

# 経済・金融 フラッシュ

## 3月ECB政策理事会：量的緩和は9日に開始

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5日、政策理事会を開催、1月に決めた月 600 億ユーロの量的緩和の中核となる国債等の買い入れプログラム(PSPP)の詳細を決めた。PSPPは9日に開始、現在マイナス0.2%の預金ファシリティー金利と同じレベルまでは、マイナス金利でも買い入れを行う。

5日の理事会では、ギリシャ国債を担保として受け入れる特例措置停止後もそれを認めているギリシャ中銀による緊急流動性支援(ELA)の上限をさらに5億ユーロ引き上げることも決めた。ドラギ総裁は、条件が整えば特例措置を再開する用意があり、量的緩和の対象ともなると述べた。

3カ月に1度のスタッフ経済見通しでは、原油価格低下の影響から2015年のインフレ見通しをゼロに引き下げたが、量的緩和の効果もあり、17年にかけて需要不足の解消が進むという比較的明るめのトーンであった。

欧州中央銀行( ECB )が5日、キプロスで、2015年2回目の金融政策決定のための政策理事会(以下、政策理事会と表記)を開催した。2015年初から政策理事会には、19名まで増えた中銀総裁の投票権の輪番制の導入や4週間後の議事要旨の公表など幾つかの変更が行われ、開催頻度も月1回から6週間に1度変わった。今回は、月600億ユーロの量的緩和の開始を決めた1月22日以来の開催であり、具体的な買い入れ開始の時期を始め、プログラムの詳細がどこまで明らかにされるかが注目された。

### ( 国債等の買い入れは今月9日開始 )

月600億ユーロの量的緩和開始の決定の最大のポイントは、買い入れ対象資産を資産担保証券(ABS)、カバード・ボンドという民間資産のみから国債等に対象を広げたことにある。

この国債等の買い入れプログラム(PSPP、public sector asset purchase programme)について、1月の段階では、①3月から月600億ユーロの買入れを開始し、2016年9月末までか、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こと、②原則として残存期間2~30年の投資適格の国債、欧州機関債、政府機関債を対象とすること、③ECBの出資比率をベンチマークに、流通市場で買い入れること、④発行体については33%、銘柄については25%を買入れの上限とすること、④損失が発生した場合のリスクを共有する割合は20%に抑え、そのうちの12%は欧州機関債とすることなどが決まっていた。

今回、買い入れを9日に開始することを発表したほか、①国債以外にプログラムの対象となる

欧州機関債、政府機関債の種類、②現在マイナス 0.2%の預金ファシリティ金利と同じレベルまでは、マイナス金利でも買い入れを行うこと、③残存期間の構成比は名目の残高比例とすること、④将来的に買い入れた国債の貸出を行う方針であることなどが明確になった。

①のリストには、欧州安定メカニズム (E S M) や欧州金融安定ファシリティ (E F S F)、欧州投資銀行 (E I B) などの他、フランスの社会保障基金 (C A D E S)、フランスの失業保険を運営する全国商工業組合連合 (U N E D I C)、ドイツ復興金融公庫 (K f W) など合計 14 機関が掲載された。リストは暫定的なものであり、4月15日の次回会合で見なおす可能性がある。

②は、E C Bの量的緩和の開始決定以降、ユーロ圏の国債市場でマイナス金利が広がったことから、注目された点であった。

③は、市場への影響を中立的なものとする、④は、担保となる国債不足を防ぐことに狙いがある。但し、国債貸出については、今回の決定は、「既存のインフラの下で利用可能な手段を活用して段階的に行う」方針のみで、具体的な内容は今後、固めることになる見通しだ。

### ( ギリシャ向けELAの上限を引き上げ、国債を担保として受け入れる特例措置を再開の用意も )

質疑応答はかなりの部分、政権交代による支援プログラムの継続問題で揺れたギリシャと今回の理事会の開催地であるキプロスが占めた。両国はともに格付けが投資非適格で、E U ・ I M F の支援プログラムの実行状況に関する審査が行われている段階にあるため、当初の段階では量的緩和の対象とはならない。

