

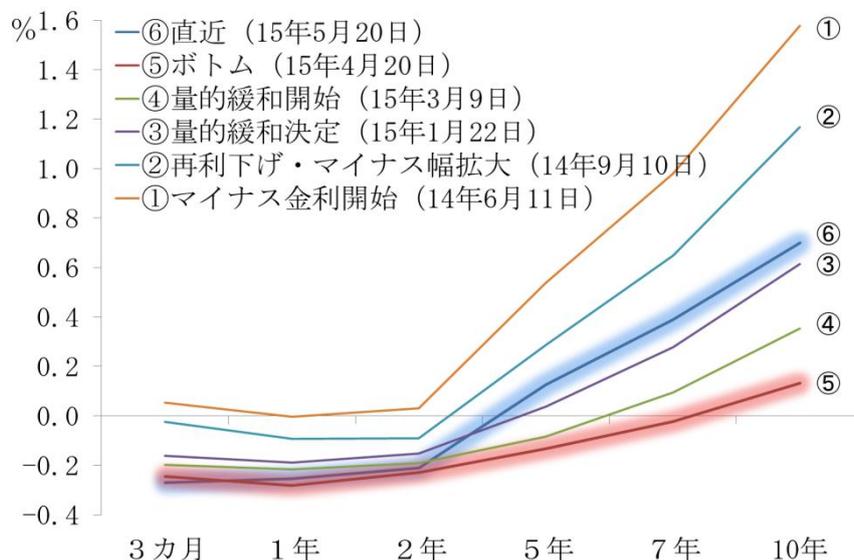
Weekly エコノミスト・ レター

ECBの量的緩和で何が変わったか ～自律的回復の芽生え、ギリシャ問題への 耐性～

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）が、資産買入れプログラムを、国債等を含む月 600 億ユーロに拡大することを決めてから 4 カ月、実際に買入れを開始してから 2 カ月半が経過した。
2. ECB の資産買入れは、これまでのところ目標通りのペースで行われ、バランス・シートは「2 年間で 1 兆ユーロ」という目標に向け着実に拡大している。
3. 量的緩和は、その前段階からユーロ安、長期金利低下、株高をもたらしたが、4 月下旬以降、反転し、イールド・カーブは急激にベア・スティープ化した。
4. 基調変化の主な要因は、ユーロ圏の景気・インフレ指標の改善にある。1～3 月期のユーロ圏は原油安、ユーロ安、低金利の恩恵で、停滞が続いた仏伊も含めて好転、インフレ率も 4 月にはマイナスを脱した。原油価格やユーロ相場の動きからは、今後、プラス圏で伸びを高めることが予想され、インフレ期待も持ち直しつつある。
5. ユーロ圏経済は、緩和的な金融環境と財政緊縮圧力の後退で潜在成長率を上回るペースでの回復が続く見通しだが、GDP ギャップは解消には至らず、域内の競争力の格差や構造的失業と投資不足の問題解決のためにも、ギリシャの偶発的デフォルトのリスクへの備えとしても金融緩和の継続は欠かせない。
6. ECB が早期に量的緩和を打ち切る可能性は低く、財政面でも中立姿勢が維持される。ユーロ圏の長期金利が過去 1 カ月のようなペースで上昇し続けることは考え難い。

ユーロ圏の最高格付け国債のイールド・カーブ



(資料) ECB

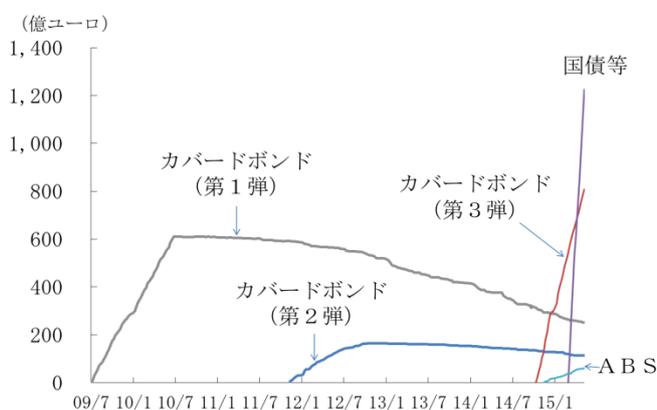
（ 月 600 億ユーロペースの資産買入れが継続 ）

欧州中央銀行（ECB）が、資産買入れプログラムの対象に、カバードボンド（14年10月20日買入れ開始）、資産担保証券（ABS、同11月21日買入れ開始）に続いて、新たに国債等を加え、買入れ規模を月600億ユーロに拡大することを決めてから4カ月、実際に買入れを開始してから2カ月半が経過した。

