

経済情報

ECB は出口戦略を一步進めるも、利上げまでの道程は遠い

欧州中央銀行（ECB）は、昨日開催された定例政策理事会において、金融危機後に導入された非標準的措置の「段階的解除」を一步進め、3 カ月物資金供給オペの入札方式を、「固定金利・金額無制限」から危機前の「変動金利入札」に戻すことなどを決定した。

一方、昨日発表された ECB スタッフの経済予測（3 カ月ごとに改訂）は前回 12 月時点から大きな変更はなく、景気は緩やかな拡大にとどまり、2011 年にかけて物価の低位安定が続くとの見通しが維持された。こうした景気・物価判断を踏まえ、主要政策金利であるリファイナンス金利は、10 カ月連続で過去最低の 1.0%に据え置かれた。

<昨日の決定事項>

1. 政策金利

リファイナンス金利	1.00%（据え置き）
限界貸出金利（上限政策金利）	1.75%（据え置き）
中銀預金金利（下限政策金利）	0.25%（据え置き）

2. 流動性供給策

- 週次オペ、1 カ月物オペ：必要な限り、少なくとも 10 月 12 日まで固定金利・金額無制限方式を継続。
- 3 カ月物オペ：4 月 28 日以降、固定金利・無制限から変動金利入札へ変更。
- 初回 1 年物オペの期落ちの影響を均すため、微調整オペを追加で実施（期間は 7 月 1 日から 7 日まで）。
- 6 カ月物オペ：3 月 31 日実施の最後の 6 カ月物オペの金利は、政策金利連動とする（オペ期間中の政策金利の平均）。
- カバードボンドの貸出：各国中銀が購入したカバードボンドを市中銀行に貸し出し、資金調達の際の担保として活用することを可能にする。

欧州金融市場では、昨日の決定及び理事会後の記者会見でのトリシェ ECB 総裁の慎重な発言をうけて、ECB による低金利政策が長期化するとの観測が強まり、ユーロ相場が 1 ユーロ = 1.37 ドル台前半から 1.36 ドル近辺まで下落した。

1. 理事会後の声明及びトリシェ総裁記者会見の概要

(1) 流動性供給策の解除は長期オペから；短期の資金供給は引き続き潤沢

ECB は、昨年 12 月に 1 年物長期オペ（12 月 16 日まで）と 6 カ月物長期オペ（3 月 31 日まで）の終了を決定しており、3 カ月物オペを危機前の変動金利入札に戻すことは、ほぼ事前の予想通りの決定であった（最低入札金利は従来と同様リファイナンス金利とし、市場の状況に配慮して十分な供給額を設定することを約束）。また、危機前からの主要な資金供給手段である週次オペと危機後に導入した 1 カ月物オペの無制限供給の期限を「少なくとも 10 月 12 月まで」と長めに設定したほか、昨年 6 月に実施された 1 年物長期オペの満期に併せて 7 日間の微調整オペを導入するなど、長期オペの縮小に伴う市中銀行の資金繰りへの影響を最小限にとどめるための配慮も示された。

トリシェ総裁は、今回の決定について、「段階的でタイムリーな」非標準的措置の解除の一環であり、より長期の流動性供給策から平時の状態に戻していくとの方針を改めて示した。また、今回の決定は、（金利については前回一致だが）流動性供給策の解除については「圧倒的なコンセンサス」と述べており、理事会メンバーの一部には、依然として中銀資金に依存する一部金融機関への影響を懸念する声があったことも窺われる。

(2) ECB スタッフ経済見通し～成長率と物価の見通しは概ね前回通り

同時に発表された ECB スタッフの経済見通しによると、2010 年の実質 GDP 成長率の見通しは、予測レンジの中央値が 0.8% と前回から据え置かれた。これは、民間機関の一般的な予想（1.2%～1.3%程度）に比べると引き続きやや慎重な見通しだが、2011 年については、世界経済の堅調な回復を反映して前回から小幅上方修正された。

また、インフレ率見通しについては、2010 年が下方修正、2011 年が上方修正されたが、ともに小幅の変更であり、見通し期間中は ECB の物価安定の目安である 2% を概ね下回って推移するとの見通しが維持された。

こうしたスタッフ経済見通しを反映して、理事会後の声明文の内容にも、大きな変更はなかった。景気については、2010 年も緩やかなペースでの拡大が続くものの回復の道程は平坦ではなく、不確実性が残るとされ、物価についても、

インフレ圧力は低く、中期的に安定が維持されるとの判断が踏襲された。

第1表：ECBスタッフ経済見通し（前回との比較）

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
今回 2010.3.4発表	▲4.0	0.4-1.2 (0.8)	0.5-2.5 (1.5)↑	0.3	0.8-1.6 (1.2)↓	0.9-2.1 (1.5)↑
前回 2009.12.3発表	▲4.1-▲3.9 (▲4.0)	0.1-1.5 (0.8)	0.2-2.2 (1.2)	0.3-0.3 (0.3)	0.9-1.7 (1.3)	0.8-2.0 (1.4)

