

# 経済情報

## ECB は政策金利を過去最低の 0.75%に引き下げ ～市場心理の維持には必要も、利下げ自体の効果は限定的～

### 【要旨】

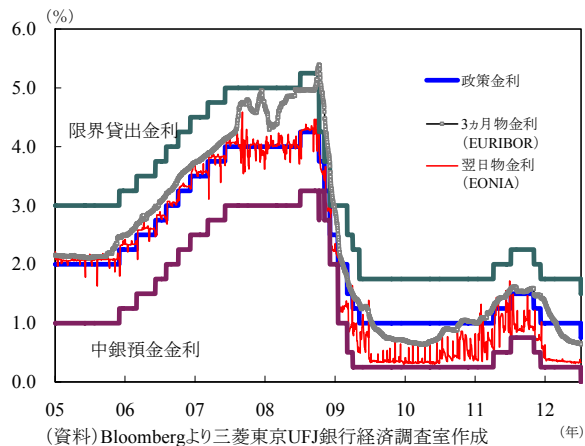
- ◇ 欧州中央銀行（ECB）は 7 月 5 日に開催された理事会において、政策金利をそれぞれ 25bp 引き下げ、リファイナンス金利は現行の 1.00%から 0.75%とすることを決定した。利下げは昨年 12 月以来 7 ヶ月ぶりで、0.75%という水準は、2008～09 年のグローバル金融危機時を含めて過去最低となる。また、中銀預金金利は 0.00%とし、これも ECB の創設以来初めてとなる。
- ◇ 今回の決定は政策金利の引き下げのみであり、一部で期待された長期の流動性資金供給オペや周縁国の国債購入の再開はなかった。
- ◇ ECB のドラギ総裁は、利下げを決定した理由として、①実体経済における下振れリスクが顕在化したこと、②インフレ圧力が抑制されていること、③6 月末に開催されたユーロ圏首脳会合で各国政府による政策コミットメントが確認されたこと、などを挙げた。
- ◇ 市場では、ドイツを含めて弱い経済指標が目立ったことや、先月末のユーロ圏首脳会合での合意、ECB メンバーからの利下げを示唆する発言などを受けて、急速に利下げ観測が高まっていた。利下げは市場のセンチメントを維持するためにはこのタイミングでの決定が必要であった。
- ◇ リファイナンス金利を引き下げることで、民間銀行の資金調達コストは少なからず改善する。一方で、中銀預金金利を 0.00%にすることは、これまで民間銀行が中銀に預け入れていた資金が銀行貸出などに回ることを促す狙いがあるが、企業の資金需要が弱いため、その効果はさほど期待できない。
- ◇ ドラギ総裁は、今回の全ての決定が全会一致であったとし、そこに決定の重みがあるとした。しかし、景気の下振れリスクは認識しており、今回は 25bp の利下げにとどめたものの、当面は各国の取り組みの進展を促しながら、温存した政策金利のさらなる引き下げや、その他非伝統的金融政策の必要性を適時適切に判断していくものとみられる。

## 1. 今回の ECB の決定とその背景

欧州中央銀行（ECB）は7月5日に開催された理事会において、政策金利をそれぞれ25bp引き下げ、主要政策金利であるリファイナンス金利は現行の1.00%から0.75%とすることを決定した（第1図）。利下げは昨年12月以来7ヵ月ぶりで、0.75%という水準は、2008～09年のグローバル金融危機時を含めて過去最低となる。また、中央銀行への翌日物預金金利は0.00%とし、これもECBの創設以来初めてとなる。今回の決定は政策金利の引き下げのみであり、一部で期待された長期の流動性資金供給オペや周縁国の国債購入の再開はなかった。なお、ECBは6月22日に、資金供給オペの担保として受け入れる資産担保証券（ABS）の種類を拡大したほか、受け入れ可能な証券の格付けを従来の「A マイナス」から「BBB マイナス」まで引き下げるなど、担保基準を緩和する旨を発表している。

