

経済情報

ECB は非標準的措置（異例の流動性供給）の段階的解除を開始へ

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、大方の予想通りリファイナンス金利（定例オペ最低応札金利）を過去最低の 1.0% に据え置くとともに、金融危機後に新たに導入された流動性供給策の一部を廃止することを決定した（第 1 表）。

また、理事会後に発表された ECB スタッフによる最新の経済見通し（3 カ月ごとに改訂）では、2010 年の経済成長率見通しが前回 9 月から上方修正されるとともに、2011 年の成長率及びインフレ率の見通しが今回初めて発表された。

<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

- 週次定例オペ、短期の変則期間オペ：必要な限り、少なくとも来年 4 月 13 日まで固定金利・金額無制限方式を継続。
- 1 年物長期オペ：本年 12 月 16 日（入札は 12 月 15 日）を最後に廃止。金利は、オペ期間中の週次定例オペの最低応札金利（リファイナンス金利）の平均。
- 6 カ月物長期オペ：来年 3 月 31 日を最後に廃止。固定金利・金額無制限方式。
- 3 カ月物長期オペ：定例 3 カ月物オペは、来年第 1 四半期まで固定金利・金額無制限方式を継続。ただし、金融危機後に導入された臨時 3 カ月物オペは継続されず。

欧州金融市場では、昨日の決定をうけて、ECBが出口戦略で米連邦制度理事会（FRB）に先行するとの観測から、ユーロ相場が一時1ユーロ＝1.514ドル近辺まで上昇する一方、国債利回りも2年物など短期を中心に上昇した。ただし、その後の記者会見でトリシェ総裁が、「強いドルが重要」「米当局の誠意を信頼している」と強調したことから、ユーロは1.506ドル近辺へ反落している。

1. 理事会後の声明及びトリシェ総裁記者会見の概要

(1) 出口戦略は長期オペの縮小から；短期の資金供給は引き続き潤沢に

今回の決定により、金融危機後に導入された期間1年までの長期オペは、今後、期間の長いものから順に段階的に廃止されることになった。これまでも、資金需要の低下した外貨供給オペの一部が中止される例はあったが、実質的には、今回の決定がECBによる出口戦略の第一歩といえる。

記者会見冒頭に発表された声明は、非標準的措置解除の理由として、「金融市場の改善（緊張緩和）に伴い、市中銀行への流動性供給に対する必要性が従来よりも低下している」ことを挙げるとともに、非標準的措置（異例の流動性供給）が長期化し過ぎるによって金融市場の機能回復が阻害されること、過剰流動性が中長期的なインフレリスクに繋がること、などを防ぐ目的があることを指摘している。

一方で、週次定例オペや変則期間オペを必要な限り固定金利・金額無制限方式に維持することで、短期については引き続き潤沢な資金供給が行われることになった。長期オペの縮小に伴う市場への影響を最小限にとどめるとともに、依然として中銀資金に依存している一部の金融機関への配慮も残したものとみられる。

(2) 非標準的措置の解除は利上げのシグナルではない

1年物オペの今月での終了が広く予想されるなか、事前に注目を集めていたのはオペの金利条件であった。結果として、昨日発表された最後の1年物オペの金利は、過去2回オペで適用された1%固定金利（＝政策金利）ではなく、「オペ期間中の政策金利の平均」に変更された。

オペ金利を将来の政策金利に連動させることは、長期の割安な中銀資金に市中金融機関が駆け込み的に殺到することで供給額が予想外に膨らみ、今後の金融政策の自由度が低下するリスクを排除ことができる一方で、市場に早期利上げ観測が広がることで足元のユーロ高を助長するリスクもある。トリシェ総裁は会見の中で、当面の金利据え置きを示唆する「現在の金利は適切」との表現

を繰り返したほか、市場が非伝統的措置の解除を利上げのシグナルと誤解することがないように、再三に渡って強調していた。

(3) スタッフ経済見通し：景気見通しは上方修正されたが、インフレ率は2011年も2%を下回る公算

理事会後に発表された ECB スタッフの経済見通しによると、2010年の成長率見通しが前回9月時点から上方修正されるとともに、2011年にかけても緩やかな回復が続くとの見通しが示された。もっとも、これらの見通しは民間エコノミストの一般的な見通し（11月時点のコンセンサス社調査によると、2010年の見通しは1.2%）に比べるとやや慎重なものといえる。

また、インフレ率見通しについては、2年先の2011年も0.8%～2.0%（中央値1.4%）と ECB の物価安定の目安である2%を大きく下回って推移する公算が高いことが示されており、ECB が他の主要先進国中銀に先駆けて出口戦略に着手するには、若干の違和感が残る内容であった。