(注)括弧内は見通しレンジの中央値。

(資料)ECBスタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 現在の金利は引き続き「適切」

ECBの声明文は、こうした慎重な景気・物価判断を踏まえ、「現在の金利は引き続き適切」との従来通りの表現で当面の金利据え置きを示唆した。声明文によると、（流動性供給策の解除に関する）一連の決定は、非標準的措置を必要以上に長期化することによる弊害を避けるためのものであり、トリシェ総裁も「金融政策スタンスを反映したものと解釈するべきではない」と念を押した。さらに、流動性供給は引き続き潤沢であり、短期的には無担保翌日物金利（EONIA）を（現状の中銀預金金利近辺から政策金利に向けて）上昇させる意図はないとも述べ、流動性供給の縮小が市場の早期利上げ観測につながることを牽制している。

(4) ギリシャ財政問題について

政策決定及びスタッフ経済見通しの発表が、概ね事前の予想に沿ったものとなるなか、記者会見での質問はギリシャの財政問題に集中した。トリシェ総裁は、前日発表したECB理事会の声明を引用して、ギリシャ政府が3日に発表した新たな財政赤字削減措置を、説得力があるものだと前向きに評価し、市場の信頼回復につながるなどの期待を示した。また、ギリシャに対するEUの支援については、2月11日の臨時EUサミットに際して発表されたEU首脳声明（ギリシャの財政再建への取り組みを条件に、必要なら協調して断固たる行動をとると表明）を重要だとする一方、IMFがギリシャに対する資金の提供役になるのは不適切だと述べた。

2. 今後の見通し

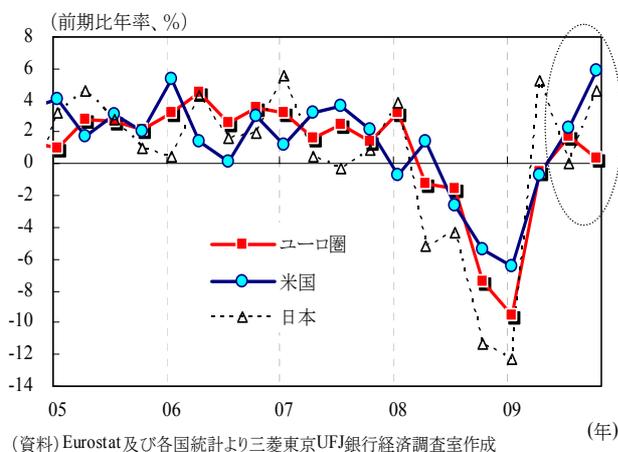
ユーロ圏景気の回復力は依然として脆弱である。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前期比0.1%と、辛うじて2四半期連続でプラス成長を確保したが、ア

アジア新興国はもちろん、日米など他の先進諸国と比較しても低成長にとどまった（第1図）。内訳をみると、成長を支えたのはもっぱら外需であり、個人消費や設備・建設投資などの内需は低迷が続いている（第2図）。

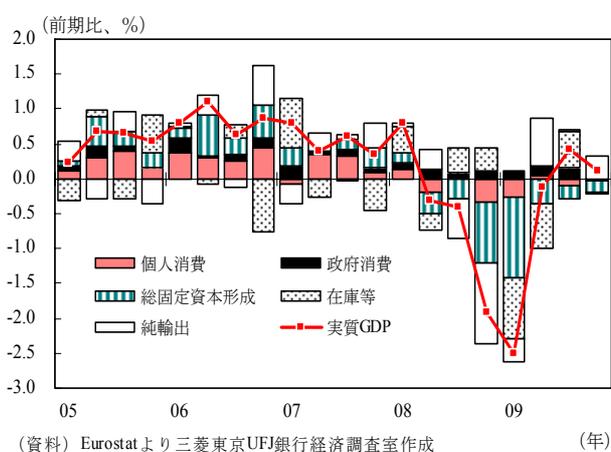
今後についても、自動車買換え奨励策をはじめとする景気対策の効果の剥落や、失業率のさらなる上昇、銀行のバランスシート調整の継続などから、景気の回復ペースは抑えられよう。財政危機に見舞われたギリシャ、ポルトガルやバブル崩壊の後遺症に苦しむスペイン、アイルランドなどの周縁国の景気は、厳しい財政引き締めや企業・消費者マインド悪化の影響などから回復が一層遅れる見込みだ。また、周縁国のソブリンリスクの高まりは、巨額のクロスボーダー与信を通じてドイツやフランスなどコア国にも波及し、景気回復の阻害要因になるリスクもあり、注意が必要である。

ECBは、今後も必要に応じて出口戦略を進めるとしているが、年内は1カ月物オペの変動金利入札への変更など、小幅の修正にとどまるとみられる。また、政策金利については、内需の持ち直しが期待できる2011年初め頃まで据え置かれる公算が大きい。

第1図：日米欧の実質GDP成長率



第2図：ユーロ圏の実質GDP成長率



(H22.3.5 武南 奈緒美 naomi_takenami@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1