ギリシャについて、E C Bは先月4日、「支援プログラムを実行しないおそれが高まった」との理由から、ギリシャ国債を担保として受け入れる特例措置を停止している。同時に、E C Bは、ギリシャの銀行は支払い能力の問題はないとの判断から、ギリシャ中央銀行による緊急流動性支援 (E L A) は認めている。E L Aの枠は、これまで段階的に引き上げられており、ドラギ総裁は会見で、今回の理事会でさらに枠を5億ユーロ拡大したことを明らかにした。

さらに、ドラギ総裁は、E L A継続の前提条件は、銀行の支払い能力が維持されていることとなるため、ユーログループ (ユーロ圏財務相会合) に、ギリシャの銀行の支払い能力の維持のためにいざという時に利用可能な資金として約 100 億ユーロを確保するよう求めたと述べた。

さらに、ギリシャ国債の特例措置を、2月4カ月の期限延長が決まった現在の支援プログラムの目途が立てば再開する用意があるとした。

量的緩和については、ギリシャは 33%の発行体の上限に達している状態にあるため、7月、8月に予定されている証券市場プログラム (S M P) を通じて買い入れたギリシャ国債が償還され、特例措置が再開できるような状況になれば、ギリシャ国債を買い入れの対象にすることも可能と述べた。

こうしたE C Bの方針は、ギリシャ政府にユーロ圏の一員としての義務を果たせば、ベネフィットを享受することは可能であるというメッセージとなり、改革を促す効果がある。

キプロスに関しては、記者会見に同席したキプロス中銀のゲオルガジ総裁が、5次審査の終了の妨げとなっている抵当流れ手続きに関する法制の問題がクリアされ次第、速やかに量的緩和の対象になるとの見方を示した。

### ( 経済見通しは原油安、ユーロ安、量的緩和効果を織り込み上方修正 )

5日は3カ月に1度のユーロシステム／ECBのスタッフによる経済見通しが公表された。

今回の見通しでは、実質GDPは、前回12月の1.0%から1.5%に、16年は1.5%から1.9%へと比較的大幅な修正が行われた。今回、初めて公表された17年については2.1%と、2010年以來の2%台への加速を予測した。12月の前回予測時点以降の原油価格の低下、ユーロ安の進展、さらに量的緩和決定の効果を織り込んだことが上方修正につながった。

インフレ率も、15年は原油価格下落の影響で前回の0.7%からゼロに下方修正されたものの、逆に16年は1.3%から1.5%に上方修正され、17年は1.8%と「2%以下でその近辺」という目標水準に届くとの見方が示された。

図表 ECB／ユーロシステム・スタッフ経済見通し

		14年	15年	16年	17年
実質GDP	前回(14年12月)	0.8	1.0	1.5	-
	今回(15年3月)	0.9	1.5	1.9	2.1
	修正幅(*)	0.1	0.5	0.4	-
インフレ率(HICP)	前回(14年12月)	0.5	0.7	1.3	-
	今回(15年3月)	0.4	0.0	1.5	1.8
	修正幅	▲0.1	▲0.7	0.2	-

(資料) ECB

しかし、ユーロ圏経済は、世界金融危機以降、大幅な需要不足が解消しない状況が続いている。今回のECBの見通しは17年にかけて需要不足の解消が進む内容だが、声明文には「構造的な失業率が高く、潜在成長率が低いことから、循環的な回復は慢心する理由にはならない」という文言が盛り込まれた。

ユーロ圏の問題を、量的緩和のみで解決することは困難であり、安定成長軌道の持続には、各国による構造改革の取り組み、適切な財政政策の運営、ユーロ制度の改革への取り組みのすべてが必要だ。

ECBとしては、反対派のドイツが主張するように、量的緩和が、これらの取り組みを鈍らせてしまうことは、是非とも回避したいところだろう。

(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。