

みずほマーケット・トピック(2019年4月3日)

ECB はマイナス金利を階層化するのか？

ECB がマイナス金利の階層化(tearing)を検討しているとの観測報道がにわかに増えている。3月27日のECBウォッチャー会議におけるドラギ総裁の発言が発端である。「マイナス金利の適用範囲を限定する」という階層化は日銀やスイス国立銀行(SNB)が実施しているが、ECBのケースは他中銀のそれに比べて複雑な事情が絡み合っており、現時点では実現可能性が低いと筆者は考える。なぜか最近の報道では触れられていないが、実はECBは3年前にも階層化を検討し見送った経緯がある。当時のECBが階層化を敬遠した理由は2つ。不要な利下げ観測を招きたくなかったこと、実行するにしても、単一通貨圏では事務的な困難を伴うという事情もあること、だ。はともかく、は域内特有の構造的な問題なので健在であろう。むしろ、27日の発言で注目すべきは、将来的なFG修正(とこれに伴う利上げの後ずれ)が改めてドラギ総裁から示唆されたことである。やはり利上げに関し、3か月程度の延期では十分ではなかった。

～ ECB のマイナス金利階層化観測～

先週末、ECB がマイナス金利の階層化を検討しているとの観測報道がにわかに増え始めている。これは3月27日のECBウォッチャー会議('The ECB and Its Watchers XX')における講演でドラギ ECB 総裁が「必要に応じマイナス金利の副作用を緩和しつつ、それが経済にもたらす好ましい影響を確保可能な手段を検討する必要がある。そうは言っても銀行の低い収益力はマイナス金利の避けられない代償ではない」と述べたことに由来している。要は「マイナス金利政策を温存しつつ、銀行の収益性にも配慮する手段」という趣旨であり、具体的には「マイナス金利の適用範囲を限定する」という話が連想されている。一例として真っ先に思い浮かぶのは日銀やスイス国立銀行(SNB)の行うマイナス金利適用残高の階層化(tearing)という話だ。しかし、ECBの階層化は他中銀のそれに比べて複雑な事情が絡み合っており、現時点では実現可能性が低いと筆者は見ている

～ 3年前にも階層化騒動はあった～

最近のマイナス金利階層化報道を見ていて解せないことは、同様の騒動が3年前にもあったという事実に殆ど触れられていないことだ。具体的には2016年3月10日の政策理事会前に、マイナス金利政策がユーロ圏の金融システムの安全性を毀損しているとの悪評を背景として「ECBも準備預金の階層化に踏み切るのではないか」との思惑が強まったことがあった。しかし、そのような決定が下されることはなかった。同会合の会見でドラギ総裁は階層化の検討をしたことは認めつつ、以下のように述べた(本論点に関しては拙著『ECB 欧州中央銀行: 組織、戦略から銀行監督まで』の【BOX 1】が詳しいので参照されたい):

- 階層化された準備預金システムを持たない、もしくは(マイナス金利に対する)免除システムを

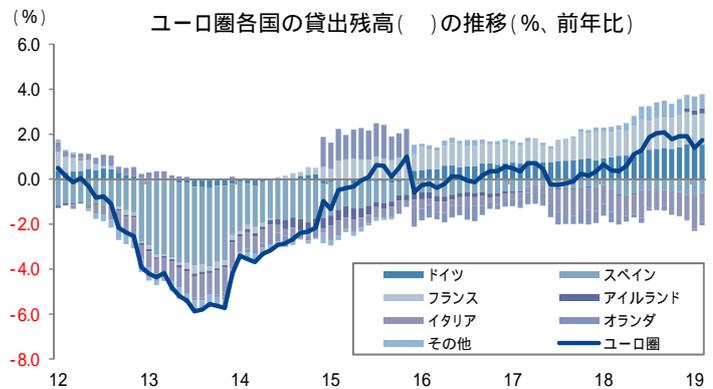
持たないという最終決定は望むだけマイナス幅を拡大できるというシグナルを送りたくなかったという思いだけではない。ユーロ圏のような地域では、全く異なる市場環境の中に異なる規模、異なる状況の多くの銀行が存在するという著しい複雑さがある（だから域内一律に階層化するの**は事務的に困難である**ということ）

こうした発言から分かるように、当時の ECB が階層化を敬遠した理由は 2 つある。 不要な利下げ観測を招きたくなかったこと、実行するにしても、単一通貨圏では事務的な困難を伴うという事情もあることである。 については、階層化自体が追加利下げへの布石と取られる可能性があることを懸念したものだ。つまり、階層化により金融機関への悪影響が和らぐため、「もっと利下げできるはず」との思惑が生じやすくなることを警戒したのである。マイナス金利政策は導入当初、理論的に想定されていた名目金利の非負制約を打ち破ったという点から、無限の拡張可能性を備えた政策のように語られることがあったが、やはり限界はあったということである。

