

出玉不足が不安視されるECBの量的緩和

発表日：2015年3月19日(木)

～需給逼迫による金利低下やユーロ安効果に期待～

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の資産買い入れプログラムが始まり、1週目の買い入れ規模は月額600億ユーロの目標をやや上回るペースで推移している。出玉不足で買い入れ難を危惧する声も出ているが、まずはそうした不安を払拭する形で淡々と買い入れを行っている。
- ◇ ユーロ圏における量的緩和の効果に疑問視する声もあったが、買い入れ開始後に予想以上の金利低下とユーロ安が進んでいる。需給逼迫懸念があるドイツで短期債の買い余力が乏しく、中長期債の買い入れ規模が手厚くなると思惑から、ドイツ国債のイールドカーブが大幅にフラットニング。米独金利差が拡大し、ユーロ相場をパリティーに向けて押し下げている。
- ◇ ドイツ国債と政府機関債の買い入れ予定額は2,000億ユーロ強。対象資産の発行残高は1兆7,000億ユーロ程度あるが、対象年限、ユーロ建て、域内保有の債券に絞り、預金ファシリティ金利を下回るマイナス金利の債券を除外すると、対象資産のユニバースは3,000億ユーロ弱に縮小する。
- ◇ 仮に出玉不足で買い入れ目標の達成が難しくなった場合も、資金供給量の拡大を通じた緩和効果が弱まると考える必要はないかもしれない。国債需給の逼迫による金利低下やユーロ安が生じることで、予期せぬ緩和効果が上回る可能性がある。

■ 1週目の買い入れ規模は目標をやや上回るペース

3月第2週から始まったECBの「公的部門買い入れプログラム (PSPP)」は13日時点の約定金額が97.5億ユーロとなった(図表1)。これは9日から3日間での買い入れ金額とみられ(クーレ理事も12日に3日で98億ユーロの債券を購入したと発言している)、12・13の両日の購入分は未約定のため13日時点の金額には含まれていない模様。1日当たりの買い入れ額は32.5億ユーロ、3月中の買い入れ日を15日とすれば(第2週が3日、第3・4週が5日、第5週が2日)、3月中の買い入れ見込み額は487.6億ユーロとなる。ちなみに、買い入れ日を17日とすれば(第2週を5日と換算)、3月中の買い入れ見込み額は552.6億ユーロの計算。別途公表されている「資産担保証券買い入れプログラム (ABSPP)」と「カバードボンド買い入れプログラム第3弾 (CBPP3)」が第2週までの買い入れペースが続いた場合、月間の買い入れ額は各々6.1億ユーロと126.2億ユーロに達する見込み。ここから3月中の3プログラム合計(これを「拡大資産買い入れプログラム (EAPP)」と呼ぶ)での資産買い入れの見込み額は619.9億ユーロ(PSPPの買い入れ日を17日とすれば684.9億ユーロ)となり、月額600億ユーロの目標をやや上回るペースで買い入れが始まったことが確認される。

(図表1) ECBの拡大資産買い入れプログラムの進捗状況

		EAPP			
		PSPP	ABSPP	CBPP3	
2月27日時点の約定額	(億ユーロ)	—	0	34.8	512.1
3月13日時点の約定額	(億ユーロ)	—	97.5	37.5	569.5
3月1～13日の約定額	(億ユーロ)	—	97.5	2.8	57.4
対象営業日	(日)	—	3	10	10
1日当たり買い入れ額	(億ユーロ)	—	32.5	0.3	5.7
3月中の買い入れ日	(日)	—	15	22	22
3月中の買い入れ額	(億ユーロ)	619.9	487.6	6.1	126.2

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

■ 予想を上回る金利低下とユーロ安

量的緩和の効果を疑問視する声も一部にあったが、本格的な量的緩和の導入決定や開始後に、ユーロ圏各国の国債利回りに一段の低下圧力が加わっており、大幅なユーロ安が進行している。なかでもユーロ圏の代表的な国債の指標銘柄であるドイツ国債は、一時7年未満の利回りがマイナス圏に突入したほか、10年債利回りが0.2%台（18日は0.2%割れ）、30年債利回りが0.6%台に低下し、これは「超低金利」と言われて久しい日本の国債利回りをも下回っている。また、18日こそハト派な内容となった米FOMCで急速なドル高の巻き戻しが生じたが、順調な景気回復が続く米国で年内にも利上げが開始されるとの観測が高まっており、ECBの量的緩和の開始後は米独金利差拡大の思惑からドル高・ユーロ安が進行した。1ユーロ＝1ドルのパリティ到達も視野に入りつつある。

期待を遥かに上回る国債利回りの低下やユーロ安の背景には、当初、緩和効果を阻害する要因と見做されていた、①高格付け国債の購入、②マイナス預金金利が影響している。すなわち、今回の量的緩和では、域内で最大の経済規模を誇るドイツを筆頭に、最上位格付けの国債の購入割合が56.3%に上る。そのため、経済や財政情勢が困窮し、本来、緩和マネーを必要としている低格付け国に十分に資金が行き渡らないと不安視する声も上がっていた。同規模の国債QEを行うにしても、高利回り国債に的を絞ったものの方が、効果が大きくなると考えられていた訳だ。また、日銀を始めこれまで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貸借対照表上の負債サイドで当座預金残高を積み上げてきた。マイナスの預金金利を採用するユーロ圏では、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ため、金融機関が大規模な資産購入に応じない可能性があるかと危惧する声も出ていた。

