

「デフレとの闘いに挑む E C B」

調査情報担当室

2015年1月8日、「デフレとの闘いに挑む E C B～国債 Q E がやってくる～」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する¹。

なお、出席者の肩書きと本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点のものである。また、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。



基調講演

田中 理 氏（第一生命経済研究所主席エコノミスト）

コーディネーター 兼 コメンテーター

後藤 康雄 氏（三菱総合研究所主席研究員、企画調整室客員調査員）

○後藤氏（以下、敬称略） 三菱総合研究所の後藤です。本日は、第一生命経済研究所から田中先生をお招きして「デフレとの闘いに挑む E C B」というタイトルで金融政策について、お話をいただきます。

○田中 第一生命経済研究所の田中です。本日は、E C B（欧州中央銀行）の

¹ 本講演会後の E C B を巡る主な動きについては、本稿末尾を参照。

金融政策というテーマをいただきました。皆様の最大の関心事は、今後のECBの金融政策にあると思いますが、これまでECBは様々な政策を行っているので、まずはこれまでの対応を振り返った上で、今後どのような形の政策運営が行われるかという点を、質疑応答を通じて、議論させていただきたいと思っています。

1. 欧州はデフレに陥るか？

(1) 青息吐息：景気停滞が続くユーロ圏

最初に、欧州の金融・経済動向を振り返っておきます。2009～2010年にギリシャ危機がありましたが、これら欧州のサブリン危機はひとまず収束し、機動的な状況から脱してきていますが、ユーロ圏の景気動向は極めて停滞した状態が続いています。欧州主要国の成長率を見ますと、健全であるドイツですら多少の特殊要因の影響もあるものの、ほぼゼロ成長となっています。フランスも元気がありません。イタリアに至っては直近13四半期ではゼロ成長かマイナス成長しかしていません。スペインだけが威勢がよいですが、基本的には輸出主導の回復で、銀行問題に若干の進展が見られることと、財政再建について他国と比較してあまり厳しいものが要求されていないことから、比較的成長率は高くなっています。ただ、さらに成長が加速していくかということ、輸出の動向などを見ても頭打ち感も出てきており、全般にユーロ圏は元気がありません。

(2) 原油安：目先の物価はマイナス圏に転落へ

こうした景気動向に加えて、足元の原油価格下落の影響も加わり、昨日の2015年1月7日に発表された、ユーロ圏の2014年12月の消費者物価は、前年比でマイナス0.2%となり、2009年以来のマイナス圏に転落しました。この消費者物価を要因分解しますと、原油に係るエネルギー価格の寄与が2013年からマイナスになっており、まだ昨日の公表値を含めた計算はしていませんが、おそらくこれまでの2倍超の寄与で押し下げるようになると見えています。その他の寄与項目では、税制改正による影響については、債務危機に対応した財政再建の一環として各国で行われた付加価値税率の引



田中 理
第一生命経済研究所首席エコノミスト

上げの影響が一巡する中で、物価の押し上げ圧力は小さくなっています。また、食料品価格の動向なども、ユーロ域内の景気低迷の中で価格があまり上がらなくなっており、物価の抑制要因として働いています。

物価の先行きについても、原油の先物価格を見る限りにおいては、まだまだ原油価格の低迷が続くような状況です。現在、北海ブレントのレートも 50 ドル／バレルを割ってきており、ユーロ圏の消費者物価は、12月のマイナス転落に続き、1月、2月にはマイナス幅を加速することになるのではないかと思います。

(3) 忍び寄るデフレ危機：「日本化回避」に黄信号

このように消費者物価の下落は、主に原油価格が要因ではありますが、このままの原油市況が続くのであれば、2015年の11～12月頃までマイナス圏が続くのではないかと見ています。もちろん物価が一時的にマイナスになっても、必ずしもデフレと言うわけではありませんが、一年間近くマイナス圏が続くとすると、デフレの脅威はかなり現実味を帯びてくると思います。

このような中で、ECBは政策対応をしてきたわけですが、ECBが一つ注視しているのが、期待インフレ率です。ECBの予測専門家調査から見た期待インフレ率は、1年後、2年後の計数についても足元の物価上昇率の鈍化に伴って引き下げられています。また、中期的な物価安定の確保も重要で、その目安となる5年後の物価見通しについても、まだ2%近辺にあって安定した状態と言える範囲内ではありますが、これも徐々に下方修正が始まってきています。

また、5年先のスワップ金利から計算した10年先の期待インフレ率を見ると（5年後のスワップ金利に織り込まれた10年後の期待インフレ率）、2014年夏以降、期待インフレ率の低下の動きが加速しています。この指標は、主に原油価格に連動する傾向が強いのですが、足元では1.6%を割り込んできています。この水準は、ECBが中期的な物価安定として掲げる2%をやや下回る水準とまだ説明は付きますが、今後1.5%台に入ってくるとなると、さすがに2%近くの物価安定の範囲内と言うことは難しい水準に近づいてきます。

(4) 慎重な購買意欲はデフレの兆候？

デフレの兆候はどこかに見られないかということで、ユーロ圏の消費者心理の統計に着目しています。全般的には、債務危機が鎮静化に向かう中で、家計の信頼感や金融環境など、いずれの項目も改善方向もしくは悪化幅が縮小方向に向かっています。ただ、購買環境については、まだまだマイナス幅が大きい

水準が続いており、換言すれば、買い控えの動きが見て取れます。価格の先安感があるということは、デフレを消費者が意識し始めている一つの兆候と言えるのではないかと考えられます。以上は、ユーロ圏の全体を見たもので、さらに各国別に分けたものを見ると、とりわけ景気動向が厳しいギリシャやイタリアなどにおいては、こうした兆候がより鮮明な形で現れていることが分かります。

(5) 日本型デフレに陥るリスクは？

こうした状況下で、懸念されたり、比較されたりするのは、日本型のデフレに陥るリスクがあるのかという点です。

日本とユーロ圏を比較しますと、現象面では確かに似通っている部分が多くあります。ただ、とりわけ資産バブルの崩壊という形で生じた日本のバランスシート調整圧力と比べますと、調整の「深度」については、ユーロ圏の状況は日本と比べて軽微にとどまっています。また、調整の「長さ」についても、日本の場合は、バブルが崩壊後に低インフレ期間が7～8年程度続き、その後、90年代後半の金融危機、97年の消費税増税反動によって、物価がマイナス圏に転落し、それ以降、マイナス圏が定着していきました。デイスインフレの期間が相当長引いたところに、外的なショックが加わったということです。その点、ユーロ圏の場合は、確かに物価は足下でマイナス圏に転落しましたが、ECBとしてはまだデフレには陥っていないという認識です。逆に言えば、ECBはデフレの足音が近づいており、一度デフレに陥ると脱却するのが非常に困難になることを日本の経験から学んでいますので、その前になんとか手を打ちたいと考えています。

ただ、ユーロ圏は19か国が集まって一つの金融政策を運営しています。国ごとの置かれている経済・物価状況にばらつきがある中で、果たして迅速な政策対応ができるのかという懸念もあります。

2. 非伝統的政策に突き進むECB

(1) 非伝統的な金融政策が主流に

ここからはECBの政策対応について御紹介します。まず、ECBは、政策金利を中心とした伝統的な金融政策以外にも、さまざまな非伝統的と呼ばれる金融政策を実行してきています。

まず、オペについて、ECBは、通常は1週間物のオペと3か月物のオペを行っていますが、金融危機に際してオペ期間の多様化を進めてきました。その

うちの一部は既に終了し、現在は、1週間物、3か月物、4年物で、新規オペは終了しましたが3年物の償還待ちのものがあります。オペの担保基準も相当緩和しており、格付け要件や担保の掛け目を緩和しています。また、オペの方法についても、これまでは通常の入札で行っていたのですが、金融機関が適格担保を差し出す限りにおいては、主要政策金利と同じ金利で全額資金供給するという方式を導入し、これを順次延長しています。このほか、ドル資金の調達に対するスワップ取引で、各国中銀と協調しています。

さらに、資産買入れ策については、2009年にカバードボンドという銀行が発行する債券の購入を開始したのに続き、2014年からは新たに資産担保証券（ABS）とカバードボンドの買入れを開始しました。

ECBによる国債購入がいよいよ開始されると言われていますが、実は、過去には量的緩和の枠組みではありませんが、ギリシャ危機がかなり深刻な時に、証券市場プログラム（SMP）と呼ばれる国債買入れ策を行っています。これは、非常に高い利回りになって市場調達ができなくなり、金融政策の波及経路が遮断もしくは阻害されてしまったことから、これを除外するために国債を買い入れるという主旨で行われました。その後、SMPは終了しましたが、2012年に「ドラギECB総裁がユーロを救うためには何でもする」という有名な言葉を具体化したものとして、新しい国債購入策であるアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）が導入されました。これはEUによる金融支援下にいる国が改革を履行することを条件に、ECBが国債を購入するものです。ただ、OMTについては現在まで発動されたことはありません。

（2）これがECBのフォワードガイダンス

各国の中央銀行は様々な形で、金融政策の先行きを明示した指針（フォワードガイダンス）を利用して金融市場あるいは一般の経済主体との間のコミュニケーションを活発に行っており、ECBもフォワードガイダンスを導入しています。かつてのECBは事前に政策をコミットメントすることはないとしきりに強調し、さほど大きな形でガイダンスを使うことはなかったのですが、2013年7月に「相当な長期間にわたって、政策金利を現状か、それを下回るという水準にとどめる」という文言を明記し、この時点からフォワードガイダンスが開始されたと理解されています。その後、ガイダンスの文言を強化するような形で実行し、2014年に入って、先々の低金利を約束する形だけではなく、「必要に応じて非伝統的措置を含む追加策を行う」という点での総意がある」として将来の追加緩和の可能性を示唆する形でのフォワードガイダンスを行っています。

す。この言葉の先にあるのは、量的緩和のことを指します。

このほか、先ほど御紹介した固定金利・無制限供給方式のオペについても、その適用期間を2016年12月まで続けるとした緩和継続もフォワードガイダンスの一種になろうと思います。また、2014年から始めた4年物の資金供給オペは、主要政策金利に10ベーシスポイント（=0.1%ポイント）上乗せするものですが、このオペが実施されている間は、主要政策金利は10ベーシスポイント以上は上がることがないという期待を市場に起こさせるものになっています。

（3）ECBは余剰流動性の縮小を警戒

ECBの余剰流動性は、「翌日物預金＋当座預金残高」から「法定準備預金額＋緊急借入額」を差し引いたもので、ECBが注視している指標の一つです。この余剰流動性と政策金利の誘導目標である無担保翌日物（EONIA）金利の動きを重ね合わせると、余剰流動性の水準が1,000～2,000億ユーロの水準に低下するとEONIAの金利水準が高くなる関係が見てとれます。このことは過去にECBも指摘をしており、余剰流動性が2,000億ユーロを下回るタイミングでEONIAの変動率が激しくなります。これを何とかしようとECBは考えました。

この余剰流動性への対応として出てきたのが、SMPという国債の購入策の不胎化の中止でした。先述のとおりSMPは国債購入策ですが、量的緩和ではないという名目で行われました。つまり、市場のマネーの量を一定に保つため、ECBは毎週、不胎化のための資金吸収オペを行っていましたが、この資金吸収を事後的に止めて不胎化を中止すれば、余剰流動性の水準を引き上げることができるのではないかと考えました。しかし、不胎化中止をしてもあまり余剰流動性は上昇しませんでした。他の要因もありますが、この方法だけでは、余剰流動性を十分に引き上げることはできませんでした。

（4）マイナス預金金利：異例の政策措置

ECBは金利の引下げ余地が乏しくなる中、2014年6月にマイナスの預金金利を開始しました。

ECBの政策金利はブンデスバンクからの伝統を引き継いで三つの政策金利を使っています。一つ目は、1週間物のオペ（MRO）の適用金利である主要政策金利で、これが中心レートとなります。この主要政策金利にEONIA金利を近づけようと誘導するのがECBの金融政策の運営方針です。そして、常駐ファシリティとして、主要政策金利の上下に二つの金利があります。上限を

形成するのが限界貸出ファシリティの金利で、要するにMROでは借りられなかった銀行が最後にECBに駆け込んで借りる際の金利です。この駆け込み寺の金利よりも主要政策金利が上回ることは原則的としてないので、この金利水準が政策金利の天井になります。他方、下限金利を形成しているのが預金ファシリティの金利で、市中銀行が自らの余剰資金を安全なECBの当座預金に預け入れる際の金利です。ECBは、この金利を2014年6月にマイナス圏に引き下げ、9月にはマイナス幅を引き下げました。なお、ECBはこれをもって政策金利をさらに引き下げることはないと明言し、いよいよ金利の引下げ余地がなくなったので、2014年からABSとカバードボンドを買い入れる量的緩和が開始されました。

