

未知の世界に挑む E C B

～ついに国債買取を開始～

山崎 加津子

要 約

1999年に設立されたE C B（欧州中央銀行）は現在、欧州19カ国の金融政策を一機関で担当しているユニークな中央銀行である。2007年以降、E C Bは金融危機、ユーロ圏債務危機、そしてデフレ懸念と次々に新しい問題に直面し、事態打開のために様々な「非伝統的な金融政策」を繰り出してきた。2015年1月にはついに国債を主な買取対象とする資産買取プログラム（P S P P）の導入に踏み切った。国債買取による量的緩和に関してはユーロ圏で賛否両論があるが、意図していた金利低下、株価上昇、そしてユーロ安などの効果はすでに出ており、幸先の良いスタートを切っている。

本稿では、E C Bの新たな金融緩和政策で期待される効果、懸念される副作用についてまとめた。

目 次

- 1章 ついに本格的な量的緩和策に踏み切ったE C B
- 2章 E C Bの特殊性
- 3章 量的緩和実施で期待される効果
- 4章 量的緩和実施で懸念される副作用
- 5章 まとめ

1章 ついに本格的な量的緩和策に踏み切ったECB

1. 2015年1月22日の決定

2015年1月22日のECB（欧州中央銀行）政策理事会において、ユーロ建ての国債や機関債を買取対象とする量的緩和策の導入が決まった。ECBによる量的緩和策はこれが初めてではない。2014年秋にはABS（資産担保証券）を買取対象とするABSPPと、カバード・ボンドを買取対象とするCBPP3が開始されていたが、2015年1月の決定で、これにユーロ圏加盟各国の国債やEU機関などが発行するユーロ建て債券（残存期間2～30年）を買取対象とするPSP（public sector purchase programme）が加わった。従来の量的緩和策と比較して画期的なのは、ABSPP、CBPP3、PSPによる資産買取の総額を月額600億ユーロと決め、実施期間を「2015年3月から少なくとも2016年9月まで」と明示したことである。なお、2016年9月時点で、ECBが目指す「中期的に前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成が見通せる状況になれば、資産買取プログラムは延長されるため、オープン・エンドの金融緩和政策となっている。

2. リーマン・ショック以降のECBの金融緩和政策

PSPは、2008年9月のリーマン・ショックを契機とした金融危機と、それに続いたユーロ圏債務危機への対応策として、ECBが実施した一連の「非伝統的な金融緩和措置」の系譜に連なる緩和策である。ECBがユーロ圏の金融政策を担当するようになったのは1999年1月からであ

り、その歴史はまだ20年に満たない。ところが、2008年以降は次々と大きな危機に直面し、そのたびに未経験の政策遂行を迫られてきた。

1) リーマン・ショックへの対応

今も継続されているECBの金融緩和政策の始まりは、リーマン・ショック後に世界に伝播した金融危機と景気の急速な悪化に直面して、大幅利下げを実施したことである。米国のサブプライム・ローンを担保とした証券化商品の購入者には欧州の金融機関が多く名を連ねており、これらの銀行の資金繰り難や資産劣化が懸念された。このため、ECBは大幅利下げだけでなく、銀行に対する「固定金利で無制限の資金供給」に踏み切ることによって流動性供給を強化し、さらにドル資金の供給にも尽力した。

リーマン・ショック後の金融緩和は世界的な規模で協調して実施され、また、財政政策も景気刺激的な政策（中でも中国による大規模投資が目をつけた）で協調した。これらの政策対応が奏功し、「第2次世界大戦後で最悪の景気後退」からの立ち直りは比較的早かった。

2) ユーロ圏債務危機への対応

(1) ユーロ圏債務危機の経緯

ただし、ユーロ圏諸国では、2009年秋に浮上したギリシャの財政懸念をきっかけにギリシャ国債の利回りが急上昇すると、それがポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアにも次々と波及し、各国の国債利回りが急上昇して、ユーロ圏債務危機と呼ばれる状況に陥った。債務危機がギリシャ一国にとどまらず、ユーロ圏諸国に伝播してしまった原因は、ユーロ圏という単一通貨圏が形成されていた一方、その単一通貨圏が機能す

るための仕組みづくりが中途半端だったことにある。

ユーロ導入後、ユーロ圏の銀行は、ユーロ圏諸国の国債を「為替リスクのない安全資産」として保有することが可能となり、ユーロ建ての国債がデフォルトするリスクを全く考慮していなかった。それがひとたびユーロ建て国債のリスクが認識されるようになると、ギリシャ国債を筆頭に「リスクのある国債」をどの銀行がどれだけ保有しているかを知ることが難しかったため、ユーロ圏の銀行は相互に疑心暗鬼になり、インターバンク市場での資金調達が発達し、急速に困難となった。ところが、銀行がユーロ圏という大きな市場で活動している一方、銀行監督は各国の権限で、資金繰りに陥った銀行を公的資本注入などで支援するのは各国政府という枠組みは変わっていなかった。これが例えばアイルランドのように、銀行資産が国家の財政規模はもとより、GDP規模も上回っていたケースで、銀行の経営破綻が国家財政破綻に直結するとの疑念を生んでしまった。銀行の経営破綻懸念が国債利回り上昇の原因となり、それがまた銀行のバランスシート悪化懸念を高めるといふ悪循環が生じたのである。2011年5月までには、ギリシャに加えてアイルランド、ポルトガルがEUとIMFの財政支援を受け入れ、金融市場での資金調達が中断した。一方、より経済規模の大きいスペインとイタリアは、財政支援を受けず、国債発行による資金調達を継続していたが、2011年後半から2012年半ばにかけて国債利回りが一段と上昇し、財政懸念が高まっていた。

