

2015年3月6日 全4頁

# ECB 国債型量的緩和の追加詳細を発表

## ギリシャとは喧嘩別れか？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 38

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]

- 2015年3月5日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会をキプロスで開催し、注目されていた国債買い入れ型の量的緩和策（以下、QE）の追加詳細を発表した。一方、対象となる政府系機関債、EU 機関債 の発行体は示されたものの、最終的な個々の買い入れ金額は発表されず、シティでは若干肩透かしにあったとの声も聞かれる。
- ドラギ総裁はインフレ目標達成への自信を示したものの、インフレ率の見通しだけ見ると2017年に1.8%に留まる見通しであり、前回理事会の議論の中で、あえて達成目標を2016年年末から2016年9月に前倒したものの、今回のプログラムを早期に終了させる見通しではないとも解釈できる。
- 現在 ECB は、ギリシャ国債を大量に保有しており、QE を実際に開始できるのは、保有国債が償還される7月以降となる。ただし、ギリシャ側は ECB が保有する同国国債のうち7月～8月に満期を迎える計67億ユーロ について償還の延期を示唆しており、その場合、今回の QE による国債買い入れはできないことになる。
- 域内不均衡を是正する財政出動が期待できない現在のユーロ圏は、今回のギリシャ危機で構造的欠陥が露呈したともいえよう。財政緊縮策を優先するあまり、景気刺激策が後手に回る構造は変わらず、ついに開始される ECB の量的緩和策の効果が、实体经济にどこまで影響を与えるかは未知数ともいえるだろう。

## ECB の国債型量的緩和の追加詳細が発表に

2015年3月5日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会をキプロスの首都ニコシアで開催し、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売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。さら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同様にそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。

また注目されていた月額600億ユーロ、総額約1.1兆ユーロの国債買い入れ型の量的緩和策（以下、QE）を3月9日から開始すると発表した。かねてから関心の高かった前回理事会の議事録<sup>1</sup>（2月19日発表）を確認しても、QEに関する追加的内容はほとんど示されておらず、今回の理事会まで詳細が不明のままであった。発表では、国債、政府系機関債、EU機関債の残存期間が2年から30年まで買い入れ対象であることを再確認し、ターゲットとする平均残存期間は定めず、あくまでも市場中立（パッシブ）に買い入れることを示している。尚、買い入れ金額の総額は、時価ではなく簿価で計測される。さらに、最終的には出資比率に応じて買い入れする必要があるとしながらも、毎月の国債、政府系機関債の買い入れの内訳や買い入れ金額の調整は各中銀においてフレキシブルに変更可能とされている。

一方、対象となる政府系機関債<sup>2</sup>、EU機関債<sup>3</sup>の発行体は示されたものの、最終的な個々の買い入れ金額は発表されず、シティでは若干肩透かしにあったとの声も聞かれる。また終了時の買い入れをどのようにストップさせるのかなどの疑問も残ったままといえよう<sup>4</sup>。

## 期間は目標とする1年半を超える見通しか？

さらにECBは、2015年から2017年までのインフレ率および実質GDP成長率の見通しの修正も発表した。足元の2月のユーロ圏統合消費者物価指数（HICP：Harmonized Index of Consumer Prices）の実績速報値が前年同月比マイナス0.3%と、1月のマイナス0.6%から下げ幅が縮小しているものの、原油価格の下落を反映して2015年の従来予想を前年比+0.7%から同0.0%まで引き下げている。一方で、2015年後半から徐々に回復するとの見方も同時に示しており、翌2016年は前年比+1.3%から同+1.5%に引き上げている。また実質GDP成長率については、2015年を従来予想の前年比+1.0%から同+1.5%に、2016年は前年比+1.5%から同+1.9%に引き上げている。さらに今回初めて示された2017年の見通しでは、インフレ率を前年比+1.8%、実質GDP成長率は同+2.1%とした。

今回のQEは、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%

1 議事録の中では、日銀やFRBのように投票数や賛否についての委員の実名は開示されなかったが、量的緩和実施の様子見を主張した数人の委員の存在など詳細な議論の過程は公開されている。

2 政府系機関債の発行体は、①フランス社会保障基金（CADES）、②全国商工業雇用連合会（UNEDIC）、③スペイン開発金融公庫、④ドイツ復興金融公庫（KfW）、⑤バーデン・ヴュルテンベルク州立開発銀行（L-Bank）、⑥ドイツ農林金融公庫（Rentenbank）、⑦ノルトライン・ヴェストファーレン州経済振興公社。

