

2015年1月23日 全4頁

ECB国債買い入れ型量的緩和策を導入へ

量的緩和とマイナス金利が同時に機能するのは未知数

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 36

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]

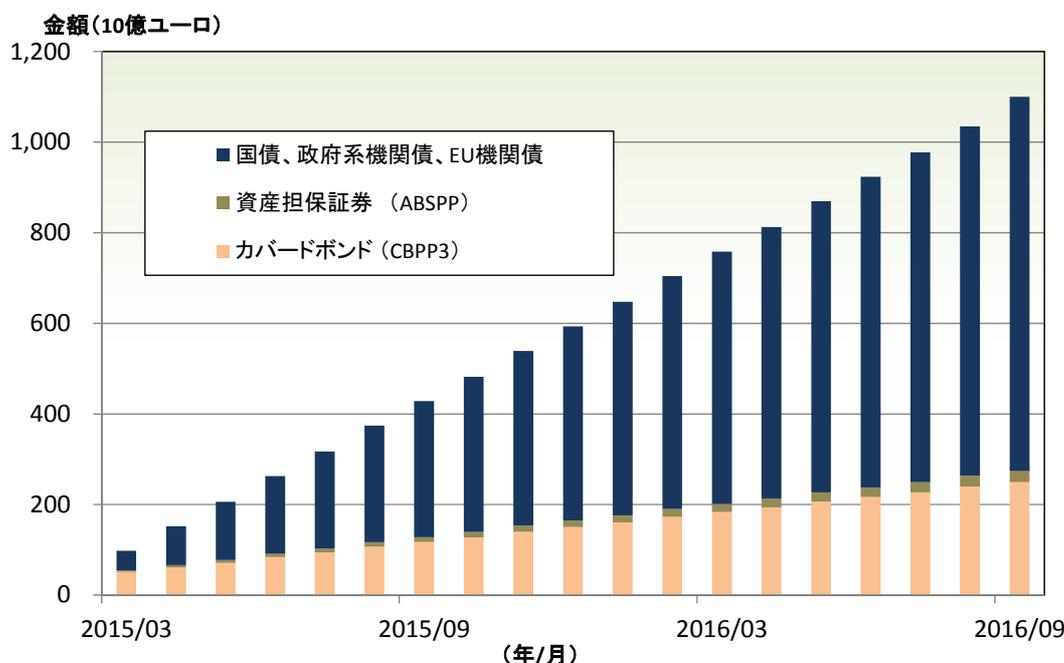
- 1月22日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、国債買い入れ型の量的緩和策（QE）の導入を決定した。買い入れ資産は、国債、政府系機関債、EU機関債が対象とされ、既存のカバードボンドおよび資産担保証券プログラムを含めた総額は1.1兆ユーロに上る見通しである。期間は2016年9月までの約1年半で行うとし、既存プログラムの買い入れ額が継続すれば、国債、政府系機関債、EU機関債の総額は8,140億ユーロ程度となる。
- 予想を上回る買い入れ規模のプログラムが好感されたものの、ユーロ域内での金融市場のインパクトは軽微に留まった。特にギリシャを除いたユーロ域内の長期国債利回りは前日までに低下が進んでいたため、実施前から織り込まれていたアナウンスメント効果は既に達成済みとの印象すら受けた。
- 量的緩和政策とマイナス金利政策の相反する組み合わせが上手く機能するかは、今後の大きな注目点といえる。日本では、超過準備預金に関しても付利が獲得できるため、銀行にとって当座預金を増やす抵抗が無く、量的緩和に応じやすい状況がある。一方、ユーロ圏では貸出先から十分な収益が期待できない状況でコストが高い（マイナス金利の）当座預金や預金ファシリティを増やす動機は乏しく、積極的に量的緩和に応じるかは未知数といえる。
- QEの発表時間の前後に、（西側の経済制裁対象国であり）ユーロ域外のロシア株式市場が大きく上昇するなど、既に域内での行き先に迷う余剰資金による副作用も発生している。行き場を失った量的緩和の余剰資金がECBの意図とは違う方向に向かうのかは、今後注視する必要があるだろう。

国債買い入れ型の量的緩和を発表

1月22日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、注目されていた国債買い入れ型の量的緩和策（以下、QE）の導入を決定した。買い入れ資産は、国債、政府系機関債、EU 機関債が対象とされ、既存のカバードボンド買い入れプログラム（Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3）および資産担保証券プログラム（Asset Backed Securities Purchase Programme: ABSPP）を含めた合計で月額600億ユーロ、総額1.1兆ユーロに上る見通しである。現在のCBPP3、ABSPPの買い入れ額が継続すれば、国債、政府系機関債、EU 機関債の総額は8,140億ユーロ程度となる（図表1）。今回の買い入れプログラム（Expanded Asset Purchase Programme）の期間は、今年3月から来年の9月まで約1年半実施されることが予定されている。またインフレ率が持続可能なまでに上昇し、中期的なECBのインフレ目標である2%間近（2%に近いがそれ以下）に達成するまでQEは行われるとしている。裏を返せば2%近くを達成できなければ追加のプログラムが予想され、事実上日銀が導入している無制限型の緩和政策といえよう。