(2) 存在感を示したECB

危機的な状況を打開するために、ECBはユーロ圏の銀行に対する資金供給を一段と強化し、

2011年12月と2012年3月には期間3年のLTRO（長期オペレーション）を通じて固定金利の長期資金を供給した。さらに2012年7月末にはECBが「(国債利回り高騰を阻止するために)可能な限りあらゆる手段を講じる」と宣言し、9月にはこの宣言を具体化した対応策としてOMT（Outright Monetary Transactions）を導入した。これは、財政再建に取り組むユーロ圏各国の国債利回りが何らかの理由で急上昇した場合には、ECBが無制限にその国債を購入するという仕組みである。

ユーロ圏各国の国債利回りはECBが「あらゆる手段を講じる」と宣言した2012年7月末をピークとして低下に転じた。ピークアウトの原因としては、6月のEU首脳会議でユーロ圏債務危機にEUで結束して取り組むことが確認され、銀行同盟の実現を目指す工程表が合意されたこと、財政健全化方針を保持しつつ、経済成長と雇用促進を目指す戦略が採択されたこと、さらに7月半ばにスペインの銀行部門救済のための資金援助が決まったことなど、ほかにも複数の要因が指摘できる。とはいえ、直接の契機となったのはECBの発表であり、金融市場に対するECBの影響力の大きさを実感させられた。国債利回りは国家の資金調達コストであるため、その低下は、国家財政の破綻に対する恐怖感を和らげることに貢献した。一方、銀行同盟は大手銀行の経営破綻への備えとして、ECBをユーロ圏の銀行監督制度のトップに据え、また、ユーロ圏レベルで破綻処理基金を作る方針が固められていった。

この状況下でユーロ圏の鉱工業部門の企業景況感は2012年10月、消費者信頼感は同11月を底として改善に転じた。ユーロ圏のGDP成長率は2013年4～6月期に実に8四半期ぶりに前期

比プラス成長となり、またユーロ圏の財政赤字は2013年にGDP比2.9%となって、同3%以内というEUの財政健全基準を2008年以来5年ぶりに達成した。

3) デフレ懸念という新たな問題への対応

(1) デフレ懸念の背景

ユーロ圏経済は、その後は2014年10～12月期まで7四半期連続のプラス成長となっているが、景気回復ペースはごく緩やかである。加盟国の多くが財政健全化に取り組んだ代償として、ユーロ圏の内需はいったん大幅に落ち込んでおり、最近の緩やかな経済成長では需給ギャップの縮小にはほとんど貢献していない。金融危機前の2008年年初を基準として、ユーロ圏、米国、日本、英国の実質GDPのうち国内需要を比較すると、米国はもちろんのこと、日本、英国もすでに2008年年初の水準を回復し、そこからさらに成長しているのに対し、ユーロ圏は2008年

年初の水準をまだ4%近く下回っている。この需給ギャップの存在が原因となって、ユーロ圏では2013年末ごろから消費者物価上昇率の低下傾向が懸念材料となった。当時のECBはユーロ圏にデフレの懸念はないとしつつも、ディスインフレ状態が長期化した場合に、それがインフレ期待を押し下げ、デフレが実現されることを警戒していた。

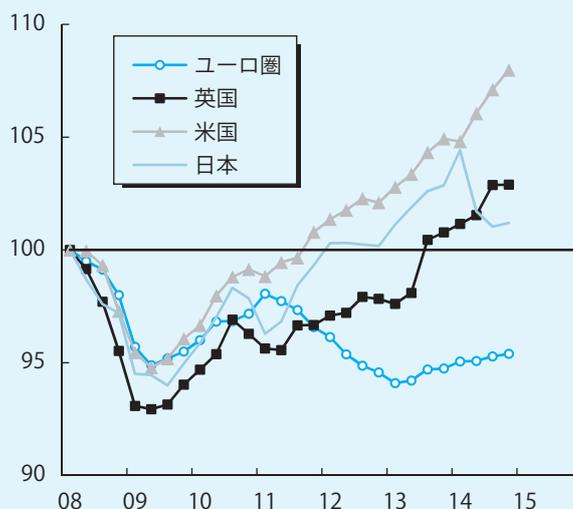
(2) マイナス金利の導入

2014年に入ってからユーロ圏の物価上昇率の低下傾向に変化が見られなかったため、同年6月にECBは追加利下げを決定し、主要オペ金利を0.25%から0.15%へ引き下げた。同時に、市場短期金利の下限となる中央銀行預金金利に関しては0%から-0.1%へ引き下げ、初めてマイナス金利が採用された。

なぜマイナス金利を導入したかに関してECBは、ユーロ圏の銀行に対する資金供給が、貸出増

図表1 欧・米・日の国内需要比較

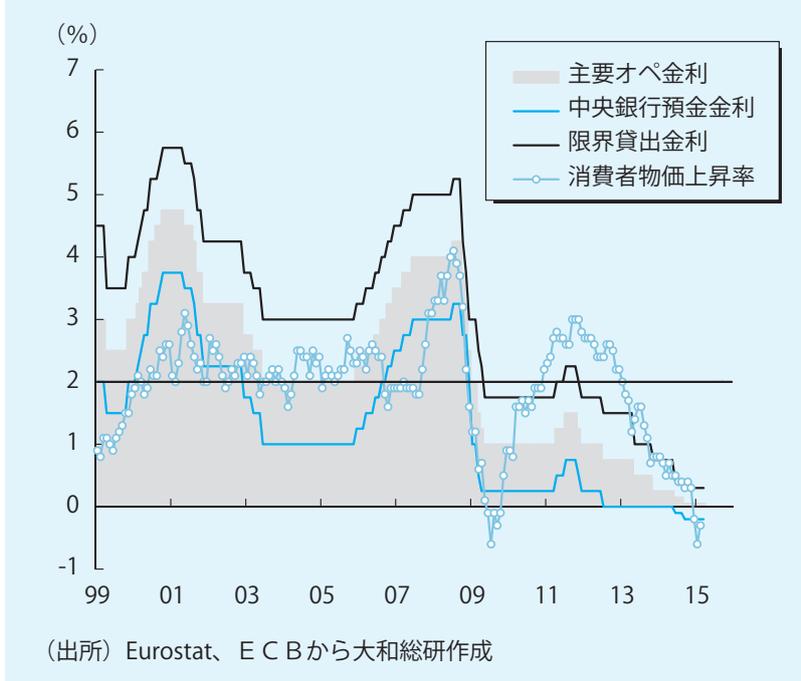
(08年Q1=100)