ECBの資産買入れは、これまでのところおおむね目標通りのペースで行われている。5月15日時点の買入れ残高は、国債等が1224億ユーロ、カバードボンドが808億ユーロ、資産担保証券（ABS）が61億ユーロである（図表1）。ABSは、当初から想定されていたとおり市場振興の性格が強く、月600億ユーロの買入れは、大きくは月500億ユーロの国債等と月100億ユーロのカバードボンドの買入れで達成されてきた。

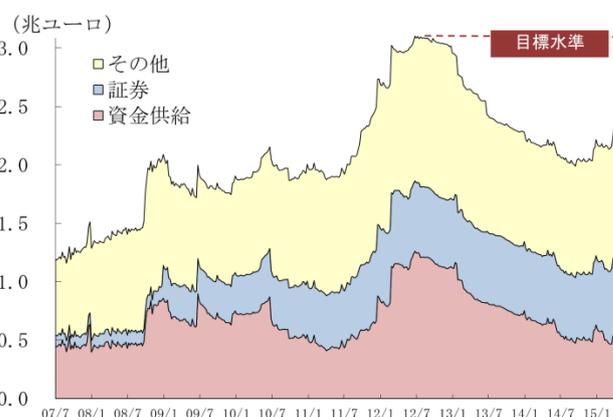
国債等の買入れが始動したことで、ECBのバランス・シートも、「2年間で1兆ユーロ」という目標に向けた拡大傾向が定着するようになった（図表2）。

図表1 ECBの資産買入れ残高



(資料) ECB

図表2 ECBの資産残高



(資料) ECB

（ 途切れたユーロ安、長期金利低下、株高の流れ ）

量的緩和に至るECBの金融緩和強化の流れは、14年6月の利下げで、オペ金利を0.15%に引き下げると同時に、銀行が、ECBに預金する際の金利を、ゼロからマイナス0.1%に引き下げたことに始まる。この時、ECBは、18年9月を償還期限とするターゲット型資金供給（TLTRO）を14年9月から16年6月まで3カ月毎に合計8回実施することも決めた。さらに、14年9月には追加利下げを実施、オペ金利を0.05%、預金金利をマイナス0.2%まで引き下げた。

ユーロ高への圧力は、預金金利のマイナス化と前後して緩和し始め、量的緩和の開始まで、ほぼ一本調子で対ドルでのユーロ安が進んだ（図表3）。長期金利も最高格付けの10年国債で1.5%を割りこむようになり、イールド・カーブは、より長い年限の金利が低下、フラット化が進んだ。ベンチマークのドイツの10年国債利回りは、マイナス金利開始時の1.4%から、4月20日には0.08%とマイナス金利が視野に入る水準まで低下した（図表4）。

株価の変化は、為替や長期金利よりも遅く、国債等の買入れが確実視されるようになった2015年入り後に上昇傾向が鮮明になった（図表5）。

しかし、4月下旬からの1カ月は、ユーロ安、長期金利低下、株高の流れが揃って修正された。イールド・カーブは長い年限ほど上昇幅が大きい、ベア・スティープ化が顕著になり（表紙図表、図表6）、ドイツの10年国債利回りは5月13日には0.7%まで上昇した。

その後、ドラギ総裁、クレー理事などECB幹部の発言^(注)もあり、ユーロ高、株安、長期金利高には歯止めが掛かったものの、長期金利はドイツの10年国債で0.6%台で推移するなど、量的緩和決定以前の水準に留まっている。

