

EU Trends

いかにもドラギらしい

発表日：2015年1月23日(金)

～緩和マネー継続に安心感も、物価の浮揚効果は未知数～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ ECBは月額600億ユーロ、総額1兆1,400億ユーロの資産買い入れ策を決定。“1兆ユーロのバランスシート拡大”の呪縛に囚われていた市場の期待を上回る規模の量的緩和策を発表した。買い入れ期間は2016年9月までとしながらも、物価安定が確保できない場合の緩和強化の可能性を示唆し、事実上はオープンエンド型の量的緩和の要素を含んでいる。
- ◇ 規模拡大の代わりに譲歩を余儀なくされたのがリスク共有の制限。損失発生時に各国中銀でリスクを分担する買い入れは20%にとどまり、残りの80%は各国中銀が損失を負担する。しかもリスクを分担する20%のうち12%はデフォルトとは無縁のEU機関債。残りの8%の半分超がAAA格の国債で、各国中銀が事実上リスクを負担する割合は極めて低い。
- ◇ 投資適格外の国債はEUの支援プログラム下にいることを条件に購入対象とすることを認めたが、ギリシャ国債については発行体キャップに抵触するため、ECBの保有するギリシャ国債が満期償還を迎える7月までは新たな買い入れができないことを発表した。ギリシャの総選挙と支援協議の行方が定まるまでは、ギリシャ国債の購入を避けた。
- ◇ ひとまず市場の期待を上回る緩和発表で、一段の金利低下やユーロ安進行を促すことに成功したが、ユーロ圏の量的緩和に米英ほどの効果は期待できない。当面は物価のマイナス推移が続くと見られるなか、量的緩和の開始後も期待インフレ率の浮揚につながらない場合、いよいよ手詰まり感が強まる。
- ◇ さらに量的緩和の強化が必要となった場合、①既存の買い入れ策を2016年9月以降も延長する、②社債などに対象資産を拡大する、③月毎の買い入れ額を強化する、④25%の発行キャップを見直す、ことが考えられる。

■ 1兆ユーロ超の量的緩和の開始を決定

ECBは1月22日の理事会で月額600億ユーロの資産買い入れ策を決定した。買い入れは3月に開始し、2016年9月まで続けるとしており、総額の買い入れ額は1兆1,400億ユーロに達する。5,000～6,000億ユーロ程度のコンセンサス予想や月額500億ユーロとの前日の観測報道を上回る規模の量的緩和策を発表した。国債QEは市場の待望論が大きかったECBの“切り札”とも言える政策。切り札を投入するからには、市場の期待を上回る大胆な策を演出する辺りは、いかにも市場の期待誘導に長けたドラギ総裁らしい。し

かも、買い入れ期間は2016年9月までとしながらも、中期的な物価安定目標の達成に即した物価の持続的な動きが確認されるまでは買い入れを継続する方針があることを示唆。このことは、ECBのバランスシートを1兆ユーロ追加的に拡大する意図があるとした先月までの数値目標を引き上げたうえ（1.14兆ユーロの資産買い入れ+コンセンサス予想で約4,500億ユーロのTLTRO利用額-3年物LTROの償還額約2,000億ユーロ≒1.4兆ユーロ）、事実上オープンエンドの量的緩和策を開始したことを意味する。そのうえでドラギ総裁は、今回の量的緩和策が法的にも金融政策のツールであることを理事会が全会一致で決定したことを明かした。つまり、今後、法抵触の恐れがECBの量的緩和策の障害となる可能性も後退した。