(注) 国内需要=GDP-純輸出で算出

(出所) Eurostat、ONS、BEA、内閣府から大和総研作成

図表2 ECBの政策金利とユーロ圏の消費者物価上昇率



(出所) Eurostat、ECBから大和総研作成

という形で企業や消費者に届いておらず、中央銀行預金としてECBに還流している現状を変えたかったためと説明している。中央銀行預金金利とは、加盟各国の銀行がECBに余剰資金を預金した際の金利であるが、ここがマイナス金利となったことで、ユーロ圏の銀行はECBに預金した場合、手数料を支払うことになった。

(3) 量的緩和策第一弾

その後もユーロ圏の消費者物価上昇率は低下を続けたため、ECBは2014年9月に追加的な金融緩和措置を決めた。まず、追加利下げを実施し、主要オペ金利を0.15%から0.05%へ、中央銀行預金金利を-0.1%から-0.2%へ引き下げた。また、金利をこれ以上引き下げることが難しくなった中で、ECBは「追加的な金融緩和措置はまだある」として、ユーロ圏の銀行に対する資金供給措置を拡充させる一方、資産買取を通じた

ECBのバランスシート拡大策(=量的緩和策)に踏み込むことを予告した。

銀行に対する新たな資金供給措置とはLTROの派生形で、それまでの「最長3年」を超える「最長4年」のTLTROである。冒頭に加えられたTは「targeted:対象を限定した」という意味であり、民間向けの融資(ただし、住宅信用は除く)の拡大に焦点を当てた資金供給策となっている。ECBからユーロ圏加盟国の銀行に融資される金額は、銀行の民間向け融資残高に連動する。このTLTROは2014年9月から2016年6月にかけて四半期ごとに計6回実施されることになった。

一方、2014年9月の政策理事会で予告された量的緩和策は、買取対象としてカバード・ボンドやABSが挙げられた。このうち、カバード・ボンドに関しては、2009年と2011年にもECBが買取プログラムを実施したが、第1回は611

億ユーロ、第2回は164億ユーロと買取総額は小規模にとどまっていた。ところが、2014年9月に予告したABSとカバード・ボンドの買取を通じた金融緩和政策に関連して、ドラギECB総裁は2014年11月6日の政策理事会後の記者会見で、追加金融緩和政策を通じてECBのバランスシートを2012年初めのレベルに再び拡大させるとの目標設定を明らかにした。2012年初めというのは、2度の3年物LTROが実施された直後を指すと考えられるが、この時点のECBのバランスシートの規模は3兆ユーロを超えており、2014年11月時点と比較すると1兆ユーロ以上、資産規模を拡大させる必要があった。

(4) 国債を買取対象とする量的緩和策実施へ

2014年9月と12月に実施されたTLTROの資金需要はそれぞれ826億ユーロと1,298億ユーロにとどまり、ECBのバランスシート拡大には力不足であった。なお、カバード・ボンドを買取対象とするCBPP3が10月に、ABSを買取対象とするABSPが11月にスタートしたが、2014年末までの買取残高はそれぞれ297億ユーロと17億ユーロにとどまった。

ECBが追加的な金融緩和政策に踏み込む中でも、ユーロ圏の消費者物価上昇率は低下傾向が続いていた。さらに、2014年後半に原油価格の急落が一段の物価押し下げ要因となって、12月の消費者物価上昇率は前年比-0.2%とついにマイナスの伸びとなり、続く2015年1月には同一0.6%とさらに落ち込んだ。このままではECBの政策目標である、「前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成がおぼつかないと判断したECBは、1月22日にPSPPという本格的な量的緩和策の導入を決定したのである。

2章 ECBの特殊性

1. 国債買取に慎重だったECB

ECBのバランスシートを効果的に拡大させるためには、国債という発行残高の大きい、流動性の高い資産を買取対象に加えなければならないという議論はかねてより存在していた。そもそも、量的緩和策の先輩である日本、米国、英国ではいずれも国債が主要な買取対象となっていた。各国の量的緩和策が金利低下を通じて景気回復に貢献したとの評価は、特に米国、英国では定評となっている（ただし、物価上昇率を適正な水準に戻すことに貢献しているかという点については疑問視する意見が多い）。それにもかかわらず、ECBが国債買取に非常に慎重であり、量的緩和策に踏み込むことを決断したあとも、国債を買取対象とするまでかなりの時間がかかったのは、ECBが他の中央銀行と異なり、特殊な立場にあるという事情が大きく影響している。

2. ECBと他の中央銀行との違い

1) 複数の国の金融政策を一機関で担当

ECBは周知の通り、1999年のユーロ導入とともに稼働した、まだ歴史の浅い中央銀行である。欧州単一通貨ユーロを導入している国々の金融政策を単独で担当することがその任務だが、担当する国の数はユーロ圏加盟国の増加により、当初の11カ国から2015年3月現在では19カ国に増えた。ちなみに、ユーロ圏で完全に統合されているのは、通貨と金融政策のみで、財政政策は各国ベースが基本であり、また法律はEUベースと各国ベースが混在している。このため、ユーロ圏を単独で代表する機関としては、ECBが現在までのところ唯一の機関である。