また12月11日の第2回目の入札も不調に終わり、1回目と合計しても2,124億ユーロ程度と想定した4,000億ユーロに届かなかったTLTROs（Targeted Longer-Term Refinancing Operations）に関しては、貸出促進案として支払い金利の引き下げが同時に発表されている。金利支払いが返済時に一括であることに変わりはないが、借入期間中の主要リファイナンスオペ金利からのスプレッド部分（+10bp）が免除されることとなった。

図表1 ECBのQEの買い入れ額の推計



(注) ABSPPは8週目、CBPP3は13週目までの買い入れがそのまま続くと試算。

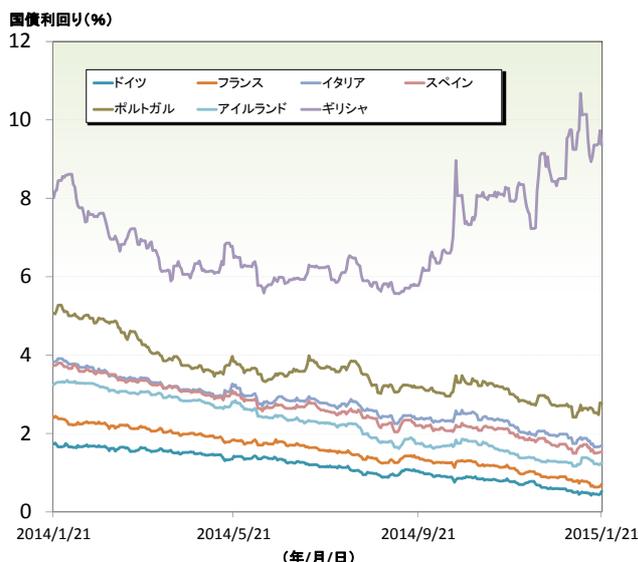
(出所) ECBより大和総研作成

量的緩和とマイナス金利が同時に機能するのか？

ABSPP、CBPP3 を除く国債、政府系機関債、EU 機関債の買入れは ECB への出資比率（キャピタル・キー）に応じて行われ、残存期間が 2 年から 30 年までが対象となった（平均残存期間は不明）。EU/IMF の支援プログラム国も買入れ対象とされたために、懸念されていたギリシャおよびキプロスともに該当することとなっている。また QE に慎重姿勢のドイツ側の主張も考慮され、ECB が直接リスクを取る部分は 20% とされ、残り 80% は域内各国中銀の責任で行われ、損失が生じれば各国で負担をすることも示唆された。

金融市場では、発表直後にユーロが対ドルでの下げ幅を拡大させるなど、当初の予想を上回る買入れ規模が好感されたものの、ユーロ域内でのインパクトは軽微に留まった。特にギリシャを除いたユーロ域内の長期国債利回りは前日までに低下が進んでいたため、実施前から織り込まれていたアナウンスメント効果は既に達成済みとの印象すら受けた。

図表 2 ユーロ域内主要国の 10 年国債利回りの推移（左図）、ECB 出資比率（右図）



国	出資割合 (%)	出資金額 (百万ユーロ)
ドイツ	25.6%	1,948
フランス	20.1%	1,535
イタリア	17.5%	1,333
スペイン	12.6%	957
オランダ	5.7%	433
ベルギー	3.5%	268
ギリシャ	2.9%	220
オーストリア	2.8%	213
ポルトガル	2.5%	189
フィンランド	1.8%	136
アイルランド	1.7%	126
スロバキア	1.1%	84
リトアニア	0.6%	45
スロベニア	0.5%	37
ラトビア	0.4%	31
ルクセンブルク	0.3%	22
エストニア	0.3%	21
キプロス	0.2%	16
マルタ	0.1%	7

(注) 出資比率は非ユーロ圏の出資比率を除いたときの割合。

(出所) ECB、Bloomberg より大和総研作成

また量的緩和政策とマイナス金利政策の相反する組み合わせが上手く機能するかは、今後の大きな注目点といえる。日本では、超過準備預金に関しても付利 (+0.1%) が獲得できるため、銀行にとって当座預金を増やす抵抗が無く、量的緩和に応じやすい状況がある。一方、ユーロ圏では貸出先から十分な収益が期待できない状況で、コストが高い（マイナス金利の）当座預金や預金ファシリティを増やす動機は乏しく、積極的に量的緩和に応じるか（銀行が国債を ECB に売却するか）は未知数といえる。貸出コストを大きく抑制することは難しく、既に大きく低下していた長期金利がこれ以上低下したところで、今後も競争力がある貸出金利を提示できるとは限らない。また、たとえ貸出増加につながったとしても、マイナス金利分のコストを顧客から全て回収できる訳ではなく、むしろ資金利ざやが大きく低下し収益力が落ちる可能性すら想定されるであろう。一方、QE の発表時間の前後に、（西側の経済制裁対象国であり）ユーロ

域外のロシア株式市場が大きく上昇するなど、既に域内での行き先に迷う余剰資金による副作用も発生している。行き場を失った量的緩和の余剰資金が ECB の意図とは違う方向に向かうのかは、今後注視する必要がある。

(了)