ただ、ドラギ総裁の巧みな話術に騙されてはいけない面もある。月額600億ユーロの資産買い入れには、昨年開始したカバードボンドとABSの購入策も含まれる。また、今回追加される対象資産には、国債と国営企業債の他に、EU機関債も含まれる。EU機関債の買い入れ割合は12%（月額72億ユーロ）、プログラムの開始以来のカバードボンドとABSの平均的な購入額は月額100億ユーロ程度。これらを除いた国債・国営企業債の購入額は月額428億ユーロ、仮に国営企業債の買い入れ割合を5%（月額30億ユーロ）程度と見積もると、国債の購入額は月額398億ユーロ、総額7,562億ユーロの規模感となる（図表1）。なお、公共債（国債・国営企業債・EU機関債）と非公共債（カバードボンド・ABS）の買い入れ比率は事前に決められたものではなく、ドラギ総裁は市場規模の拡大に伴い将来的にABSの買い取り額が増加することを見込んでいる。その分、最終的な国債の買い入れ規模は7,562億ユーロを下回ろう。

（図表1）ECBの量的緩和策の債券別購入額

	資本金 構成比 (%)	購入割合 (%)	購入額		発行総額 (億ユーロ)	購入総額/ 発行総額 (%)
			月額 (億ユーロ)	総額 (億ユーロ)		
合計	—	100.0	600	11,400	—	—
カバードボンド・ABS	—	16.7	100	1,900	—	—
EU機関債	—	12.0	72	1,368	—	—
国営企業債	—	5.0	30	570	—	—
国債	100.00	66.3	398	7,562	—	—
ドイツ	25.57	17.0	102	1,933	11,310	17.1
フランス	20.14	13.4	80	1,523	15,514	9.8
イタリア	17.49	11.6	70	1,323	17,952	7.4
スペイン	12.56	8.3	50	950	8,687	10.9
オランダ	5.69	3.8	23	430	3,563	12.1
ベルギー	3.52	2.3	14	266	3,516	7.6
ギリシャ	2.89	1.9	11	218	809	27.0
オーストリア	2.79	1.8	11	211	2,096	10.1
ポルトガル	2.48	1.6	10	187	1,178	15.9
フィンランド	1.78	1.2	7	135	987	13.7
アイルランド	1.65	1.1	7	125	1,211	10.3
スロバキア	1.10	0.7	4	83	348	23.9
リトアニア	0.59	0.4	2	44	n/a	n/a
スロベニア	0.49	0.3	2	37	n/a	n/a
ラトビア	0.40	0.3	2	30	58	52.6
ルクセンブルク	0.29	0.2	1	22	n/a	n/a
エストニア	0.27	0.2	1	21	n/a	n/a
キプロス	0.21	0.1	1	16	n/a	n/a
マルタ	0.09	0.1	0	7	n/a	n/a

注：国債発行残高と公的融資残高は1月13日時点、n/aはBloombergが集計値を未公表
 出所：Bloomberg、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

資産買い入れの規模を大きくする代わりに反対派・消極派に配慮して譲歩を余儀なくされたのが、損失発生時のリスク共有を制限する仕組み。購入の20%は損失発生時に各国中銀が資本金の拠出割合に応じて損失を穴埋めする（リスクを共有する）が、残りの80%は各国中銀の責任で購入する（損失発生時のリスクを共有しない）ハイブリッド方式で決着した。ドラギ総裁はリスク共有の制限が必要となった理由を「将来の潜在的な出来事に対する意図せぬ結果（＝意図せぬ損失発生）に対するユーロ圏の多くの国の懸念を和らげるため」と説明した。こうした妥協案は事前の観測報道にも出ていた通りだが、リスクを共有しない購入が80%を占めるのは、かなり高い印象だ。しかもリスクを共有する20%のうち、12%は損失発生リスクとは無縁のEU機関債。事実上、各国中銀がリスクを共有するのは買い入れの僅か8%。ここから信用力の高い国債の購入分を除外すれば、損失を分担するリスクは一段と極小化する。