3 EU機関債の発行体は、①欧州評議会開発銀行、②欧州原子力共同体、③欧州金融安定基金（EFSF）、④欧州安定メカニズム（ESM）、⑤欧州投資銀行（EIB）、⑥欧州連合（EU）、⑦北欧投資銀行（NIB）。

4 債券の価格形成機能を守るためにも、買い入れは流通市場（セカンダリー）から行い、各銘柄について発行額の25%、単一発行体の債務の33%までが買い入れ上限とされた。今後、新発国債の殆ど大半を買い入れることになる日銀の量的緩和とはこの点で異なるといえる。

間近（2%に近いがそれ以下）を達成するまで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プログラムが延長される無制限型の緩和政策である。ドラギ総裁はインフレ目標達成への自信を示したものの、インフレ率の見通しだけ見ると2017年に1.8%に留まる見通しであり、前回理事会の議論の中で、あえて達成目標を2016年年末から2016年9月に前倒したものの、今回のプログラムを早期に終了させる見通しではないとも解釈できる<sup>5</sup>。

図表1 ECBのインフレ率、GDP見通しの変更

HICPインフレ率予想 (%)			
項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2014年12月4日)	0.7	1.3	-
↓	↓	↓	
ECB予想(新:2015年3月5日)	0.0	1.5	1.8

  

実質GDP成長率予想 (%)			
項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2014年12月4日)	1.0	1.5	-
↓	↓	↓	
ECB予想(新:2015年3月5日)	1.5	1.9	2.1

(出所) ECBより大和総研作成

## 荒れた会見でギリシャと喧嘩別れか？

ドラギ総裁は会見の中で、すでにマイナス圏に突入しているユーロ圏の国債利回りに対して、どの水準まで買入れ可能かとの質問に対しては、中銀預金金利であるマイナス0.2%までとした。ただし、たとえECBが損失覚悟で買い取りしたとしても、ユーロ圏の国債金利水準はすでに相当に低いものであり、金利水準がさらに低下したとしても、（人件費等の銀行側のコストに変化はなく）結果的に貸出金利の低下は難しいことには変わりはない。

また会見は、キプロスのニコシアで行われたこともあり、隣国のギリシャから多くの記者が詰め掛け、質疑応答も若干荒れ模様となった。現在ECBは、ギリシャ国債を大量に保有しており、QEを実際に開始できるのは、（単一発行体の債務の33%までが買入れ上限とされているため）保有国債が償還される7月以降となる。ただし、ギリシャ側はECBが保有する同国国債のうち7月～8月に満期を迎える計67億ユーロ<sup>6</sup>について償還の延期を示唆しており、（プライマリーで投資をしないQEに魅力を感じていないのか）その場合、今回のQEによる国債買入れはできないことになる。ドラギ総裁はこの2ヵ月間でギリシャに対して新たに500億ユーロ、現時点で総計1000億ユーロの融資をECBが行っているにもかかわらず、この対応を取るギリシャに対する苛立ちを感じさせた。なお、ギリシャはすでに危機的状況であるとしながらも、2月11日に解除したギリシャ国債を資金供給オペの適格担保として認める特例措置を現時点では復

<sup>5</sup> 今回のQEの特徴は、物価の上昇を唯一の目標としているため、今のままのインフレ率見通し（2016年は1.5%）では延長することを示唆しているともいえる。

<sup>6</sup> 7月20日（元本34.9億ユーロ、金利6.9億ユーロ）と8月20日（元本31.8億ユーロ、金利1.9億ユーロ）償還の合算。

活させなかった（5日の理事会当日に復活させるとの観測も出ていた）。ギリシャ国債が特例適格担保に復活できなければ、QEでの投資対象外となる。ただし一方で、ギリシャ銀行向け緊急流動性支援（ELA）の上限を683億ユーロから5億ユーロ引き上げて688億ユーロとする短期流動性支援策の拡大を発表することにより、市場への配慮も見せている。またギリシャ側（バルフィキス財務相）の真摯な対応を期待すると同時に、まずは支援プログラムを継続するように自制を促した。

ECB、ギリシャ側、双方に言い分があることは確かであるが、域内不均衡を是正する財政出動が期待できない現在のユーロ圏は、今回のギリシャ危機で構造的欠陥が露呈したともいえよう。欧州委員会内では、域内の政治的な決着をつけ難いことを理由に、ユーロ共同債に代表される財政統合に関する議論は冷え切っており、統合を諦めつつあるといっても過言ではない。財政緊縮策を優先するあまり、景気刺激策が後手に回る構造は変わらず、ついに開始されるECBの量的緩和策の効果も、实体经济にどこまで影響を与えるかは未知数ともいえるだろう。

（了）