

経済・金融 フラッシュ

1月ECB政策理事会：資産買入れプログラムを拡大、国債含め月 600 億ユーロに

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 22 日に政策理事会を開催、資産買入れプログラムの拡大とターゲット型資金供給(TLTRO)の条件変更を決めた。

資産買入れプログラムは、3月から対象資産に投資適格の国債等を加え、月 600 億ユーロを買入れる。プログラムは 2016 年9月末または 2%以下でその近辺という中期物価目標の達成が見通せるまで継続する。反対派のドイツ等への配慮から、国債等の買入れ額に占めるリスク共有化の比率は 20%に抑制した。

ユーロ圏は構造的に米国のような量的緩和の効果が期待しにくい。ドラギ総裁は会見で政府と欧州委員会の行動の必要性を強調した。EUによる「欧州のための投資プロジェクト」や財政政策監視のためのルールの柔軟化の動きが、投資縮小に歯止めを掛ける転換点となるか注目される。

欧州中央銀行 (E C B) が、22 日に追加の金融緩和策として、資産買入れプログラムの拡大とターゲット型資金供給 (T L T R O) の条件変更を決めた。

今回の決定は、資産買入れプログラムの拡大と同時にマイナスの預金金利の見直しを行うとの観測も一部にあったものの、政策金利はすべて据え置かれた。

(資産買入れ額は月 600 億ユーロ、16 年 9 月まで継続、国債買入れは3月開始)

今回の追加緩和策の柱は資産買入れプログラムの拡大だ。今回、3月から対象資産に投資適格(トリプルB以上)の残存期間 2~30 年の国債、政府機関債、欧州機関債(以下、国債等)を加えることを決めた。

財政規律重視派のドイツは、E C B の国債買入れに強く反対してきたが、ドラギ総裁は、決定の経緯について記者会見で「大多数の支持を得たため、投票は必要なかった」、「国債買入れを金融政策として実施する点では全員一致した」と述べた。

国債等の買入れはE C B の出資比率に応じて流通市場で行う。発行体について 33%、銘柄については 25%を買入れの上限とする。投資非適格でも欧州連合 (E U) ・国際通貨基金 (I M F) の構造調整プログラムの実施を条件に対象とする。

従来あいまいだった資産買入れ規模やペース、継続期間も明確になった。規模は、すでに導入されている資産担保証券 (A B S) とカバード・ボンド買入れプログラムと合わせて月 600 億ユーロとする。買入れ期間は 2016 年 9 月末までの実施を予定するが、インフレ率が 2%以下で

その近辺という中期目標に整合的なパスに調整されるまで継続する。

今回の決定で、2年間で1兆ユーロというバランス・シートの拡大(図表1)を資産買い入れプログラムのみでも実現できる見通しとなった。月600億ユーロというペースは日本円換算ではおよそ8兆円に相当し、昨年10月の日銀の追加緩和決定後の規模(月8兆円~12兆円)の下限に相当する。為替市場では対ドルでのユーロ安が一段と進むとともに、対円相場も昨年10月末の日銀の追加緩和決定後のユーロ高が解消した(図表2)。

TLTROは主要オペ金利(MLO)への10bp上乗せを停止する条件変更が行われた。TLTROは、16年6月までに予定されている全8回のうち、14年内に2回行われている。新条件は、すでに実施済みの2回分についても遡及し適用される。上乗せ金利は利用が伸びない一因と考えられていたため、今回の決定は想定内であった。条件が変更されたとしても、銀行の貸出に対する慎重姿勢、資金需要の低調さから、TLTROの利用額が大きく伸びることは期待し難い。

(出資比率に応じて、投資適格国債を買い入れ、プログラム国も対象に)

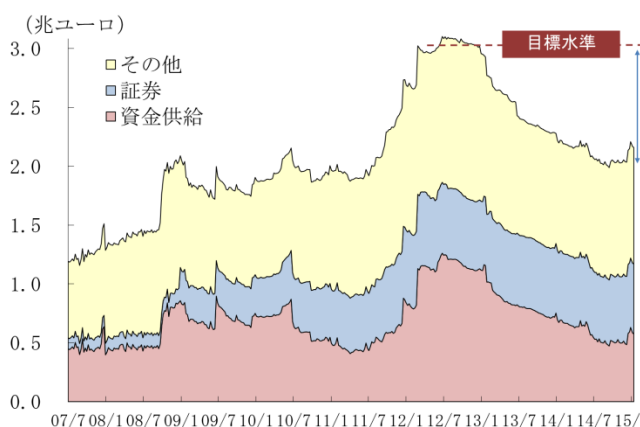
ECBの国債の買い入れ開始が、米国や英国などに大きく遅れをとることになったのは、他の中央銀行にも共通する財政ファイナンスの問題以外に、19の主権国家が構成し、共通債を欠く単一通貨圏固有のハードルがあったからだ。