リスク共有の有無でバランスシートの拡大量に違いが生じる訳ではなく、本来、その効果に違いはない。ドラギ総裁もリスク共有の制限が政策効果にはほとんど影響しないことを強調した。ただ、各国中銀による購入では損失発生時に投資家が損失負担を求められる確率が高まることから、信用力の劣る国債の利回りにリスクプレミアムが上乘せられ、その分、金利低下を通じた緩和効果が小さくなる可能性がある。また、量的緩和策の効果は多分に心理的な働きかけに依存しており、リスク共有の割合が少ないことで、通貨統合や金融政策の一体性が損なわれ、ECBがデフレ阻止で一丸となっていないと受け止められれば、効果が減退する恐れもある。さらに、反対派・消極派を説得するのに、買い入れ方法で大幅な譲歩を余儀なくされたとすれば、将来的に緩和策を強化する必要に迫られた場合、ハードルがそれなりに高いことを想起させる。

国債と国営企業債については、ECBの資本金の拠出比率に基づき、国別の買い入れ額が配分される。原則として投資適格級の債権を対象とするが、EUの支援プログラム下にいる限りにおいて、特例として投資適格外の国債・国営企業債（ギリシャとキプロス）も対象とする。ただ、ドラギ総裁はギリシャ国債については、別途設定する1発行体当たりの買い入れ額を発行残高の33%までとする上限規定に抵触するため、SMPを通じてECBが購入したギリシャ国債が7月に満期償還を迎えるまでは、新規の買い入れが出来ないことを明かした。この発行体キャップは、ギリシャの総選挙やその後の支援協議の行方を見極めるまではギリシャ国債の購入を手控えるために設定されたものと見られる。なぜなら、この発行体キャップの他に、各債券の発行残高に対する買い入れの上限比率を25%と定めており、発行体キャップが問題となるのはECBによる既存の国債購入額が大きい国に限られるためだ（新規に購入する債券の全てを25%以下で買う限り、発行体キャップの33%に抵触することはない）。

なお、各債券の発行キャップが25%に設定されたのは、一般に集団行動条項（CAC）の発動を阻止できる25%以上の国債保有をECBに禁じるための措置と考えられる。ギリシャの債務交換での混乱を受け、2013年以降に発行されたユーロ圏内の国債にはCACが付いている。ECBは今回の国債購入がOMT同様にパリパス（他の投資家と同じ返済順位を設定）であるとするが、同時にECBは債務リストラに必ず反対することを表明している。ECBが発行額の25%以上を保有していると、CACの拒否権が必ず発動されることになり、債務リストラが必要な際にECB以外の債券保有者の損失負担が大きくなる。これはECB以外の投資家にとって債券購入を阻害する要因となり、市場を歪めることにつながりかねないとの判断が働いたものと思われる。

発行体キャップ・発行キャップを除けば、買い入れ可能な資産のユニバースを狭める条件は設定されなかった。買い入れ可能な債券の年限は2～30年とかなり広いものに設定され、インフレ連動債も購入対象に含まれた。マイナス金利の国債、CAC付きの債権も購入対象から除外されなかった。

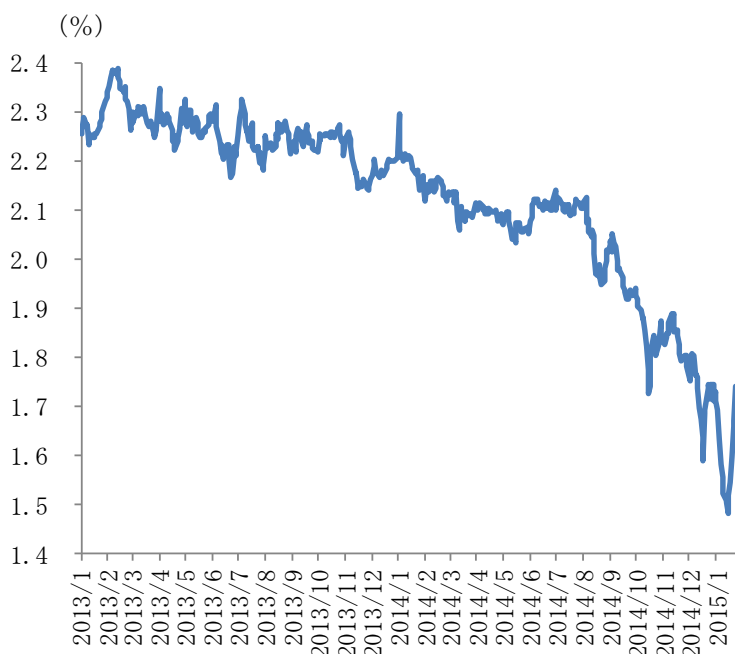
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回の理事会では、資産購入策の発表と合わせ、今後のTLTROの適用金利を利用時点の主要政策金利とすることを発表した。従来の適用金利は「主要政策金利+10bps」だったので上乗せ金利を廃止したことになる。過去2回のTLTRO利用が伸び悩んだことを受け、金利条件をさらに緩和した。ただ、TLTROの利用が伸び悩んでいるのは、資金需要が乏しく、貸出純増の基準達成が危ぶまれることにある。上乗せ金利廃止だけでTLTROの利用が活発化することは望めない。