E C B の最高意思決定機関は政策理事会だが、そのメンバーは総裁を含む6名の専任理事とユーロ圏加盟各国の中央銀行総裁であり、2015年3月現在では計25名で構成されている。政策理事会メンバーは出身国の代表ではなく、ユーロ圏の代表として政策決定に当たることを求められ、1人1票の平等な権利で意思表示をすることが原則とされていた。ただし、同メンバーが25名に達した2015年初めから、E C B政策理事会における議決権には輪番制が導入され、全てのメンバーが毎回投票できるわけではなくなっている。6名の専任理事は全員が常に議決権を有するが、各国中銀総裁は、経済規模や預金残高などいくつかの指標で判定された5大国で4票、残りの14カ国で11票を分け合うことになった。

国の数が多いことは、それぞれに異なる経済情勢を背景に金融政策に対する要求も多種多様となり、利害関係者の意見が割れやすいことにつながっている。先述したように、E C B政策理事会メンバーは、個々の国の事情に配慮するのではなく、ユーロ圏全体にとって最適な金融政策を選択することが求められている。また、各国政府からの干渉を受けないよう、その独立性を保障する制度設計となっている。とはいえ、意見集約のための議論は一国だけの金融政策決定よりも複雑となるのは必至であり、その過程をE C B政策理事会の議事録公開という形で明らかにすることにも長い間慎重であった。E C Bの議事録公開はようやく2015年1月の政策理事会から実現しているが、議論の過程での個々の意見が誰の発言であったかは明らかにされていない。

利害関係者が多く、その意見調整に時間がかかること以上にE C Bが悩む問題は、複数の国に対して一つの金融政策で対応することの効果の見極

めが難しいことである。どのような政策を講じると、どのような影響がどこに及ぶのかという経験値はまだ決して高いとはいえない。過去に例のない組織が、最適な政策を講じるにはどうしたらよいか、試行錯誤をしているところなのである。

2) 国家債務の肩代わり禁止

E C Bと他の中央銀行のもう一つの違いは、E C Bには「加盟国の債務を肩代わりしてはいけない(E U条約123条)」という規定が設けられていることである。ユーロ圏では加盟国間で景気格差が生じた場合、中央銀行は個別国の景気に対応した金融政策を取ることが困難である。このため、各国政府は通常から財政健全化に努め、いざという時に財政政策を発動することができるように備えておくべきであるという考え方が、ユーロ圏設立の際の根本的な考え方であった。それゆえ、ユーロ圏に加盟したい国は「財政赤字がG D P比3%以内」という条件を満たさなければならず、また、ユーロ圏に加盟したあともこの基準を順守することが求められた。さらに、ユーロ圏加盟国が常日頃から財政健全化にきちんと取り組むよう、いざという時には中央銀行が救済してくれるというルートをふさいだのが、「E C Bによる加盟国の債務肩代わり禁止」条項である。

もっとも、この条項が禁止しているのはE C Bが加盟国の国債を「発行市場で引き受けること」で、「流通市場で購入すること」は禁止されていないというのが現在の解釈である。E C BがOMTを導入した際、ドイツでこれがE U条約違反なのではないかとの訴訟が経済学者などを中心とする原告団から起こされたが、これまでのところドイツ連邦憲法裁判所もE U裁判所も、E C Bによる流通市場での国債購入は違憲ではないとの判断を示している。

3) 「ユーロ圏債」は存在せず

ECBによる国債買取に関しては、ドイツを筆頭にECBの政策としてふさわしくないとの意見が少なからず存在した。EU条約に違反するのではないかという懸念に加え、ECBが国債の有力な買い手となって国債利回りが低下した場合、ユーロ圏加盟各国の政府が財政健全化に関して「手抜きをする」モラルハザードが起きるのではないかとの懸念も根強かった。

加えて、技術的な問題点も存在していた。FRB（米連邦準備制度理事会）、日銀、BOE（イングランド銀行）の量的緩和策では、主な買取資産はそれぞれ米国債、日本国債、英国債でなにも問題はなかった。ところが、ECBにとってはそれに相当する「ユーロ圏債」が存在しておらず、購入対象となるのはドイツ国債、フランス国債、イタリア国債など各国の国債である。このため、様々な批判的な意見を押し切ってECBが国債買取の実施を決めた場合、どの国債をどのような割合で購入するのかをあらかじめ決めておく必要があったのである。

この配分については、結局、ユーロ圏加盟国の中央銀行（NCB）がECBに対して出資している割合で配分されることになった。なお、ECBは全体の購入割合は決定するものの、ECBが直接購入するのは8%分にとどまり、残り92%分はNCBが購入することになった。また、購入した債券で損失が発生した場合は、ECB全体でリスクを負うのは資産買取の20%分（ECBが直接購入した8%とEU機関債購入分の12%）までと決められた。残りの80%に関してはNCBが、自らが購入したそれぞれの国の国債のリスクを負う形になっている。

4) 物価安定が唯一かつ絶対の目標

このように、ECBが国債買取を実施するには解決しなければならない問題が多く、米国や日本と比べてその導入のハードルは高かった。にもかかわらず、ECBがこの1月にPSSP導入を決定したのは、ECBの唯一の政策目標である物価安定が脅かされる事態となっており、その解決が最優先課題と判断したためである。物価安定を非常に重視する方針は、ドイツの中央銀行であるドイツ連銀の金融政策を継承している。そもそもユーロ導入は、フランスを筆頭とする西欧諸国が、第2次世界大戦以降取り組んできたドイツ取り込み作戦の総仕上げという側面を持っていた。1990年の東西ドイツの統一により西欧で飛び抜けて大きな国となったドイツが、EUに距離を置くことを回避するためには、ECBをドイツ連銀の正統な継承者とする必要があったのである。とはいえ、ECBの金融政策は、物価安定を目指す点ではドイツ連銀の金融政策を継承しているが、具体的にどのような政策手段を用いてその目標を達成するかに関しては、かつてのドイツと現在のユーロ圏の構造や置かれている環境が大きく異なっているために、当然ながら異なってくる。ECBは発足当初から現在に至るまでの20年弱の間で、時にドイツ連銀の意に沿わない政策であっても、かなり柔軟に取り入れてきたと見受けられる。その筆頭がOMTであり、PSSPである。

