

情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏における金融政策の限界

～軽視できない追加策に伴う負の影響～

山口 勝義

要旨

ECB には利下げ効果浸透のために国債利回り高止まりや銀行の資金調達難への対策が求められており、財政危機対策の観点からもこれらへの期待感は強い。しかし、より踏み込んだ政策に伴う負の影響は軽視できず、その対応策には限界があるものと考えられる。

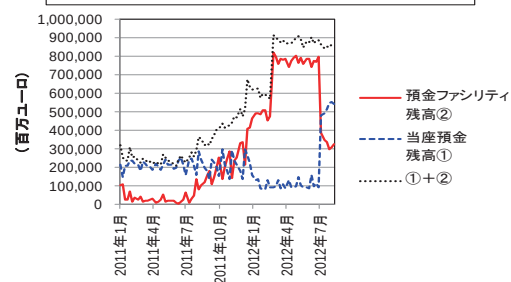
はじめに

欧州中央銀行（ECB）は、7月5日の理事会で、政策金利を 25bp 引き下げ過去最低の 0.75% とするとともに、民間銀行が中央銀行に資金を預け入れる際の預金ファシリティ金利も同幅引き下げてゼロ%とした。これにより、これまで大量に中央銀行内に滞留していた銀行の資金が与信に振り向けられ、企業や家計、または銀行に対する貸出等に向かうかどうか注目された。

これまで 2 回の長期リファイナンスオペ（LTRO）を経て約 8,000 億ユーロにまで積み上がっていた預金ファシリティの残高は、上記の政策対応後、確かに約 5,000 億ユーロの大幅な減少となったが、同時に、もともと付利は行われない当座預金残高がほぼこれに見合う額増加した（図表 1）。このように、両者の合計残高は今のところ微減に止まっており、資金が中央銀行の中で滞留している姿に大きな変化は生じてはいない。

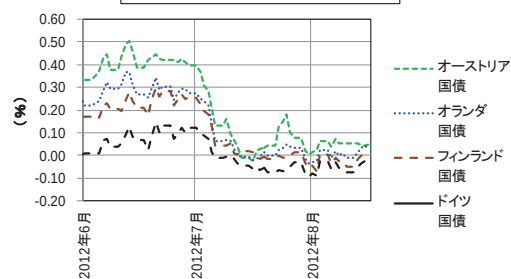
一方、市場では、ドイツのほか、フィンランド、オランダ、オーストリア等の概ね 2 年以内の国債利回りがマイナスにまで低下するなど、高格付国の国債に資金が流入しつつある気配が現れている（図表 2）。また他方では、これまでの短

図表 1 中央銀行に対する民間銀行の預金残高推移



（資料）ECB が週次で公表する欧州の中央銀行（ユーロシステム）のバランスシートから農中総研作成。

図表 2 国債利回り推移(2年ゾーン)



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

期金融市場の金利低下をひとつの背景に、米国の MMF 等を通じたユーロ圏への資金流入が細り（注 1）、レポ取引も縮小し（注 2）、銀行の資金調達機会が減少しつつある動きも指摘されている。

市場では更なる ECB の利下げ観測も出ているが、上記のとおり様々な派生的な影響も現れつつあるほか、利下げ効果の浸透を期待しづらい環境も生じている。こうしたなか、今後の ECB による政策対応の可能性をどのように考えればよいのだろうか。

低調な銀行貸出とその原因

ECBの政策対応の可能性を考えるため、まず銀行貸出の現状について確認する。

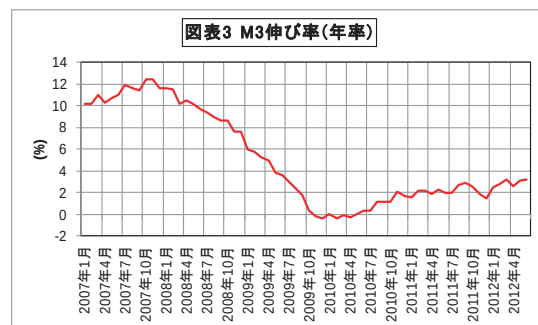
ユーロ圏では、マネーサプライ（M3）の伸びは緩やかなものにとどまっているが（図表3）、銀行貸出残高についても、その伸び率は対企業、対家計とも低水準であり、足元では年間でほぼゼロ%まで低下している（図表4）。

低調な銀行貸出の原因としては、長期化する債務危機に伴う将来を取り巻く不透明感の高まりがあり、これによる企業や家計の投資や消費の抑制が考えられる。また、これらの経済主体のバランスシート調整が継続していることも、低調な貸出のひとつの理由とみられる。

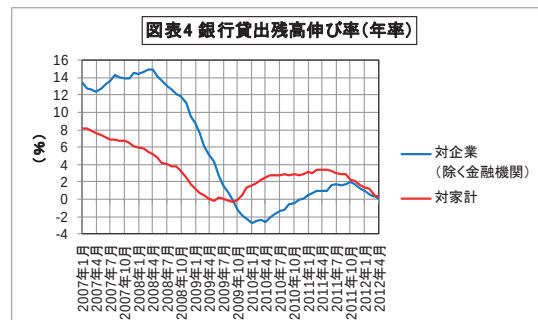
こうした状況は、ECBが定期的に取りまとめる銀行貸出に関する調査における資金需要（需資）動向に現れている。これによれば、特に2011年半ば以降、銀行に対する企業や家計による需資の減少傾向が明確になっている（図表5）。