このことから、今後の追加緩和としてECBが検討している政策ツールは全て量的緩和策であり、ドラギ総裁によれば、買入れの対象は、金、外国債券を除く全てのものを排除しないと言っています。

(5) マイナス預金金利の政策効果

マイナス預金金利については、過去にスウェーデンやデンマークが、さらに2014年12月にはスイスで開始することが決定されました。これらの例では、デンマークもスイスも、基本的には為替ペッグを守るために行われたものであり、ECBとはやや目的が異なります。

マイナスの預金金利を課すことは、市中銀行からすると、ECBの安全預金に預けると手数料を取られてしまいます。そこでECBに預けるのではなく、例えばインターバンク市場で他行と資金を融通し合ったり、貸出などに回した方が良いという判断をすることが期待される効果の一つです。その他の効果としては、金利全般に低下圧力を及ぼすほか、異例な政策措置を導入することでECBが緩和姿勢をさらに強めたというシグナリング効果となり、ユーロ安に誘導するという狙いもあったのではないかと思います。

そこで、マイナスの預金金利を開始して以降のECBの預金の推移を見ても、実はECBの預金残高はそれほど変わっていません。少なくとも、ヨーロッパの銀行は、罰則金利を取られるから他に資金を回すという行動には出ていないようです。今回のマイナスの預金金利の主たる政策効果は、短期金融市場を中心に金利に低下圧力が及んでいることに加え、この政策の導入観測が高まった2014年央を境にユーロ安に転換したことが挙げられます。ここには追加緩和観測なども働いたとみられますが、異例のマイナス金利政策を導入することで、ユーロ安転換を誘導する効果はあったとすることができます。

(6) TLTRO：貸出活性化の起爆剤となるか？

次に2014年9月に導入された4年物資金供給オペ（TLTRO）についてお話をします。TLTROは、2014年9月から2016年6月まで四半期に1回行われるもので、本日までに既に2回実施されています。

2011年の債務危機の最中、ヨーロッパの銀行はドル資金の調達が困難になり、次はいよいよ銀行危機かと危惧された時期がありました。その時にドラギ総裁が発表したのは、このTLTROではなくて、LTROと呼ばれた3年物の資金供給オペでした。この3年物LTROは2回実施され、総額で1兆ユーロを資金供給するというバズーカ砲のようなものでしたが、2015年1月と2月に償還を迎える予定になっており、TLTROは、ある意味、それを引き継ぐ物となります。また、3年物LTROは銀行に資金を供給したものの、貸出などには回らず、多くが国債購入に回ったと言われています。というのも、銀行はLTROを通じて3年物資金を平均0.5%程度で調達できたのに対し、当時のスペインやイタリアの国債利回りは平均で7%程度でした。安く調達して高く運用すればボロ儲けができる状況で、多くの資金が国債へと投資されました。このように3年物LTROは、国債市場を落ち着かせたり、銀行の危機を防いだりという意味での効果はあったのですが、ECBの狙いとは少し違っていました。

そのため、次の長期資金供給オペを導入するに当たっては、よりユーロ圏の抱えている問題解決に繋がるような形の制度設計をしようと考え、TLTROについては貸出を増やした銀行に対して資金供給をするという制度になりました。

ただ、TLTROは全体で8回実施されますが、初めの2回と、2015年3月に降行される3～8回とでは制度設計が異なります。初めの2回については、3年物のLTROの償還の借り換え支援の目的もあり、貸出の純増を条件とせずに借りることができます。一方、3回目以降については貸出の純増を条件としています。具体的には、貸出ベンチマークを設定し、それと比較して貸出が純増した場合、その純増額の3倍まで、銀行は借り入れることが可能となります。ただし、ベンチマーク基準を満たさなかった場合には、強制的に全額返済しなければならないという制度になっています。

(7) TLTROの利用が進まない理由

初めの2回は既に実施されましたが、思いのほか利用が進まなかったという評価がされています。その背景には、貸出残高に応じた利用上限が設定されて

いたことがあります。TLTROの国別の利用限度額と3年物のLTROの利用額を比べますと、LTROを一番利用していたイタリアやスペインの銀行が、TLTROの国別の利用上限に引っかかってしまいます。主に借換え支援のための制度だったのですが、イタリア、スペインの銀行の利用が進まなかったのも、それほど大きな金額の資金供給にはつながりませんでした。

3回目以降においては、貸出が増加する銀行と減少する銀行でそれぞれに異なるベンチマークが設定されています。貸出増加行は、現在のペースで貸出を増加していけばベンチマークの基準はクリアできます。一方、貸出減少行は、貸出を増やせと言われても厳しいので、純増がなくても、現在の貸出減少ペースが多少緩むのであれば、ベンチマークを満たしているとして利用を認めようという制度設計にしています。ただ、貸出減少行のベンチマークは、2016年4月以降は貸出しをこれ以上減らさないことが条件になっており、この点が、利用する銀行側にとって厳しい内容と言われていています。現在のヨーロッパの金融機関は、全体で見れば、まだ貸出を減少させているような状況です。そもそも資金供給オペを利用したい銀行の所在国は、経済状況があまり良くなく、また貸出も減らしている銀行が多いので、この点がTLTROの利用を阻害するのではないかとされています。

また、TLTROの利用が進まない理由について、ECBはアンケート調査を行っていますが、基本的には、やはり資金需要がないということが最大の障害となっているようです。資金需要がないので貸出を増やせない、その結果、貸出の基準を満たせなくなるのではないかとという警戒感が強いのだと思います。

利用が進まないもう一つの理由は、TLTROは主要政策金利に10ベーシスポイントを上乗せした固定金利で貸すもので、今後の政策金利が変わっても固定金利で借りられます。このため、将来利上げがあった場合の保険商品的な制度になっており、これが逆に本オペの魅力を薄めて、利用促進を阻害している側面もあるのだろうと思います。

(8) 資産購入策：ABSとカバードボンド

金利が下限に達したことで、2014年に量的緩和として資産買入れを開始しましたものが、資産担保証券（ABS）の買入れです。ABSの購入策は、TLTROやLTROと同じ発想で、ユーロ圏の大きな問題は銀行貸出が伸びないこと、そしてそもそもユーロ圏は間接金融が中心の経済構造ですから、銀行を介した資金循環がうまく回らないと景気が立ち直ってこないため、そこを支援しようと考えられたものです。貸出融資債権を裏付けとしたABSをECBが

買い取ることで、貸出市場だけでなく、ABS発行市場も含めた活性化も同時に目指すことができます。

もう一つECBが購入を開始したのはカバードボンドです。カバードボンドは銀行の資金調達的主要な手段ですので、銀行を介した量的緩和であると同時に、銀行の貸出増加を狙ったものになります。カバードボンドは、2009年と2011年に購入実績があり、今回で3回目になりますが、これまでのところ過去2回に比べて買入れ規模は頑張っています。このままの買入れペースが続いた場合、前回は大きく上回る買入れ額になると思われます。他方、ABSの市場規模は小さいので、買入れ額自体もなかなか大きくなりません。

なお、ECBは、買入れ可能な資産の規模について、カバードボンドは6,000億ユーロ、ABSは4,000億ユーロ程度と説明しています。ABS市場の規模は、アメリカと比較すると非常に小さく、かつサブプライム危機以降、証券化市場全般が低迷し、特に欧州市場ではほとんど動きがありません。こうした事情もあって、今回のABS買入れもなかなか進みません。ECBとしては、ECBがABSを買う行為が、ABS市場の活性化を促すといった効果も望んでおり、少し長い目で見てほしいという形で実施しています。

3. ECBの追加緩和は秒読み段階？

(1) ドラギ総裁の切迫感

冒頭で申し上げたとおり、物価情勢がかなり厳しくなり、期待インフレ率の低下が始まっていることで、ECBの主要メンバーの間には相当、危機感が芽生えています。例えば、ドラギ総裁は2015年明け早々のドイツの経済紙面で「中期的な物価安定が守れないリスクは6か月前に比べて高まっている」と発言しており、総裁自身、追加緩和は近いと考えているようです。

ECBが追加緩和の導入を判断する際材料として挙げているものとして、一つは既存の緩和措置では不十分な場合、もう一つは中期的な期待インフレ率が悪化する場合があります。既に中期的な期待インフレ率は悪化が始まっており、かなり危うい段階にありますが、一つ目の緩和措置が不十分であるという判断はどのようにするのか。その一つの目安として、ECBはバランスシートの規模に注目しています。

(2) バランスシート1兆ユーロ拡大の現実味

ECBのバランスシートは、現在2兆ユーロ程度の水準にありますが、ECBとしては、2012年初のピーク時の3兆ユーロ程度の水準まで戻したいと考え

ています。現在実施中の金融緩和策で達成できないことが明らかになった場合には、2015年の早い段階で追加策を検討するとしています。

実は、ECBのバランスシートは2012年をピークに大きく縮小しています。この理由は、2011年に1兆ユーロを供給した3年物のLTROがそのままバランスシートに載ったのですが、償還期限である2015年1～2月の前の繰り上げ返済が認められており、この償還によってどんどんバランスシートが縮小していています。ABSとカバードボンドの資産買入れやTLTROによる資金供給を始めましたが、週次で見たバランスシートはまだ減っている状況です。

この先、現在の政策のまま、1兆ユーロのバランスシート拡大を達成できるかは、かなり難しい状況です。具体的には、TLTROは、初めの2回目の実績値と、様々な調査から試算した3回目以降の推計値を足してもせいぜい2,000億ユーロ増加させる程度だと思います。また、資産買入れは、ABSとカバードボンドの実績の買入れペースが続くと仮定しても合計で3,000億ユーロ程度です。その一方、LTROの償還が1月と2月にあるので、逆にバランスシートを縮小させることとなります。もちろんその一部は1週間物の定例オペ(MRO)やその他のオペによって借り換えられるので、LTRO償還分が全て減少するわけではありません。

以上の数値を足し合わせると、目標とする1兆ユーロのバランスシート拡大に対して、現在の政策で対応可能な金額は、楽観的に見積もっても5,000億ユーロ程度にしかならず、最低でも5,000億ユーロ程度の不足額が出るようになります。それを補うためには、どの資産を買い入れればよいのでしょうか。

(3) 近づく国債QE：意図するバランスシート拡大は困難

そこで、ECBが金融政策運営上、対象とする資産の残高を確認すると、最も市場規模が大きいのは国債で約6.6兆ユーロあります。3番目に大きいカバードボンド(約1.5兆ユーロ)は、既に入入れを行っています。また、追加の買入れの対象として社債を提案する声もありますが、社債の市場規模は、カバードボンドと同じぐらいの規模(約1.4兆ユーロ)で、かつ格付け要件などを厳しく見積らなければならないので、カバードボンドと同規模の資産の購入が可能なかは不明です。こうした資産の中で、必要とする5,000億ユーロ規模の買入れを行うには、市場規模を考えると国債を選択肢から除外することはできなくなってきます。

2014年12月15日時点の調査では、市場参加者も同様に、既存の政策では資金供給の規模が不十分と見ています。そのため、市場参加者の多くは、今年3

月までのいずれかの時点でECBが国債購入による量的緩和（国債QE）を開始するとの観測を強めています。市場運用担当者などと話をしても、市場金利の水準から判断して追加緩和の導入が相当程度折り込まれている状況です。

（４）国債QEのハードル：外堀は埋まりつつある

ECBによる国債買入れ（いわゆる国債QE）については、導入に反対する意見もありますが、どのような問題があるのか整理します。一つ目は、法律上の問題で、財政ファイナンスを禁じられたEU条約に抵触するのではないかという点。二つ目は、モラルハザードを起こし、財政再建に対する政府の改革意欲を阻害してしまうのではないかという点。三つ目は、実務上の観点として、マイナス預金金利政策が、量的緩和政策における当座預金の積み上げを阻害してしまうのではないかという点。四つ目に、ECB内の反対派や導入に否定的な国との関係といった政治的な問題です。

こうした問題が挙げられますが、少なくともドラギ総裁を中心にしたECBの主要政策メンバーの発言を聞くと、全て問題無いと判断しているようです。つまり、一つ目は、法に抵触しない枠組みで制度を設計すればよい。二つ目のモラルハザードは、そもそもECBの責任ではありませんと判断している。三つ目の実務上のマイナスの預金金利による障害は、これまでのところ政策当局から特段の見解は示されていません。四つ目の、政治的な話は、ECB側から言う話ではないので特段の発言はありません。ECBの政策決定プロセスは、ECB理事会における多数決で決定可能なので、賛成多数であれば、反対意見があろうと決定はできるようになっています。