■ 不透明な実体経済の浮揚効果

ECBは市場の期待を上回る規模の量的緩和策を決定した訳だが、これによりユーロ圏の景気や物価の浮揚につながるかは予断を許さない。鍵を握るのは期待インフレ率の推移だろう。5年先5年物スワップ金利でみた中期的な期待インフレ率は、原油価格にひきずられる形で急低下を続けてきたが、量的緩和の開始を受け反発している（図表2）。ただ、原油価格の大幅な反発が期待できないなか、ユーロ圏の消費者物価は今年の大半はマイナス圏で推移する可能性が高い。マイナス物価の長期化が期待インフレ率に組み込まれるリスクは燻り続けよう。

（図表2）ユーロ圏の中期的な期待インフレ率

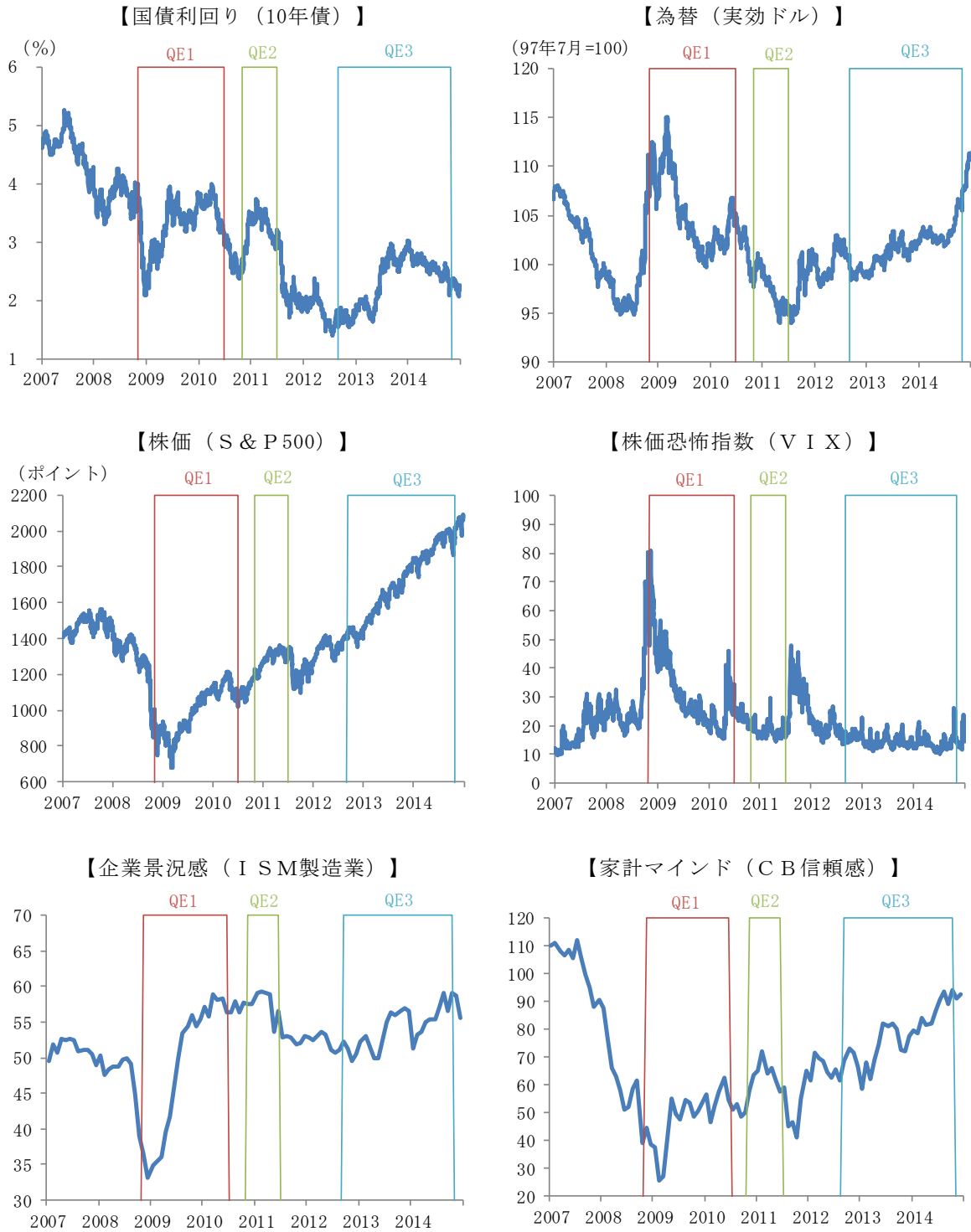


出所：Bloombergより第一生命経済研究所が作成

ECBの量的緩和策は、米国や英国の量的緩和策と比べて効果が限定的となる可能性がある。米国の量的緩和時の金融市場や経済指標の推移を確認すると（図表3）、米国債利回りはQE1では開始直後に大きく低下、QE2とQE3では追加緩和を事前に織り込む形で実際に政策を開始する前に低下した後、QE開始後は景気回復期待もあり上昇に転じた。ドルの実効為替レートはQE1とQE2ではQE開始後に一段と低下したが、QE3ではテーパリングの開始や日欧の緩和強化の影響もありドル高が進んだ。株価は何れのケースもQE開始直後にいったん調整し、その後は資産市場への資金流入や景気回復期待もあり持続的に上昇している。金融市場の緊張度合いを示すVIX指数は、QE1の開始で大幅に低下したが、

QE 2 と QE 3 の開始時点では低位で安定していた。企業や家計の景況感はQE 1 の開始後は大きく反発したが、QE 2 と QE 3 での反応は区々で明確な傾向は見て取れない。こうしてみると、量的緩和の効果は、金融市場での緊張が著しく高まっている時期の方が大きかったと言えそうだ。