3章 量的緩和実施で期待される効果

1. 量的緩和策の波及経路

1) ECBの公式見解

ECBの金融緩和政策、中でも新たに導入され

たP S P Pはどのような経路で物価安定の目標を達成すると考えられているのだろうか。E C Bのクーレ専務理事は3月10日の講演で、これを金利低下効果、ポートフォリオ・リバランス効果、フォワードガイダンスの3つに整理した。

金利低下効果とは、E C Bが大量に債券を購入することで需給バランスが変化し、当該債券の価格が上昇し、金利が低下する直接的な効果である。ただ、この効果はE C Bが実際に購入した債券に限定されるものではなく、E C Bが買取対象とする2～30年の残存期間を持つ他の債券の利回り低下にも波及し、中でも残存期間の長い債券に対する金利低下効果が大きいと予想されている。次のポートフォリオ・リバランス効果とは、金利低下を背景により高い投資収益を求める資金が、E C Bの購入対象とはなっていない、よりリスクの高い金融商品に振り向けられ、その価格が上昇するという波及効果である。例えば株式や不動産の価格上昇がこれに該当する。最後のフォワードガイダンスとは、E C Bが少なくとも2016年9月まで（必要に応じてそれ以降も）量的緩和措置を講じることを明らかにしたことで、ユーロ圏の家計や企業が、金融緩和政策とそれに伴う低金利状態が長期にわたって継続されるとの見通しを持つことができる効果である。

金利が低下し、資産価格が上昇する環境において、家計が消費を増やし、企業が投資を増やせば、景気回復の進展が物価上昇につながり、E C Bが目指す「前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成に量的緩和策が貢献するというのがE C Bの基本的な考え方である。なお、一般的にE C Bの金融緩和の成果と認識されている、ユーロ安とそれによる輸出促進効果については、量的緩和策の波及経路として直接的な言及はない。と

はいえ、E C Bのドラギ総裁は、E C B政策理事会後の記者会見や欧州議会でのスピーチの際に、欧米の金融政策の方向性が異なっていることがユーロ安ドル高の原因となり、それがユーロ圏の輸出環境を改善させることにしばしば言及している。金融緩和によるユーロ安は、当然ながらE C Bの金融緩和政策のねらいに含まれていると考えられる。

2) 金利低下効果

ユーロ圏各国の国債利回りは2012年7月以降、イタリア、スペインなどで低下傾向が顕著だが、他方でドイツ、フランスでは2013年半ばから2014年初めにかけて、ユーロ圏の景気回復期待と、米国の金融緩和政策が転換するとの思惑を受けて緩やかながら上昇傾向にあった。

しかしながら、その後はユーロ圏のデフレ・リスクが認識されるようになり、ユーロ圏加盟各国の国債利回りはそろって低下傾向にある。特に、E C BがP S P P導入を発表した2015年1月22日以降は一段と国債利回りが低下し、ドイツの10年国債利回りは日本の10年国債利回りをも下回り、0.2%を割り込んだ。なお、ドイツ国債利回り以上に、周縁国の国債利回りが低下しており、イタリア、スペインなどとドイツの国債利回りスプレッドは2012年半ば以降、縮小傾向が継続しているが、E C Bが国債買取に踏み切るとの観測が高まった2014年末以降、このスプレッドはもう一段縮小した。

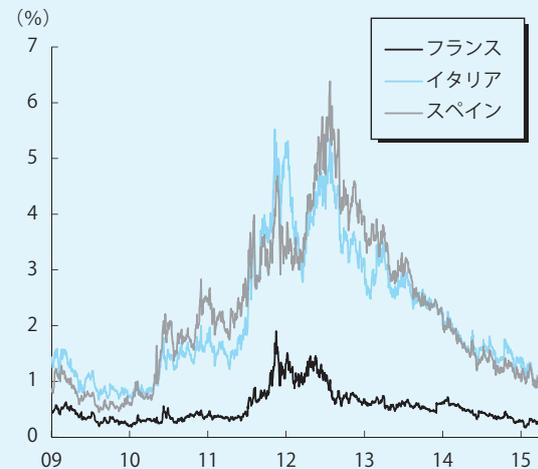
このような金利低下は2014年半ば以降、ユーロ圏加盟各国の銀行貸出金利の低下にも波及しつつある。中でも、E C Bが長く問題視してきた財政懸念国（イタリア、スペインに加え、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルなど）の貸出金利がよ

図表3 10年国債利回り



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表4 ドイツ10年国債利回りとのスプレッド



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表5 企業向け新規貸出金利



(出所) ECBから大和総研作成

うやく低下に転じ、ドイツやフランスの貸出金利との格差が縮小し始めている。ユーロ圏は米国とは異なり、企業の資金調達において間接金融の比重が高い。金融危機以降、多国籍に展開する大手企業の中には、資金調達を銀行に頼らずに、社債発行などを通じて直接市場から資金を調達する動きが増えているとされる。とはいえ、そこまでの知名度や信用力のない中小企業は、資金調達を銀行に依存しており、高い貸出金利は大きな障害となっていた。

3) ポートフォリオ・リバランス効果

ユーロ圏の株価は2014年には比較的狭いレンジ内で推移していたが、2015年に入って大幅に上昇している。ユーロ圏に属する12カ国の291銘柄で構成されているユーロ・ストックス指数は、2014年の騰落率は+1.7%だったが、2015年は年初来高値をつけた3月20日までの騰落率が+19.0%となっている。同指数の最近の安値は2014年10月半ばに記録されており、その後の株価反発は原油価格下落とユーロ安がユーロ圏の

