

# 経済情報

## ECB が債券買取を含む非標準的措置の拡充を発表

### 1. 定例政策理事会での主な決定事項

欧州中央銀行（ECB）は昨日 5 月 7 日開催の定例政策理事会において、大方の予想通り、主要政策金利のリファイナンス金利（定例オペ最低応札金利）を 25bp 引き下げ、1.0%とすることを決定した。これにより、昨年 10 月からの利下げ幅は累計 325bp に達した。また、限界貸出金利は 50bp 引き下げられて 1.75% となる一方、中銀預金金利は 0.25% に据え置かれた。

さらに、4 月の記者会見でトリシェ総裁が予告していた「非標準的措置」として、①資金供給オペの期間延長（最長 6 カ月から 1 年へ）、②ユーロ圏で発行されるユーロ建てカバードボンド<sup>(注)</sup>の買取、の実施が決定された。前者は事前の予想通りだったものの、後者については当初、CP や社債の買取が有力

#### <昨日の決定事項>

#### 1. 政策金利引き下げ

	[変更前]	[本件後]
リファイナンス金利	1.25%	→ 1.00% (▲25bp)
限界貸出金利（上限政策金利）	2.25%	→ 1.75% (▲50bp)
中銀預金金利（下限政策金利）	0.25%	（据え置き）

#### 2. 非標準的措置

- ① 期間 1 年の資金供給オペ導入（従来は最長 6 カ月）
- ② 昨年 10 月から実施されたオペ適格担保の対象拡大を 2010 年末まで継続
- ③ ユーロ圏で発行されたユーロ建てカバードボンドの買取

#### 3. その他の措置

欧州投資銀行（EIB：中長期の投資資金の供給を担う EU の政策金融機関）を公開市場操作と常設ファシリティの対象機関に加える。

視されていたほか、資産買取そのものに否定的なドイツ勢（ウェーバー・ドイツ連銀総裁、シュタルク ECB 専務理事など）の発言も伝えられていたことから、やや意外感を持って受けとめられた。

ECB の発表によると、新たに導入される期間 1 年の資金供給オペは、現在実施されている定例週次オペやその他のターム物オペと同じく、固定金利・金額無制限方式で実施される。6 月 24 日に実施される初回入札ではリファイナンス金利が適用され、その後は環境に応じてスプレッドが乗せられる可能性もある。また、カバードボンド買取の詳細については 6 月初旬の理事会後に発表される。

(注) カバードボンド（担保付債券）とは、銀行が住宅ローンや公共機関向け貸付等の裏付資産をバランスシートに保有したまま、それらに担保権を設定して発行する債券。投資家が担保資産と銀行本体の両方に請求権を有する点で、米国の住宅ローン担保証券（MBS）とは異なる。2007 年末の発行残高は世界全体で 2.1 兆ユーロ。ユーロ圏各国の市場規模（ユーロ圏が世界全体の 72% を占める）をみると、ドイツのファンด์ブリーフ債が圧倒的に大きく、スペイン、フランスと続く。

第 1 表：ユーロ圏のカバードボンド市場（2007 年末残高）

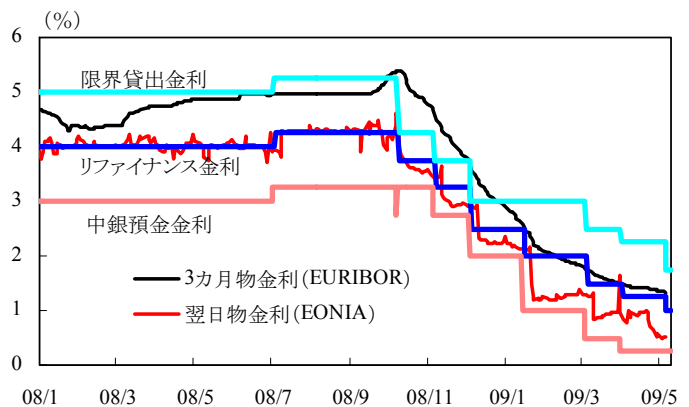
(単位: 億ユーロ)

	住宅	公共機関	複合資産	船舶	合計	
					シエア	
ドイツ	2,065	6,777	0	44	8,886	58%
スペイン	2,670	164	0	0	2,833	19%
フランス	636	564	801	0	2,001	13%
アイルランド	136	512	0	0	648	4%
ルクセンブルク	2	337	0	0	339	2%
オーストリア	41	152	0	0	193	1%
オランダ	157	0	0	0	157	1%
イタリア	0	81	0	0	81	1%
ポルトガル	79	0	0	0	79	1%
フィンランド	45	0	0	0	45	0%
合計	5,829	8,586	801	44	15,261	100%

