

# 経済・金融 フラッシュ

## 10月ECB政策理事会：強力な金融緩和の約束への期待は裏切られたが・・・

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

2日、欧州中央銀行(ECB)が10月の政策理事会を開催、前回9月の理事会後の記者会見で予告した民間資産の買入れプログラムの詳細を公表した。TLTROと民間資産の買入れプログラムをあわせて12年初のバランス・シートの規模を目指す方針は確認したが、究極かつ唯一の目標は中期的な物価の安定を目指すこととし、プログラムの目標額や買入れのペースは設定されなかった。

決定の内容やドラギ総裁のコメントは、量的な目標達成のために国債購入に踏み込む約束をする強力な金融緩和への期待に応えるものではなく、株安・債券安、ユーロ高に振れた。それでも、ECBが向こう2年にわたる緩和強化と必要に応じて追加策を講じる方針自体を転換した訳ではない。これを境に市場の基調が大きく変わることは考え難い。

### ( 9月に導入を決定した民間資産買入れプログラムの詳細を公表 )

2日、欧州中央銀行( ECB )がイタリアのナポリで10月の政策理事会を開催した。

ECBは前回9月の政策理事会で、今年6月に続く政策金利の引き下げとともに、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。

今回は、前回理事会後の記者会見で予告した通り、ABS買入れプログラム( ABSPP )とカバード・ボンド買入れプログラム( CBPP3 )の詳細を公表した。

### ( 民間資産買入れの期間は最低2年、買入れ目標額やペースは設定せず )

2つのプログラムのうち、ABSPPは、シニア・トランシェと保証付きメザニン・トランシェを対象とする。但し、2日の段階で具体的な条件が提示されたのはシニア・トランシェのみで、保証付きメザニン・トランシェについては後日公表とされた。

ABSPPのシニア・トランシェとCBPP3は、ユーロ建てで、ユーロシステムの適格担保要件に適合し、ユーロ圏の居住者がユーロ圏の居住者向けの債権を裏づけに発行した、投資適格の最低ラインであるBBB-相当以上の格付けのものが対象となる。買入れは発行市場・流通市場の双方で行う。

格付けが投資非適格のギリシャとキプロスについても、最低信用補完率25%以上など別途定めた条件に適合するものは対象とする。ドラギ総裁は、両国について「プログラムなくして、買入れなし」と述べて、EU・IMFの構造調整プログラム下にあることが前提との方針を示した。

買入れの期間は、14年10～12月に開始し、少なくとも2年間継続する。うち、CBPP3は10月半ばから、ABSPPは、外部のサービス・プロバイダーの選定が終わった段階で始まる。

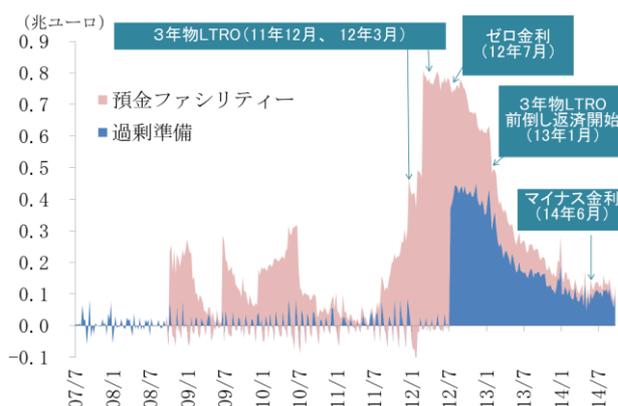
規模については、2つのプログラムの「潜在的な規模は最大1兆ユーロ」で、前回の理事会後の記者会見で示された「(2つの民間資産買入れプログラムとTLTROで) バランス・シートを12年初の水準に引き上げる」方針は確認したが、具体的な目標額や買入れのペースは設定されなかった。ECBの総資産残高は、12年の1～3月期中に2.7兆ユーロから3兆ユーロに拡大しており(図表1)、12年初がどの時点を指すのかによって緩和規模が3000億ユーロほど違ってくる。ドラギ総裁は、この点についての記者の質問に直接は答えず、「バランス・シートの規模は手段に過ぎず、(ECBの金融政策の) インフレ率を2%以下でその近辺にまで戻すことが究極かつ唯一の目標」で、「中期的なインフレ期待を注視し、その上で(買入れの規模などについて) 決定する」と、金額を特定しない理由を説明した。また、「政策理事会は低インフレの長期化のさらなるリスクに対して権限の範囲内で追加的な非伝統的手段を講じる約束をすることで全員一致した」という声明文の文言を繰り返し、必要に応じて追加緩和策を講じる方針を確認した。

図表1 ECBの資産残高



(資料) ECB

図表2 ECBの預金ファシリティーと過剰準備残高



(資料) ECB

### ( 伸び悩んだTLTROの第1弾 )

バランス・シートを少なくとも7000億ユーロ、最大1兆ユーロ拡大することを目指すとするれば、TLTROの利用が伸びることも必要である。TLTROは16年6月まで合計8回予定されているが、9月18日に実施された第1回の利用額は826億ユーロと期待外れに終わった。

