

経済情報

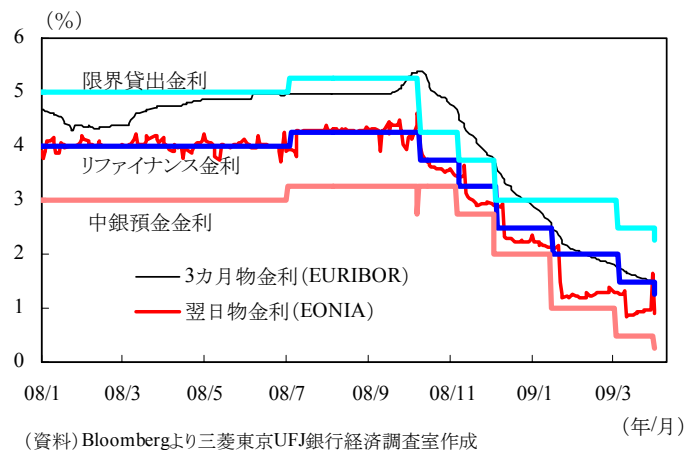
ECB は 25bp の利下げを決定、新たな非標準的措置の導入は先送り

1. ECB は予想比小幅の利下げにより、主要政策金利を 1.25%へ

欧州中央銀行（ECB）は昨日 4 月 2 日開催の定例政策理事会において、25bp の追加利下げを決定した。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）はユーロ誕生後の最低水準を更新する 1.25%となり、昨年 10 月からの利下げ幅は累計 300bp に達した。同時に、限界貸出金利と中銀預金金利も 25bp ずつ、それぞれ 2.25%と 0.25%へ引き下げられた。

	(変更前)	(本件後)
リファイナンス金利	1.50%	→ 1.25%
限界貸出金利（上限政策金利）	2.50%	→ 2.25%
中銀預金金利（下限政策金利）	0.50%	→ 0.25%

第 1 図：ユーロ圏の政策金利と銀行間金利の推移



市場参加者の大半は 50bp の利下げを予想していたことから、発表後は、ユーロ相場は対ドルで 1.32 ドル台から 1.34 ドル台へ、対円相場は 130 円台から 133 円台へ急騰した。一方、株式市場は、利下げが小幅にとどまったことは材料視されず、世界景気の底打ち期待の高まりや米国の時価会計基準緩和などを好感して大幅に上昇した。

2. トリシェ総裁記者会見の内容

(1) 25bp 利下げは（全会一致ではなく）コンセンサスによる決定

トリシェ ECB 総裁の会見冒頭に発表された声明文によると、利下げの理由は「国際商品価格の大幅な下落とユーロ圏及び世界景気の顕著な悪化を反映し、物価上昇圧力が引き続き抑制されるとの見通しを考慮した」ためとされた。また、景気は引き続き厳しい下降局面にある一方、物価上昇圧力のより幅広い低下を示す兆候があるとの認識が示されたほか、景気及び物価の見通しを取り巻くリスクは概ね均衡しているとの判断が維持された。

なお、トリシェ総裁によると、金利据え置きは検討されておらず、利下げ幅が 25bp となったのは（全会一致ではなく）コンセンサスによる決定であった。市場が予想する 50bp 利下げなど、さらなる金融緩和策を求める声もあったとみられ、理事会メンバー内で意見が分かれたことがうかがわれる。

(2) リファイナンス金利は利下げ余地が残るが、中銀預金金利は下限に

今後について、トリシェ総裁は「リファイナンス金利に関しては利下げ後の水準は下限ではない」と述べ、小幅ながら追加利下げの余地があることを認めた。一方、本件後に 0.25% に達した中銀預金金利については、歴史的低水準に達したことを強調するとともに、「当面は変更することは想定していない」と今後は据え置かれる可能性が高いことを示唆した。

(3) 新たな非標準的措置は 5 月初旬に公表

ECB は、グローバル金融危機が深刻化した昨年 10 月以降、固定金利・金額無制限方式の流動性供給オペを実施し、結果として、翌日物の銀行間貸出金利がリファイナンス金利から離れて中銀預金金利近くまで低下することを容認している。ECB は、この異例の潤沢な資金供給を「非標準的措置（non-standard measures）」と呼び、前回 3 月の理事会では、必要な限り（少なくとも年末まで）継続することを決定している。