また、最近のギリシャ情勢が国債QEに影響を与えるのではないかという指摘もよく耳にします。2015年1月22日にECB理事会が開かれて、その3日後にギリシャの総選挙が行われます。国債QEを考えるに当たって、ギリシャの国債を買入れ対象にするかという論点がありますが、先々そうした毀損リスクがある国債の買入れを開始して、3日後にそのリスクが表面化するのには、政策としてどうなのか。もう少しギリシャ情勢が落ち着いてから開始した方が無難だとする見方も一部にあります。ただ、1月の国債QE開始を見送ったとしても、次回ECB理事会が開かれる3月5日の時点でもギリシャが落ち着いているという保障はありません。

（５）国債QEを巡る法規制

国債QEの論点として法規制の話をしました。確かにEUの機能条約やE

ECBの規則には財政ファイナンスを禁止する文言があり、実際にもそのとおり運用されています。ただ、EUの機能条約に関しては、EU内にありながら、ユーロ圏に入っていない中央銀行、例えば、イギリスのイングランド銀行（BOE）はかつて量的緩和を導入しましたが、EU条約に抵触しているという議論はありませんでした。というのも、BOEは、発行市場で国債を買うのは財政ファイナンスに相当するが、流通市場で購入することは問題ないと説明しており、結局は買い方の問題になっています。ただ、ユーロ圏では、複数の国の国債が発行されているので、それらの国債をECBはどのような方法で、かつどのような割合で買うのかという問題が出てきます。

これを考えるに当たり、参考になるのが、2012年9月に導入された国債購入策（OMT）に対するドイツ憲法裁判所の違憲判決です。

OMTは量的緩和ではありませんが、ドイツの憲法裁判所としては、国債の購入策はEU条約に抵触する恐れがあると判断しています。特に、問題視しているのは、本来、国がやるべき経済政策にECBが入り込んでいる点、所得再分配の要素が強いという点、財政ファイナンスに近い制度になっているという点です。実は、判決の中で、条約抵触を回避するための提案もされており、その方法は、金額に上限を設定すること、満期保有を前提としないこと、債務削減の対象から除外することを満たすのであれば認めてもよいとしています。

ただ、これはあくまでドイツの憲法裁判所の判断でしかなく、現在、EUの司法裁判所に先決裁定——EUの法体系上、各国の裁判所や憲法裁判所で判断できないことについてEU司法裁判所に法的判断を求めること——を付託しており、2015年半ばにその司法裁判所から見解が発表される予定です。なお、その法務官の一人が、1月14日に、正式な判決ではないが、意見陳述をする予定があり、現時点でEU司法裁判所が、OMTについてどのように判断しているのかについて少し明らかになります。この判断を参考にすれば、ECBの国債QEが法に抵触しないように制度設計を考えることができます。

4. 国債QEの制度設計

（1）三つの案

ユーロ圏には国がたくさんあり、国債QEを導入するとして、具体的にどの国債をどのくらいの割合で買うべきかという議論が出てきます。ECBのメンバーから幾つかの案が出されていますが、具体策として三つあります。

一つ目は、最も普通の発想として、ECBの資本金の構成比に応じるというものです。資本金は経済規模に準ずる構成比で、その大きさはドイツ、フラン

ス、イタリア、スペインといった順番となります。この割合で購入すれば、財政救済には繋がらないという考え方です。また、ECB高官からは、資本金だけでなく公的債務残高に応じて買い入れるという発言もあり、これは金利に対して中立的にするという考え方です。資本金構成比で買うと、結局、経済規模に比べて債務の水準が低い国が有利になるので、その国の金利は低下しやすくなります。例えば、ルクセンブルク国債は利回りが消滅する可能性があり、スペインも恩恵を受けると言われています。

二つ目は、高格付けの債券だけを購入するというものです。例えば、オランダの新聞記事ではAAAだけ購入するとありました。確かにモラルハザードを回避するという観点からは妥当ですが、ユーロ圏の抱えている問題やユーロ圏を二つに分けることは望ましいのか、少し疑問が残ります。

三つ目は、ECBとして買い入れるのではなく、ECB傘下にある各国中銀が、各国中銀の責任の下で購入するというものです。要するに損失が発生した場合には各国中銀が責任を持って負担するというものです。各国中銀は、基本的に各国政府が株主であり、最終的には各国の国民ですので、各国の国民の負担に基づいて自分の国の国債だけを買う。その国債の買入れの割合については、資本金構成比などに応じてECBが決めるというものです。各国中銀は紙幣を増刷でき、バランスシートが毀損した場合、最終的に各国の政府が補填することができるので、形式上可能であると思います。これを導入すれば、他の中銀が補填することは要求されません。

(2) 投資適格外の国債は対象となるか？

別の論点として、国債QEでは、投資適格外の国債を対象とするか否かという点があります。ECBの格付け要件というのは、主要4社の格付け会社（ムーディーズ、フィッチ、S&P、DBRS）の中の最高格付けで決められますが、現在、ギリシャとキプロスは投資適格外です。ただし、特別対応として、オペの差出担保として両国の国債のほか、両国内で発行されたABSとカバードボンドも購入対象になっています。その代わりとして、二つの条件があり、多くの担保を差し出すこと、EUの支援プログラムの中にいることが要求されます。EUの支援プログラムは、ECB、EU、国際通貨基金（IMF）によるトロイカ体制の下で、財政再建や構造改革の進捗状況などを監視するので、支援プログラム下であれば、ECBの資産の毀損が起こるリスクは軽減できるとECBは判断していると考えられます。

ただ、問題はギリシャにあります。一つは、ギリシャで政権交代があった場

合、最終的にはユーロを離脱するとは思えませんが、離脱リスクが高くなります。もう一つは、2月末を期限とするギリシャへの追加支援協議がまとまらず、支援が打ち切られるというリスクです。仮に、支援が打ち切られた場合、ギリシャは支援プログラム外になりますので、ECBは、ギリシャ国債を買うことができなくなります。

(3) 金額の上限を予め設定するか否か？

国債の買入れ金額の上限をあらかじめ設定するかどうかという点も論点の一つです。日銀や米国連邦準備制度理事会（FRB）は、毎月の国債買入れ目標額を設定しましたが、ECBは、ABSとカバードボンドについては、買入れ額の上限を定めていません。買入れ可能資産の合計額や購入実績を発表しているほか、資産買入プログラムの存続期間についても最低でも2年以上継続することを約束しています。国債QEを導入する場合も、ECBは同様の仕組みで行う可能性があると思います。つまり、事前に買入れ額を発表すると、実際に初期の段階でどの程度の規模を買うのかは分かりませんが、市場に金額の規模感を悟られてしまうリスクがあります。それならば、週次の買入れ金額を見て、市場に判断させた方が、初期に頑張って買い入れると思います。あとはこのプログラムは長い間続くことを表明して、最終的な買入れ額はグレーゾーンにしておきたいと考える可能性もあります。ただ、その場合、ドイツ憲法裁判所がOMTが無制限である点を法抵触の恐れがあると問題視していることに留意する必要があります。

(4) マイナス金利で当預の積み増しが困難に？

実務上の観点から、国債QEにおいて障害となる点としては、マイナス預金金利があります。ECBが国債購入で資金供給しても、マイナス預金金利であるので当座預金を積み増し難いという指摘は、そのとおりだと思います。ただ、ABSやカバードボンドの買入れを開始しても、それが障害になったという話は聞きませんし、実際に障害になったときに、例えば、預金金利をゼロに戻すなど、行いながら考えていけばよいのではないかと思います。

(5) “切り札”投入で問われるQEの効果

最後に、ECBが国債QEを開始した場合、どれだけの効果があるかに焦点が移ってくると思います。そもそも各国のQEの政策波及経路や効果について必ずしもコンセンサスがあるわけではありません。ましてやユーロ圏は間接金

融が中心の金融構造であり、少なくともアメリカのFRB型の量的緩和の波及経路である資産価格を通じた波及経路はあまり期待できません。加えて、現在の欧州の金融市場においては、QEを完全に織り込む中で、国債の利回りは、ギリシャを除けば、既にアメリカよりも低いところまで金利水準が下がっています。格付けがAAAの国に至っては短期金利がマイナス圏にあるという状況です。また、ユーロ相場も国債QEの開始を事前に織り込んで、ユーロ安が進んでいます。この状況で、国債QEを導入しなかった場合、現在の金利水準や通貨水準を維持するのは難しく、その意味では効果があると思いますが、実際に導入したからといっても、シグナリングなどのアナウンスメント効果が少しあるとしても追加的な緩和効果がどれだけあるかという疑問が残ります。

御静聴ありがとうございました。

○後藤 田中先生、どうもありがとうございました。

どの国でも金融政策というのは、意思決定プロセスは外部から分かりにくいですし、実際そこで政策に携わる人たちの意思決定も難しいのは古今東西変わらない部分があります。我が国やアメリカでも、特に政府との関係にはなかなか難しいものがあり、さらに、ヨーロッパは、国家間の関係が大きいというのを、本日のお話を伺って改めて感じました。ヨーロッパの現状で重要なのは、マクロ環境だけではなく、制度的な部分に由来するECBの苦悩であるということもひしひしと伝わってきました。せっかくの機会ですので、私から二点、質問させていただきます。

まず、TLTROと呼ばれる貸出活性化策について、プルーデンス政策の観点からどのような議論がされているかを伺います。現在のヨーロッパが置かれている状況は、間接金融主体のかつての我が国と近い部分があるのではないかと思います。ヨーロッパ経済に関しては、確かにマクロ経済的には金融緩和をしたいところですが、それと同時に金融システム不安の要素も抱えています。中央銀行は、通常、物価安定という主たる使命だけではなくプルーデンス政策に関する使命も負わされることが多く、まさに現在のヨーロッパはそういう状況にあると思います。しかし、本来、プルーデンス政策と物価安定策は、必



後藤 康雄
三菱総合研究所主席研究員

ずしも同じベクトルに向かうとは限らず、相反しかねない部分があります。特に、貸出の増加というのは、ややもすれば先鋭的に対立しかねない分野になります。潜在的に不良債権を抱えていて、それを処理していかなくてはならない。端的に言えば、貸出を減らさなくてはいけない銀行がある一方で、貸出増加を条件とした政策を実行するという、ある意味、真っ向からプルーデンス政策と物価安定策が対立しかねない状況だと思います。この点について、どのようにお考えか、あるいはどういう議論があるのかが一点目です。

もう一つは、非常にテクニカルな話ではありますが、ECBが国債を買うとして、国ごとにどのように配分するかという点は、我が国やアメリカにはない問題だと思います。既に導入されたABSやカバードボンドに関しても実は同じ議論があり得たのではないかと思います。その点についてECBはどのようにクリアしたのか。以上二点を伺えればと思います。

○田中 一点目については、確かに貸出増加が果たしてプルーデンス的な観点から問題がないのかという懸念はありますが、このTLTROは、資金調達上の障害があって銀行貸出が伸びないような銀行に対して、そのような障害をなくしてあげようという制度として作られています。また、銀行全般の問題として貸出が伸びない背景には、当然、銀行の資本規制、銀行規制強化の動き、ヨーロッパの銀行自体の資本状況等がありますので、ヨーロッパが銀行同盟を始めて、少なくとも大手行に対する銀行監督をECBが一元化して行うということ、かつ、その銀行同盟を2014年に開始するに当たって、資産評価(AQR: Asset Quality Review)やストレステスト(健全性審査)を通じて、まずは膿出しをしようということをしています。ですから、現在行っている政策としては間違えてはいないのではないかと思います。ただ、必ずしも、すぐに貸出増加につながるわけではないですし、銀行の問題がすぐに解決するわけでもなく、さらにヨーロッパは、かつての日本の金融危機時と同じようなオーバーバンキングの問題も抱えていますので、時間をかけざるを得ない中での判断だろうと思います。

二点目のABSとカバードボンドの買入れにおいて各国別の割合が問題にならなかったのかという点です。国ごとの購入割合を何らかの基準に基づかず購入する、例えば、利回りが非常に高いギリシャ国債を、利回りを引き下げるために購入するというようなことが問題視されるのは、財政ファイナンスとの関わりがあるからです。つまり、財政ファイナンスに抵触しないように制度設計する必要があるので、この話は国債に限ったものとして行われています。AB

Sとカバードボンドは、特段そのような論点は上がっていません。ABSがどの国で組成されたかを見ると、イタリア、ドイツ、フランス、スペインなどで積極的に行われ、買入れ対象の不動産担保証券（RMBS）は、オランダで多く組成されるなどかなり偏りがありますので、実際に買入れを行う現実的な問題として、比例配分にはできなかつた。そうした実務上の観点と、財政ファイナンスという法的な問題が、ABSやカバードボンドにはなかつたということだと思ひます。