また別の理由として、ECBによる政策金利引下げが、銀行の貸出金利の低下に必ずしも結びついていない実態を上げることができる。財政悪化国においては、上昇した国債の利回り水準が影響する中長期貸出ばかりか、短期貸出についても金利水準が低下しにくい傾向が顕著に現れている（図表6）。その主要な要因としては、これらの国々の銀行の調達コストの高止まりが考えられる。

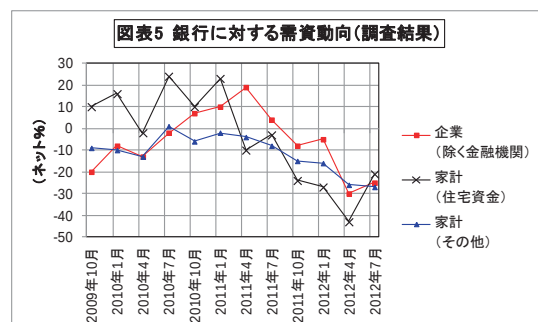
このように、現状では単なるECBによる政策金利の引下げのみでは景気刺激効果を十分確保することは困難になっており、それ以前にこうした障害に対する対策を講じることの重要性が高まっている。



（資料）ECBのデータから農中総研作成。

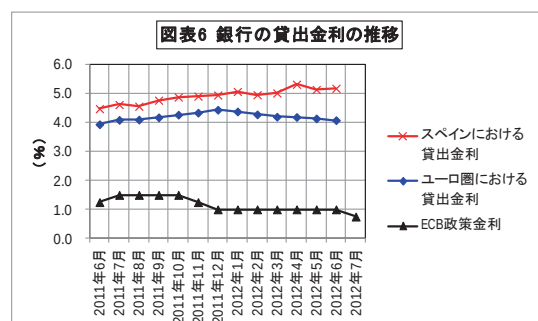


（資料）ECBのデータから農中総研作成。



（資料）ECBの“Bank Lending Survey”のデータから農中総研作成。

（注）直前の3ヶ月間において需資が増加したと回答した銀行の割合から、同減少したと回答した銀行の割合を差し引いたもの。



（資料）ECBおよびスペイン銀行（中央銀行）のデータから農中総研作成。

（注）貸出金利は、対企業（金融機関を除く）、1年以内、100万ユーロ以内、新規貸出の金利。

継続する銀行の資金調達難

財政悪化国では銀行の資金調達難が継続しており、これが調達コストの高止まりに結び付いている。

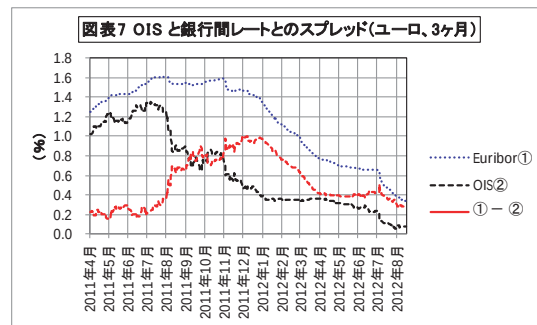
銀行間の貸渋りの程度を示す、OIS と銀行間レート (Euribor) とのスプレッド (注3)は低下しており、これからはユーロ圏全体としてユーロの資金繰りに支障が生じている気配は見受けられない(図表7)。

一方、ECB が公表するバランスシートによれば、米ドル供給オペ残高は2012年5月以降底打ち傾向にある(図表8)。ユーロ圏の銀行は、昨秋来の金融危機の高まり等の過程で外貨建て資産の整理を行ってきたが、こうしたなかでのECBによる米ドル供給オペ残高の漸増は、根強い外貨ファンディングの困難性を示唆しているものと考えられる。

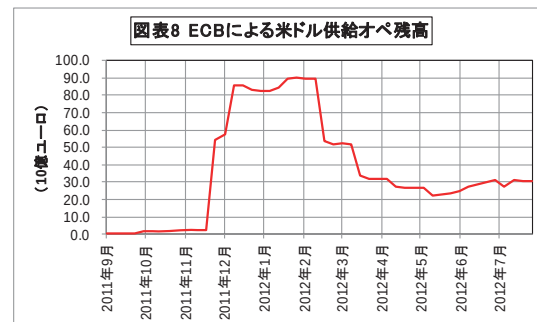
また同様に中央銀行による「その他のユーロ建て対銀行与信」残高も、2012年4月以降増加している。この科目には、通常の条件で資金供与を受けられない銀行に対する各国中銀によるいわゆる緊急流動性支援策に基づく与信が含まれており、ここにも一部の銀行の資金繰り困難化の兆候が窺われる。