＜ECB の決定事項＞	
政策金利	
リファイナンス金利	1.00% → 0.75%（25bp 引き下げ、7月11日から）
限界貸出金利（上限政策金利）	1.75% → 1.50%（25bp 引き下げ、7月11日から）
中銀預金金利（下限政策金利）	0.25% → 0.00%（25bp 引き下げ、7月11日から）

第1図：主要金利

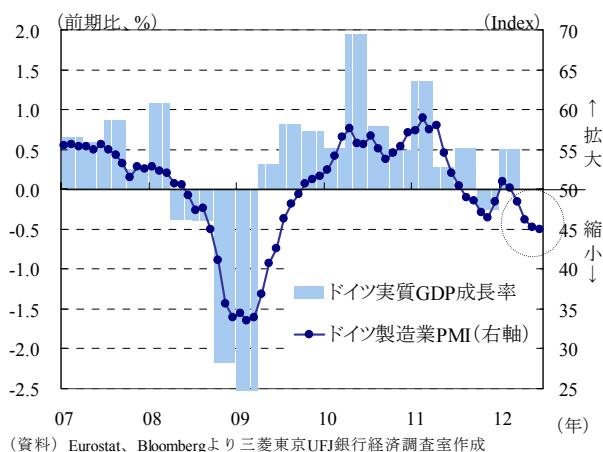


ECBのドラギ総裁は、理事会後の記者会見において、利下げを決定した理由として、①実体経済における下振れリスクが顕在化したこと、②インフレ圧力が抑制されていること、③6月末に開催されたユーロ圏首脳会合で各国政府による政策コミットメントが確認されたこと、などを挙げた。

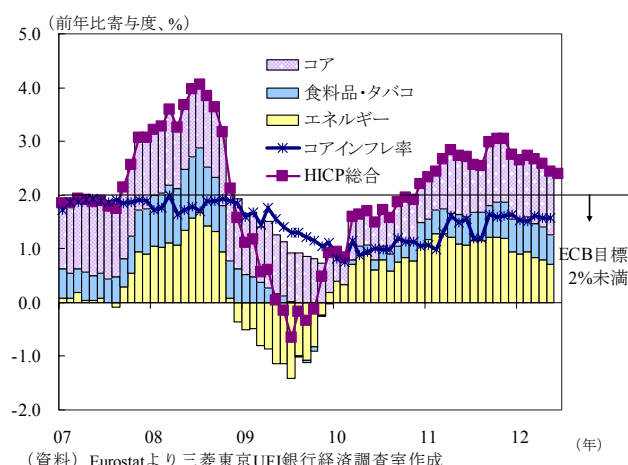
ドラギ総裁は、先月の理事会において、利下げを主張する委員が数人いたことを明らかにしたものの、「市場機能が低下しているため、利下げによる影響は限られる」と発言しており、その時点では今回の利下げを想定する市場関係者は少数派であった。しかし、先月半ば以降、ユーロ圏では牽引役のドイツを含めて企業の景況感の悪化が

続いたほか（第2図）、ユーロ圏の失業率が11.1%とユーロ導入以来の最悪水準に上昇するなど、弱い経済指標が目立った。一方でドイツの6月の消費者物価上昇率（CPI）が前年比1.7%と、ECBの目標とする2%未満になったことで、ECBに利下げの余地があるとみられた。ユーロ圏の6月の消費者物価上昇率（HICP）は同2.4%となり、こちらも2%未満に徐々に近づいている（第3図）。ECB理事会のメンバーからは、「7月の理事会において利下げを検討する」、あるいは「1.00%のリファイナンス金利は必ずしも下限ではない」といった発言がでていた。さらに、先月末のユーロ圏首脳会議において、銀行監督の統一、ESM（欧州安定メカニズム）から銀行への資本注入、スペインへの金融支援に合意するなど一定の成果がみられたことで、次はECBの対応に注目と、市場の利下げ観測は急速に高まっていた。仮にECBが従来の金融政策を維持していれば、ユーロ圏首脳会合後に改善した市場心理が大幅に悪化する可能性が高く、利下げは市場のセンチメントを維持するためにはこのタイミングでの決定が必要であった。