次に は単一通貨圏でありながら、各国ごとに市況はもちろん、取引慣行や言語、規模などが異なることを踏まえれば、一律のルールを課した上で適用残高を限定するという措置の執行が難しいという論点である。 言い換えれば、「政策として決定しても、事務的な複雑さを理由に実行力を担保できないという懸念」である。仮にも正常化を模索している現状では を心配する声はなさそうだが、 の問題は域内特有の構造的なものであり、今も健在ではないのだろうか。

～政策理事会は一枚岩ではない～

現状得られる情報から判断する限り、政策理事会も同案に対して一枚岩ではない。 例えば上記講演の翌日(28日)、クノット・オランダ中銀総裁は、階層化について「一部の金融機関を特別扱いするもので市場にゆがみが生じかねない」として否定的な考えを示している。また、31日には独紙とのインタビューにおいて「マイナス金利が銀行の収益性に影響を及ぼし、それにより金融政策の効果が阻害されているという裏付けがある程度



少なくともなくてはならない。その解決策として、金利の階層化が最善の方法だと私が納得する必要もある。いずれの点も疑問がある」と再度否定している。また、クノット総裁は金融機関の収益性は ECB の最優先目標ではないとも指摘したという。恐らく、日本のマイナス金利政策において当初から階層化が採用されていなかった場合、このような論陣が幅を利かせていた可能性が高そうである。なお、ドラギ総裁が上記講演で階層化を示唆するよりも 2 週間前の 3 月 12 日、チーフエコノミストであるプラート理事もツイッターへの投稿で「ECB が掲げる物価安定の目標達成に向け、マイナス金利は引き続き強力な政策手段となっている」とし、「企業と家計の資金調達状況に対するプラスの影響は副作用を上回っている」との考えを示している。プラート理事は 28 日にも「階層化を導入

するには、それが金融政策の問題に効果的に対応するという確信が必要だ。取り得るあらゆる手段について準備しておかなければならない」と述べており、クノット総裁ほどのアレルギーはなさそうだが、「検討を要する」という慎重さが見え隠れする。

こうした一部高官の言動から察するに、階層化の導入にあたっては「金融機関収益にどの程度のダメージがあるのか」、「そのダメージによって金融政策の波及経路がどの程度毀損しているのか」が争点となりそうである(もちろん、上述の技術的問題はクリアされているという前提ではあるが)。この点、上述した 2016 年 3 月 10 日後の会見でドラギ総裁は「銀行システム全体の収益性がマイナス金利導入により阻害されていないことを裏付けるデータはある。むしろ、これは全体の話であって、個別行を見れば同じ状況にあるわけではなく、どの銀行もそうだとは言えない」との発言を行っている。マイナス金利の副作用に関し、3 年前の時点では、個別行への影響こそ不安視されていたものの、トータルで見ればそうでもなかったという実情が窺える。27 日の講演で見られた発言から察するに、現状では、こうした当時の懸念が 1~2 歩強まっているという感じだろうか。前頁図に示した通り、域内の貸出は全体として伸びてはいるが、イタリアやスペインなどは恒常的な前年割れとなっている。金融システムへの配慮があるとすれば、やはりこれらの地域が念頭にあるのだろう。

~「漏れ出た本音」の方が気かり~

以上のような事情を踏まえると、ECB がマイナス金利の階層化が一足飛びに採用される雰囲気はない。少なくとも上述のような情報発信を踏まえれば、4 月政策理事会では相応に議論の紛糾があつて然るべきだろう。何よりターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)のスキーム設計と発表を 6 月までに行わなければならない台所事情を考慮すれば、今、階層化という技術的難易度が高そうな措置を検討するのは難しいのではないか。

むしろ、冒頭の ECB ウォッチャー会議におけるドラギ総裁講演については、ほかに気かりな部分があった。同講演の締め部分でドラギ総裁は「(3 月にそうしたように)新しい物価見通しを反映するようにフォワードガイダンス(FG)を調整することで、金融政策は経済に寄り添い続ける」と述べた。周知の通り、3 月政策理事会を経て ECB は最速で今年 9 月と目された利上げ着手の時期を今年 12 月へ後ずれさせた。



会合後の本欄では、この 3 か月延期は小出し感が否めず早晚修正が必要になるとの懸念を示したが、早速地均しを始めたようだ。恐らく、この「3 か月延期」という誰が見ても中途半端な措置にとどまった背景は ドイツを筆頭とするタカ派への配慮のほか、11 月就任となる新総裁の手足を縛りたくないといった事情があると思われ、「いずれ修正が必要になる」という本音を抱えていたのではないかと推測する。今回の講演で将来的な FG 修正(とこれに伴う利上げの後ずれ)を示唆したのは、秘めていた本音が漏れ出たということではないかと筆者は読んでいる。講演直後、ドイツ 10 年金利は日本 10 年金利を 2016 年 10 月以来、約 2 年 6 か月ぶりに下回っているが、これは ECB の利上