12年初のバランス・シートの規模の拡大は、11年12月と12年1月の2度実施された3年物資金供給(LTRO)が合計で1兆ユーロまで伸びた結果、達成されたものであった(図表1)。債務危機の最中、優良行の間にも資金調達環境への不安があり、ECBから資金を調達した上でECBに預けかえる動きが広がったからだった。このため3年物LTROの後、ECBの付利預金の枠組みである預金ファシリティーの残高が8000億ユーロ超まで拡大、その後、12年7月の付利停止で一部は準備預金にシフトし、13年に入ってからは市場の緊張が緩和する一方、3年物LTROの前倒し返済が可能になったことで、預金ファシリティーと準備預金から所要準備を除く過剰準備の合

計額は1000億ユーロ前後まで減少した（図表2）。

TLTROには、3年物LTROのような規模の効果は見込めない理由がある。第1の理由は、TLTROの金利は主要オペ金利よりも10bpポイント高い0.15%である上に、3年物LTROのように予備的な動機で調達し、ECBに預金した場合にはマイナス預金というペナルティーが課されることだ。預金ファシリティーと準備預金にはマイナス0.1%の金利が適用されるようになり、9月の追加利下げでマイナス幅は0.2%まで拡大している。

また、貸出のための原資としての活用を促すよう制限を課している影響もある。3年物LTROは金額無制限であったが、14年内の2回のオペは家計向け住宅ローンを除く民間貸出残高の7%（4000億ユーロ相当）、15年から16年半ばまで3カ月毎のオペの利用額はベンチマーク対比での貸出純増額3倍が上限となる。さらにベンチマーク対比で貸出が伸びていなければ償還期限の18年9月よりも2年前倒しの全額返済を求められる。

12月9日の第2回の利用額の方が、15年1～2月の3年物資金の償還期限に近いため利用額が伸びるだろう。それでも、利用可能額の上限の4000億ユーロを大きく下回る可能性が高いように思われる。

### （強力な金融緩和の約束への期待は裏切られたが、ユーロ高の余地は当面限定）

ユーロ圏のインフレ率は、9月は前年同月比0.3%で、8月の同0.4%から低下した。最大の押し下げ要因は、同マイナス2.4%と下げ幅を拡大したエネルギーである。下落が続いた食品価格は9月に同0.2%のプラスに転じた。エネルギーと食品を除くコア物価は同0.7%、サービス価格も同1.1%と前月より伸びが低下した（図表3）。

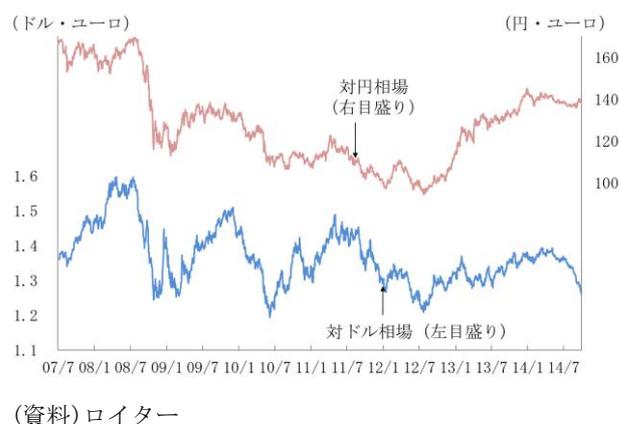
内生的なインフレ圧力は、景気回復の勢いが鈍り、大幅な需給ギャップが解消しないために、弱い状態が続いている。他方、輸入物価を通じたインフレ押し下げ要因となったユーロ高は、ECBの追加緩和の強化に加え、米連邦準備理事会（FRB）の利上げ期待を背景とする今夏以降のドル全面高で、ユーロの対ドル相場が1ユーロ=1.26ドルのラインを一気に割り込むなど、速いピッチで修正されている（図表4）。

図表3 ユーロ圏のCPI



（資料）ECB

図表4 ユーロの対ドル、対円相場



（資料）ロイター

ECBの追加策のバランス・シート拡大効果が1兆ユーロに届く目処が立たなくとも、欧米の景気、ECBとFRBの金融政策の方向の違いが意識されるようになったために、当面はユーロ高に振れる可能性が小さくなり、ECBは政策決定に関して幾らかの時間的猶予を得ることになった。

今回の政策理事会の決定内容やドラギ総裁のコメントは、量的な目標達成のために国債購入に踏み込む約束をする強力な金融緩和への期待に応えるものではなく、国債と株価は下落、ユーロ相場は上昇した。しかし、向こう2年にわたる緩和強化と必要に応じて追加策を投入する方針自体を転換した訳ではない。これを境に市場の基調が大きく変わることは考え難い。

---

(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。