

# 経済情報

## ECB が 50bp の追加利下げを決定、政策金利は 1.5%へ

### 1. ECB は 2 月の「予告」通り追加利下げを決定

欧州中央銀行（ECB）は、戦後最悪の景気後退に歯止めをかけるため、昨日 3 月 5 日開催の定例政策理事会で 50bp の利下げを決定した。昨年 10 月からの利下げ幅は累計 275bp に達し、重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）はユーロ誕生後の最低水準となる 1.5%へ引き下げられた。

利下げの決定と併せ、昨年秋の金融危機深刻化をうけて実施されている固定金利・金額無制限の資金供給オペ（ECB はこれを非伝統的／非標準的政策だとしている）を、必要な限り 2009 年末以降も続けることも発表された。これは、金融機関の信頼感と金融市場の機能の回復に向けて一種の時間軸効果を狙ったものとみられる。

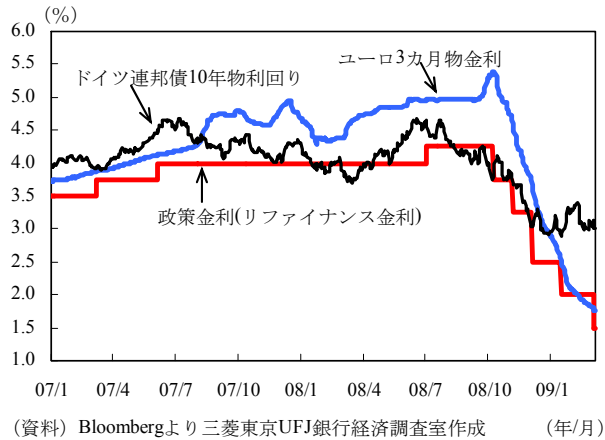
なお、トリシェ総裁が 2 月の理事会後の記者会見で、今回の追加利下げを事実上予告していたことから、利下げ発表直後の市場の反応は限定的であったが、後述のように、その後の記者会見でさらなる利下げの可能性が示唆されたことから、ユーロ為替相場は若干弱含み、債券利回りも小幅低下した。

#### <昨日の決定事項>

- (1) 最重要政策金利（リファイナンス金利）を 50bp 引き下げる。
- (2) 上限・下限政策金利とリファイナンス金利の差を引き続き 100bp とする。

	(変更前)	(本件後)
リファイナンス金利	2.0%	→ 1.5%
限界貸出金利（上限政策金利）	3.0%	→ 2.5%
中銀預金金利（下限政策金利）	1.0%	→ 0.5%
- (3) 固定金利・金額無制限の資金供給オペを、必要な限り 2009 年末以降も続ける。

第1図：ユーロ圏の主要金利の推移



## 2. トリシェ総裁記者会見の内容

### (1) ECBは経済成長率とインフレ率の見通しを大幅下方修正

トリシェECB総裁は理事会後の記者会見で、利下げの理由として、①景気と物価の見通しが大幅に下方修正されたこと、②中期的なインフレ期待が引き続き抑制されていること、③マネーサプライや銀行貸出の伸びの鈍化が中長期的なインフレ圧力の減退を示唆していること、などを挙げた。

昨日発表されたECBスタッフの経済見通し（3カ月毎に発表）によると、実質GDP成長率の予測値（予想レンジの中央値）は、2009年▲2.7%、2010年0.0%と昨年12月から大幅に下方修正された。IMFが1月に発表した見通し（2009年▲2.0%、2010年0.2%）と比べても一段と慎重なものといえる。また、国際商品価格の下落や成長率見通しの下方修正をうけて、インフレ率の予測値（予想レンジの中央値）も、2009年0.4%、2010年1.0%と前回から大幅に引き下げられ、見通し期間中はECBが物価安定の目安とする2%を大きく下回るとされた。

こうしたスタッフ経済見通しの大幅下方修正をうけて、理事会内では50bpより大幅な利下げを主張する声もあったようだ。トリシェ総裁は今回の決定について「全会一致」との表現は使わず、「コンセンサスによるもの」と述べた。