(図表 3) 米国の量的緩和前後の主要な金融市場の動き



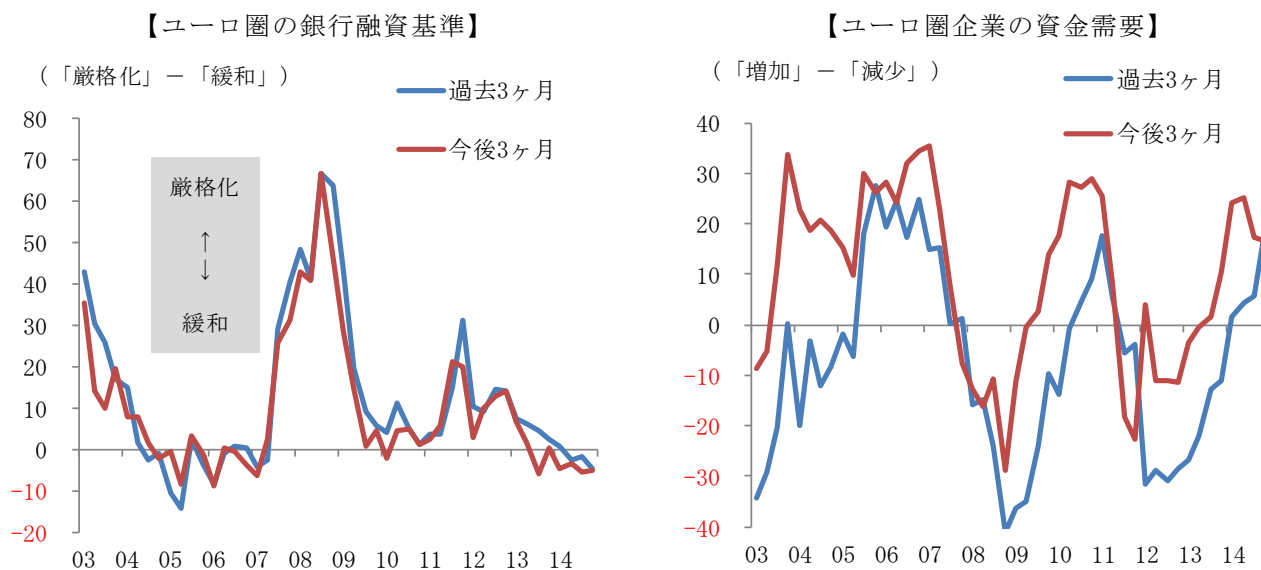
出所：Thomson Reuters、ISM、コンファレンスボード資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

この点、E C Bの量的緩和は、以下の通り、米国ほどの政策効果を期待できない要素がある。ただ、今後の量的緩和強化への期待感と出口を模索する米国との金融政策のベクトルの相違により、一段のユーロ安が進む可能性があり、この点は景気・物価の浮揚につながることを期待される。

- ユーロ圏はデフレの危機に瀕しているとは言え、米国のQ E 1開始時のように金融市場で著しいストレスが生じている訳ではない。それどころか、金利やクレジットスプレッドは歴史的な低水準にあり、株価も史上最高値圏で推移しており、量的緩和開始による心理的な浮揚効果は限られよう。
- 金融市場ではE C Bがいずれ国債購入を開始すると観測から、実際の政策変更前先んじて金利の低下やユーロ安が進んできた。緩和を見送った場合の金利上昇やユーロ高進行を回避するという意味での消極的な緩和効果はあるが、追加的な緩和効果に多くを期待することは難しい。
- 財政ファイナンスとの兼ね合いで資本金拠出割合に応じた買い入れとなるため、ドイツなど信用力の高い国債を相当割合で購入する必要があり、同額の国債買い入れであっても高利回り国債に的を絞ったものと比べて効果が小さくなる可能性がある。
- 欧州では家計の株式保有比率がそれほど高くなく、株高による資産効果も米英に比べて小さなものにとどまろう。そもそも、欧州の株式相場は2011-12年を底に回復を続けてきたが、資産効果に景気を大きく浮揚させる力は観察されてこなかった。
- 間接金融が中心のユーロ圏では、銀行の貸出経路を通じた緩和効果の波及が重要となってくる。サーベイ調査では銀行の融資基準が緩和に向かい、企業の資金需要に回復の兆しもあるが（図表4）、T L T R O第1弾・第2弾の利用額が伸び悩んだことから明らかな通り、銀行の調達環境や調達コストが貸出低迷の主要因ではない。
- 日銀を始め量的緩和策を採用した中央銀行は、資産買い入れの増額に伴い負債サイドで当座預金残高を積み上げてきた。E C Bの当座預金や預金ファシリティに滞留する資金に罰則金利が適用されることで、金融機関が大規模な資産購入に応じない恐れもある。

