

2014年10月3日 全4頁

ディストレスファンド化するECB

ギリシャ、キプロスの資産担保証券（ABS）も条件付きで対象に

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 31

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

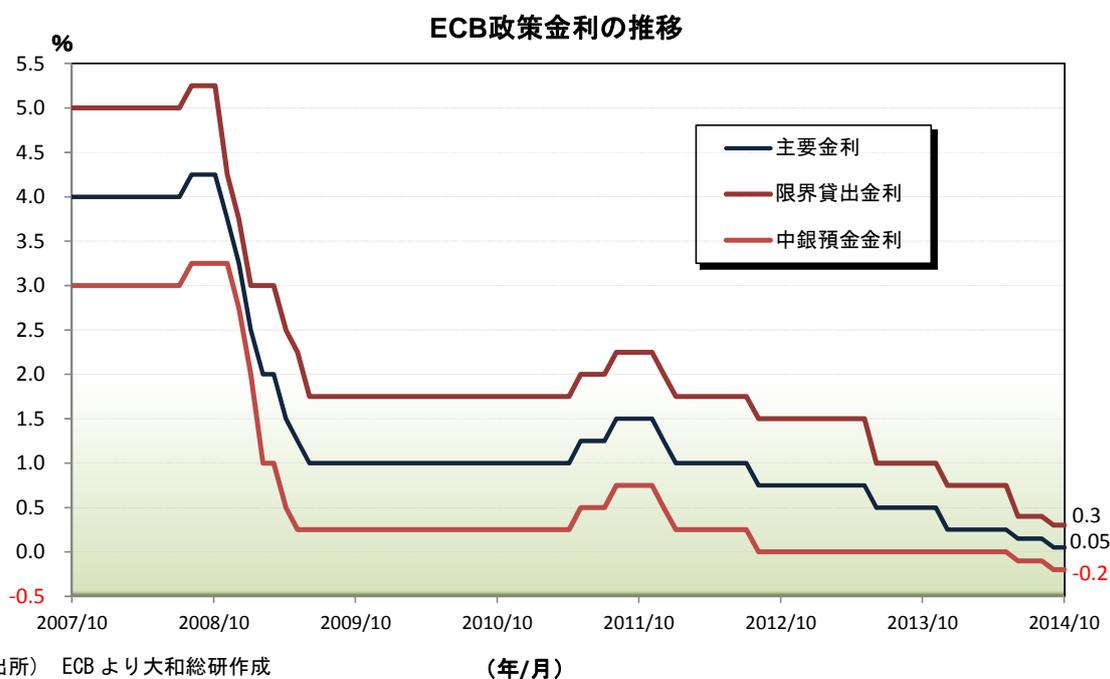
- 10月2日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。
- 前回（9月4日）の定例理事会で決定されていた、資産担保証券（ABS）とカバードボンドの資産買い取りプログラムの追加内容も発表した。“何を”、“いつ（まで）”、“どれだけ” 買い取るかが注目されたが、開始時期を明示しただけで、具体的な買い取り金額は発表されず、シティでは期待外れとの評価が先行した。
- 今回のABSプログラムでは、単一発行証券の7割まで投資可能（ギリシャ、キプロスは3割）とされたため、買い取りにより投資対象の流動性が極端に低くなる可能性が高い。ECBは、事実上、池の中のクジラとなり、一旦、クレジットクランチが起こった際には、大幅な損失を被る可能性もある。
- ギリシャ、キプロスも投資対象に含めたことで、ユーロ存続に手段を選ばないドラギ総裁の決意を感じる一方、（投資対象が限定されない）ブラインドプールでかつ低格付けのストラクチャード投資に踏み切るECBの姿は、ディストレス投資家そのものである。

政策金利は据え置き

10月2日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売り出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。（図表1参照）。

さらにECBは、前回（9月4日）の定例理事会で決定されていた、資産担保証券（ABS）とカバードボンドの資産買い取りプログラムの内容も発表した。“何を”、“いつ（まで）”、“どれだけ”買い取るかが注目されたが、開始時期（ABSが10月中旬、カバードボンドを第4四半期：10月-12月）を明示しただけで、具体的な買い取り金額は発表されず、シティでは期待外れとの評価が先行した。