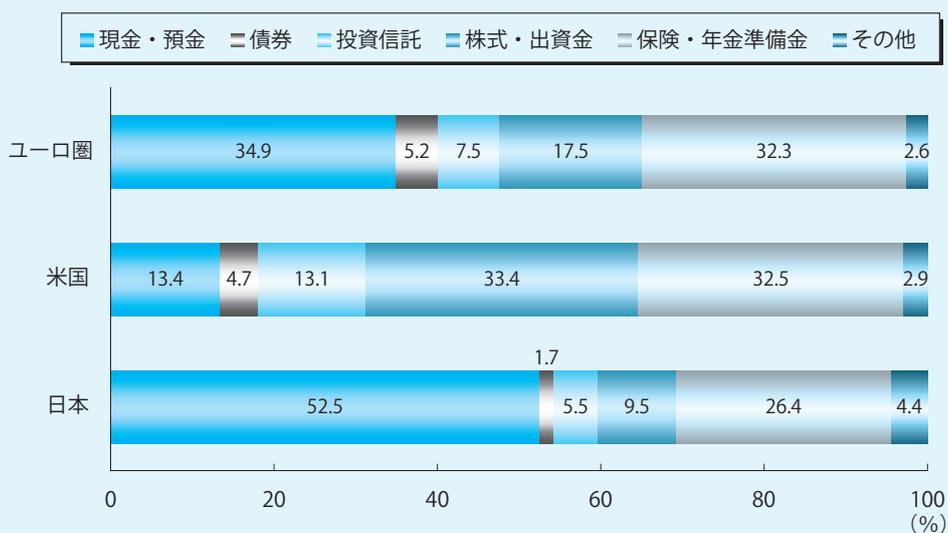
景気回復と企業業績改善に貢献することへの期待感を反映していると考えられる。ただ、株価上昇ペースは2015年1月以降、急加速しており、ECBがいよいよ本格的な量的緩和策に踏み込むことへの期待が高まり、実際にそれが実現されたことを好感した株高と言える。各国の主要株価指数では、ドイツのDAX指数が最高値更新を続けているが、イタリアのFTSEMIB指数、フランスのCAC40指数なども2015年の騰落率でDAX指数に引けを取らない。ユーロ圏加盟国で主要株価指数の2015年の騰落率（3月24日まで）がマイナスとなっているのはギリシャとキプロスの2カ国のみである。

なお、ユーロ圏の住宅価格動向では、過去5年余りは、金利低下が顕著で債務問題のダメージが小さかったドイツの都市部の住宅価格上昇ばかりが目立っていた。しかしながら、最近2年は、バブルの調整が長引いてきたアイルランドやオランダの住宅価格が下げ止まり、ごく小幅ながら反転

の兆しを見せている。また、スペインの住宅価格も2014年末に下げ止まったとみられる。ECBによる量的緩和が、ポートフォリオ・リバランス効果を発揮できる環境が整ってきているといえる。

もっとも、ユーロ圏では家計による株式保有比率はさほど高くはない。家計金融資産に占める株式・出資金の割合は17.5%で、日本の9.5%よりは大きいですが、米国の33.4%と比較するとおよそ半分にとどまる。また、ユーロ圏では保険や年金の運用資産に占める株式の割合もさほど高くないため、株高が家計に及ぼすプラスの資産効果は、米国と比べて小さいと予想される。なお、ユーロ圏の家計金融資産の34.9%を現金・預金で占めているが、量的緩和政策は預金金利低下をもたらす。非伝統的な金融政策による環境変化に対応して、家計の資産運用も転換を迫られているわけだが、ユーロ圏の家計の資産運用は総じて保守的である。何らかの変化が起きるとしても、部分的、

図表6 家計金融資産の内訳



(注) ユーロ圏は2014年9月末、米日は2014年末のデータ
 (出所) 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」から大和総研作成

かつ時間を要することになると予想される。

4) ユーロ安効果

ユーロの実効為替レートは2014年3月をピークとして下落に転じていたが、下落トレンドが明確になったのはECBによる量的緩和策の実施が視野に入った同年6月以降のことである。国債というインパクトの大きい金融商品が資産買取の対象になるかどうかはこの時点ではまだはっきりしていなかったが、デフレが懸念されるユーロ圏にあって、「量的緩和措置の対象を国債にまで拡大させることは不可避」との見方が優勢になったことが背景にあると考えられる。そして、国債買取を通じた量的緩和策の実現が近いと判断された同年12月以降、ユーロの実効為替レートは下落ペースを一気に速めた。2015年3月11日には90.0ポイントに下落し、ユーロ圏債務危機の際の安値であった94.6ポイントを大きく下回り、2002年6月以来となるユーロ安水準を記録した。

2. 景気と物価に対する影響

1) 景気見通し

ユーロ圏の消費者と企業の景況感は2014年10月ごろから改善傾向にある。追い風となったのは、原油価格下落、ユーロ安、金利低下と考えられる。このうち、原油価格はECBの金融政策の管轄外だが、ユーロ安と金利低下はECBの緩和政策が貢献している。

原油価格下落の最初の影響はガソリン価格の下落で、これがすでにガソリンの消費拡大につながっている。ただし、ガソリン以外の小売売上高も10月以降、4カ月連続で拡大しており、消費者マインドの改善が、消費拡大に結び付いている。

一方、ユーロ安で期待される輸出拡大効果に関しては、緩やかな回復傾向が見られるものの、消費回復に比べるとその足取りは鈍い。これは、輸出にとって重要なのは為替要因以上に、国外の需要の強さであり、この点に関して短期的には米国

