

2019/09/30 05:47

◎【円債投資ガイド】ECBの金融緩和が残した課題＝日本総研・河村氏（30日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝去る9月12日、欧州中央銀行（ECB）は、①預金ファシリティ金利（中銀預入金利）のマイナス幅のさらなる深堀り（マイナス0.4%→マイナス0.5%）②フォワードガイダンスを、利上げ見送り期間のめどを明示しない形に変更③来たる11月から月200億ユーロ規模での資産買い入れの再開④ターゲット長期リファイナンス・オペ（貸し出し条件付き長期資金供給オペ、TLTRO3）の枠組みの修正⑤マイナス金利の適用に際しての2階層システムの導入―等からなる金融緩和策を決めた。

任期が本年10月末に迫ったドラギ総裁が議長を務め、金融政策を扱う政策委員会は、この9月12日開催分を含めてあと2回。しかしながら今回は、開催前から政策委員会メンバー間での不協和音があちこちで報じられ、同総裁の、記者会見の場での歯切れはいまひとつだった。

質疑応答の冒頭から、「緩和策それぞれについて、それぞれ政策委員会のメンバーからどれほどの支持が得られたのか」という厳しい質問が記者から飛ぶ。ドラギ総裁の答えは「全会一致（unanimous consensus）が得られたのは、財政政策が需要喚起の主たる手段であるべき、という点のみ」、「フォワードガイダンスの修正と利下げ、資産再投資の方針、TLTRO3の枠組みの修正については、幅広い合意（broad agreement、by and large agreed）が得られた」、「資産購入プログラム（APP）の再開については、さらに見方が分かれた（more diversity of views）」というものだった。

しかも、資産買い入れの再開に関して同総裁は、「結局、幅広い合意が得られたので採決をする必要はなかった（in the end, consensus was so broad, there was no need to take a vote.）。明らかな多数が存在した（there was such a clear majority there.）。」と述べた。

ECBの政策委員会に出席するのはドラギ総裁、デギントス副総裁を含む役員6名と19カ国の加盟國中銀総裁の合計25名。今回決定されたAPPの再開に関しては、このうち少なくとも7名が反対に回り、うち4名はフランス、ドイツ、オランダ、オーストリアの中銀総裁とも報じられている。反対派の中には役員も含まれていた可能性がある。ECBではユーロ圏参加国の増加に伴い、政策委員会の議決に参加する各国中銀総裁の人数を最大で15名にとどめるべく、加盟国を経済力等に応じて2グループに分けた上で投票権のローテーション方式を採用している。

折しも今回の政策委員会で投票権を有しなかったのは、フランス、エストニア、アイルランド、ギリシャの各中銀総裁。裏を返せば、政策委員会の開会前から、さらなる金融緩和に対して公然と、声高に反論を唱えていたドイツ、オランダ、オーストリアといった国々の中銀総裁は皆、今回は投票権を有していたわけだ。ここまで精緻な意思決定の枠組みを整えていながら、これほど重要な案件で採決を回避するとは、ECBとして相当際どい意思決定だったのだろう。

そして、APPよりは反対者が少なかったマイナス金利の深堀りが実際にどのような効果を及ぼすのかに関しては、2階層システムの導入と合わせてみる必要がある。

ユーロシステム（ECBと各国中銀を含むユーロ圏の中銀組織の総称）においては、民間銀行は「預金ファシリティ」の機能を利用して、余剰資金をいつでもユーロシステムに預けることができ

る。その際に適用されるのが、ECBの3本の政策金利のうちの一つである「預金ファシリティ金利（DFR）」で、市場金利の下限を画する機能を果たしてきた。

民間銀行のユーロシステムに対する預け金には、この預金ファシリティのほか、他行との決済に用いる当座預金（民間銀行が制度上、ユーロシステムへの積み立てを義務付けられている準備預金を含む）がある。かつて、短期金融市場金利がプラスであった時代は、DFRとしてはその時々的情勢に応じたプラスの水準が設定されていた一方、当座預金金利は0%だった。しかしながら2014年6月以降、ECBがDFRをマイナスに設定するようになってからは、当座預金金利もDFRに連動して同幅のマイナス金利が適用されるようになっていた。要するに、ユーロ圏の民間銀行はこれまで、準備預金（0%を適用）を除き、DFRのみならず決済のためにユーロシステムに預けている当座預金すべてにまでマイナス0.4%のマイナス金利を適用され、その利息相当分をユーロシステムに払わせられていたことになる。

今回の政策委員会の決定では、10月30日に積み立てが開始される19年の第7積立期間から、この当座預金に新たに2階層方式が導入されることになった。マイナス金利の適用を免れる「例外階層（the exempt tier）」が、各民間銀行の最低所要準備預金額の一定の倍数（各民間金融機関に共通）として設定される。スタート時点の倍数は「6」だ。

ちなみに、9月20日時点のユーロシステムのバランス・シートの負債勘定の計数をみると、民間銀行がユーロシステムに預けている当座預金の総額は1兆3949億ユーロであるのに対して、預金ファシリティの残高は4644億ユーロ。当座預金のうち最低所要準備額は1320億ユーロ（ただし、9月17日に終了する積立期間の平残ベース）程度の模様だ。これを基に大まかに試算すると、「DFRマイナス0.4%、階層方式なし」の下で民間銀行がユーロシステムに支払われていた利息は年当たり約69億ユーロ、これに対して「DFRマイナス0.5%、2階層方式適用」の下での同利息は年当たり約47億ユーロとなる。要するに、今回の利下げは、外国為替市場でのユーロ相場に配慮しつつ、マイナスの付利による域内の民間銀行の負担を実質的には軽減できる金融緩和策、ということなのだろう。

他方、日銀の黒田東彦総裁は、9月19日の金融政策決定会合後の記者会見やその後の講演等の場を通じて、日銀が次回の10月の同会合の場で経済・物価動向を再点検すると明言したほか、マイナス金利のさらなる深掘りの可能性をおおせている。日銀としてもECBと同様に階層方式の設定をいじれば、名目的なマイナス金利水準をさらに深掘りすることもできなくはないのかもしれない。しかしながら、そこまでして主要中銀が、通貨安競争、ないしはマイナス金利の深掘り競争をすることの、各国の金融仲介機能や実体経済に対する実質的な意義が果たしてどれほどあるのだろうか。

この数年間の主要中銀の経験で分かったことは、マイナス金利を中銀が作り出すことは可能だが、それは「中銀が人為的に作り出したもの」の域を決して超えることはなかった、ということではないのか。「利息とは、お金を借りた側が貸した側に払うもの」という大原則をどの国も覆すことはできず、それを一般の預金者に強いることもほとんどできていない。故に民間銀行側の負担は重くなり、その副作用は深刻になりつつある。

ドラギ総裁も昨年末ごろまでは、任期末までに利上げに転じてマイナス金利からの脱却のめどをつけ、8年間の総裁任期満了の花道にするのではないかと言われていた。実際には米中の貿易戦争が激化し、英国の「合意無き欧州連合（EU）離脱」が現実味を増す中、残念ながら、そのシナリ

オを実現させることはできなかった。ECB内での深刻な不協和音を含め、さまざまな重い課題がラガルド新体制に持ち越されることになる。(了)

[/20190930NNN0012]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved