

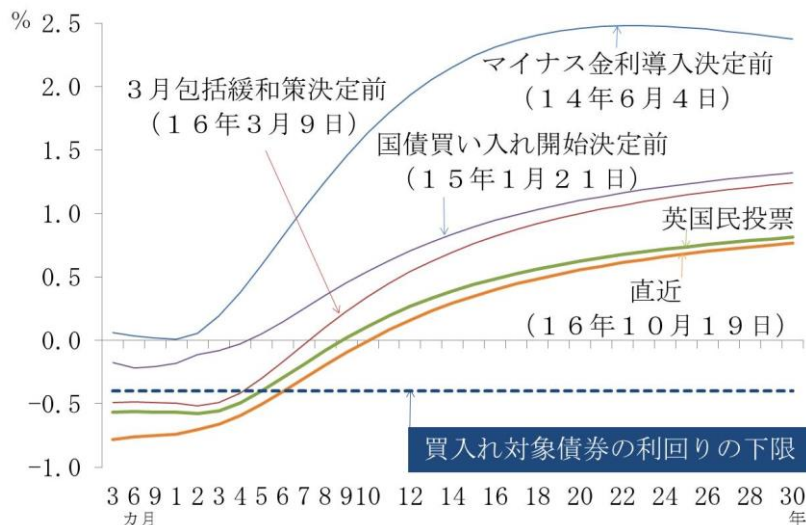
# Weekly エコノミスト・ レター

## 不確実性増す 2017年の欧州 —ECBの政策も弾力性が必要に

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 欧州中央銀行（ECB）は10月20日政策理事会で現状維持を決めたが、次回12月8日の会合では、資産買入れプログラム（APP）についての関連委員会の検討結果を踏まえて、期限延長を決める可能性が濃厚だ。
2. ECBは、資産買入れプログラムでは、国債等が残高の8割強と圧倒的比重を占めるが、①ECBへの出資比率（Capital key）に応じた買入れ、②1銘柄・発行体あたりの買入れ上限、③残存期間の制限（2～30年）、④買入れ対象債券の利回り制限（中銀預金金利のマイナス0.4%を適用）があり、買入れ対象債券の枯渇が心配されている。
3. 買入れ対象債券を拡大する効果が最も高い選択肢は①の見直しだ。圏内格差解消の観点で望ましい面もある。しかし、ECBによる高債務国支援の様相が強まるため、最もハードルが高い。②、④の見直しは、効果に限りがあるが、有力な選択肢だ。④を維持したマイナス金利の深堀りは、銀行収益への影響を配慮し見送るだろう。
4. 17年は英国とEUの離脱交渉が本格的に始まると同時に、オランダ、フランス、ドイツとユーロ圏のコア国で選挙が相次ぎ、一段と不確実性が増す。ECBが金融政策で機動的に対応する余地を確保するために、買入れ額を従来よりも弾力化する方向に見直す可能性もあるのではないか。

最高格付け国は中期年限まで利回りの下限を超える～ユーロ圏最高格付け国（\*）国債の利回り曲線～



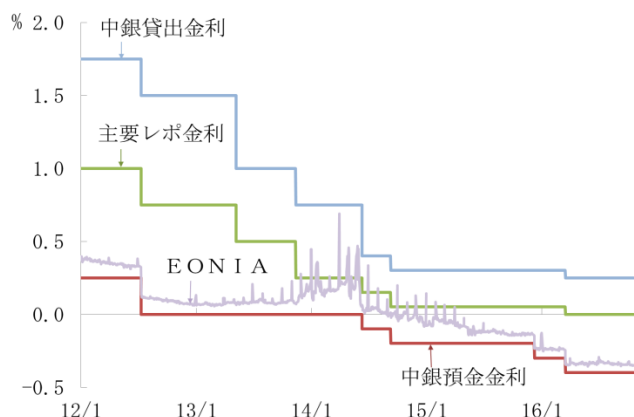
(\*）ドイツ、ルクセンブルク、オランダ（資料）欧州中央銀行（ECB）

## （ 政策金利据置き、資産買入れの期限延長議論も次回12月に先送り ）

欧州中央銀行（ECB）が10月20日に政策理事会を開催した。政策金利は、16年3月の利下げ後の水準に据え置き（図表1）、現在17年3月とされているECBの金融緩和強化策の4本の柱（図表2）の1つである資産買入れプログラム（APP）の期限延長の決定もなかった。

政策理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は、政策変更について協議しなかったと述べたが、次回12月8日の会合ではAPPの期限延長を決める可能性が濃厚だ。

図表1 ECB政策金利と  
EONIA



(注) EONIA = ユーロ圏無担保翌日物平均金利 (ユーロ圏翌日物平均金利)

(資料) ECB、EMMI

図表2 14年6月以降のECBの  
金融緩和強化策の4本柱

### マイナス金利政策

- 14年6月開始。現在の中銀預金金利はマイナス0.4%

### 資産買入れプログラム（APP）

- 15年3月本格始動。当初月600億ユーロ。16年3月に800億ユーロに拡大
- 対象は国債等、カバードボンド、資産担保証券、社債

### ターゲット型資金供給（TLTRO）

- バージョンIは14年9月から3カ月毎7回で4253億ユーロを供給（16年6月末より初回実行分から前倒し返済可）
- バージョンIIは16年6月、9月、12月、17年3月の4回

### 政策金利の先行きに関するフォワード・ガイダンス

- 政策金利はAPPの継続期間（現在は17年3月）をはるかに超えて現状かそれよりも低い水準に留まる

## （ APPの期限延長にあたり必要となるルールの見直し ）

ECBは、現在、前回9月8日の会合での決定に基づいて、関連委員会がAPPの円滑な実施のための選択肢を検討する作業を進めている。

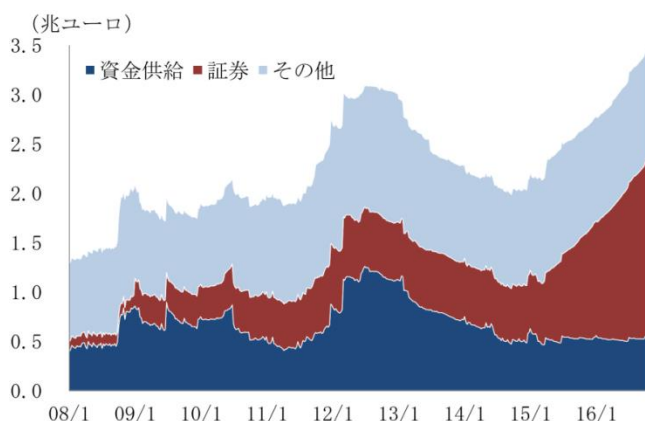
ECBのAPPを通じた資産買入れ残高は、10月14日現在、1.3兆ユーロに達し、ECBの総資産残高は、ユーロ危機による市場の緊張の高まりで3年物長期資金供給（LTRO）が膨らんだ12年のピークを超える3.4兆ユーロに達している（図表3）。

APPの対象資産は、順次拡大され、現在は、国債やユーロ圏内に所在する国際機関や超国家機関等（以下では「国債等」と表記）を対象とするPSPP、金融機関が保有する資産を裏づけとして発行されるカバード・ボンドを買い入れるCBPP3、資産担保証券を買い入れるABSPP、社債を買い入れるCSPPの4種類のプログラムがある。

ドラギ総裁は否定するものの、買入れ対象債券の不足への懸念は根強い。4種類の資産のうち、15年3月に始まった国債等の買入れ残高が1兆ユーロあまりと全体の8割強の圧倒的比重を占める（図表4）。しかし、国債等の買入れには、ユーロ圏が、財政統合を欠く単一通貨圏であるために、①ECBへの各国中央銀行の出資比率（Capital key）に応じた買入れ、②1銘柄・発行体あたりの買入れは、債券を保有している投資家の多数決によって、事後的に償還期限や金利などの条件を変更できるようにする集団行動条項がついていない場合は33%（ついていない場合は25%）を上限とするルールがある。また、③残存期間の制限（2～30年）、④買入れ対象債券の利回り

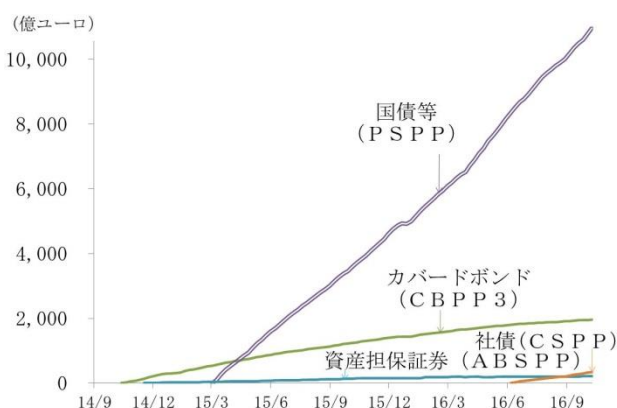
制限（中銀預金金利のマイナス0.4%を適用）によっても、買入れ対象の債券が絞られている。

図表3 ECBの総資産残高とその内訳



(資料) ECB

図表4 ECBの資産買入れプログラム別残高



(資料) ECB

これらの制限のうち、①のECBへの出資比率は基本的に経済規模に応じて決まっており、ECBはユーロ圏最大の経済であるドイツの国債等を最も多く買入れている（図表5）。他方、ユーロ参加国の政府債務残高の名目GDP比の水準には、最も高いギリシャ<sup>(注1)</sup>から最も低いエストニアまで、ばらつきがある（図表6）。

政府債務残高の水準が低い、つまり財政が健全で格付けの高い国の場合は、PSPPによる買入れが当該国の国債市場に及ぼす影響が大きい。ドイツ国債の格付けは、オランダ、ルクセンブルクなどともに最高水準にある。ドイツの国債利回りは、英国の国民投票のEU離脱という結果が明らかになった6月24日以降、マイナス圏に沈んでいる（図表7）。

ECBのデータによれば、ユーロ圏の最高格付けの国債の場合は、中期年限までが④の買入れ対象債券の利回りの下限を下回っている（表紙図表参照）。

(注1) 第3次支援プログラムによる財政再建に取り組んでいるギリシャは、PSPPの買入れ対象とはなっていない。

### （出資比率に応じた買入れルールの見直しは、効果は大きいが政治的に困難）

ドラギ総裁は、20日の記者会見で、次回12月の次回理事会で、定例のスタッフ経済見通しと関連委員会の検討結果を踏まえて、評価を行う方針を表明した。17年3月末という現在の期限を超えて国債等の買入れを安定的に継続するための買入れルールなどの見直しを行い、APPの期限の半年程度の延長を決める可能性は高いと思っている。

足もとの国債市場の動きを踏まえれば、買入れ対象債券を拡大する効果が最も高い選択肢は、①の出資比率に応じた買入れルールの見直しだろう。イタリアなどユーロ圏の中でも相対的に経済・雇用情勢が厳しい国への緩和効果が大きくなるという意味でも望ましい面がある。

ただ、①のハードルは最も高い。ECBによる高債務国支援の様相が強まる。財政規律を重視するドイツは強く反対するだろう。

他方、①に比べれば効果に限りはあるが、政治的なハードルが比較的低く、有力な選択肢となりそうなのは、②の発行体あたりの上限、④の利回り制限の見直しだろう。

また、買④のルールを維持する一方、現在マイナス0.4%の中銀預金金利の引き下げという買入れ対象債券不足の解決策もある。しかし、15年12月の利下げ後は、マイナス金利政策の副作用、とりわけ銀行の収益に与える影響への警戒が強まっている。イタリアの銀行の不良債権問題やドイ

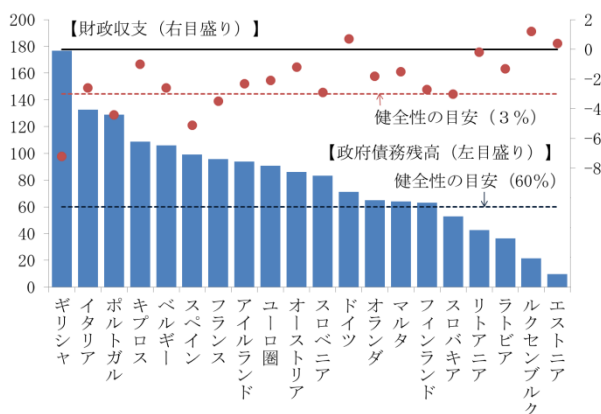
ツの大手銀行の経営の問題に対しても市場は神経質になっている。  
 マイナス金利の深堀りは見送るだろう。

図表5 ECBの国債等買い入れ残高とECB出資比率、一般政府債券発行残高

	買入れ残高 (16年9月末) ① 億ユーロ	同構成比	出資比率 (Capital Key)	一般政府 債券発行残高 (16年3月末) ②	①/③
ドイツ	2,551	23.7%	25.6%	15,555	16.4%
フランス	2,025	18.8%	20.1%	18,126	11.2%
イタリア	1,762	16.4%	17.5%	18,803	9.4%
スペイン	1,264	11.8%	12.6%	8,946	14.1%
オランダ	570	5.3%	5.7%	3,468	16.4%
ベルギー	351	3.3%	3.5%	3,643	9.6%
ギリシャ	-	-	2.9%	615	-
オーストリア	279	2.6%	2.8%	2,432	11.5%
ポルトガル	218	2.0%	2.5%	1,251	17.5%
フィンランド	179	1.7%	1.8%	1,045	17.1%
アイルランド	159	1.5%	1.6%	1,312	12.1%
スロバキア	75	0.7%	1.1%	347	21.7%
スロベニア	43	0.4%	0.5%	281	15.4%
リトアニア	20	0.2%	0.6%	116	16.9%
ルクセンブルク	16	0.2%	0.3%	63	26.1%
ラトビア	12	0.1%	0.4%	61	19.2%
マルタ	6	0.1%	0.1%	55	11.3%
キプロス	2	0.0%	0.2%	59	4.2%
エストニア	1	0.0%	0.3%	2	29.1%
EU機関	1,214	11.3%	-	-	-
総計	10,747	100.0%	100.0%	76,179	14.1%

(注) ECBにはユーロ未導入のEU加盟国も出資しているが、本表ではユーロ導入国のみを対象とした  
 (資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表6 ユーロ参加国の財政収支と政府債務残高  
 (対名目GDP比)



(資料) 欧州委員会統計局

図表7 ユーロ圏10年国債利回り



(資料) ロイター

### ( 資産買入れ期間の長期化、不確実性への対応として買入れ額を弾力化する可能性も )

10月に入って、ユーロ圏の中央銀行関係者の談話として、ECBがAPPの終了前に、買入れの段階的縮小(テーパリング)を行なうためのコンセンサス形成に動いているとの報道が流れた。

テーパリングは、ユーロ圏内に、需要不足や構造的失業、過剰債務問題が残り、英国のEU離脱選択後の不確実性が高まっている現状と相容れないように思われる。

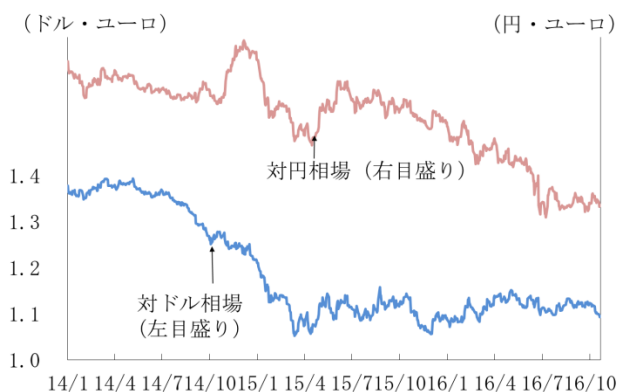
ただ、現在のペースでの買入れを継続すれば対象債券が枯渇するという懸念が燻る中で、より長い期間にわたる資産買入れを可能にするという観点からは選択肢となり得るだろう。

テーパリングが、金融緩和の縮小と受け止められれば、ユーロ高圧力が強まるとの懸念もあるが、足もとのユーロ相場は、英国のEU離脱選択の余波で上昇し難くなっている(図表8、図表9)。

17年は英国とEUの離脱交渉が本格的に始まると同時に、オランダ、フランス、ドイツとユーロ圏のコア国で選挙が相次ぎ、その結果によって市場が激しく動揺するリスクがある。

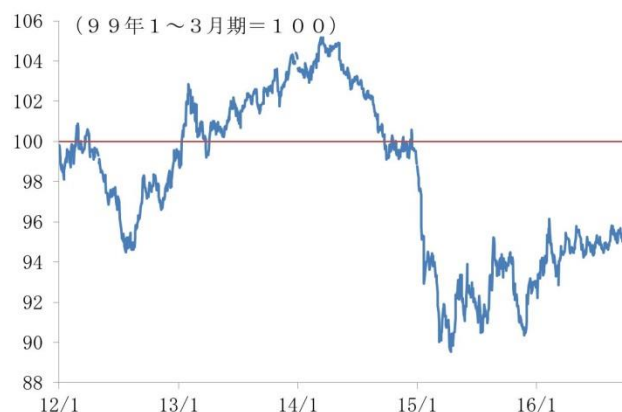
不確実性が高まる2017年に、ECBが金融政策で機動的に対応する余地を確保するために、買入れ額を従来よりも弾力的に変更するような方向に見直す可能性もあるのではないかと。

図表8 ユーロの対ドル、対円為替相場



(資料) ロイター

図表9 ユーロの名目実効為替相場



(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もありません。