（図表4）銀行融資基準と企業の資金需要

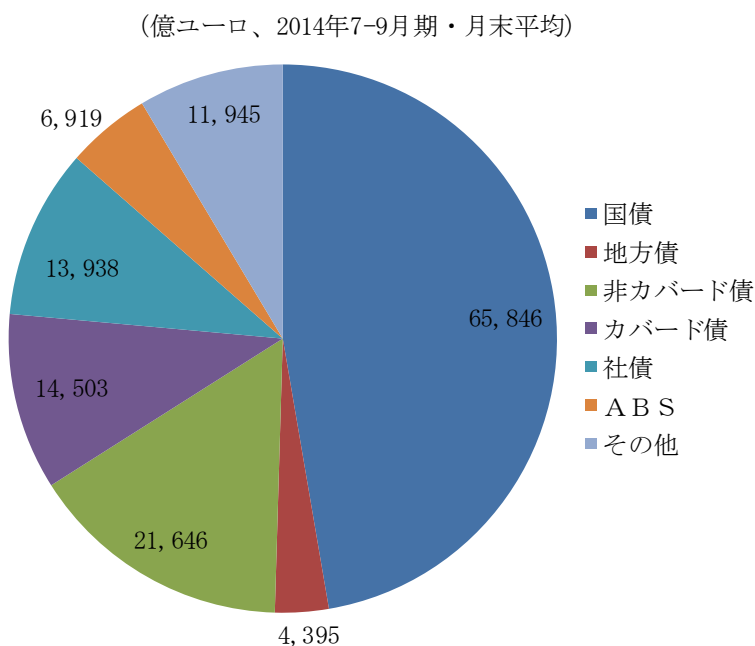


出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ECBは必要に応じて量的緩和を強化する可能性をしている。既存のスキームを維持したうえで、終了期間を2016年9月以降に延期する場合、25%の発行キャップが買い入れ拡大の上限となつてこよう。ユーロ圏の国債市場の規模は約6.5兆ユーロ（図表5）。全ての国債を25%の上限まで購入した場合、単純計算で国債購入の規模を1.6兆ユーロ程度まで倍増することは可能だ。今と同ペースの量的緩和策を最長で2018年5月まで続けられることを意味する。その他の緩和強化の方法としては、今回買い入れの対象から除外された社債などを買い入れ資産に加えることや、月毎の買い入れ額を強化すること、場合によっては発行キャップそのものの上限を見直すことも考えられよう。

（図表5）ECBが金融政策運営上の対象とする市場性資産残高



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

■ ドラギ頼みもここまで来た

振り返ってみれば、欧州債務危機の発生以降、危機波及を恐れた各国が競って財政引き締めに取り組んだことによる皺寄せは金融政策に及び、ECBは景気・物価浮揚の役割を一手に引き受けてきた。そして、SMPによる国債購入ではギリシャやアイルランドなど財政不安国の国債利回りの上昇抑制に取り組み、3年物LTROではイタリアやスペインの銀行による自国債購入とそれによる国債利回りの上昇抑制を水面下で指揮した。さらに、債務危機がイタリアやスペインなど大国に波及するリスクが高まった局面では、ESMの融資能力不足を補完する役割が求められ、かの有名な「ユーロ防衛のために何でもする」と発言。それを具現化したOMTは、無制限の火力を持つECBが後ろに控えているとの安心感を市場に与え、債務危機が鎮静化に向かう転機となった。その後、銀行危機の再発防止を目的とした銀行同盟の創設では、大手行の銀行監督を一元的に担う役割も引き受けることとなった。

そして今回、FRBが利上げ開始を模索するなか、ECBはFRBに代わる緩和マネーの供給主体となることに期待されている。ドラギ総裁はその期待にひとまず見事に応えてみせた訳だが、“切り札”を投

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

入した今、量的緩和の開始後も期待インフレ率の浮揚につながらない場合、いよいよ手詰まり感が強まる。皮肉なことに、量的緩和の開始が欧州の景気や物価の浮揚に不十分と受け止められることが、将来的な緩和強化への期待をつなぎとめる役割を担っている。ドラギ総裁の英断を喝采している市場が夢から醒めないことを願おう。

以上