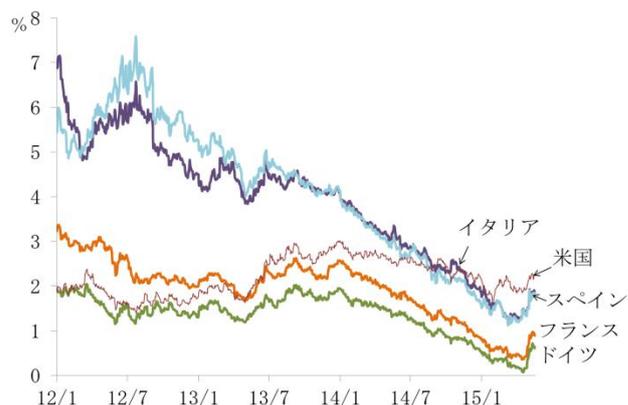
(注)ドラギ総裁は、5月14日に行われたワシントンでの講演で、最近の金融政策は「資産価格や心理面に大きな効果を及ぼしたが、最終的に重要なことは投資や消費、インフレ率に同程度の効果が表れること」であり、「そのために、公表済みの資産買入れプログラムを完全に実行する」と強調した。クレー理事は18日に行ったロンドンの講演で夏場の流動性低下に配慮して5～6月に買入れペースを加速する方針を表明した。

図表3 ユーロの為替相場



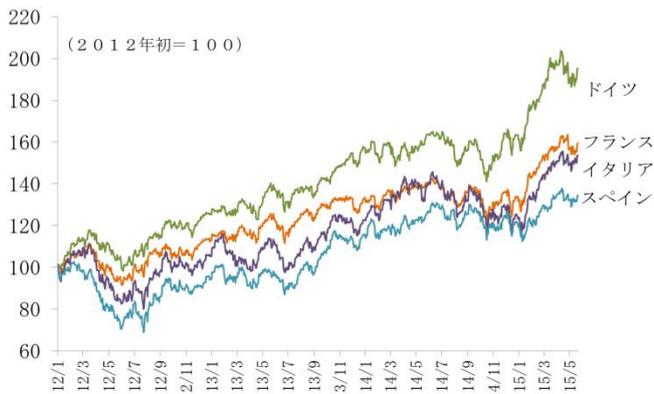
(資料)ロイター

図表4 10年国債利回りの推移



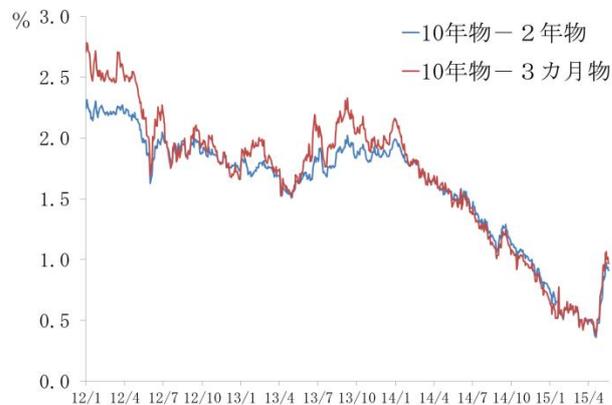
(資料)ロイター

図表5 株価の推移



(資料)ロイター

図表6 ユーロ圏最高格付け国債のスプレッド



(資料)ECB

(景気・インフレ指標の改善が背景)

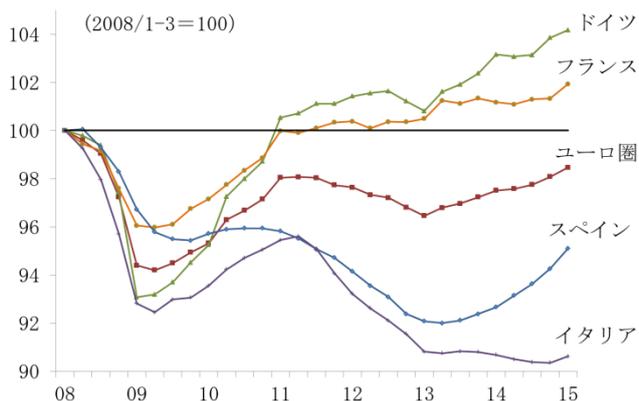
こうした基調変化の背景には、ユーロ圏の景気・インフレ指標の改善がある。

ユーロ安・ドル高は、FRBの利上げ開始とECBの金融緩和の強化を材料に進んできたが、1～3月期は米国経済が天候などの特殊要因が響き、前期比年率0.2%の低成長に留まった。米国経済の減速は一時的という見方が支配的ではあるものの、FRBの利上げ開始のタイミングや利上げのペースを巡る見方は、年初に比べ、慎重化している。