図表7 改善に転じた消費者信頼感



(出所) Eurostat、欧州委員会から大和総研作成

の寒波、中長期的にはロシアの需要低迷、中国の経済政策の方針転換などマイナス材料が重なっているためと考えられる。2014年半ばまで輸出にとって向かい風だったユーロが、追い風に転じたプラスの効果は存在するものの、輸出の急拡大を予想すると失望する結果になると予想される。

それでも内外の需要は緩やかな回復を続け、それが低金利と相まって、2015年は投資回復を後押しすると見込まれる。ECBが四半期ごとに実施している銀行貸出サーベイでは、2014年に入ってから銀行の貸出スタンスが緩和されてきていることが示唆されている。実際の銀行貸出は2014年中は減少を続けたが、年末にかけて前年比のマイナス幅縮小が見られた。また、企業側の資金ニーズも、債務返済といった後ろ向きの理由から、M&Aや投資拡大といった前向きの理由が2014年末には増加しており、企業が資金を銀行から借り入れて投資する動きが徐々に拡大してくることが予想される。

もっとも、株高が家計にもたらす資産効果はそれほど大きくないと予想される。また、大企業の中には低金利の環境下で社債発行を増やし、資金調達コストを低下させる恩恵を受けている企業もあるが、少数派にとどまっているもようである。E

CBも繰り返し主張しているように、金融緩和政策だけでは持続的な景気回復の実現に力不足であり、ユーロ圏各国政府の財政政策、EUレベルでの財政政策、産業通商政策、さらにはエネルギー政策、環境政策など様々な政策が協力して、景気回復と雇用創出に取り組むことが不可欠と考えられる。

このような取り組みには、フランスやイタリアの労働市場改革、規制改革、社会保障改革など一連の構造改革も、当然ながら含まれる。両国は遅れている構造改革に今年こそは取り組むとの姿勢を見せているが、それが実行に移された場合、両国の内需は改めて悪化すると予想される。それでも、ECBによる思い切った金融緩和政策が実行され、金利低下とユーロ安が実現し、しかも原油価格が下落している今こそが、痛みの大きい構造改革を実行できる最後のチャンスと考えられる。

2) 物価上昇という目標を達成できるか？

2015年1月に前年比-0.6%に落ち込んだユーロ圏の消費者物価上昇率は、2月は同-0.3%とマイナス幅が縮小した。これは原油価格が2月に若干反発したためだが、原油価格は3月には再び下落に転じた。一方、ユーロ安は輸入物価上昇

図表8 ECBスタッフによる景気・インフレ予想 (2015年3月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2014	0.9	0.8	0.4	0.5
2015	1.5 (1.1 ~ 1.9)	1.0 (0.4 ~ 1.6)	0.0 (-0.3 ~ 0.3)	0.7 (0.2 ~ 1.2)
2016	1.9 (0.8 ~ 3.0)	1.5 (0.4 ~ 2.6)	1.5 (0.8 ~ 2.2)	1.3 (0.6 ~ 2.0)
2017	2.1 (0.9 ~ 3.3)	- -	1.8 (1.0 ~ 2.6)	- -

(出所) ECBデータから大和総研作成

を通じてインフレ要因となるはずだが、この原油価格の大幅下落の影響がユーロ安効果を打ち消しているのが現状である。ユーロ圏の消費者物価上昇率は2015年秋ごろまでは前年割れが続くと予想される。

2015年3月に公表された最新のECBスタッフによる景気見通しでは、消費者物価上昇率の予想を2015年については前回12月時点の+0.7%から0%に下方修正した。一方、2016年に関しては+1.3%から+1.5%へ上方修正し、また3月に初めて公表した2017年は+1.8%とした。2016年、2017年とも予想レンジはかなり広く取られているが、この予想中心値の消費者物価上昇率が実現するのであれば、2016年9月というP S P Pの期限が到来した時に、量的緩和策の停止が判断できる状況となっている可能性がある。とはいえ、この物価予想はユーロ圏のGDP成長率が2015年+1.5%、2016年+1.9%、2017年+2.1%と着実に加速することを前提にしており、かなり楽観的な予想と考えられる。

このような高成長が実現するためには、ドイツやオランダなど財政状況が健全な国々が公共投資を拡大させる一方、フランスとイタリアは構造改革を急ぎ、競争力強化と財政健全化を実現させることが必要と考えられる。加えて、EUが2015～17年に計画している3,150億ユーロの投資支援計画が、民間から潤沢な資金を呼び込んで、ユーロ圏内での投資プロジェクトを活性化させることができることも要件となろう。しかしながら、ドイツでは、財政収支は平時においては赤字になるべきではないとの原則が厳密に守られると予想される。一方、フランスとイタリアは構造改革に取り組むものの、その進展は遅いと予想される。また、EUの投資支援計画も成果が見えてくるまで

に時間がかかるだろう。

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、原油価格の急上昇など不測の事態が起きなければ、2015年秋ごろまで前年比マイナスで推移し、その後も緩やかな上昇にとどまって、2016年中にECBが望んでいる前年比+2%近辺には届かないと予想される。

4章 量的緩和実施で懸念される副作用

1. 量的緩和を実施しても効果がない？

ECBが国債購入を通じた量的緩和を実施するにあたっては様々な懸念が指摘されていたが、その一つは量的緩和策を実施して果たして効果があるかという懸念であった。しかし、ここまでみてきたように、金利低下効果、株価などの資産価格上昇効果、そしてユーロ安効果はすでに明確に出てきている。むしろ問題は、今後、これらの効果がユーロ圏の景気回復に結び付き、安定的な物価上昇という目標を達成できるかであり、この点に関しては効果が期待できそうではあるものの、ECBが期待するよりは効果が小さい懸念は残る。