蓋を開けてみると、財政が健全で、国債発行額の少ない高格付け国の国債需給が一段と逼迫するとの観測が高まり、ドイツの国債利回りに強烈な低下圧力が及んでいる。既に短期ゾーンの国債利回りは、ECBが購入対象とする下限金利に設定したマイナス0.2%近傍に張り付いている。短期債の買い余力が乏しいことから、中長期債の買い入れ規模が手厚くなるとの思惑から、中長期ゾーンの国債利回りが大きく低下している。まるで、2011年秋に米FRBが行ったオペレーション・ツイストと同じようなイールドカーブのフラットニングをもたらしている。代表的な国債指標銘柄であるドイツの国債利回りが低下したことで、金利裁定が働き他国の国債利回りにも幅広く低下圧力が及んでいるほか、外国為替市場の参加者が着目する米独金利差が拡大したことで、ドル高・ユーロ安を推し進めることにつながった。

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。

■ 十分な買い入れ規模を確保できるか

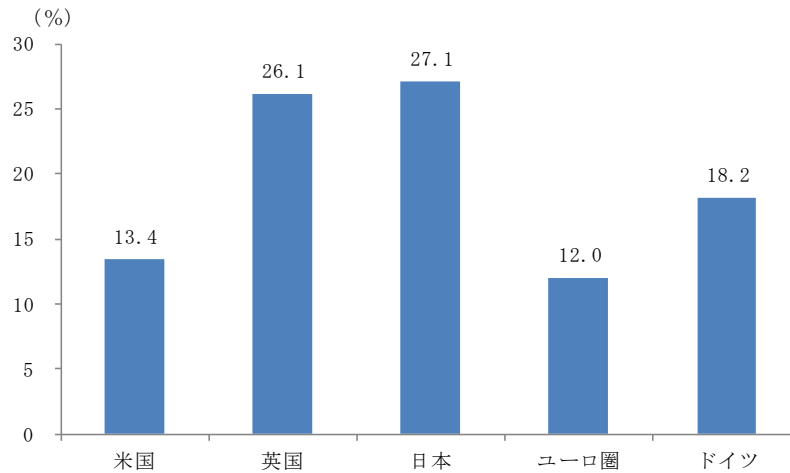
今回の量的緩和の開始により、ドイツなど幾つかの国では2015年中に予定されている国債発行額の8割近い金額をECBが買い入れる計算となる。予定している買い入れ額を消化するのに十分な売り物が出るかを不安視する声も上がっている。ドイツの短期国債利回りが、ECBが購入対象とするマイナス0.2%をやや下回る水準にまで低下していることから、資金の再投資先が見当たらないことや規制上の理由で国債を保有し続ける金融機関も存在する可能性を示唆している。需給逼迫懸念があるドイツでは、政府機関債を予め買い入れ対象に加えたほか、EU機関債などの代替購入も認めるなど、買い入れ規模を確保する制度設計上の工夫を施した。だが、このままの規模で国債購入を続ければ、いずれ需給逼迫が現実のものとなり、ECBが市場実勢よりも割高な価格での購入を余儀なくされるなどの弊害が出てくる恐れがある。

これまで国債QEを導入した主要国・地域について、国債発行残高に占める中央銀行の購入割合を確認すると、ユーロ圏全体では12.0%にとどまり、需給逼迫懸念のあるドイツでも18.2%と、日米英と比べて大きい訳ではない(図表2)。だが、日米英が何れも財政赤字国で新規の国債発行が増え続けているのに対し、ドイツは昨年の財政収支が45年振りに黒字を記録するなど、財政均衡化を逸早く達成している。グロスの国債発行はしばらく続く見込みだが、既発国債の償還分を加味したネットの国債発行額は既にマイナス圏にある。日米英と比べて需給逼迫の懸念が大きいのも頷ける。

では、実際のところ、ドイツ国債が出玉不足で購入できない事態は想定されるのだろうか。来年9月まで資産買い入れを続けた場合、ドイツ国債と政府機関債の購入総額は2,000億ユーロ強に達する(図表3)。ドイツ国債と対象の政府機関債の発行残高は現在1兆7,000億ユーロ程度あるが、2年超30年364日未満の対象債券に限れば約1兆1,000億ユーロに、さらにユーロ建て債券に限れば9,600億ユーロ程度に縮小する。しかも、買い入れはユーロ圏内の債券保有者が対象で、海外投資家は対象外となる。統計の制約上、ユーロ圏全体の数字となるが、国債の約45%は非ユーロ圏の投資家が保有している。ここから、ユーロ圏内の投資家が保有する対象債券は5,300億ユーロ程度に縮小する。そのうえ、マイナス0.2%以下の国債は買い入れ対象から除外される。この先、量的緩和の効果浸透もあり、景気や物価が上向いてくるとすれば、国債利回りにも徐々に上昇圧力が生じてくると見られる一方、需給逼迫により一段の金利低下圧力が及ぶ可能性も否定できない。例えば7年未満の国債を購入対象から除外した場合、買い入れ可能な資産は約2,900億ユーロにまで縮小する。つまり、最終的に対象資産の7割近くをECBが買い占める計算となる。