○質問者1 初歩的な質問を二つさせていただきます。一つ目は、国債QEの制度設計の中で、各国中銀の責任で国債を購入するという話がありました。日本一国で考えるならば日銀が日本国債を買うというのは非常に分かりやすいのですが、複数の国で構成されるECBの仕組みとして、ECBの決定と各国の中銀との関係、各国中銀がどのような形でこの銀行に資金供給するのかという仕組みを簡単に教えていただきければと思ひます。

二つ目は、TLTROに関しても、銀行側に資金需要がないと資金供給が伸びないのではないかとと思ひます。そのとき、ヨーロッパの銀行は、国を越境して融資をすることも含めて考えていかないと、資金供給先が絞り切れなくなるのではないかと感じました。例えば、ギリシャの銀行がスペインに貸すとか、ドイツの銀行がギリシャに貸すとか、そのような場合、資金調達はこの国の中銀から行われているのか簡単に教えていただきたいと思ひます。

○田中 実は、いずれも簡単にお答できる質問ではありません。ECB傘下に各国の中銀がありますが、基本的にはECBの理事会において決定した事項を実際に運営するのが各国中銀という役割分担です。資金供給に際して、実際の資金供給オペは、各国の中銀が各国の市場において行うというのが原則です。各国の中銀による資金供給の対象銀行は、基本的にはその国に本店所在地がある銀行ですが、当然、ヨーロッパ内の様々な国で営業する銀行もあるので、ある一定の基準に基づいて資金供給が受けられるようになっていたと記憶しています。

二点目のクロスボーダーも難しい質問です。TLTROの場合は、貸出の増加の要件として掲げられているのは、ユーロ圏向けの非金融企業向け融資であるので、ユーロ圏の中の融資でなくてははいけません。当然、金融政策の一環としての対応なのでそのような枠が設定されています。ですので、他のユーロ圏向けに行われるとしても対象として認められるということになるろうと思ひます。

○質問者2 単一監督メカニズム（SSM）の導入で、ECBはユーロ圏内の主要銀行の統一的な監督をすることになりましたが、通常中央銀行として貸出を増やせというような政策を行う一方、金融監督官庁としてプルーデンス的な政策を同時に行う形になったのは、結果的に統一的なことを実施できるのがECBだけだったからなのか、相反する政策を並列的に同じ組織で行うことについて特段、問題視する議論がなかったからなのかという点をお伺いします。

○田中 導入の背景としては、ヨーロッパはクロスボーダー取引を行う金融機関、とりわけ大手行において非常に多い中で、監督体制がいずれの国に帰属するのか分からないような、例えば、デクシア銀行は、フランスとベルギーのどちらが監督するのかというのがあり、結局デクシアは経営不安に陥ったわけですが、そうした様々なモデルケースが出てくる中で、銀行監督をどこかに一元化する必要があるとして議論が始まっています。その際に、誰が担い手となるのかということについて、当然、EUの内部の組織として、中立的なところを作りたいというところが一つありました。また、もともと、国によって監督官庁が中央銀行の傘下にあるケース、財務省の傘下にあるケース、あるいは別建ての組織になっているケースと多種多様な中で、具体的にどのような判断がされていったかまでは把握していませんが、ECBに落ち着いたということだったと思います。お尋ねの利益相反の件については、基本的に金融政策の決定をする理事会と、銀行監督を担うところは異なる意思決定プロセスであると整理しています。ただ、それぞれの会合に参加するメンバーは重なっているところもあり、もちろんドラギ総裁も両方に参加しています。これはECBに限ったことではなく、例えばBOEも同じような問題を抱えています。いずれにしても、説明の仕方としては、意思決定と目的が違うので利益相反はないということになります。

○質問者3 同じく銀行同盟に関する件ですが、ヨーロッパでは、銀行監督をECBが一元的に行う体制ができ、破綻処理の基金として欧州金融安定ファシリティ（EFFS）が整いましたが、預金保険の整備が遅れているイメージがあります。これは、我が国における体制の整い方と正反対になっているように感じるのですが、その理由としては、ヨーロッパにおいては、作業上の都合でそうっただけなのか、思想的に監督を優先させるべきだという考え方があったからなのかについて、教えていただけますでしょうか。

○田中 当時は、三つの核の一つとして預金保険もありましたが、預金保険を一元化することは、預金者保護に関して、他国の預金者を保護したり救済したりするのを他の国々が認めたくないという思惑がある中で、最後まで合意に至らずに、まずは制度を動かそうということになったからのようです。ヨーロッパの人に聞くと、この先、預金保険が一元化することはないだろうと言っています。他の二つに関しては、破綻処理や何か問題があった際に、プールした資金を一元化的なメカニズムで提供するので、破綻が起こらないような事前の予防措置として銀行監督は一元化しなければならないという発想の中で、両者が同時並行的に検討するという判断がありました。

○質問者4 本日のお話を伺って、日米のように一国の中央銀行に対して、複数の国を統括する中央銀行の運営の難しさを十分認識しました。ただ、金融政策のメリットは、非常に即効性がある点だと思うのですが、今日のお話を伺う限り、ECBはそのメリットがあまり活かされていないように感じます。特に、デフレ対応という意味では、日米のような一国だけの中央銀行が行う場合に比べ、ECBのような形で機能している場合には、デメリットの方が多いように思います。そこで、ECBの方が、日本やアメリカの中央銀行と比べて、もしくは日米の中央銀行ではできないメリットがあるのか教えていただけますか。

○田中 建前上は合議制で決めなければならないという点があります。ただ、ドイツの連銀総裁であっても一人一票を持っているだけであり、ユーロ圏全体の景気・物価動向を見た上で判断しなければならず、かつ政策決定プロセスも形式上は過半数で決定できるので、制度としてユーロ圏の政策意思決定プロセスが他国よりも劣っているわけではないと思います。

逆に、ユーロ圏の方が他国の中央銀行に比べて進んでいる点としては、コミュニケーション戦略を積極的にやっているところです。ECB理事会後に毎回記者会見を開くというのは、日銀でも行われるようになりましたが、他国に先駆けて始めました。また、理事会のメンバーが多い面もありますが、頻繁に講演会や記者会見など政策当局からの発信も行われています。また、ユーロ圏では、かつてそれぞれの国が中央銀行を持っていましたので、それらの運営の中で、良いところは取り込んでいくというスタイルでECBは行ってきました。例えば、オペの際の適格担保基準については、ECBは他の中央銀行よりも、かなり広い範囲の担保を認めています。これは、かつてのフランス中銀が比較

的広いルールで行ってきたものの名残であるようです。

○後藤 よろしければ、せっかくなので多少私もディスカッションに加わらせていただきたいと思います。

これは言わずもがなだと思いますが、EUは、財政だけではなく、様々な制度的仕組みや実体的にも経済が統合されてない中で、金融政策を一本で行おうとするところに、無理があるというのが議論の前提になっていると思います。経済状況が国ごとに大きく異なる中で、一本の金融政策でカバーするというのは、大変な無理があるわけです。日本やアメリカでは、その国の地域によって多少景気動向の濃淡はありますが、ヨーロッパ域内のドイツとギリシャのように決定的に逆方向を向きかねないような違いはなく、だからこそ国全体で同じ金融政策を取っても納得感が得られるわけです。一方、ヨーロッパの中を一本の金融政策をまとめるというのは、その中に住んでいる人々の実感としてなかなか難しいものがあるというのは、今日のお話から改めて思った次第です。

ただ、ECBの仕組みにどのようなメリットがあるかを考えると、ポジティブな要素も、十分にあると思います。確かに、政策の機動性は金融政策の身上だと思いますが、それは時には間違った方向に大きく振れるリスクもあるわけです。「政府の失敗」という言葉があり、我が国を振り返ってみてもそうですが、往々にして中央銀行も大きな失敗をするわけです。その意味で、チェックアンドバランスのように、いろいろな国がそれぞれの知見や経済情勢の見解をたたかわせて政策を決めるのは決定的な大きな間違いを犯すリスクが、少なくなるかもしれません。長い目で過去を振り返ったときに、ECBの行動は時々歯がゆいこともあったが、大きな失敗はなかったという歴史の評価が下される可能性はあるかもしれないという気がします。

○田中 まさにご指摘のとおりだと思います。ECBに限らず、EUの政策決定は全てそうした要素を内包していると思います。これは、債務危機問題の時にも公開討論で行われました。もちろん水面下の協議で行われた部分もありますが、表に出して公開討論で行うので、逆に不協和音として周りには映ってしまった面もあります。今回のECBにおいても、ドイツ連銀総裁等を中心としたタカ派メンバーとドラギ総裁との間の確執が話題になりましたが、そうしたものがネガティブに捉えられる部分もありますし、チェックアンドバランスとして良く機能する部分もあると思います。

それに関わる問題として、ECBの場合は、ユーロ圏全体を貫く財政政策が

ないので、多分に金融政策に対する圧力は強まっているのは否定できません。景気動向や中期的な物価安定だけではなくて、最近では銀行監督もやってほしい、貸出額が伸びないから貸出活性化もやってほしい、ABS市場の活性化もやってほしいと言われていて、ユーロ圏の抱えている問題の中で、ECBにかかる責任や負担が過度に中央銀行に集中してしまっているのかなとも思います。

○質問者5 日本の場合、量的・質的緩和を行うに当たって、ハイパーインフレになるのではないかという議論がありました。ECBの国債買入れについては、そのような議論はあったのでしょうか。

○田中 当然、特に、ドイツを中心とした、かつてハイパーインフレに悩まされた中央銀行の関係者や国民から、そのような懸念はありました。そもそも財政ファイナンスが懸念されるのは、まさにその点であり、政府のモラルハザードが発生して、中央銀行による財政引受けになれば、信認の喪失を通じて、いずれハイパーインフレに繋がっていくというものです。ただ、先ほど申し上げたとおり、ユーロ圏は、現在デフレ寸前のところにあり、政策対応として財政出動の余地はほとんどないのが現状です。EUの補助金はありますが極めて小さいです。各国を見ましても、イタリア、フランスはいずれも欧州委員会から財政規律を守るよう追加の策が求められています。スペインも財政再建はあまり進んでいないので歳出拡大の余地はあまりありません。財政出動の余地がある国はドイツだけで、ドイツ政府はIMFなどからの要請で歳出拡大をしましたが極めて微小で、むしろ高齢化を睨んで財政再建を進めるのが仕事で無責任なことはできないとしています。こうした状況からすると、ECBの中では、将来的なハイパーインフレの懸念よりもデフレに陥るリスクの方が高いと考えている人が多いということだと思います。

○後藤 本日は、田中先生、大変有意義なお話、ありがとうございました。最後に皆さん拍手で終わらせていただきたいと思います。(拍手)

【参議院調査情報担当室勉強会資料】

デフレとの闘いに挑むECB

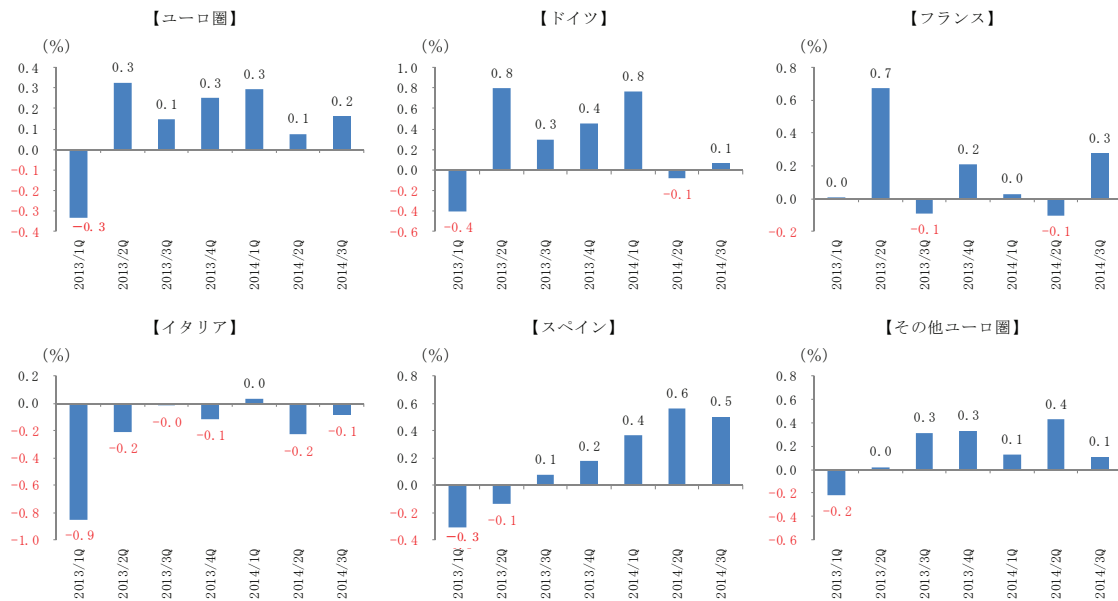
～国債QEがやってくる～

2015年1月8日

第一生命経済研究所
田中 理

青息吐息：景気停滞が続くユーロ圏

ユーロ圏主要国の実質GDP成長率（前期比）



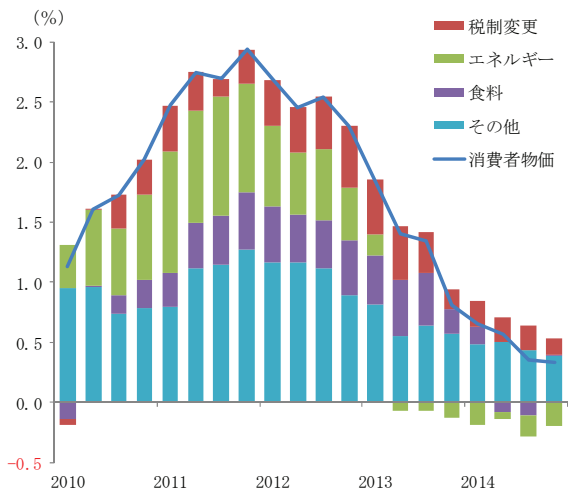
出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