ただ、これらのハードルの幾つかは今回の決定以前からクリアできる目途が立っていた。例えば、EUの基本条約の救済禁止条項への抵触の問題は、2010年に政府債務危機対応として国債買い入れプログラム・SMPを実施した段階から、直接引き受けではなく、流通市場での買い入れであれば可能という解釈が定着していた。

買い入れ構成比の決定についても、ECBの出資比率や国債残高構成比などの基準により機械的に行うという方向でコンセンサスが形成されつつあった。結果として、今回、出資比率が採用された。

国債の信用力の格差に関しては、投資非適格でもEU・IMFの監視下であれば対象とする方向を示したことは、25日に総選挙が行われるギリシャの新政権の政策がEU・IMFプログラムから逸脱することを牽制する効果もある。

図表1 ECBの資産残高



図表2 ユーロの対円・対ドル相場



(リスク共有化は追加緩和額の 20%までドイツ等の懸念に配慮)

国債等の買入れは、決定は政策理事会が権限を持ち、調整を行うが、実際の買入れは各国中央銀行を活用する。国債等の債務不履行などにより損失が発生した場合の分担については、「国債等の購入の 20%のみをリスク共有化の対象」とすることで上限を設定した。

リスクを共有する 20%のうち、12%は各国中央銀行が買入れる欧州機関債であり、E C B保有分は 8%に過ぎない。欧州機関は、欧州投資銀行（E I B）や欧州安定基金（E S M）等を指すと思われるが、そもそも加盟国の出資で運営されている上に、格付けは最高水準であり、リスクは限定的だ（図表 3）。

図表 3 ユーロ参加国と主要国・欧州機関の格付け分布

		ムーディーズ	S & P	フィッチ
投資適格	AAA (Aaa)	オーストリア、フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、米国、EIB、ESM	ドイツ、ルクセンブルク、イギリス、EIB	オーストリア、フィンランド、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、米国、EIB
	AA+ (Aa1)	フランス、EFSF、イギリス	オーストリア、米国、オランダ、フィンランド、ESM	イギリス
	AA (Aa2)		ベルギー、フランス、EFSF	ベルギー、フランス、EFSF
	AA- (Aa3)	ベルギー	エストニア、日本	
	A+ (A1)	エストニア、日本		スロバキア、エストニア、日本
	A (A2)	スロバキア	スロバキア、アイルランド	マルタ
	A- (A3)	マルタ	スロベニア、ラトビア、リトアニア	アイルランド、ラトビア、リトアニア
	BBB+ (Baa1)	アイルランド、ラトビア、リトアニア	マルタ	イタリア、スロベニア、スペイン
	BBB (Baa2)	イタリア、スペイン	スペイン、ロシア	
	BBB- (Baa3)	ロシア	イタリア	ロシア
投機的	BB+ (Ba1)	スロベニア、ポルトガル		ポルトガル
	BB (Ba2)		ポルトガル	
	BB- (Ba3)			
	B+ (B1)		キプロス	
	B (B2)		ギリシャ	ギリシャ
	B- (B3)	キプロス		キプロス

(注) オレンジ:ポジティブ 青字:ネガティブ 赤字:格下げ方向で見直し 紫字:格上げ方向で見直し 緑字:ディベロッピング

() ムーディーズ格付け、M : ムーディーズ格付け、S : S & P格付け、F : フィッチ格付け

(資料) 各社資料

域内のリスク共有化に上限を設ける決定は、E C B が世界金融危機から続く域内の銀行市場の信用格差による分断を問題視してきたこと、銀行監督体制を域内で一元化する銀行同盟への移行など、統合を深めて問題解決を図ろうという流れに逆行するように見える。

他方、ドイツは、E C Bが、低格付けの国債買い入れで損失を負い、なし崩しのリスクの共有化、財政移転につながることへの強い懸念を表明してきた。

おそらく 10 年～12 年のように、政府の信用不安が大きな問題となっていた時期であればこの問題は大きな意味を持っただろう。しかし、現在では、信用不安が再燃するリスクはコントロールされているため、国債買い入れ反対派のドイツへの配慮として、今回の決定に至ったものと思われる。