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(%)		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
今回	0.8	▲3.2-▲2.2	▲0.7-0.7	3.3	0.1-0.7	0.6-1.4
2009.3.5発表		(▲2.7)↓	(0.0)↓		(0.4)↓	(1.0)↓
今回	0.8-1.2	▲1.0-0.0	0.5-1.5	3.2-3.4	1.1-1.7	1.5-2.1
2008.12.4発表	(1.0)	(▲0.5)	(1.0)	(3.3)	(1.4)	(1.8)

(注)括弧内は見通しレンジの中央値。

(資料)ECB/ESCB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

## (2) 追加利下げを示唆するも、新たな非伝統的政策は明らかにせず

今後の金融政策について、トリシェ総裁は「現在の水準（1.5%）が下限だと決めた訳ではない」「金利がさらに下がる可能性を排除しない」と述べ、追加利下げの可能性を示唆した。

一方で、ゼロ金利政策については「いくつかの不都合がある」と述べ、引き続き否定的な見方が理事会の大勢を占めることを明らかにした。トリシェ総裁を初めとする理事会メンバーの多くは、従来から、①過度の低金利は金融市場の機能を妨げ、金融緩和の効果を相殺する（金利収入の減少によって銀行間市場の取引や企業・個人向け貸出の低迷につながる）可能性がある、②超低金利はバランスシート調整への意欲を弱めかねないほか、③将来のバブルの温床となる——などの弊害を挙げると共に、ユーロ圏には顕著なデフレリスクの兆候はないため、ゼロ金利政策は現時点では不適切と発言しており、依然としてその判断は変わっていないようだ。

また、非伝統的金融政策については、「（ユーロ圏の構造に即したものを中心に）新たな政策手段について議論・検討を行っている」と述べるにとどめ、具体的な内容や今後の検討期間は一切明らかにしなかった。トリシェ総裁は、ユーロ圏の金融政策の波及メカニズムは損なわれていないこと（→金利政策は依然として有効）、他中銀に比べオペの適格担保の範囲が広いこと、銀行システムが間接金融主体で商業銀行の役割が大きいこと、などを昨日も強調しており、米国連邦準備制度理事会（FRB）やイングランド銀行（BOE）が導入している国債・社債・CP等の資産買取については、慎重な検討を進める意向とみられる。

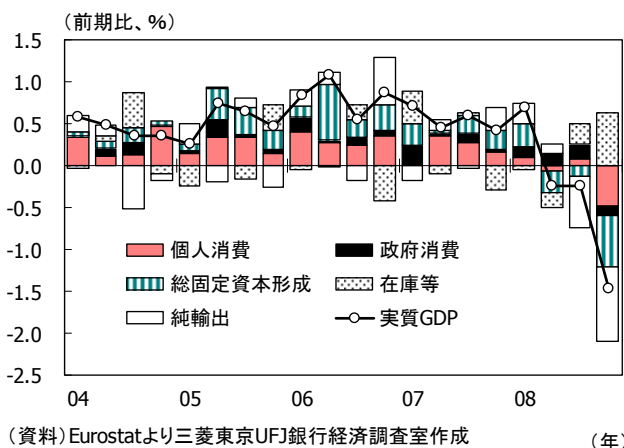
## 3. 今後の見通し～景気底割れリスクが高まるなか追加利下げへ

ユーロ圏経済は、グローバル金融危機の深まりと広がりを受けて深刻な景気後退に陥っている。昨年第4四半期の実質GDP成長率は、外需の悪化と個人消費・設備投資の縮小により、前期比▲1.5%（年率換算▲5.7%）と急激な落ち込みを示した（第2図）。年明け後は、ドイツのIfo企業景況感指数の構成項目である期待指数（6カ月先の見通し）が2カ月連続で改善を示すなど、年後半の景気底打ちを期待させる指標も一部に見受けられるが（第3図）、1月のユーロ圏失業率が約2年振りの高さとなる8.1%へ上昇するなど、足元の景気は一段と厳しさを増している。さらに、2月中旬以降はユーロ圏周縁国や中東欧の新規EU加盟国に対する懸念から金融不安が再燃しており、信用収縮の深刻化によりユーロ圏経済が底割れするリスクも懸念される。