市場では、3 月に英国、スイス、米国などの先進國中銀が、相次いで国債・社

債等の買取を含む量的緩和に踏み切っていることから、ECBが今回、現状を上回る新たな緩和措置を発表するのではないかとの期待が高まっていた。しかし、トリシェ総裁は「次回政策理事会（5月7日開催予定）で新たな標準的措置について明らかにする」と述べ、具体的な政策の発表は5月に先送りされた。先週には、パパデモスECB副総裁が「流通市場での民間債券の購入」も選択になり得るとの発言を行っており、社債やCPの買取などの信用緩和策が検討されている模様だが、①ユーロ圏の金融システムは商業銀行が主体であり、資産購入等による信用緩和の効果は限定的、②社債市場へのアクセスが限られる中小企業への恩恵が期待できない、③資産買取による損失で中銀のバランスシートが毀損すれば、中銀の独立性が脅かされる、といった反対意見も多く、理事会メンバー内でのコンセンサス形成に手間取っていることがうかがわれる。

3. ユーロ圏経済の現状～深刻な景気後退とデフレーションが進行中

ユーロ圏経済は戦後最悪の景気後退局面にある。企業サーベイによると、受注の減少に歯止めがかからず、在庫の過剰感も高止まりしており、生産の底入れはしばらく期待できそうにない（第3図）。欧州委員会発表の総合景況感指数も3月まで過去最低水準を更新し続けており、本年第1四半期の実質GDP成長率は、昨年第4四半期の前期比▲1.5%（年率換算▲5.7%）並みの大幅なマイナス成長を余儀なくされたと見込まれる。

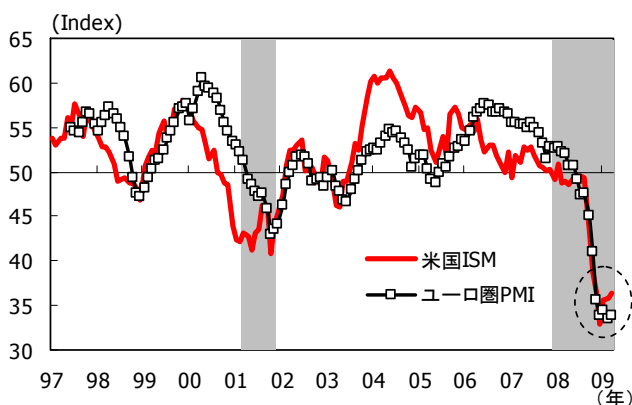
一方で、先行きについては、米国のISM指数が3カ月連続の改善を示したのに続き、ユーロ圏のPMI指数も下げ止まりの兆しをみせるなど、世界的な製造業の落ち込みに歯止めがかかりつつある徴候も出てきた（第2図）。各国政府による銀行救済が進展しているほか、EUやIMFを中心に中東欧諸国への支援体制も徐々に整いつつあり、年後半には昨年10月からの大幅利下げや各国政府の景気対策の効果も徐々に顕在化してくると期待される。

しかし、①雇用情勢の悪化が鮮明になっているほか（第4図）、②民間向け銀行貸出がユーロ導入後最低の伸びに落ち込むなど、信用収縮の兆候が強まっていること（第5図）、③金融危機を契機とする中東欧の高成長の終焉が、ドイツなど輸出依存度の高いユーロ圏諸国への打撃になること、④財政状況の悪化により追加的な景気対策の導入は期待できないこと、などから景気下振れリスクが払拭できず、2010年以降に予想される回復局面においても当面は低空飛行が続く公算が大きい。