一方、ユーロ圏では、原油安、ユーロ安、低金利の支えにより前期比年率1.6%に加速した。スペインの回復が定着、イタリアの景気後退に歯止めが掛かり、フランスも一進一退を抜け出すなど、「ドイツ独り勝ち」の状況が変化し、回復の裾野が広がっている(図表7、図表8)。

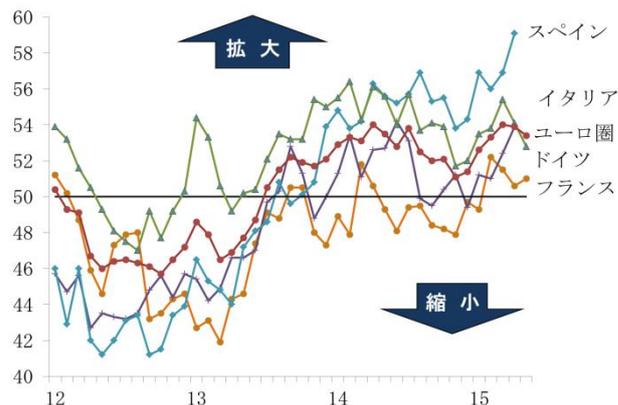
各種の統計やサーベイ調査には、ユーロ圏経済の自律的な回復の芽生えが見られるようになって

図表7 ユーロ圏の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

図表8 ユーロ圏と主要国の総合PMI



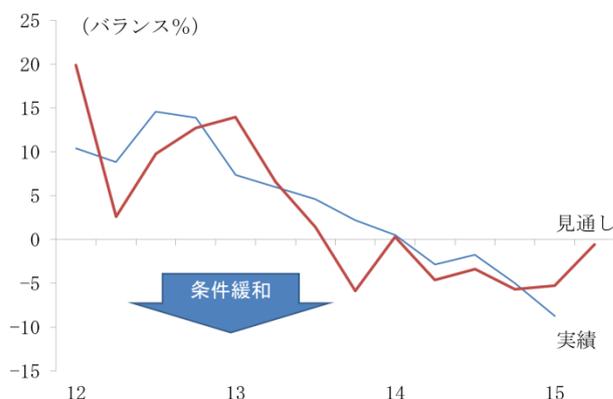
(資料) Markit

図表9 ユーロ圏銀行の民間貸出残高



(資料) ECB

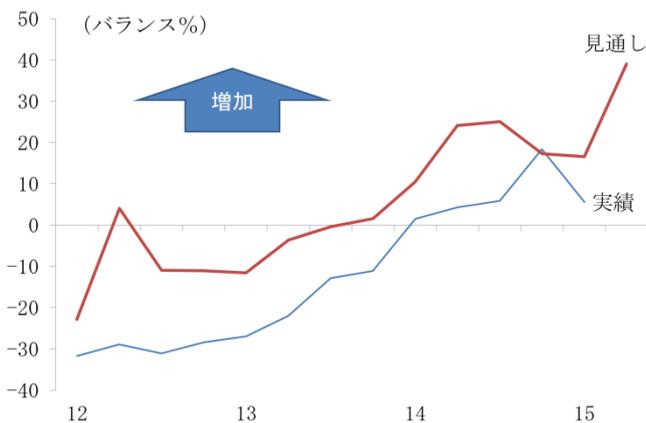
図表10 ユーロ圏銀行の企業向け融資条件



(注) 厳格化を見込む銀行の割合と緩和を見込む割合の差

(資料) ECB「銀行貸出サーベイ」

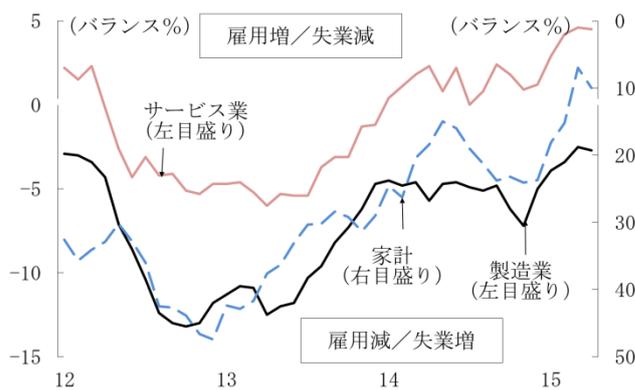
図表11 ユーロ圏企業の資金需要



(注) 増大を見込む銀行の割合と減少を見込む割合の差

(資料) ECB「銀行貸出サーベイ」

図表12 企業と家計の雇用/失業見通し



(注) 企業は3カ月先の雇用、家計は1年先の失業の増大と減少を見込む割合のバランス

(資料) 欧州委員会「企業・家計サーベイ」

いる。銀行の民間向け貸出は、14年11月の銀行監督一元化に先立ち実施された域内銀行の「包括査定」という大きな山を超えて底入れしつつある(図表9)。ECBが四半期に一度実施している「銀行与信サーベイ」からは、競争の激化とともに、資金調達コストの低下やバランス・シート上の制約の緩和を理由に、融資条件の緩和に動く銀行の割合が多くなり(図表10)、企業や家計の資