金利低下や株高、ユーロ安は、実際にP S P Pが開始された3月9日以前にすでに顕在化しており、P S P P実施に対する期待値が非常に大きかったことを示唆している。なお、P S P Pの資産買取額は第1週には97.5億ユーロ、第2週には165億ユーロで、最初の2週間の合計は263億ユーロとなった。このペースであれば、P S P PにA B S P P、C B P P 3を加えた買取額の総額は、月額600億ユーロを十分達成できると考えられる。

実はP S P Pに関しては、ユーロ圏各国の国債

を保有する銀行や年金基金などが国債に代わる投資先が乏しいために、これを売却することに消極的で、ECBが計画通りに資産買取ができないのではないかの懸念が存在している。これに対してECBは、ユーロ圏の国債の発行残高は十分に大きく、またそのおよそ半分は外国人投資家や投資ファンドによって保有されており、これらの投資主体からの国債購入が可能として、この懸念を一蹴している。なお、ECBは自らが購入する国債等の保有上限として、個別証券については発行残高の25%、個別の発行主体については同33%と設定しているが、このことも「購入可能な債券が限られている」との懸念につながっている。確かにこの上限は2016年9月以降もECBが国債購入を継続しようとした場合には問題となる可能性が高く、その際には上限引き上げなり、追加的な資産買取りの対応を迫られることになると予想される。

2. 今後想定される様々な副作用

1) 市場の価格形成能力を阻害する？

量的緩和策を実行しても効果がないとの懸念は、厳密には「副作用」とはいえないかもしれない。これに対して、ECBがP S P P設計にあたって懸念した副作用とは、P S P Pが金融市場の価格形成能力を阻害してしまうことであった。平時であれば、中央銀行は短期金融市場での金利を操作し、債券市場の金利を直接的に操作することはない。しかしながら、利下げ余地がなくなったことで、債券購入という手段を通じた金利低下策を講じることになった。金利低下という成果は欲しいものの、債券市場における価格形成を必要以上にゆがめたくないとして、ECBはできるだけ取引の透明性を高め、市場への影響を注視するとし

ている。具体的には資産買取額を毎週発表し、さらにその内訳は月ベースで公表されることになっている。

2) 通貨安競争？

ECBの金融緩和政策によりユーロ安が進むことはごく自然な動きであるが、急激なユーロ安は対外的な問題をはらむ。ユーロ安進行を受けて、すでにスイス中銀は対ユーロ・レートを1.20ユーロに事実上固定していた為替政策の放棄を余儀なくされ、急激なスイス・フラン高を経験した。一方、為替レートをユーロにペッグさせているデンマークでは政策金利をマイナス圏にまで引き下げ、スウェーデンもこれに追随している。

また、ユーロ圏とは正反対で、金融政策の次の一手が「利上げ」と見込まれている米国と英国では、自国通貨高によるマイナスの影響が意識され始めている。通貨高には物価抑制というプラスの効果も存在するが、両国とも景気回復に比べて物価上昇率が低いことが問題となっている中で、ECBの金融緩和政策に伴うユーロ安は今後、頭痛の種となる可能性がある。

ところで、ユーロ安に伴う輸入物価上昇は、ユーロ圏で株価や不動産価格の上昇とも相まって、どこかの時点で急激な物価上昇をもたらすのではないかの懸念もなくはない。ただ、これらは喫緊の問題ではなく、将来起こり得る問題として頭の隅に置いておけばよいと考えられる。

3) ユーロ圏各国が必要な構造改革を先送り？

ECBの一連の金融緩和政策は、ユーロ圏経済が立ち直るための「時間稼ぎ政策」と考えられる。ところが、この金融緩和政策で国債利回りが低下

し、ユーロ安が進んだことで、ユーロ圏加盟各国の危機感が低下する副作用が生じる懸念がある。ドイツにおいてECBによる国債購入に根強い反対意見があるのは、フランスやイタリアにおいて構造改革を推進しなければとの危機感が低下することを懸念しているためである。確かにこの副作用のリスクは低いとはいえないが、これを回避するのはECBの役目ではない。そもそも問題は、金融政策はユーロ圏で一つになっている一方、財政政策は原則として各国の主権にとどまっていることである。金融政策をECBに一本化した「通貨同盟」に続く「財政同盟」の実現はまだ漠然とした青写真でしかないが、ユーロ圏を維持することがユーロ圏のコンセンサスなのであれば、何らかの形で財政面での統合も進めていかざるを得ないと考えられる。

5章 まとめ

ECBにとって国債を主たる買取対象とする量的緩和策は、導入までのハードルが他の中央銀行に比べて非常に高い政策であった。それでも、物価安定という政策目標の実現が非常に難しくなっているとの判断に基づき、2015年1月にP S P P導入を決め、3月から国債買取をスタートさせた。これまでのところ国債買取は順調に進み、金利低下、株価上昇、ユーロ安などのプラスの効果も顕在化しており、幸先の良いスタートを切った。果たしてP S P Pがユーロ圏の景気回復に貢献し、ECBが目標とする「中期的に前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」を達成できるかは、今後の推移を見守る必要がある。ECBスタッフがP S P P決定後に発表した景気とインフレ予想はいささか楽観的すぎるシナリオと見受けられ

る。とはいえ、原油価格急落を受けて消費者マインドが改善に向かい始めたところでのP S P P導入決定は、好タイミングだったと考えられる。また、1月25日のギリシャの総選挙で、緊縮財政拒否を主張するS Y R I Z A政権が誕生して国債市場の懸念材料となっているが、国債利回り上昇はギリシャに限定されている。この点からもP S P P導入決定は好タイミングだったといえる。

【参考文献】

- ・河村小百合「欧州中央銀行の金融政策」(2015年、一般社団法人 金融財政事情研究会)
- ・Benoît Cœuré, "Embarking on public sector asset purchases", March 10, 2015
- ・ECBウェブサイト

[著者]

山崎 加津子 (やまざき かづこ)



経済調査部
シニアエコノミスト
担当は、欧州経済