図表1 ECBの政策金利の推移



ギリシャ、キプロスが発行体となるABS、カバードボンドの購入も可能に

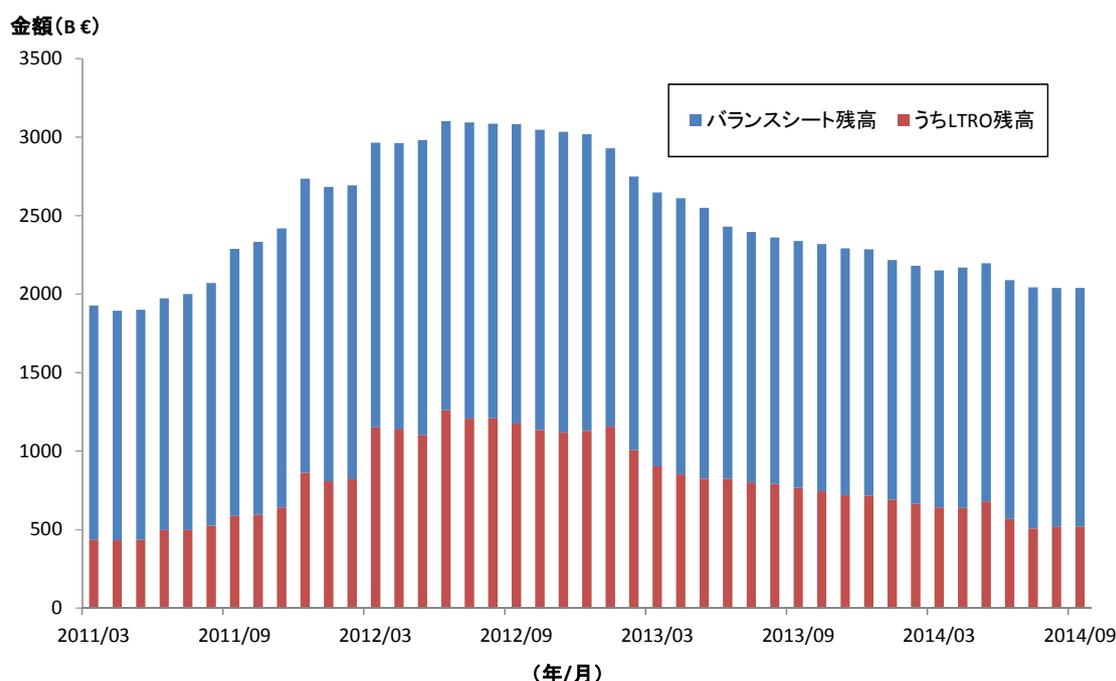
また買い取りプログラムでは、追加的なリスク削減措置を行うという条件付き¹でECBの金融政策（オペ）の担保不適格とされているギリシャやキプロスのABSとカバードボンドも対象とすることが発表されている。特に買い取り金額に関しては、最大1兆ユーロ規模に上り、ECBのバランスシート額は、2012年の前半の時期に達した3兆ユーロにまで拡大することが示唆された（図表2参照）。また、投資対象であるユーロ圏のABSだけでは市場規模が小さいため、現実的にはカバードボンドが中心となる可能性もある。一方で、ABSの中では、現実的には発行量が最も多いRMBSの投資が中心となるといえる。ただでさえ低金利政策が継続している中でRMBS

¹ 現在行われているIMFの救済プログラムに残ることが条件のひとつといわれている。

の買い取りが活性化すると、さらなる住宅ローン金利の低下を促すことは容易に想像できる。一見、米国のQEと同じ効果を期待されるが、現在、ドイツなどで顕在化している住宅バブルが、ユーロ圏内でさらに拡大する可能性が高いといえよう。

また、今回の投資対象をセカンダリー市場だけでなく、プライマリー市場も対象としたことには留意すべきであろう。銀行のリスクアセットのオフバランス化を促進し、新規の融資枠（リスク枠）を拡大したい ECB の意図は理解できるが、むしろ各行の不良債権処理に利用されるだけとなる可能性を秘めている。欧州の銀行が、ECB の買い取りを前提として、不良資産を積極的にオフバランス化させれば、（トランシェを切ることで信用格付けを高めた）金融危機時に組成され、その後時価が付かなかった証券化商品の二の舞となる。事実、南欧諸国の銀行では、このような不良資産に対する投資家が不在のため、不良債権処理が進まなかった事情があり、ECB の買い取りを積極的に活用する可能性がある

図表 2 ECB のバランスシート



(出所) Bloomberg および ECB より大和総研作成

また ECB は、今回の ABS プログラムで、単一発行証券の 7 割まで投資可能（ギリシャ、キプロスは 30%）としたため、買い取りにより投資対象の流動性が極端に低くなり、事実上、池の中のクジラとなる可能性も十分にある。多くの投資対象は、償還まで持ち切りとならざるを得ず、一旦、クレジットクランチが起こった際には、大幅な損失を被る可能性もある。時には償還まで 10 年以上かかる商品もあり、いくら透明性が高くとも第三者の時価評価の信頼性は決して高いとは言えない。ギリシャ、キプロスも投資対象に含めたことで、ユーロ存続に手段を選ばないドラギ総裁の決意を感じる一方、（投資対象が限定されない）ブラインドプールでかつ

低格付けのストラクチャード投資に踏み切る ECB の姿は、ディストレス投資家そのものである。

TLTROs も借手不在の状況で ECB の異次元緩和は頓挫する可能性が高いとの評価

シティでは、ノーサプライズで終了した今回の発表を評価する声は少なく、むしろ、域内の依然弱い景気と、ディスインフレからの脱却の道のりの遠さが、浮き彫りとなったとの評価が多い。ECB の金融緩和の決意はバランスシートの総額を示唆したことで感じられたが、実効性に欠ける印象も拭えない。また、12 月には 2 回目の 4 年長期固定 TLTROs (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) の供給も予定されているが、現在のペースで総額 4,000 億ユーロも資金需要があるとは思えず、全額供給できる可能性は低いといえよう。ここに来て、その用途として国債投資ではなく、あくまでも企業向け与信と強調したことが後悔されるともいえる²。

今後、手持ちカードが少なくなった ECB が、来月から始まる銀行同盟をどのような形でスタートさせるかが注目される。今後は、世紀の大実験であるマイナス金利をあきらめて、本格的な量的緩和にどのタイミングで移行するか、関心がシフトしたともいえるであろう。

(了)

² ECB から (金融機関以外の) ユーロ圏の企業に対する融資額が目標に未達と判断された場合は、2016 年 9 月に強制的に償還される貸出条件 (コベナンツ) が付随している。これは前回の 3 年長期固定 LTROs を借入れた金融機関の多くが、その供給資金の多くを企業貸出 (特に中小企業) へ振り向けず、大幅に値下がりした南欧諸国の国債投資に振り向けたという反省から来ている。