債務危機が最悪期を脱した後も、ユーロ圏の経済活動は停滞。
スペインが一人気を吐くが、その他主要国は緩慢な成長が続く。

2

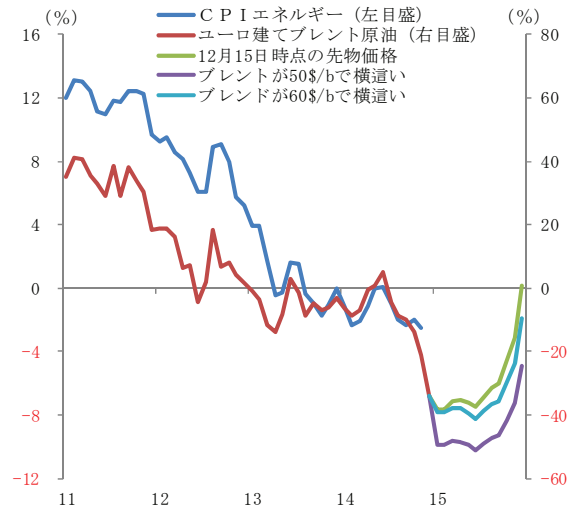
原油安: 目先の物価はマイナス圏に転落へ

ユーロ圏の消費者物価の要因分解 (前年比)



注: 2014年10-12月期は10・11月平均
出所: 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏のエネルギー価格と原油価格 (前年比)



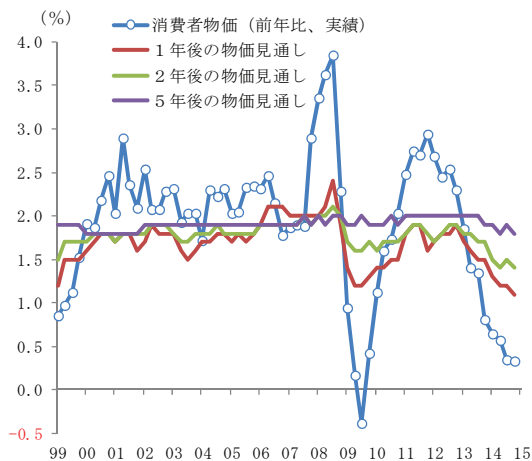
注: EUR/USDレートは1.24で横違い推移と仮定
出所: 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

原油安は景気の刺激要因だが、今は期待インフレの安定を脅かす恐れ。低インフレの長期化が期待インフレに組み込まれるリスクが高まっている。

3

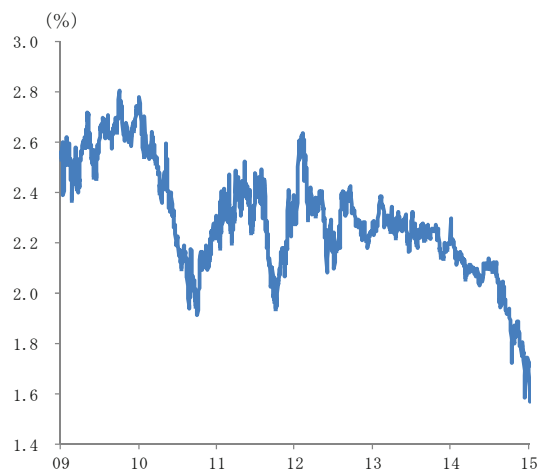
忍び寄るデフレ危機: 「日本化回避」に黄信号

ECB予測専門家調査の消費者物価見通し



注: 2014年10-12月期は10・11月の平均値
出所: 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の中期的な期待インフレ率



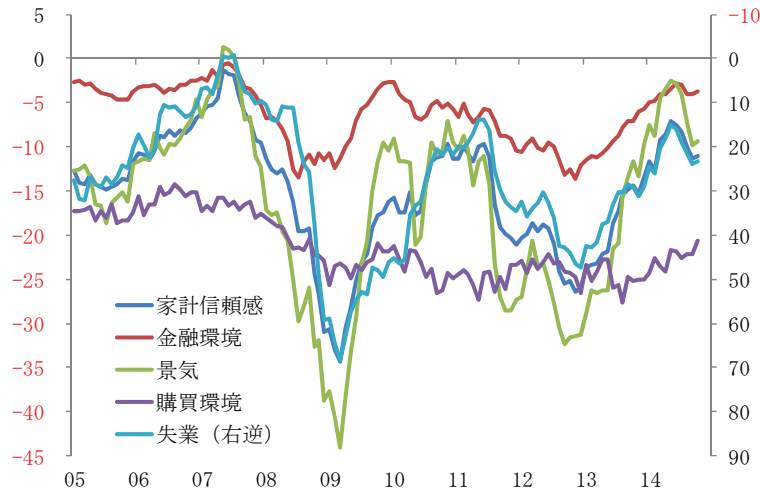
出所: Bloombergより第一生命経済研究所が作成

日本との違い: ①初動体制の早さ、②B/S調整軽微、③期待インフレ安定。だが、日本化回避の鍵を握る期待インフレのアンカーが崩れ始めている。

4

慎重な購買意欲はデフレの兆候？

ユーロ圏の家計信頼感と先行き判断項目



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

家計を取り巻く環境は全般に改善傾向にあるが、購買意欲は慎重なまま。こうした買い控えの動きは価格の先安感(デフレ懸念)を反映したものか？

5

日本型デフレに陥るリスクは？

デフレの病巣	日本	ユーロ圏
資産デフレ	土地・株バブルの崩壊、大規模なバランスシート調整	一部の国で不動産バブルが崩壊、ユーロ圏全体では軽微
金融危機、クレジットクランチ	ゾンビ企業の延命、金融恐慌、不良債権問題、貸し渋り	銀行危機は回避、貸出圧縮は継続、銀行のB/S改善への取り組み
財政再建・構造改革	消費税率引き上げ、行財政改革、社会保障改革	財政緊縮・構造改革、過度な緊縮からは転換も財政出動からは距離
政策の失敗	バブル退治、ゼロ金利解除	初期の債務危機対応、緊縮一本槍
通貨高・空洞化・グローバル競争	継続的な円高、産業空洞化、厳しい価格競争、企業のコスト削減努力	(最近までの)ユーロ高進行、若年層の海外移住、賃金調整が進行中
政策対応の限界	金利のゼロ制約、財政再建	金利のゼロ制約、財政再建、量的緩和は政治的なハードルが高い
デフレマインド	デフレ意識の定着でスパイラル化	一部の国で初期的な兆候(小売価格の引き下げ、買い控え)
デフレ後の脅威	買い控え、実質金利が高止まり、債務の実質価値が膨張	同左

調整の深度と期間の長さの両面で日本と比べて今のところ軽微。ユーロ圏も長期停滞・ディスインフレが続けば、デフレの罠に陥るリスク。

6

非伝統的な金融政策が主流に

オペ長期化

- 通常はMRO(1w)とLTRO(3m)
- 1w、1m、3m、6m、1y、3y、4y

担保基準緩和

- 格付け要件を緩和
- 担保の掛け目を緩和

オペ全額供給

- 金利入札→固定金利・無制限供給
- 適用期間を順次延長(ガイダンスの一種)

通貨スワップ

- 主要中銀間でドル資金を融通
- ドル資金難の銀行にECBが供給

資産買入れ

- 2009-10年、11-12年にカバード債購入
- 2014年にABSとカバード債購入開始

国債購入

- SMP: 金融市場の機能不全是正が目的
- OMT: 改革履行を条件とした国債購入策

2008年の世界的な金融危機時に開始。当初は補完的な措置だったが、金利の低下余地が乏しくなり、いよいよ非伝統的措置頼みに。

7

これがECBのフォワードガイダンス①

- かつてのECBは翌月会合での政策変更の可能性を示唆することこそあったが(例えば「強く警戒する(strong vigilance)」や「行動する準備がある(stand ready to act)」)、事前に政策のコミットメントをしないのが原則
- 2013年7月に「相当な長期間にわたり、政策金利を現状かそれを下回る水準にとどまる」ことを声明文に明記し、期間を明示しないオープンエンド型のガイダンスを導入

8



これがECBのフォワードガイダンス②

- 2014年1月にガイダンスを強化する文言(「おおいに強調」や「もう一度繰り返す」)を追加
- 同年4月には「必要に応じて非伝統的措置を含む追加策を行う点で理事会の総意がある」との文言を追加、緩和期待のつなぎとめにもガイダンスを利用

9

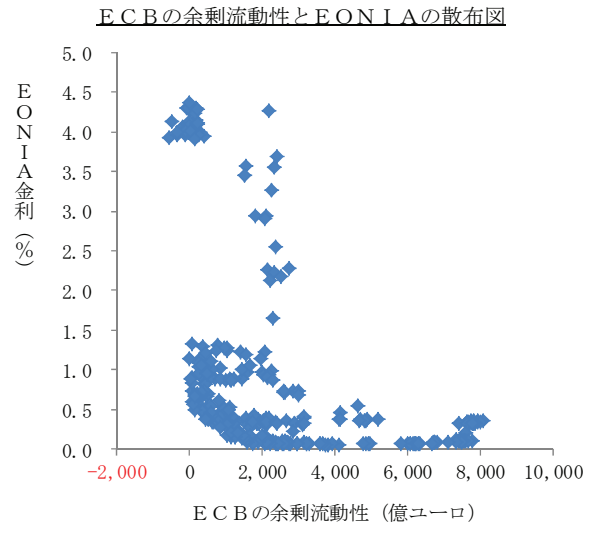
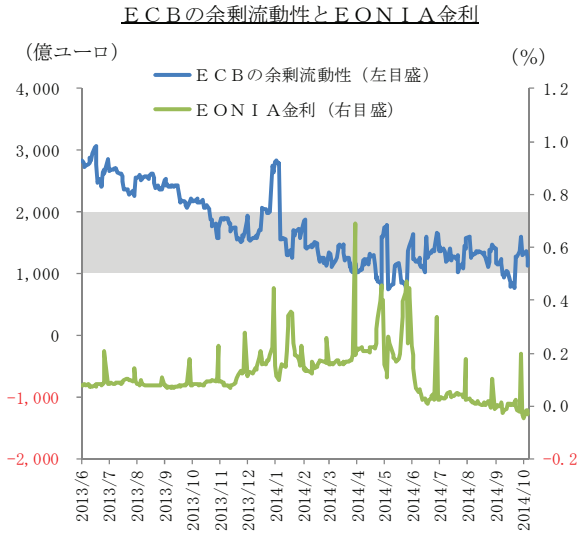


これがECBのフォワードガイダンス③

- 固定金利・無制限供給方式のオペを少なくとも2016年12月まで続ける方針も、緩和継続のコミットメントの一種
- また、長期の固定金利オペには、将来の政策金利のパスを暗示したり、長期間にわたり緩和措置を継続するコミットメントの意味合いがあることも認めている

