

経済・金融 フラッシュ

9月ECB政策理事会：サプライズ利下げを決定。民間資産買入れも従来想定以上の規模に

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)が4日に9月の政策理事会を開催、0.1%の追加利下げとABSとカバード・ボンドの買入れの10月開始を決め、国債買入れに関しても協議した。

民間資産の買入れプログラムの詳細は10月2日の次回理事会で決定されるが、ABSには不動産ローン担保証券(MBS)が含まれ、カバード・ボンドの買入れも限定的だった過去2回とは「目的が異なる(ドラギ総裁)」とされ、従来想定されていたよりも規模が膨らむことになりそうだ。

ユーロ相場は今回の追加緩和を受けて、1ユーロ=1.3ドルのラインを割り込んだ。

市場では、ECBは今後さらに国債買入れに追い込まれるとの観測は根強いが、TLTROの利用と民間資産買入れプログラムの内容を見極めてからでなければ、次の一手の必要性を論じることは難しい。

(サプライズ利下げとABSとカバード・ボンド 10月買取り開始を決定)

欧州中央銀行(ECB)が4日に9月の政策理事会を開催、6月に続く追加利下げとユーロ圏の非金融機関向けローンを裏付け資産とする資産担保証券(ABS)とユーロ圏の金融機関がユーロ建てで発行したカバード・ボンドの買入れを10月に開始することを決めた。

今回の利下げ幅は0.1%ポイントであり、9月10日から主要オペ金利は0.05%、預金金利はマイナス0.2%、貸出金利は0.3%となる(図表1)。9月18日には6月に決めたターゲット型資金供給(TLTRO)の第1回目の供給を控えており、利下げによって利用を促す狙いがあると思われる。

今回の政策理事会は、8月22日にドラギ総裁が、米ワイオミング州ジャクソン・ホールで開催されたシンポジウムでの講演で、アドリブで「インフレ期待の大幅な低下」に言及したことから、俄かに注目度が増していた。追加的な行動のメニューとして6月の緩和策に盛り込まれたABSの買入れの前倒しは想定されていたが、政策金利の引き下げは6月の利下げ時に「政策金利が今日下限に達した」と述べていたこともあり、サプライズとなった。

政策理事会後の記者会見では、ドラギ総裁は、「(6月の段階で政策金利は)実務的には下限に達したが、技術的な調整が可能であったため、利下げを実施したが、これで技術的にも下限に達し、もはや調整の余地はない」とやや苦しい釈明をした。

(ABS買入れはMBSを対象資産とすることで大規模な展開が可能に)

ABSとカバード・ボンドの買入れプログラムの詳細は次回10月2日の政策理事会で決定される。

ドラギ総裁は新たな措置によるECBのバランス・シート拡大効果について「とても複雑」として明言を避けたが、記者会見で明らかにされた内容を踏まえると、従来想定されていたよりも規模が膨らむことになりそうだ。

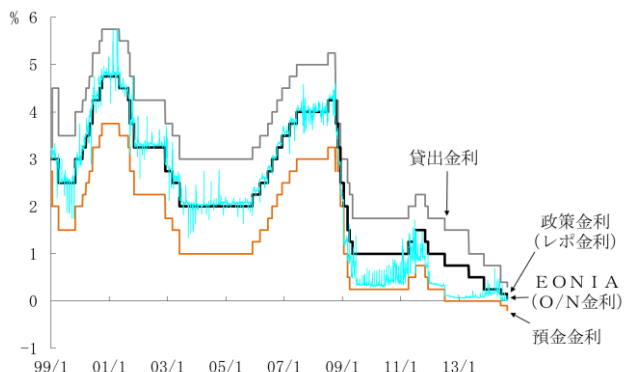
ABS買入れプログラム(ABSPP)は、「不動産や住宅ローンを担保とするRMB Sも含む広範なABSが対象となる(ドラギ総裁)」。米国証券業金融市場協会(SIFMA)の統計によれば、2014年3月末時点の欧州の証券化商品市場の残高は1兆3900億ユーロ。ユーロ圏には含まれない英国とロシアを除いた残高は9924億ユーロである。欧州の証券化商品市場は6割をRMB Sが占め、商業用不動産ローンを担保とするCMB S等を含めた不動産ローン担保証券(MB S)は65.8%に上る。

ABSPPの構想が出た当初、対象は残高の7.6%を占めるに過ぎない中小企業(SME)関連に絞り込むことが示唆されていたため、その効果は限定的と見られていた。MB Sを含むという方針転換によって、買入れ対象の資産は大きく膨らむ。

