罠に陥った日本を反面教師に、積極果敢な政策対応でこれを乗り切った。だが、政策金利をマイナス圏にまで引き下げ、対象資産が枯渇する寸前まで資産買い入れを続けてきた超金融緩和からの脱却には時間が掛かる。政策正常化が十分に進んで

---

いない段階で、新たな政策対応を迫られつつある。

イングランド銀行（英中銀）のエコノミストであるレイチェル氏と「長期停滞論（Secular Stagnation）」の提唱者であるサマーズ元米財務長官は最近の共著論文で、財政政策による下支えがなかりせば、先進国の実質均衡金利がマイナス圏に低下していた可能性があると分析し、財政赤字の許容度拡大、非伝統的な金融政策、構造改革などマクロ安定化策の組み合わせで、これに対処する必要があると主張する。債務危機の克服時に様々な制度設計の見直しに着手したとは言え、今もユーロ圏では財政規律が柔軟性を欠き、構造改革への取り組みも基本的には各国任せだ。マクロ安定化対応でのECBの役割は自ずと大きくなる。その陣頭指揮を執るのは、恐らくドラギ総裁の後継総裁となろう。ユーロ圏が「日本化（Japanification）」を回避できるか、ここからのECBの政策手腕に注目が集まる。

- ・Lukasz Rachel, and Lawrence H. Summers (2019). "On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation". Brookings Papers on Economic Activity. Brookings Institution



#### 〔参考文献〕

- ・Gauti B. Eggertsson, Ragnar E. Juelsrud, Lawrence H. Summers, and Ella Getz Wold (2019). "Negative Nominal Interest Rates and the Bank Lending Channel". NBER Working Papers 25416. National Bureau of Economic Research Inc.
- ・Miguel Ampudia, and Skander Van den Heuvel (2018). "Monetary Policy and Bank Equity Values in a Time of Low Interest Rates". ECB Working Paper Series 2199. European Central Bank