10

ECBは余剰流動性の縮小を警戒

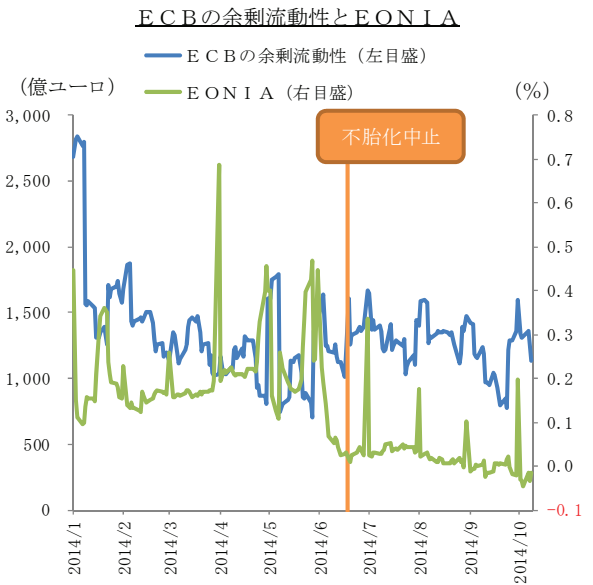
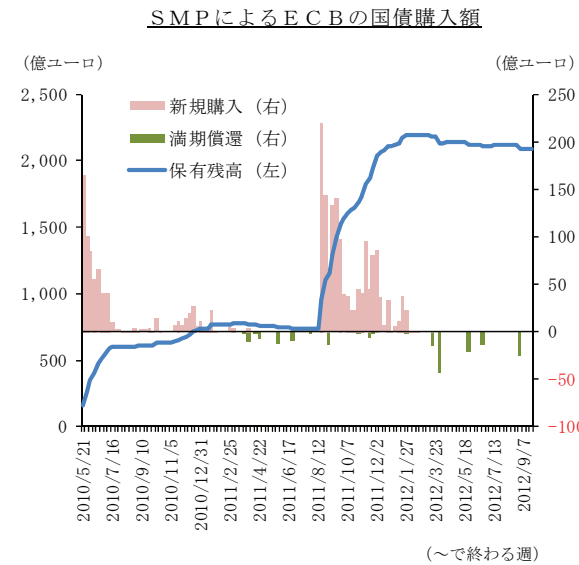


注：網掛けはECBが警戒する1000～2000億ユーロの余剰流動性
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

注：2008年以降の週次データ
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

LTROの早期返済開始以降、ECBの余剰流動性が大幅に縮小。過剰流動性が2,000億ユーロを割り込むと、短期金利に上昇圧力。

SMPの不胎化中止でステルス緩和



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

SMPを通じて購入した国債を不胎化する資金吸収オペを中止。事後的な量的緩和となるが、余剰流動性の水準引き上げにはつながらず。

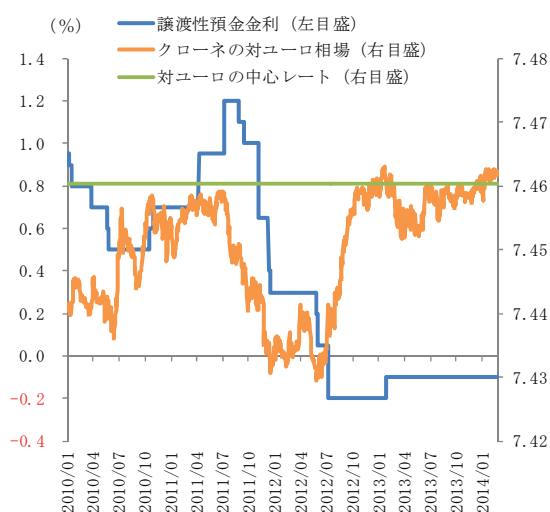
マイナス預金金利：異例の政策措置

- ECBは政策金利の下限を形成する預金ファシリティ金利をマイナス圏に引き下げ。
- 銀行は余剰資金をECBに預け入れる際に、罰則金利(安心手数料)を取られる。
- 過去にスウェーデンやデンマークで実施例、主要先進国中銀としては初の試み。

13

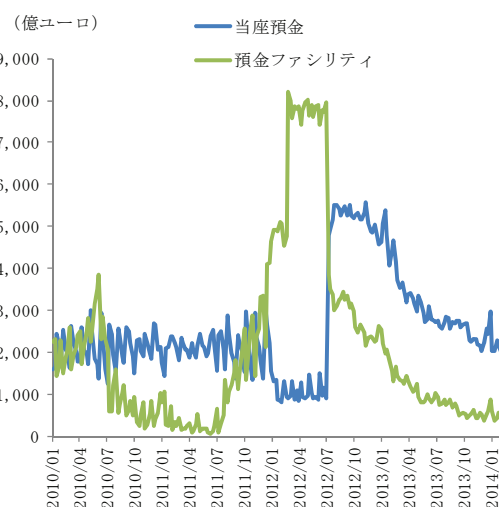
マイナス金利の世界

デンマークのCDレートとクローネ相場



出所：デンマーク中銀資料より第一生命経済研究所が作成

ECBの当座預金と預金ファシリティ



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

デンマークで実施例(但し、ユーロとの為替ペッグ維持が主目的)。
副作用の恐れ(銀行の利ザヤ圧迫、貸出金利に上乘せ?)。

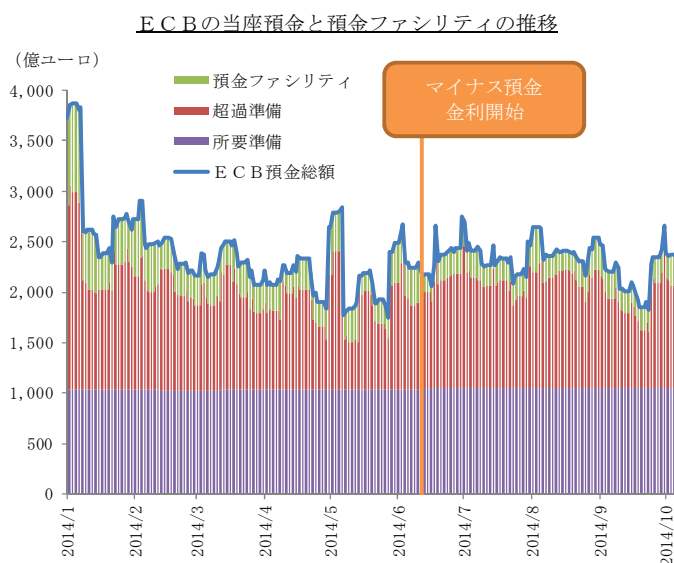
14

マイナス預金金利の政策効果

- 罰則金利を取られる位なら、銀行間取引市場や貸出市場に余剰資金を振り向ける効果。
- 短期金利の低下を通じた裁定が働き、金利全般に低下圧力が及ぶ効果。
- 異例の政策措置を実施することによるアナウンスメント効果やユーロ安誘導の効果。

15

ECBの準備預金の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

マイナス預金金利の開始後もECBの預金は目立って減少せず。
罰則金利を払っても、安心なECB預金に資金が滞留。

16

TLTRO: 貸出活性化の起爆剤となるか？

- 条件付き長期資金供給オペ (Targeted Long-term Refinancing Operation: TLTRO)
- 2014年9月～2016年6月まで四半期に1回
- 3年物LTROが国債購入に充てられた反省
- 貸出増加行に最長4年の長期資金供給
- 貸出純増の基準未達なら強制的に資金返済
- 初めの2回は貸出純増を条件とせず
- 3年物LTROの借り換え支援の目的も

17

3年物LTROとTLTROの比較

	3年物LTRO	条件付きLTRO (TLTRO)
利用条件	なし(多くは高利回り国債の購入に充てられた)	あり(3回目以降は貸出純増の基準を満たすことが条件)
“不名誉な烙印”	あり(資金繰り依存)	なし(貸出増の大義名分)
適用金利	借入期間中の主要政策金利の加重平均=0.5%前後	0.15%で固定(借入時の主要政策金利+10bps)
借入期間	2回とも約3年	全8回、2年3ヶ月～4年
利用額上限	上限なし	2回目までは貸出残の7%、3回目以降はベンチマーク対比の貸出純増額の3倍
利用額	2回合計で約1兆ユーロ	最大で1兆ユーロ規模か？
罰則	なし	貸出純増の基準未達なら、2016年9月に強制的に返済
繰り上げ返済	あり(12ヶ月経過後)	あり(24ヶ月経過後)

2回目までは銀行の借り換え支援が中心。3回目以降は資金需要の回復次第だが、バランスシートの縮小に歯止めを掛ける程度か？

18

ECB:TLTROの利用上限

■ 初回と第2回の合計額

- 2014年4月末時点のユーロ圏の非金融企業向け貸出残高の7%≒4,000億ユーロが上限。

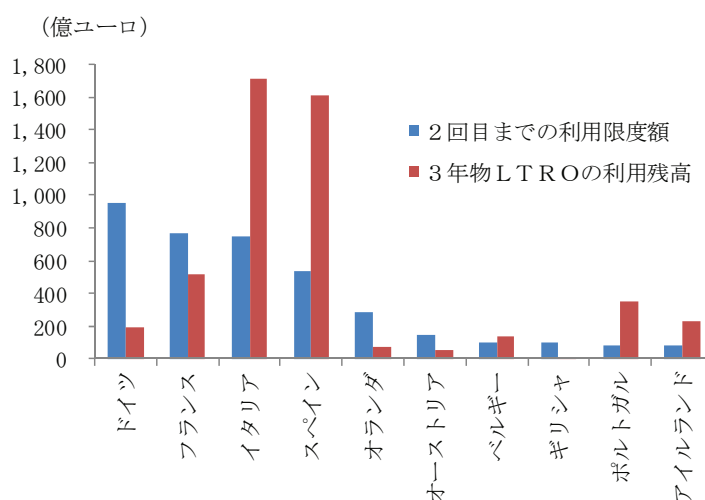
■ 第3～第8回の合計額

- ベンチマークと比較した貸出の純増額の3倍を上限に、銀行が望むだけの資金を供給する。
- ベンチマークは貸出増加行と減少行で異なる。

19

ECB:TLTROはバズーカ砲とならず

TLTROの国別の利用限度額



出所：欧州中央銀行資料などより第一生命経済研究所が作成

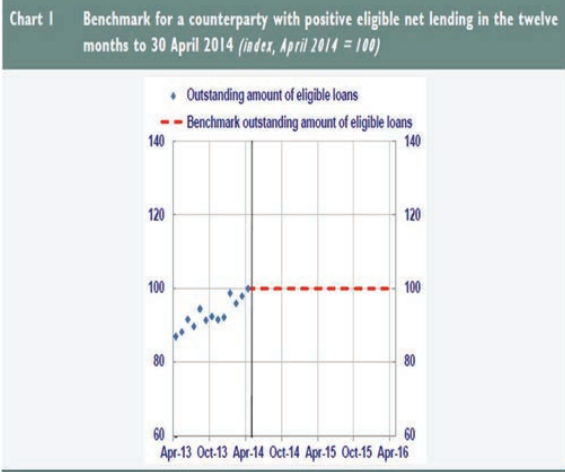
イタリア、スペイン、ポルトガルなどは既存の利用額が限度額を超過。限度額達成には、ドイツ、フランス、オランダなどの利用拡大が必要。