こうした状況は、個別の財政悪化国のデータに端的に反映している。例えば、スペインの銀行については中央銀行からの借入残高が足元で急速に増加しており、民間銀行間等での資金調達が困難となっている実態が明確になっている(図表9)。

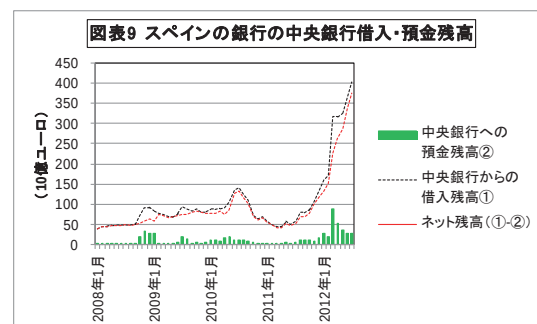
ドラギ ECB 総裁は、8月2日の理事会後の記者会見で、ユーロ圏では短期金融市場の分断化が進んでおり、これが現在のECBの最大の懸念点であるとした。同総裁はこの場で、短期金融市場で2011年半ばには約60%を占めていた国境をまた



(資料)Bloomberg のデータから農中総研作成。



(資料)ECB のデータから農中総研作成。



(資料)スペイン銀行(中央銀行)のデータから農中総研作成。

ぐ取引の割合が2012年2月にはこれまでで最低の40%を割る水準にまで低下している事実や、一部の国における中央銀行への資金繰り依存の高まりを指摘し、ECBがこれらを改善すべき最重要課題として認識していることを示した。

以上のとおり、政策金利引下げの効果を確保する前提として、主として①財政悪化国の国債利回りの高止まりに対する対策とともに、②銀行の資金調達難を緩和する対策がECBに求められている。また、財政危機対策の観点からも、これらの対策への期待感強い。

ECB の追加策に伴う負の影響

しかし、ECB によるこれらのための対策は様々な負の影響を伴うこととなる。

7月26日、ドラギ ECB 総裁は、講演で、国債利回りの高止まりが金融政策の効果浸透の妨げとなっている限りそれへの対処は ECB の責務の範囲内にあるとし、必要ないかなる措置をも取る用意があると発言した。さらに、8月2日の記者会見では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）が国債買入れを開始することを条件に、ECB も短期ゾーンに焦点を当てた国債買入れを検討するとした。

しかしながら、ECB が抱えるクレジットリスクの増大や中央銀行が国家財政に資金供給を行う政策運営（マネタリー・ファイナンス）、またモラルハザード等に対する懸念や批判は強く、現実には ECB が十分に効果的な買入れを継続することは困難ではないかと考えられる。

一方、銀行の資金繰り支援の観点からは、場合によっては期間をより長期化した第3回目の LTRO の実施が考えられる。

しかしながら、過去の LTRO では、むしろ、銀行と国家のリスクテークの一体化、政策からの出口のリスク、インフレの可能性等を含め、その負の側面が指摘されてきた。冒頭で見たとおり、だぶつく余剰資金が市場の歪みを生む原因にもなりかねず、ユーロ圏の銀行全体を対象とするこうした政策の妥当性は低下しているものとみられる。

このほか、担保条件の緩和や、銀行の貸出資産や無担保銀行社債等への買取り範囲の拡大等の可能性もあるが、増加するリスクを考慮すれば、ECB が政策効果を十分確保できる踏み込んだ対策を取ることは困難が伴うものと考えられる。

おわりに

7月5日の ECB の政策対応に呼応し、日銀も12日の金融政策決定会合で当座預金の超過準備に対する0.1%の付利金利を引き下げるのではないかと観測が浮上した。しかし、白川総裁は、短期金融市場の金利がゼロに近づいた場合、市場の流動性が著しく低下し、資金調達の安心感を損なう恐れがあると、効果と副作用の双方を勘案したうえで付利金利の引下げは考えていないとした。

一方、ユーロ圏では、先に述べたように、既に米 MMF やレポ取引等の縮小による銀行の資金調達機会の減少も指摘されている。ECB に対しては、ユーロ圏全体を対象とした一律的な政策対応ではなく、むしろ国債利回りの高止まりや銀行の資金調達難への対策などで個別国に向けた対応が一層強く求められているが、これらへの対応力の限界ばかりではなく、このように ECB による追加利下げの余地自体も限られてきている可能性がある。

市場では ECB の追加策に対する期待感が強いが、より踏み込んだ政策に伴う負の影響は軽視できず、現実にはその対応策には限界があるのではないだろうか。

（2012年8月23日現在）

（注1）例えば、Fitch Ratings が、以下のレポートで、大手の米 MMF はユーロ圏へのエクスポージャーを2012年6月末時点で5月末対比33%減少させたと分析している。

“U.S. Money Fund Exposure and European Banks: Eurozone Hits Fresh Low”（2012年7月26日）

（注2）例えば、International Capital Market Association が、以下のレポートで、欧州のレポ市場は2012年6月末時点で半年前から9.9%、1年前から14.2%縮小したと分析している。

“European repo market survey”（2012年8月6日）

（注3）3ヶ月 OIS（Overnight Indexed Swap）は、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月 Euribor とのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。