第2図：ドイツの実質GDP成長率とPMI



第3図：ユーロ圏消費者物価指数

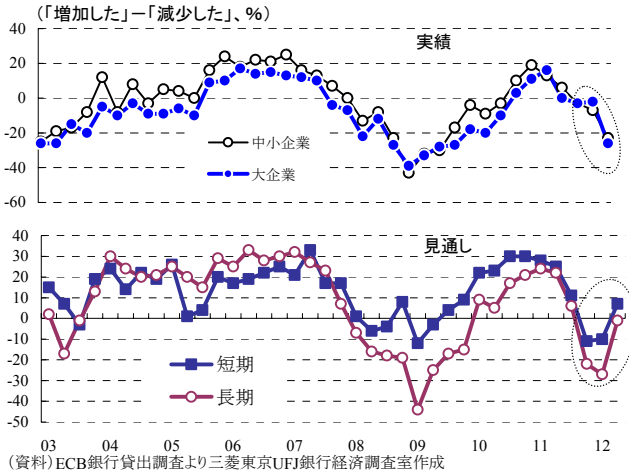


## 2. 利下げの効果

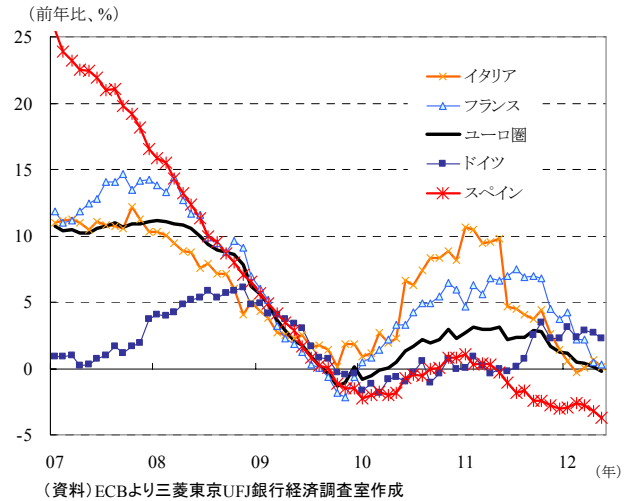
リファイナンス金利を0.75%に引き下げることで、民間銀行の資金調達コストは少なからず改善する。ECBによる昨年12月と今年2月の3年物長期資金供給オペで調達した資金の金利は、その期間のリファイナンス金利の平均となっているため、今般の利下げにより民間銀行の負担はその分軽くなる。一方で、中銀預金金利を0.00%にすることは、これまで中銀に預け入れていた資金が銀行貸出などに回ることを促す狙いがあるとみられるが、ドラギ総裁自身が会見で指摘したように、実際に貸出に回るかどうかは企業の資金需要に基づく。4月に発表されたECBの銀行貸出調査によると、企業の資金需要は設備投資向けを中心に大きく減少している。今年の第2四半期に向けた企業の資金需要見通しは、短期・長期ともにいずれも増加するとされていたが（第4図）、足元の民間向け銀行貸出は伸び悩みが続き、5月分に関しては前年比▲0.2%と、2010年3月ぶりのマイナスに転じた（第5図）。企業の資金需要が弱いため、中銀預