20

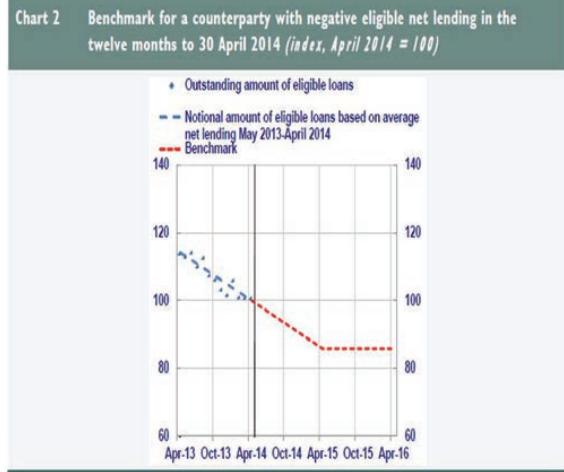
TLTRO: 貸出純増のベンチマーク

3回目以降のTLTROのベンチマーク

【貸出増加行のベンチマーク（赤破線）】



【貸出減少行のベンチマーク（赤破線）】



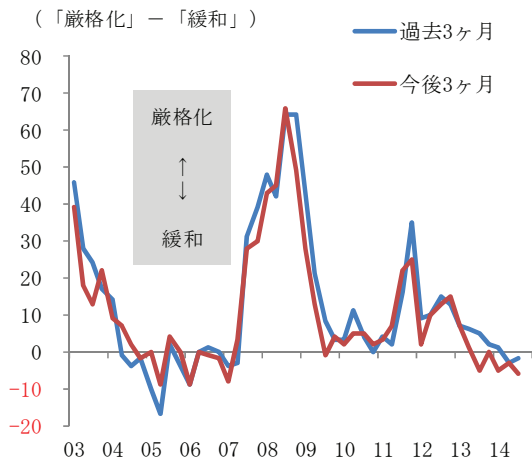
出所：欧州中央銀行資料より転載

貸出純増に応じて資金枠。貸出増加行/減少行で異なるベンチマーク。ベンチマークを下回ると全額返済。貸出減少行は怖くて使えない？

21

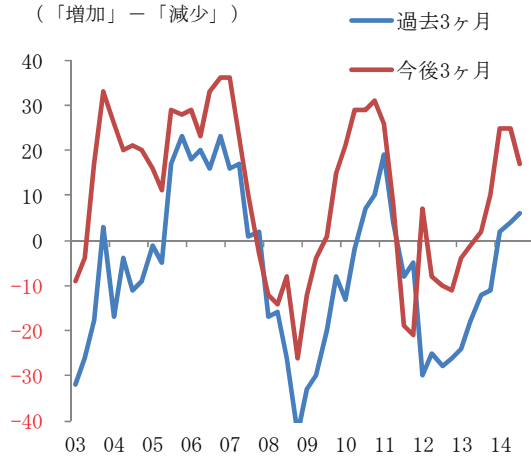
銀行の貸出態度に改善の兆し

ユーロ圏の銀行融資基準



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏企業の資金需要



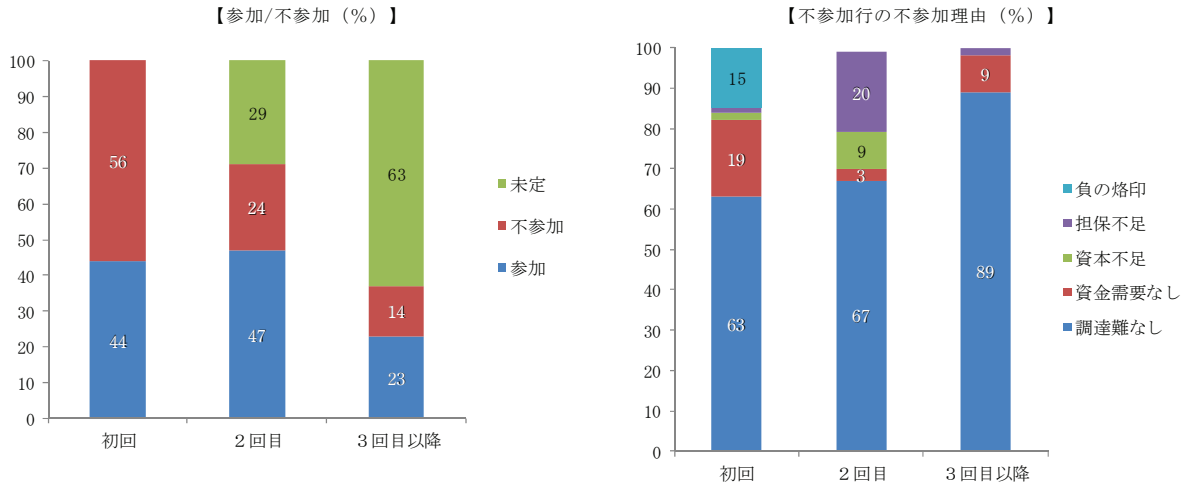
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

銀行の融資基準が7年振りの緩和超に。企業の資金需要も増加。ただ、資金需要の増加はM&Aが中心で、設備投資向けは減少。

22

TLTROの利用が進まない理由

TLTRO利用に関する銀行への聞き取り調査



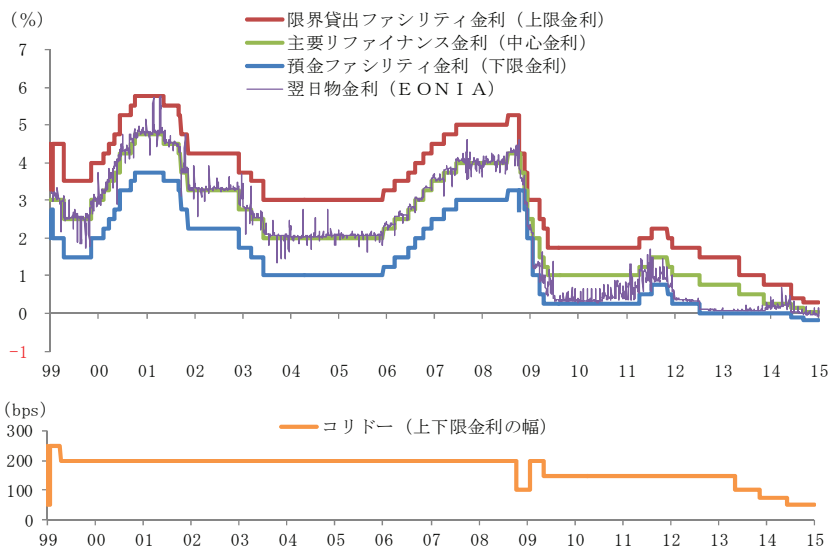
注：初回TLTRO終了後の9/24～10/9に集計
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

利用上限抵触、強制返済規定、負の烙印、資金需要の弱さが利用を阻害。
低金利長期化観測が“利上げ時の保険”としての魅力を薄めている面も。

23

周回遅れの量的緩和への参戦

欧州中央銀行の政策金利の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

技術的な調整を含め利下げ余地がなくなり、量的緩和の領域に。
TLTRO利用は銀行次第。より直接マネタリーベースの増加を制御。

24



資産購入策①:ABS

- 2014年10-12月期中に買入れを開始
- 買入れ対象は、シニア部分(優先)と政府保証付きのメザニン部分(優先と劣後の中間)
- ユーロ圏内の非金融民間部門向け融資債権を裏付けに、ユーロ圏内で発行された資産担保証券(ABS)
- BBBマイナスの最低格付け要件
- 格付け要件を満たさないギリシャとキプロスには、信用補完のうえ、特例を認める

25



資産購入策②:カバードボンド

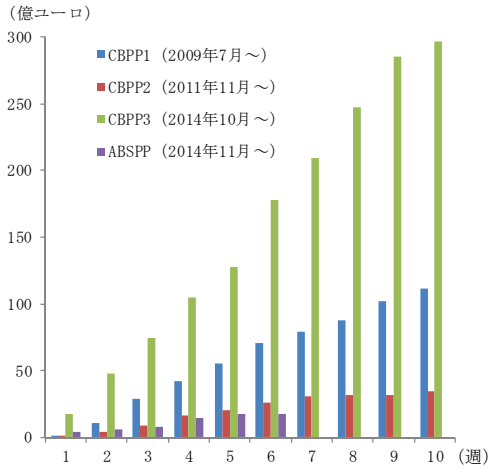
- 2009-10年、2011-12年にも買い入れ実施
- 2014年10月後半に新たな買入れ開始
- 期間や金額は事前に定めず
- 買入れ対象は、ユーロ圏の金融機関が発行したカバードボンド(担保付き銀行債)
- BBBマイナスの最低格付け要件
- 格付け要件を満たさないギリシャとキプロスには、追加担保のうえ、特例を認める

26

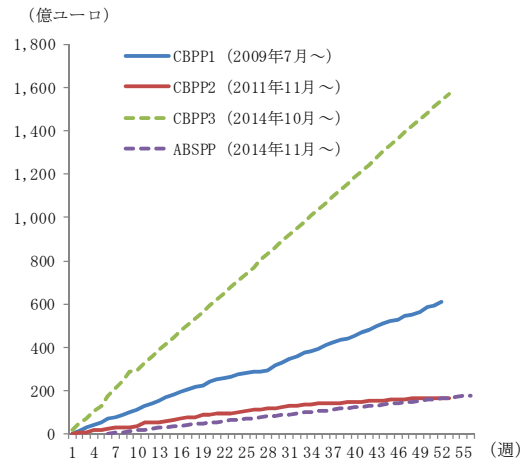
資産購入: スタートダッシュはますます

E C BによるカバードボンドとABSの買い入れ残高

【週毎の買い入れ残高】



【資産買い入れペース】



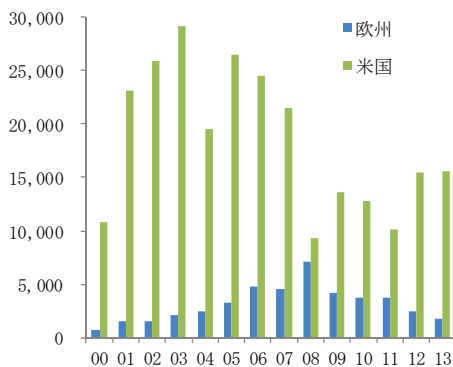
注: CBPP3は第10週/ABSPPは第5週までのペースが続いた場合
出所: 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

対象資産はカバード債が6,000億ユーロ、ABSが4,000億ユーロ。
最低2年は買い入れを継続する方針で、カバード債はますますの規模感。

27

資産買い入れの規模感は？

欧米の証券化商品の年間発行額 (億ユーロ)



注: ユーロ圏以外の欧州諸国も含まれる
出所: 欧州金融市場機構資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の証券化商品の残高 (2014年1-3月期、億ユーロ)

	買い入れ対象計			
	ABS	SME	RMBS	
オーストリア	21	3	0	18
ベルギー	801	0	177	624
フィンランド	5	5	0	0
フランス	309	195	17	97
ドイツ	541	363	30	148
ギリシャ	245	134	67	44
アイルランド	372	3	0	369
イタリア	1,569	477	277	815
オランダ	2,586	26	76	2,484
ポルトガル	367	33	76	258
スペイン	1,684	241	290	1,153
ユーロ圏	8,500	1,480	1,010	6,010

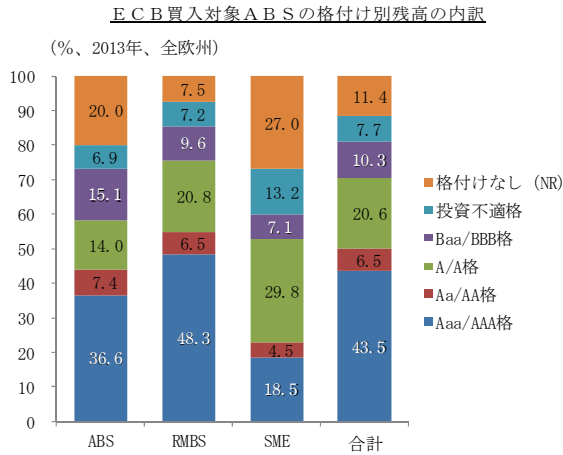
出所: 欧州金融市場機構資料より第一生命経済研究所が作成

RMBS、メザニントランシェ、発行体保有分を買入対象とし、規模感を演出。
メザニン政府保証の行方は不透明。前回のカバード債は枠使い切らず。

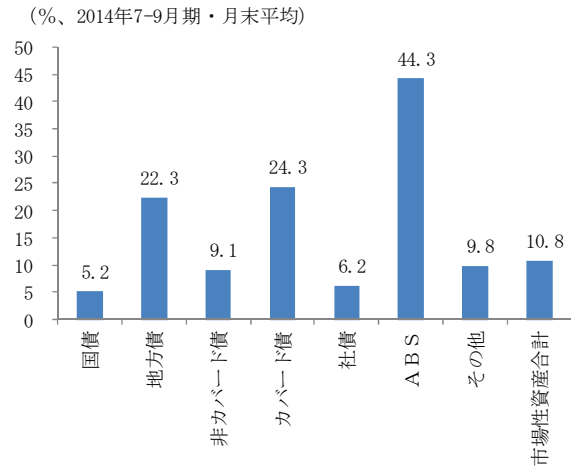
28

買い入れ額を増やすには市場活性化が必要

資産残高に占める資金供給オペの差出担保の割合



出所：米国証券業金融市場協会資料より第一生命経済研究所が作成



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

実際の買い入れ可能額は？格付け要件を満たすのは対象ABSの8割。
対象ABS残高の4割はオペの差出担保としてECBが保有済み。

29

ドラギ総裁の切迫感

■ ドラギ総裁の景気・物価認識

- 向こう数ヶ月で成長が加速することはない
- 低インフレがインフレ期待に組み込まれるリスク
- インフレ率を遅滞なく物価安定目標に戻す必要

■ 量的緩和に対する評価

- 間接金融のユーロ圏でも量的緩和の効果はある
- 波及経路はリバランス、通貨安、シグナリング
- リバランス効果の大きさはB/S規模に依存する
- 資産購入の規模・ペース・構成を見直す準備

30



コンスタンシオ副総裁の市場対話

- 市場の前傾姿勢を戒め
 - 来年1Q中にB/S拡大が達成可能か判断
 - 足りない場合、国債購入を含む資産購入を検討
 - QEの効き目がないとの見方には根拠がない