一方、3月のユーロ圏消費者物価上昇率（HICP）は、前年比0.6%と2月の同1.2%から大幅に低下し、デフレーション傾向が一段と顕著になった。インフレ

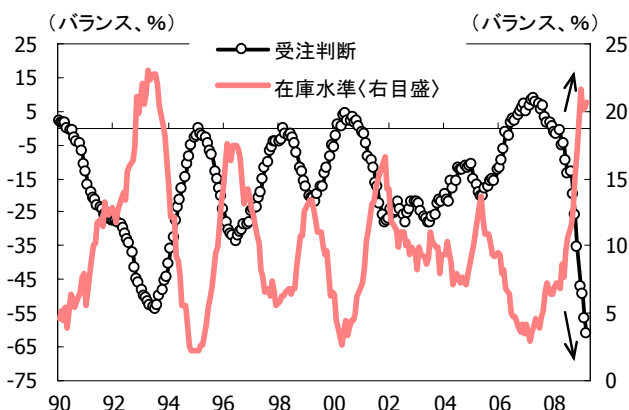
率低下の主因は、前年比でみたエネルギー・食料品価格の下落やイースターの時期のずれによる一時的な下振れであり、コア・インフレ率は2月時点で1.7%と安定していることから（3月は未発表）、ECBはユーロ圏ではデフレリスクは顕在化していないとの判断を示している。しかし、従来高インフレ国の代表であったスペインのインフレ率が前年比▲0.1%とユーロ後初めてマイナスを記録したように、深刻な景気後退と低インフレが持続すれば、ユーロ圏全体でもデフレ懸念が強まる可能性は否定できない。

第2図：米欧の購買担当者指数（製造業）



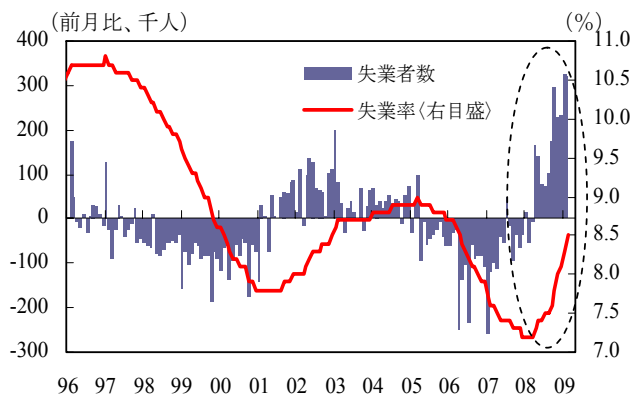
(注) 指数は50が生産拡大・縮小の分岐点を表す。シャドーは米国の景気後退期。
 (資料) ロイターより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ユーロ圏製造業の受注・在庫判断



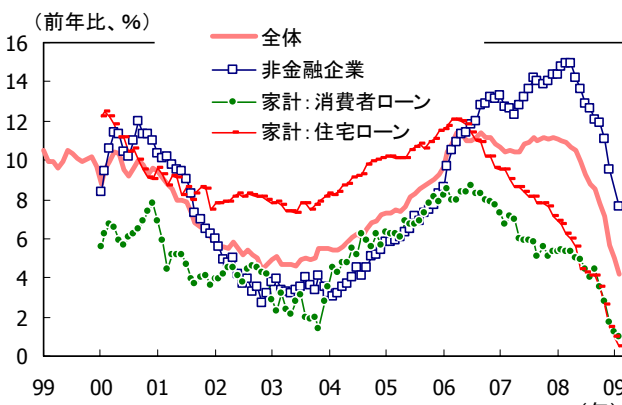
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ユーロ圏の雇用情勢



(資料) Eurostat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



(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 今後の見通し～利下げは5月で打ち止め、軸足は非標準的措置へ

ECBは次回5月の理事会で、リファイナンス金利を1%へ引き下げると予想される（中銀預金金利は0.25%で据え置かれ、両者の差は100bpから75bpへ縮小）。利下げはそこで打ち止めとなり、金融政策の軸足は金利政策以外の非標準的措置へシフトしよう。もっとも、米国、英国などが実施している多額の国債買取

による量的緩和については、①物価安定を最優先目標とするECBにとって、将来のインフレリスクに繋がりにくい通貨増発による国債購入のハードルは相当に高いこと（EU設立条約上も中銀による国債の直接購入は禁止）、②国債市場が16カ国に分断されているユーロ圏では、流通市場での国債購入も技術的・政治的な困難を伴うこと、などから導入には時間がかかるとみられる。当面は、流動性供給の拡充（現在最長6カ月となっているオペの期間の延長、適格担保基準の緩和）や社債・CPなどの買取を通じた信用緩和（信用市場の機能回復や社債利回りなどのリスクプレミアム低下を通じた企業の資金繰り支援を目的とするもの）が中心になると予想される。

（H21.4.3 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