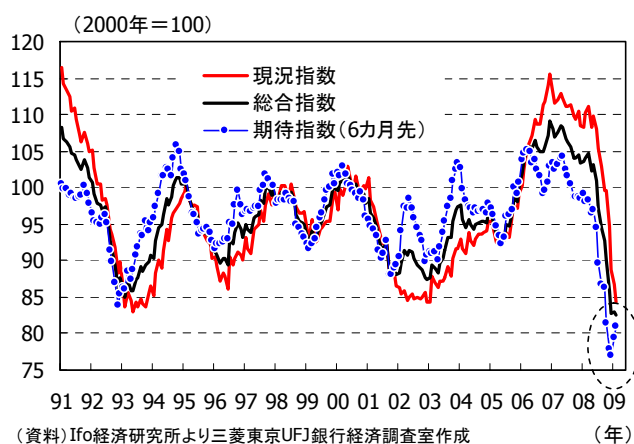
一方で、2月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比1.2%と、ECBの物価安定の目安である2%を大きく下回っている。消費者や企業のインフレ期待は、エネルギー価格の下落をうけて急速に低下しており（第4図）、景気後退が長引けばユーロ圏でもデフレ懸念が台頭する可能性は否定できない。

こうした環境を踏まえ、当室ではリファイナンス金利が年半ば頃までに1%へ引き下げられるとみている。短期金融市場では、昨年秋以降の潤沢な流動性供給をうけて中銀預金金利が翌日物金利（EONIA）の事実上のアンカーとなっていることから、翌日物金利は中銀預金金利に追随して最終的にゼロ%近辺まで低下する可能性が高い（第5図）。国債市場が16カ国に分断されているユーロ圏では、国債の買取を通じた大規模な量的緩和は米英に比べて困難との見方が多いものの、中東欧の金融・経済危機の跳ね返りなどにより実体経済悪化と信用収縮の負のスパイラスに歯止めが掛からない事態になれば、現在市場で期待されているCP買取などの新たな非伝統的政策の導入も、視野に入れてこよう。

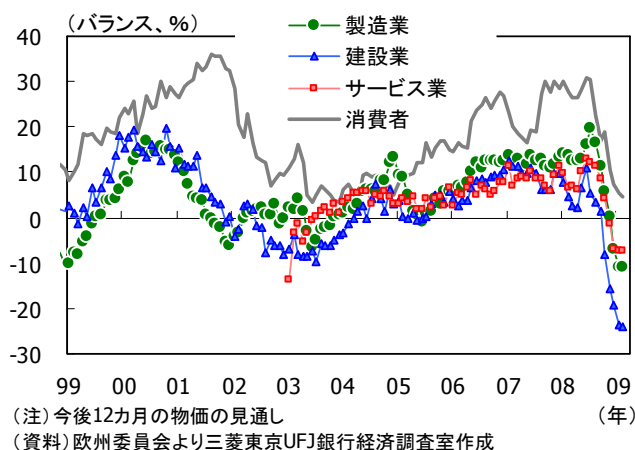
第2図：ユーロ圏の実質GDP成長率



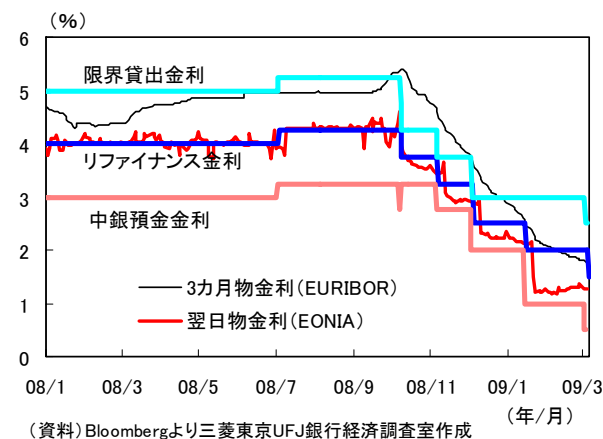
第3図：ドイツのIfo企業景況感指数



第4図：ユーロ圏の消費者・企業のインフレ期待



第5図：ユーロ圏の政策金利と翌日物金利



(H21.3.6 武南 奈緒美)

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、宜しくお願ひ申し上げます。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