ドラギ総裁は、記者からのTLTROの資金供給残高が住宅ローンを除くベースで算出されるのに対し、ABSPPがMB Sを含むのは「矛盾ではないか」と問われ、「金融機関のバランス・シートの余力を拡大する」狙いであり「矛盾はない」と説明した。

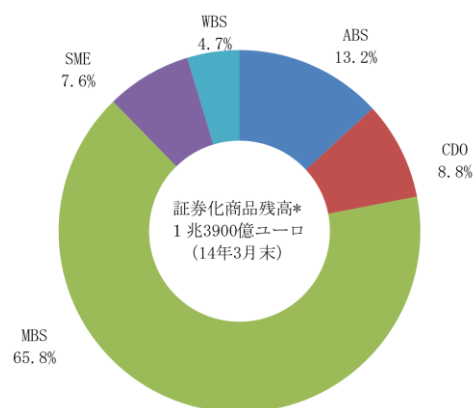
効果的な量的緩和を早い段階で導入する必要に迫られる一方、国債買入れには政治との調整が求められるという板挟みの状況で、SME関連のABS市場の整備という中期的な目標にこだわるのが難しくなったように思われる。

図表1 ECBの政策金利とEONIA



(資料) ECB、EBF

図表2 欧州の証券化商品残高の内訳



(*) ドル建て統計を1ユーロ=1.37ドルで換算

欧州は英国とロシアを含む(両国を除いた残高は9924億ユーロ)

(資料) 米国証券業金融市場協会

(カバード・ボンド買入れプログラムは過去2回とは目的が異なる)

カバード・ボンドは、不動産や公共部門向け融資を裏づけとする債券で、ドイツやスペイン、フランスなどで金融機関の資金調達手段として広く活用されている。欧州カバード・ボンド協議会(ECBC)の統計によれば、13年末時点のユーロ建て債のカバード・ボンドの規模は1兆7414億ユ

ーロに上る。

ECBは、金融機関の資金調達支援を目的とするカバード・ボンド買入れプログラム（CBPP）を過去2回導入しており、今回は第3弾（CBPP3）となる。CBPP1は2009年7月からの1年間で600億ユーロを買入れた。CBPP2では2011年11月からの1年間で400億ユーロ相当の買入れを行うプログラムとして開始したが、需給のタイト化で実際の買入れは164億ユーロに留まった。その後の償還で今年8月末までに残高は第1弾が329億ユーロ、第2弾が138億ユーロの合計467億ユーロまで減少している。

ドラギ総裁は、「カバード・ボンドの買入れ自体は新しい政策ではないが、目的はこれまでのプログラムと大きく異なる」とし、過去2回よりも大規模な買入れの可能性を示唆した。

（低インフレ長期化の一因となったユーロ高の修正には効果）

ユーロ高は、ユーロ圏経済に広がる余剰の解消を妨げ、低インフレが長期化する一因となってきた。対ドル相場は、今年春先には1ユーロ=1.4ドル目前の水準で推移していたが、その後、追加緩和を織り込んだユーロ安が進んだ。サプライズを多く含む今回の追加緩和を受けて、1.3ドルを割り込む水準まで下げた。

市場では、ECBは、今後さらに国債買入れに追い込まれるとの観測が根強い。ユーロ圏全体の国債市場の規模は7兆ユーロと他の資産を圧倒する。とは言え、9月18日に実施される第1回のTLTROの利用がどこまで伸びるのか、10月2日に公表されるABSPPとCBPP3がどのような内容となるのかを見極めてからでなければ、次の一手の必要性を論じることは難しい^(注)。

(注) ECBの金融政策の見直しを含むユーロ圏の経済見直しについては、9月9日発行予定のウィークリーエコノミストレーターをご参照下さい。

（スタッフ経済見直しは小幅下方修正）

今回は四半期に1度のスタッフ経済見直しも公表された。14年の成長率見直しは、多くの機関が4～6月期の停滞と7～9月期の地政学的リスクの高まりを受けて下方修正しており、ECBも14年、15年についてそれぞれ0.1%ポイント下方修正し、16年は0.1%ポイント上方修正した。

インフレ見直しも、エネルギーと食品価格の下落による足元の下振れを反映して14年の見直しを0.1%ポイント下方修正し、15年、16年は据え置いた。

図表3 ECB/ユーロシステムのスタッフ経済見直し

		14年	15年	16年
実質GDP	前回(14年6月)	1.0	1.7	1.8
	今回(14年9月)	0.9	1.6	1.9
	修正幅(*)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
インフレ率(HICP)	前回(14年6月)	0.7	1.1	1.4
	今回(14年9月)	0.6	1.1	1.4
	修正幅	▲ 0.1	0.0	0.0

(注) 3月と9月はECB、6月と12月はユーロシステムのスタッフによる予測 (資料) ECB

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。