(注) オーストリアは推計

(資料) European Covered Bond Council より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図：ユーロ圏の政策金利と銀行間金利の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. トリシェ総裁記者会見の概要

### (1) 債券買取は「量的緩和」ではなく「信用支援」

理事会後の記者会見冒頭でトリシェ総裁が発表した声明文によると、債券買取も含めた今回の決定は、昨年秋から進めてきた一連の信用支援策を拡充するものであり、①ターム物金利低下の促進、②銀行による貸出の維持・拡大を奨励、③民間債券市場の流動性改善、④銀行と企業の資金調達環境の緩和、などを目的としている。トリシェ総裁は質疑応答の中で、今回買取の対象としたカバードボンド市場は、金融市場混乱の影響で特に大きな打撃をうけた分野のひとつだと述べるとともに、債券買取は量的緩和への第一歩ではなく、あくまでも信用支援だと強調している。

なお、トリシェ総裁によると、カバードボンドの購入枠は600億ユーロ（ユーロ圏GDP比0.6%、2007年末残高比4%）と、イングランド銀行（BOE）が実施する量的緩和（750億ポンドから1,250億ポンドへ拡大、GDP比8%相当以上）などに比べて少額にとどまる模様だ。中長期のリスク資産をECBのバランスシートに大量に抱えることにより景気回復時の出口戦略が困難になる、保有資産の潜在的な損失が中銀の独立性を脅かす、過剰な流動性の供給が将来のインフレ高進につながる、等々のリスクに対する一部の理事会メンバーの根強い懸念に配慮したものと思われる。理事会内の意見の相違について問われたトリシェECB総裁は、一連の措置が、深い議論を経た上での「全会一致」の決定だったと明言している。

### (2) 利下げと非標準的措置拡充の背景は、物価安定の見通しと銀行貸出減少

昨日の決定の背景としては、商品価格下落とユーロ圏及び世界経済の悪化をうけてインフレが引き続き抑制されるとの見通しや、中長期のインフレ期待が安定していることに加え、マネーサプライの伸びの鈍化と民間向け銀行貸出の更なる減少が挙げられている。なかでも、民間向け貸出が企業向けを中心に2月、3月と2カ月連続で減少したことに改めて焦点が当てられていることから、信用収縮への懸念が、債券買取を含む非標準的措置の拡充に今回ECBが踏み切った大きな理由のひとつだったと推測される。

### (3) 先行きについては利下げ打ち止めの可能性を示唆

トリシェ総裁は、利下げ後の金利水準について「これが下限だとは決めていない」と述べ、追加利下げの可能性は排除しなかったものの、「現在の金利水準は適切だ（appropriate）」として、今後様子見に転じることを示唆した。景

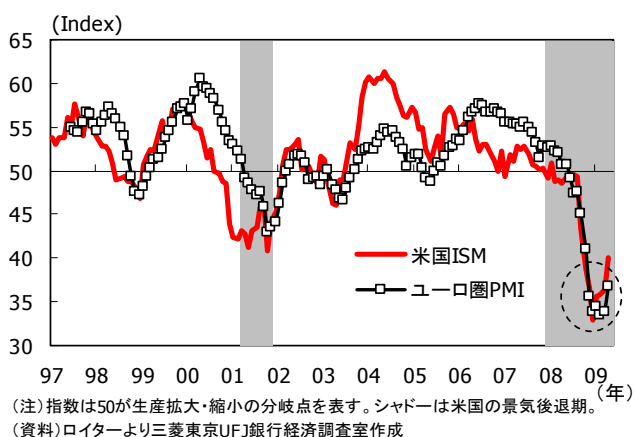
気判断については、第1四半期の落ち込みは3月のECBスタッフ見通しを著しく上回るものだったと認めながらも、2010年については緩やかながら回復に向かうとの見通しを維持した。また、景気及び物価の見通しへのリスクは、先月同様、上振れ・下振れ双方に均衡しているとされた。