金需要も持ち直していることがわかる（図表 11）。

雇用も回復方向にある。失業率の水準はユーロ圏全体で 11.3%（15 年 3 月）と世界金融危機前の水準を大きく上回っているが、欧州委員会の「企業サーベイ」からは、製造業・サービス業ともに、雇用の意欲を高めていることが確認できる（図表 12）。

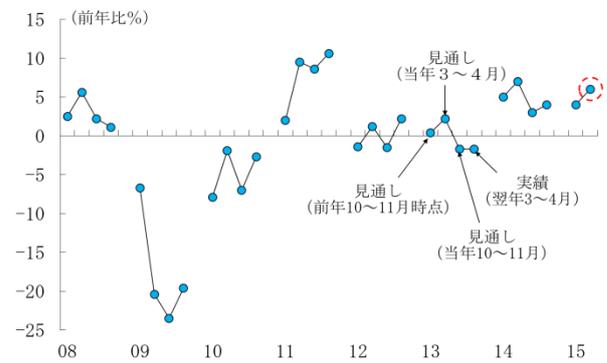
世界金融危機後、停滞が続く投資の拡大基調が定着するかどうかは、量的緩和の効果を測る上で最も重要なポイントと考えられる。この点でも明るい兆候はある。「企業サーベイ」によれば、稼働率は、投資の持続的な拡大が期待できる長期平均の水準を超えるようになっている（図表 13）。欧州委員会が 3～4 月に実施した「設備投資計画調査」は、昨年 10～11 月時点の実質前年比 3% 増から同 4% 増に上方修正されている（図表 14）。

図表 13 ユーロ圏の設備稼働率と固定資本形成



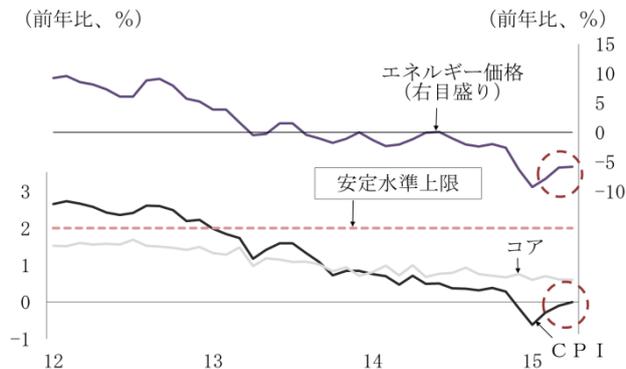
（資料）欧州委員会「製造業四半期サーベイ」

図表 14 ユーロ圏の設備投資計画



（資料）欧州委員会「設備投資サーベイ」

図表 15 ユーロ圏の C P I



（資料）欧州委員会統計局

図表 16 インフレ・スワップ・
フォワード・レート（5年先5年物）



（資料）ロイター

（ マイナス圏を脱しつつあるインフレ率 ）

インフレ率は、エネルギー価格の下落幅が縮小したことで、4 月は 5 カ月振りにマイナス圏を脱し（図表 15）、インフレ期待も上向きつつある。

エネルギー価格の基調は、原油の国際価格とユーロ相場の変動によって決まるが、原油価格の下落圧力は 15 年初をピークに縮小し始め、ユーロ安による輸入物価押し上げ圧力は強まっている。エネルギー価格による物価の押し下げは、15 年末頃には解消、16 年前半は押し上げ要因に転じる。

ユーロ圏のインフレ率は、今年半ばからはプラス圏で徐々に伸びを高めると予想される。

ECBが、インフレ期待の指標として重視しているインフレ・スワップの5年先スタートの5年物フォワード・レートも、量的緩和決定直前には1.5%を割り込んだが、足もとは1.8%とECBの定義による物価安定の目安の「下限」に達しつつある（図表16）。