なお、E C B 及び各国中央銀行（ユーロシステム）と民間投資家は、債権者としての地位は同等に扱われる。

（ ユーロ圏は構造的に米国ほどの量的緩和効果が期待しにくい ）

ユーロ圏経済、とりわけ大幅な需要不足と潜在成長率の低下が目立つ南欧経済の挺入れや、不況下で財政緊縮と構造改革を進めるフランス経済の下支えには、強力な金融緩和が求められていた。

今回の決定で、資産買い入れ額は、市場の期待をおおむね満たすものであり、先行して進んでいたユーロ安とともに、ユーロ圏の景気下支えの役割は果たすことになるだろう。

ただ、ユーロ圏の量的緩和には、財政主権の分散による制約だけでなく、金融システムの構造からくる限界もある。ユーロ圏の金融システムは、銀行中心であるため、資本市場が発達した米国のような市場メカニズムを通じた波及は期待できない。国債利回りは、量的緩和に踏み込む前から、すでに大きく低下していたが、貸出の増加には結びつかなかった。特に、南欧は、資本市場へのアクセスが限られる零細企業の割合が高いため、成長と雇用の問題の深刻さにも関わらず、量的緩和の効果が浸透しにくいと思われる。

国債利回りの一段の低下、場合によって利回りのマイナス化によって国債運用の環境が一段と悪化したとしても、銀行が貸出に積極姿勢に転じないことは十分に想定できる。銀行の経営環境は、長期にわたる需要不足が続く経済と、今後一層厳格化される規制という両面で極めて厳しいからだ。

ドイツが、量的緩和に反対してきた理由として財政健全化と構造改革の取り組みが遅れる弊害を挙げてきたが、ユーロ圏は、量的緩和が本来期待される効果を発揮するためにも、銀行市場偏重の金融システムの改革が必要になる。

量的緩和の失業解消についても、労働市場が柔軟な米国と異なり、ユーロ圏の高失業は、厳しい解雇規制が新たな雇用のインセンティブを削ぐなど硬直的な労働市場の構造に起因する部分も大きい。金融政策の効果には限界があり、構造改革の進展が欠かせない。

（ 政府サイドでは「欧州のための投資プロジェクト」、成長のための財政規律の柔軟化の動き ）

今回の量的緩和の開始でユーロ圏が劇的に変わることは難しい。ドラギ総裁は会見で政府と欧州委員会の行動の必要性を強調したのもこのためだ。

政府と欧州委員会のスタンスも、これまでの構造改革、緊縮財政偏重型から変わりつつある。

その1つの動きが 15 年～17 年の 3 年間で 3150 億ユーロのインフラ等の投資を行う「欧州のための投資」プロジェクトだ。このプロジェクトは、昨年 11 月に新たに欧州委員会委員長に就任したユンケル氏が最優先課題として進めている。需要と雇用の創出だけでなく、規制環境・投資障壁の改善を図る目的もある。

このプロジェクトの中核にあるのが「欧州戦略投資基金（E F S I）」だ。E Uの政策金融機関である欧州投資銀行（E I B）が 50 億ユーロを出資、E Uが 160 億ユーロの保証を行い、官民の出資を募る。欧州委員会は、E F S I の6月の立ち上げに向けて、今月 13 日には関連法案を公表している。需要不足と過剰な財政赤字・政府債務に悩む国々は、財政政策への監視が債務危機を境に一段と厳格になったため、公共投資をしたくてもできない状態にあった。欧州委員会は、E F S I 関連法案の提示に合わせて、加盟国のE F S I への出資等が原因で、E Uと約束した中期財政目標（M T O）から逸脱する場合には、財政ルール違反を問わない方針を示した。

欧州委員会は、この他、構造改革や景気循環に伴うM T Oからの逸脱を認める基準も明確化した。新たな基準では、成長率がマイナスで、しかも、需要不足が 4.5%（欧州委員会による 14 年の推計値）にも及ぶイタリアは健全化措置を見送ることが可能になる。財政赤字削減に悩むフランスにとっても朗報だ。

金融緩和の強化にユーロ安、原油安、さらに財政政策監視のためのルールの柔軟化と投資プロジェクトの始動が加わり、ユーロ圏経済の回復は支えられるだろう。とは言え、構造改革の成果が現れるまでには時間が掛かる。回復テンポの加速は期待し難く、域内の格差も容易には解消しないだろう。

（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。