### 3. 今後の見通し

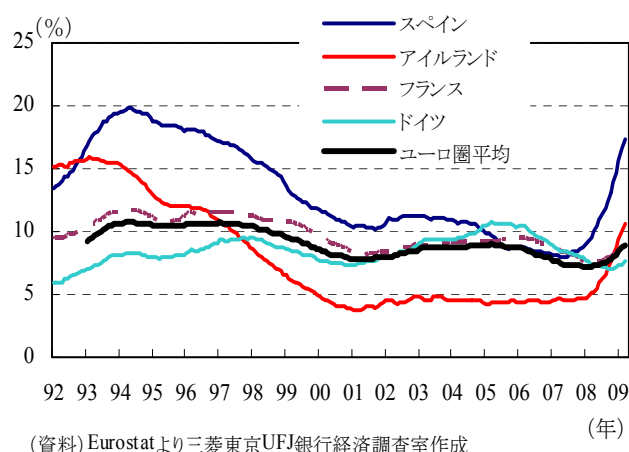
足元のユーロ圏景気は、米国やアジアにやや遅れながらも安定化の兆しをみせている。金融危機と世界的な需要急減により深刻なリセッションに陥ったドイツでも、ZEW景況感指数やIfo企業景況感指数（その内訳である6カ月先の期待）などの先行性の高いマインド指標が改善に転じたほか、在庫調整の進展と外需の底入れをうけて、製造業新規受注などの実体経済の指標にも下げ止まりの兆しが出てきた。

もともと、設備稼働率の落ち込みと資金調達環境の悪化をうけて企業の設備投資が急減しているほか、雇用悪化に伴う消費の減退が鮮明となるなど、最終需要は低迷している。また、ECBの銀行貸出サーベイ（3カ月ごとに実施、直近は4月調査）によると、昨年秋のリーマンショック後の急激な信用引き締めはさすがに一巡したものの、貸出態度を厳格化した銀行の割合が緩和した銀行の割合を大幅に上回る状況は続いている。景気悪化による与信コストの増加や過去に蓄積した高レバレッジの解消の過程が続くなか、早期の貸出態度緩和は期待できない。

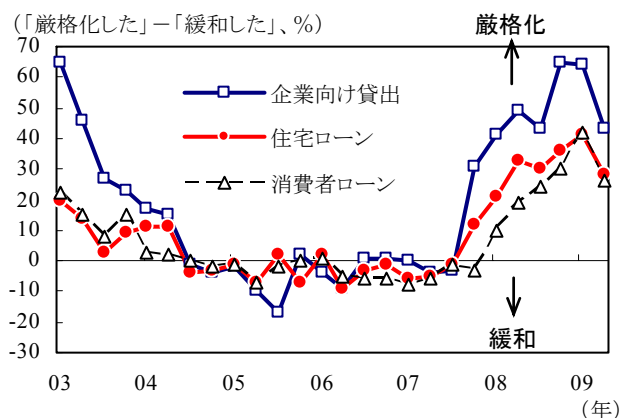
第2図：米国とユーロ圏の景況感指数（製造業）



第3図：ユーロ圏の失業率の推移

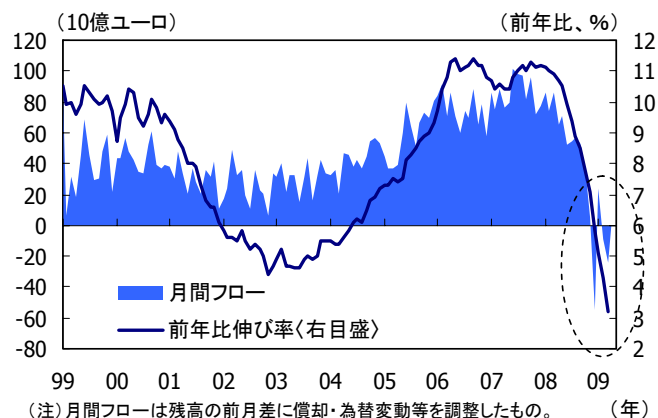


第4図：ユーロ圏の銀行貸出態度



(資料) ECB銀行貸出調査より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の民間向け銀行貸出



(注) 月間フローは残高の前月差に償却・為替変動等を調整したもの。  
(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後の金融政策については、欧州発の金融不安の再燃やユーロ圏景気の底割れがない限り、当面は政策金利の据え置きが続く公算が大きいとみられる。ただし、ECBが注目する民間向け貸出の減少に歯止めが掛らない場合は、信用収縮と景気悪化の負の連鎖を断ち切るため、資産買取の対象を広げるなど、さらなる政策対応を迫られる可能性も否定できない。

(H21.5.8 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、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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おります。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