こうしたスタッフ経済見通しを反映して、理事会後の声明の内容にも、大きな変更は加えられなかった。2010年にかけて予想される景気展開が「漸進的なペース（at a gradual pace）の成長」から「緩やかなペース（at a moderate pace）の成長」へと若干表現が強められたものの、「予想される回復の過程は一様とはいえず、見通しには依然として高い不確実性が残る」との慎重な見方が維持された。また、物価の見通しについても、「中期的なインフレ圧力は低い」「インフレ期待は抑制されている」と従来通りの表現が踏襲された。

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(%)			
	2008年	2009年	2010年	2011年	2008年	2009年	2010年	2011年
今回 2009.12.3発表	0.5	▲4.1-▲3.9 (▲4.0)↑	▲0.2-1.5 (0.8)↑↑	0.2-2.2 (1.2)	3.3	0.3-0.3 (0.3)↓	0.9-1.7 (1.3)↑	0.8-2.0 (1.4)
前回 2009.9.3発表	0.6	▲4.4-▲3.8 (▲4.1)	▲0.5-0.9 (0.2)	—	3.3	0.2-0.6 (0.4)	0.8-1.6 (1.2)	—

(注)括弧内は見通しレンジの中央値。

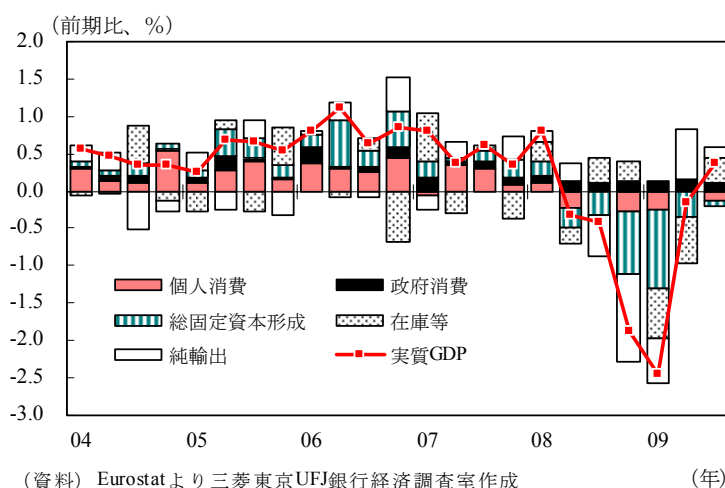
(資料)ECBスタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

ユーロ圏経済は景気後退を脱し、緩やかながら回復局面に向かいつつあるが、回復力は依然として脆弱である。昨日発表された第3四半期GDP成長率の改定値は速報値と同じ前期比0.4%となり、プラス成長への回帰が確認されたものの、成長を支えたのはもっぱら外需と在庫投資、政府消費であり、個人消費と総固

定資本形成といった最終需要はマイナスにとどまった（第1図）。今後についても、金融機関のバランスシート調整や企業の過剰設備・雇用の調整の継続、景気刺激策の効果の一巡などから、当面は緩慢な回復にとどまる見込みであり、不動産バブル崩壊の後遺症に苦しむスペイン、アイルランドや、政権交代によって財政問題が顕在化したギリシャなどの回復の遅れにより、域内経済の二極化が進行するリスクも孕んでいる。また、銀行の資金調達環境は以前に比べて格段に改善したものの、11月末のドバイ・ショック後の動揺や周辺国のソブリン・スプレッド拡大など、金融市場の脆弱さを示す事例には事欠かない状況にある。

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率



こうした状況を踏まえれば、今後のECBの出口戦略は慎重かつ漸進的なものになると予想される。トリシェ総裁は、会見での質疑応答で、政策金利据え置き決定は全会一致だが、非標準的措置に関する決定はコンセンサスによるもの（全会一致ではない）だとして、理事会内に慎重な意見があったことを明らかにしている。今後焦点となるとみられる定例オペの入札方式の変更（固定金利から変動金利へ）や担保範囲拡大の解除については、今月の1年物オペを含めた今後のオペの応札状況や、来年6月に期日を迎える初回1年物オペの期落ちの影響などを踏まえて、改めて検討されることになろう。

他方、域内の内需の弱さやこれまでのユーロ高の影響を踏まえれば、ユーロ圏でインフレリスクが顕在化するのはまだ先のことになると見込まれる。ECBは、足元0.3%台で推移する翌日物金利が、今後の流動性供給の縮小に伴い政策金利近辺まで上昇することは容認するとみられるが、政策金利そのものについては相当期間据え置かれる公算が大きいと考えられる。

(H21.12.4 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