げ着手が一段と後ろ倒しになることを見越した動きなのだろう(前頁図)。まさにこうした動きが日本化の象徴として耳目を集めやすいが、本当に着目すべき構造変化はより根深いところにある点は拙著『欧州リスク:日本化・円化・日銀化』の紹介を通じて先日の本欄¹でも議論した通りである。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2019年3月18日号『「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|---|
| 2019年4月2日 | 円高を阻む経常収支構造の変化 |
| 2019年4月1日 | 「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査 |
| 2019年3月29日 | 週末版 |
| 2019年3月26日 | 円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～ |
| 2019年3月25日 | 「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方 |
| 2019年3月22日 | 週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～) |
| 2019年3月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分) |
| 2019年3月18日 | 「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方 |
| 2019年3月15日 | 週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～) |
| 2019年3月14日 | 「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金 |
| 2019年3月13日 | ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」 |
| 2019年3月12日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分) |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分) |
| 2019年3月8日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～) |
| 2019年3月5日 | 米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」 |
| 2019年3月4日 | 大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～ |
| 2019年3月1日 | 週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～) |
| 2019年2月27日 | 米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～ |
| 2019年2月25日 | 円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～ |
| 2019年2月22日 | 週末版 |
| 2019年2月21日 | FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～ |
| 2019年2月20日 | 自動車関税を前に考える日欧の立ち位置 |
| 2019年2月18日 | 停滞する日米欧中銀への期待と為替相場 |
| 2019年2月15日 | 週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～) |
| 2019年2月14日 | 看過できない伊仏関係の悪化～大戦以来の大使召還～ |
| 2019年2月13日 | ドル/円相場は新常态にあるのか? |
| 2019年2月12日 | 変わりそうにない対外直接投資の潮流 |
| 2019年2月8日 | 週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～) |
| 2019年2月7日 | 次期ECB総裁レースの現状整理 |
| 2019年2月6日 | バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状 |
| 2019年2月5日 | ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～ |
| 2019年2月1日 | 週末版 |
| 2019年1月31日 | FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～ |
| 2019年1月29日 | 「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略 |
| 2019年1月28日 | 円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～ |
| 2019年1月25日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～) |
| 2019年1月24日 | 日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～ |
| 2019年1月22日 | 堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速 |
| 2019年1月21日 | 対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～ |
| 2019年1月18日 | 週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～) |
| 2019年1月17日 | 英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～ |
| 2019年1月11日 | 週末版 |
| 2019年1月8日 | 財界トップの相場観と静か過ぎる「波」 |
| 2019年1月7日 | 「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について |
| 2019年1月4日 | 波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～ |
| 2018年12月27日 | 3つの論点で要約する19年見通し |
| 2018年12月25日 | FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～ |
| 2018年12月21日 | 週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～) |
| 2018年12月19日 | FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分) |
| 2018年12月17日 | 2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか? |
| 2018年12月14日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～) |
| 2018年12月12日 | 2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～ |
| 2018年12月11日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～ |
| 2018年12月10日 | 動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU |
| 2018年12月7日 | 週末版 |
| 2018年12月5日 | 遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～ |
| 2018年12月4日 | パリ暴動の読み方～2つの懸念～ |
| 2018年12月3日 | 米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～ |
| 2018年11月30日 | 週末版 |
| 2018年11月28日 | メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～ |
| 2018年11月27日 | 続・「安全資産としての円買」が勢いづかない理由 |
| 2018年11月26日 | ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～ |
| 2018年11月22日 | 週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～) |
| 2018年11月21日 | ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場 |
| 2018年11月20日 | ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について |
| 2018年11月19日 | イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分) |
| 2018年11月16日 | 週末版 |
| 2018年11月15日 | メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～ |
| 2018年11月14日 | ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか |
| 2018年11月13日 | 四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～ |
| 2018年11月12日 | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望 |
| 2018年11月9日 | 週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～) |
| 2018年11月8日 | メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～ |
| 2018年11月7日 | 示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～ |
| 2018年11月6日 | 露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～ |
| 2018年11月5日 | 米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～ |
| 2018年11月2日 | 週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～) |
| 2018年10月30日 | 「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～ |
| 2018年10月29日 | メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～ |
| 2018年10月26日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～) |
| 2018年10月25日 | ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～ |
| 2018年10月24日 | 「安全資産としての円買」が勢いづかない理由 |
| 2018年10月23日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分) |
| 2018年10月19日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡」に映った「自分」に踊るFRBの危うさ～) |
| 2018年10月18日 | 為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～ |
| 2018年10月17日 | ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～ |
| 2018年10月16日 | ユーロ相場と資本フローの近況 |
| 2018年10月15日 | 為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～ |
| 2018年10月12日 | 週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～) |