（景気の回復は続くが、GDPギャップ解消には至らず、構造問題も残る）

2016年にかけて、ユーロ圏全体では0.8%程度と推計される潜在成長率を上回るペースでの回復が続く見通しだ（図表17）。ユーロ圏経済の回復を支えた要因のうち、ユーロ安と原油安の効果は徐々に剥落するが、緩和的な金融環境と財政緊縮圧力の後退、一部で進展した構造改革の成果が回復を後押しするだろう。

成長の加速でGDPギャップは16年にかけて縮小する。しかし、解消には至らない。欧州委員会は5月5日に公表した「春季経済予測」で16年時点のGDPギャップを1.1%と推計している。ドイツが0.2%とほぼ均衡するが、イタリアは2.0%、フランスは1.7%で、スペインの1.8%など債務危機に見舞われた国々のGDPギャップも残る。

緩和的な金融環境は、域内の競争力格差、構造的失業、投資不足といった問題解決に必要な構造改革の痛みを緩和するためにも、必要とされている。

図表17 ユーロ圏経済見通し（15年5月20日時点）

	単位	2013年	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率%	▲ 0.4	0.9	1.4	1.7	1.1	0.3	0.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
消費者物価(HICP)	前年比%	1.3	0.4	0.1	1.3	0.6	0.6	0.4	0.2	▲ 0.3	0.0	0.2	0.5	1.1	1.3	1.4	1.5
ECB市場介入金利	期末、%	0.25	0.05	0.05	0.05	0.25	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
ドイツ10年国債	%	1.6	1.2	0.3	0.6	1.6	1.4	1.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.33	1.10	1.08	1.37	1.37	1.33	1.25	1.13	1.11	1.09	1.07	1.06	1.07	1.08	1.09

（ギリシャという火種も残る）

ギリシャ政府の資金繰りを巡る不透明感も、直接的ではないものの金融政策に影響を及ぼす。ギリシャ政府が、より有利な支援条件を引き出すために瀬戸際戦略を展開することが、偶発的なデフォルトに発展するリスクに備える必要があるからだ。

ギリシャ情勢の不透明化が、2010年や12年のように、他国に飛び火する兆候がない最大の理由は、ギリシャ国外の銀行が保有するギリシャ向け債権が大きく減少していることにある。

しかし、それと同時に、財政危機の伝播を防ぐ防火壁がギリシャ問題の発覚当初に比べて遥かに分厚くなっていることも大きな役割を果たしている。ギリシャの問題が発覚した当初は存在しなかった財政危機に備えるための防火壁は、現在では欧州金融安定メカニズム（ESM）として常設化されており、現在、4528億ユーロの支援が可能だ。ECBも金額の上限がない国債買い入れプログラム・OMTを備えている。ただ、ESMの支援を得るには、「構造調整プログラム」や「予防的プログラム」などの支援条件の調整が必要である。ECBのOMTは、対象国がESMと約束したプログラムを履行していることを条件に実行される。ESMやOMTは、12年をピークとする債務危機の拡大局面で問題となったように迅速性を欠く。

今年1月のギリシャの政権交代後、支援の継続性に不安が生じて、過剰債務国の対ドイツ国債

のスプレッドが拡大しなかった最大の理由は、量的緩和による国債購入が予定されていることがある。量的緩和が防火壁として機能している結果、過剰債務国のギリシャ問題への耐性は増した。

（ 長期金利が過去1カ月の様なペースで上昇し続けることは考え難い ）

ECBは量的緩和を「2016年9月までか、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」方針だ。1月に量的緩和を決めた時点では、市場が、これを「事実上の無期限」と捉えて好感したことが、極めて長い年限までの利回りの低下、イールド・カーブのフラット化を促した。足もと1カ月のベア・スティープ化は、景気とインフレ指標の改善で、量的緩和は少なくとも「無期限ではない」ことが意識されて、長期金利の行過ぎた低下に修正が加わったことが主な理由と考えられよう。

しかし、ユーロ圏のマクロ経済環境、ギリシャ問題という火種を抱える状況を踏まえると、量的緩和の早期終了は考え難い。財政政策面でも中立姿勢が維持される見通しであり、ユーロ圏の長期金利が、過去1カ月のようなペースで上昇し続けることは考え難い。

(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もありません。