但し、こうした数字は簿価で買い入れを行った場合の計算例で、国債価格の上昇により、時価換算したECBによる買い入れ可能額は2割程度膨らむ点には注意を要する。また、仮に出玉不足で目標の買い入れ額に到達しない場合、資金供給量の拡大という意味での緩和効果が弱まるかもしれないが、需給逼迫懸念による金利低下や米独金利差拡大によるユーロ安と言った予期せぬ緩和効果が顕在化する可能性もある。

(図表2) 日米欧の量的緩和による国債発行残高に占める国債購入割合



注：1) 国債購入額は以下の通り
 米国：QE1/2/3の国債購入の合計額（1兆6,900億ドル）
 英国：資産購入プログラムの規模（3,750億ポンド）
 日本：3月10日時点の日銀の国債保有額（272兆円）
 ユーロ圏：国債購入の見込み額（8,132億ユーロ）
 ドイツ：国債購入の見込み額（2,079億ユーロ）
 2) 国債発行残高は3月13日時点の最新数値
 出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

(図表3) ECBの拡大資産購入プログラムの資産別買入れ額

		購入額			総額/対象債券 (%)	債券発行残高		
		月額 (億ユーロ)	総額 (億ユーロ)	購入割合 (%)		総額 (億ユーロ)	うち対象年限 (億ユーロ)	うちユーロ建て (億ユーロ)
資産購入計	合計	600	11,400	100.0	17.8	—	—	64,201
国債・政府機関債	合計	428	8,132	71.3	16.2	75,184	52,529	50,108
	国債	—	—	—	—	67,503	47,650	47,219
	政府機関債	—	—	—	—	7,681	4,879	2,890
ドイツ	合計	109	2,079	18.2	21.6	17,055	11,355	9,611
	国債	—	—	—	—	11,430	7,875	7,875
	ドイツ復興金融公庫 (KfW)	—	—	—	—	3,887	2,430	1,204
	バーデン=ビュルゲンベルク州開発銀行	—	—	—	—	322	163	84
	ドイツ農林金融公庫 (レンテンバンク)	—	—	—	—	691	464	156
	ノルトライン=ヴェストファーレン州開発銀行	—	—	—	—	724	422	293
フランス	合計	86	1,638	14.4	14.0	17,021	11,911	11,690
	国債	—	—	—	—	15,473	10,704	10,704
	フランス社会保障基金 (CADES)	—	—	—	—	1,334	1,020	800
	全国商工業雇用協会 (UNEDIC)	—	—	—	—	214	187	187
イタリア	国債	75	1,422	12.5	11.2	18,159	12,854	12,728
スペイン	合計	54	1,021	9.0	17.6	8,896	5,875	5,794
	国債	—	—	—	—	8,388	5,682	5,627
	スペイン開発金融公庫 (ICO)	—	—	—	—	509	193	167
オランダ	国債	24	463	4.1	18.6	3,541	2,490	2,488
ベルギー	国債	15	286	2.5	10.6	3,598	2,772	2,708
ギリシャ	国債	12	235	2.1	42.1	839	563	557
オーストリア	国債	12	227	2.0	13.9	2,142	1,647	1,631
ポルトガル	国債	11	201	1.8	22.1	1,246	954	912
フィンランド	国債	8	145	1.3	20.1	1,025	799	724
アイルランド	国債	7	134	1.2	13.6	1,244	990	990
スロバキア	国債	5	89	0.8	36.1	358	276	247
リトアニア	国債	3	48	0.4	—	—	—	—
スロベニア	国債	2	40	0.4	—	—	—	—
ラトビア	国債	2	33	0.3	113.3	61	45	29
ルクセンブルク	国債	1	23	0.2	—	—	—	—
エストニア	国債	1	22	0.2	—	—	—	—
キプロス	国債	1	17	0.2	—	—	—	—
マルタ	国債	0	7	0.1	—	—	—	—
国際機関	合計	72	1,368	12.0	33.4	8,164	6,120	4,093
	欧州評議会開発銀行 (COEDB)	—	—	—	—	206	137	49
	欧州原子力共同体 (EAEC)	—	—	—	—	3	2	2
	欧州金融安定基金 (EFSF)	—	—	—	—	1,960	1,740	1,740
	欧州安定メカニズム (ESM)	—	—	—	—	537	230	230
	欧州投資銀行 (EIB)	—	—	—	—	4,679	3,429	1,639
	欧州連合 (EU)	—	—	—	—	545	431	429
	ノルディック投資銀行 (NIB)	—	—	—	—	234	151	3
	ABS・カバードボンド	合計	100	1,900	16.7	19.0	—	—

出所：欧州中央銀行やBloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。