金金利を 0.00%に引き下げても銀行貸出を促す効果はさほど期待できない。

第 4 図：企業の資金需要（実績と見通し）



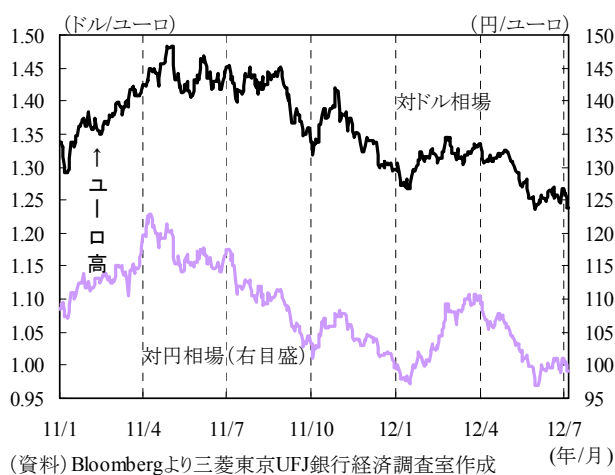
第 5 図：ユーロ圏銀行貸出



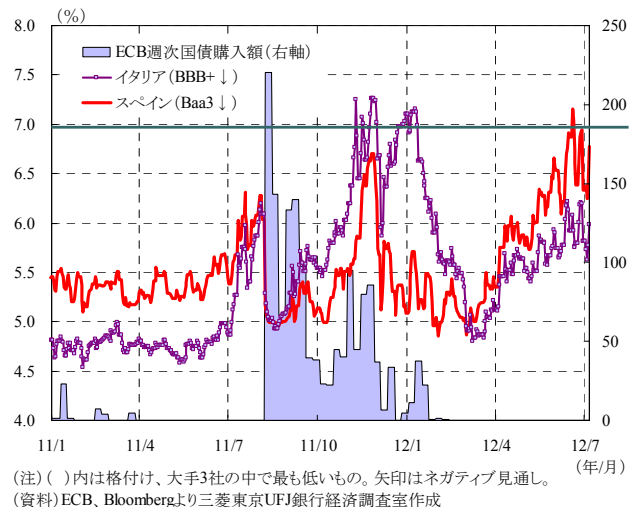
### 3. 市場の反応

ECB の利下げ発表を受けて、ユーロ対ドル相場は前日の 1 ユーロ=1.25 ドル前半から同 1.23 ドル後半まで急落した（第 6 図）。欧州株価は利下げの発表直後は上昇したものの、利下げ以外の決定がなかったことや、ドラギ総裁から「景気の下振れリスクが残っている」など悲観的な発言が続いたことで、利下げの効果は打ち消され反落した。周縁国の長期金利は、周縁国国債の購入再開などの示唆がなかったことから、スペインの 10 年債金利で 6.4%から 6.8%、イタリアで 5.8%から 6%弱に上昇した（第 7 図）。

第 6 図：ユーロ為替相場



第 7 図：10 年債利回りと ECB の国債購入額



#### 4. ECB の今後のスタンス

ドラギ総裁は、今回の全ての決定が全会一致であったとし、そこに決定の重みがあるらわれているとした。また、足元の世界経済は 2008～2009 年のグローバル金融危機時と同様とは全く考えていないとの認識を強調し、その理由にユーロ圏の実質 GDP 成長率が当時とは異なり前期比 0%近辺で推移していることを挙げた。ECB は、域内の総合的な景況感の改善や外需の安定などを主因に、引き続き年後半に緩やかながらも景気が改善すると見込んでいる。

一方で、ECB は景気の下振れリスクも強く認識している。欧州債務問題への対応は今後数年にわたり続いていく。先月末のユーロ圏首脳会合での合意も、その具体化はこれからであり、進捗を確認する必要がある。ECB は、今回は 25bp の利下げにとどめたものの、当面は各国の取り組みの進展を促しながら、温存した政策金利のさらなる引き下げ、その他非伝統的金融政策の必要性を適時適切に判断していくものとみられる。

以 上

(H24.7.6 大幸 雅代 masayo\_taiko@mufg.jp)

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

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思わ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。