- タカ派メンバーへの牽制
 - 国債購入の法的問題には一切触れず
 - 政府の改革停滞を招くことを問題視せず
 - 反対派のメンバーを牽制
 - 市場対話を通じて外堀を埋める狙いか

31



追加緩和は秒読み段階？

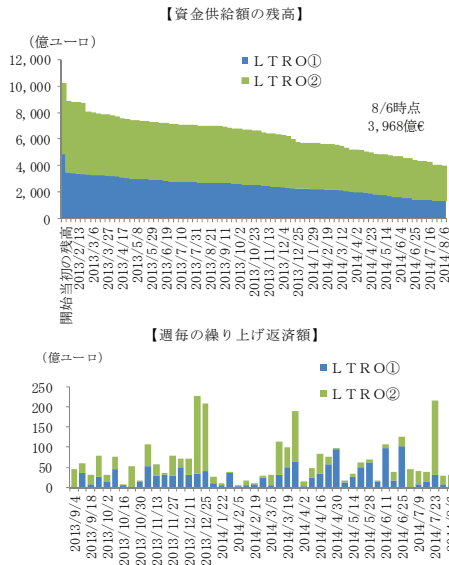
- ドラギ総裁の考える追加緩和の条件
 - 既存の緩和措置では不十分な場合
 - 中期的な期待インフレ率が悪化する場合

- QE決定の地ならしは進んでいる
 - 事務方に追加対応の検討を指示
 - ドラギ総裁とプラート理事が独紙のインタビュー
 - オランダ紙に国債購入方法のリーク記事

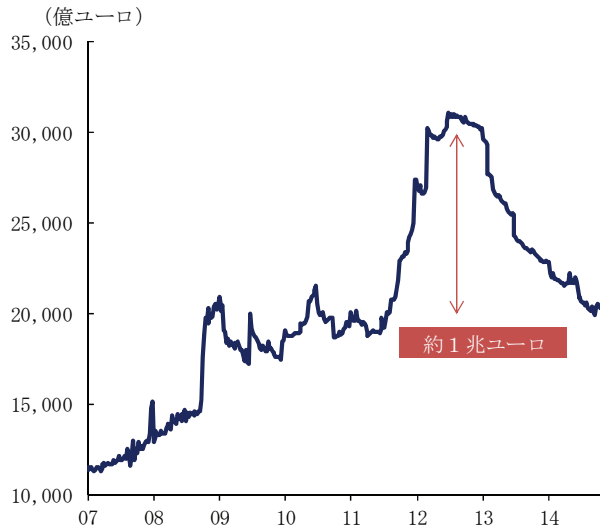
32

バランスシート1兆ユーロ拡大の現実味

LTROの資金供給額と繰り上げ返済額



ECBのバランスシートの推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

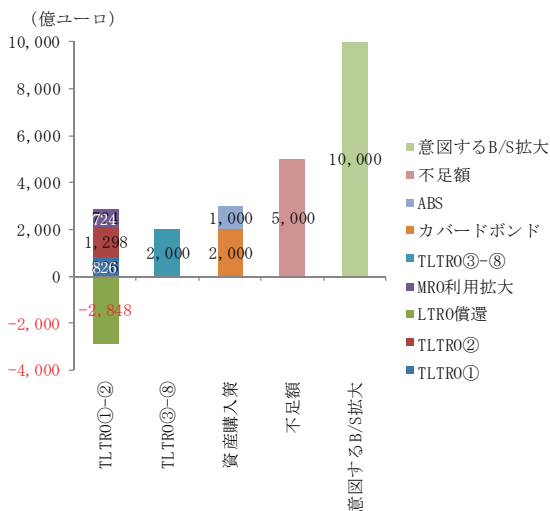
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

LTROの繰り上げ返済でバランスシート縮小。1・2月に満期償還。
ECBは2012年初のバランスシート水準の回復を目指す。

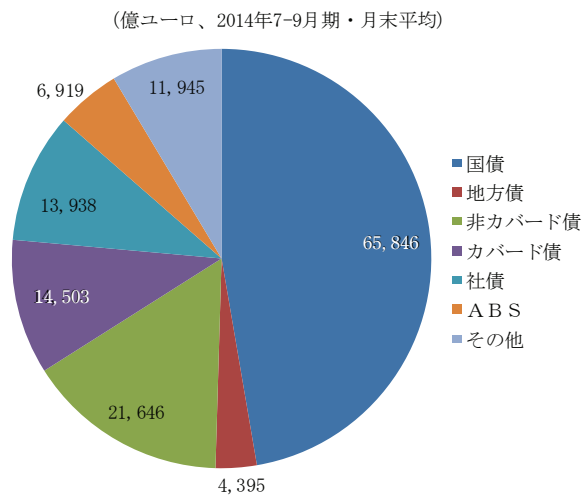
33

近づく国債QE: 意図するB/S拡大は困難

1兆ユーロのバランスシート拡大の達成方法



ECBが金融政策運営上の対象とする市場性資産残高



出所：第一生命経済研究所が作成

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

1兆ユーロのB/S拡大は困難。0.5兆ユーロ規模の購入拡充が必要。
市場規模を考えた場合、国債購入を除外する選択肢はない。

34

ECB: 1-3月期中の国債QEはコンセンサス

主要予測機関によるECBの追加緩和予想

主要予測機関によるECBの緩和策の規模

◇ ECBの緩和策の規模は？

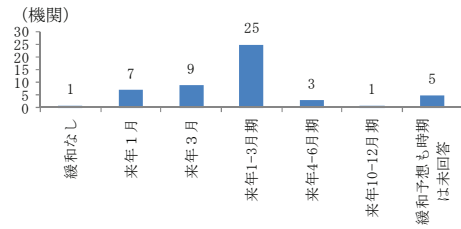
	中央値 (億ユーロ)	平均値 (億ユーロ)	最小値 (億ユーロ)	最大値 (億ユーロ)
カバードボンド	2,000	1,944	500	4,500
ABS	1,250	1,302	300	2,500
TLTRO 第3～8回	4,550	4,604	2,500	6,600
	2,426	2,480	376	4,476

◇ ECBのバランスシートの拡大規模は？

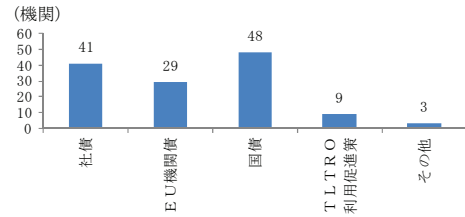
	中央値 (億ユーロ)	平均値 (億ユーロ)	最小値 (億ユーロ)	最大値 (億ユーロ)
2014年末	1,000	1,006	-500	2,500
2015年末	5,000	5,439	1,500	10,000
2016年末	10,000	9,426	2,500	15,000

注：1) 調査に回答した予測機関の総数は50社
2) TLTRO第3-8回は全体の予想値から第1-2回実績値を差し引いた値
出所：Bloomberg調査（12月15日時点）より第一生命経済研究所が作成

◇ ECBの追加緩和の時期は？



◇ ECBの追加緩和策の内容は？（複数回答可）



注：調査に回答した予測機関の総数は53機関
出所：Bloomberg調査（12/15）より第一生命経済研究所が作成

ドラギ総裁はこれまで追加緩和期待のつなぎとめに成功。
来年1-3月期中の国債QE開始が見送られれば市場は失望。

35

国債QEのハードル：外堀は埋まりつつある

法律上の問題

- 財政ファイナンスに相当？
- 法抵触しない購入の仕組み

モラルハザード

- 政府の改革意欲の停滞を招く？
- 政府監視はECBの責務でない

実務上の問題

- マイナス預金金利が障害に？
- 利用の妨げとなれば付利撤廃も

政治的な軋轢

- ECB内の強硬な反対派の説得は？
- 大多数の賛成で決定可能

主流派メンバーは国債QEの開始を妨げる大きな障害はないとの認識。
初期条件や金融構造の違いから効果を疑問視する声も。ユーロ安に望み。

36

ギリシャ情勢がQE決定に与える影響

- 1月22日の理事会の3日後にギリシャ総選挙
- 国債QE開始決定直後に、ギリシャ国債の買い入れを継続するかが問われる
- 選挙結果を見極めたうえで、3月5日に開始する方が無難？
- 3月5日にギリシャ情勢が落ち着いている保障はない
- 支援協議が長引いていけば、その最中にギリシャ国債の買い入れ条件を発表することに

37

ECB: 鬼の居ぬ間に量的緩和？

ECBの投票メンバーの投票スケジュール（2015年）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
常任理事												
総裁・副総裁・理事	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
第1グループ												
ドイツ	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○
スペイン	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○
フランス	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×
イタリア	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○
オランダ	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○
第2グループ												
ベルギー	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
エストニア	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
アイルランド	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ギリシャ	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○
キプロス	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○
リトアニア	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○
ラトビア	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○
ルクセンブルク	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○
マルタ	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○
オーストリア	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○
ポルトガル	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○
スロベニア	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○
スロバキア	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×
フィンランド	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

昨年9月の緩和にドイツ連銀総裁などが反対。主流派の意見が重要。
今年から輪番制の開始で、ドイツ連銀に投票権のない会合に注意。

38

ECB: 国債購入Xデーは6月3日?

2015年のECB理事会の開催日程

1月	2月	3月	4月	5月	6月
1/7	2/4	3/5	4/1	5/6	6/3
1/22	2/18	3/18	4/15	5/20	6/17

7月	8月	9月	10月	11月	12月
7/1	8/5	9/3	10/7	11/4	12/3
7/16	—	9/16	10/22	11/8	12/16

注：青色が金融政策を決定する理事会
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

国債購入の賛成派・反対派別の投票メンバー数（2015年）

【ロイター報道に基づき最大11名を反対派とする場合】

	1月22日	3月5日	4月15日	6月3日	7月16日	9月3日	10月22日	12月3日
賛成	11	11	13	12	12	13	13	11
反対	10	10	8	9	9	8	8	10

【消極派3名が賛成に回る場合】

	1月22日	3月5日	4月15日	6月3日	7月16日	9月3日	10月22日	12月3日
賛成	14	14	16	15	14	14	14	13
反対	7	7	5	6	7	7	7	8

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

4・9・10月が賛成派が優勢。消極派が賛成に回れば4・6月が優勢。
スタッフ見通しの発表月と重なる6・9月が国債購入開始のチャンスか。

39

量的緩和を巡る法規制

【EU機能条約123条】

・欧州中央銀行および加盟国の中央銀行は、当座借越ファシリティもしくはその他の信用ファシリティを通じて、中央政府、地方政府、その他公的機関（一部略）に便宜を図ることが禁止されている。

・欧州中央銀行および加盟国の中央銀行は、中央政府、地方政府、その他公的機関（一部略）から、債務証券を直接的に取得することが禁止されている。

Overdraft facilities or any other type of credit facility with the ECB or NCBs in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the ECB or NCBs of debt instruments.

【ESCB・ECB規則18条】

・欧州中央銀行および加盟国の中央銀行は、欧州中央銀行制度の目的を達成し、その責務を遂行するために、金融市場で売買をすることができる。

In order to achieve the objectives of the ESCB and to carry out its tasks, the ECB and the national central banks may operate in the financial markets by buying and selling outright.

40

OMT: 債務危機封じ込めの立役者

- アウトライト・マネタリー・トランザクション(Outright Monetary Transaction: OMT)
- ドラギ総裁の“ユーロ防衛宣言 (ready to do whatever it takes to preserve the euro)”
- 2012年9月に開始も、利用実績はなし
- 購入金額に事前の上限を設けない
- 財政再建・構造改革の履行を条件に
- 購入希望国はEUの金融安全網に支援要請

41

新旧の国債購入策の比較

	証券市場プログラム(SMP)	新たな国債購入策(OMT)
対象資産	国債	国債
対象年限	残存期間4～5年が中心	残存期間1～3年を想定
政策目標	金融政策の正常な伝達メカニズムを回復	ユーロ分裂への根拠なき不安に起因した国債市場の歪みに対処
購入市場	流通市場のみ	流通市場のみ
購入実績	残高は最大で2,195億ユーロ、週毎の最大購入額は220億ユーロ	なし
金利目標	なし	なし
不胎化	する(同額の資金を吸収)	する(同額の資金を吸収)
優先弁済順位	事実上の優先弁済順位(ギリシャの債務交換の対象外)	パリパス(返済時に同順位)とする法整備
コンディショナリティ	なし	あり、ESMの国債購入策に準ずる
出口戦略	原則として満期保有	満期保有が原則、市中売却も
透明性	事後的に週毎の購入金額を開示、対象資産は非開示	事後的に週毎の購入金額を開示、月毎に平均満期と対象資産を開示

42



OMTは条約違反か？

- 独憲法裁は条約抵触の恐れがあるとし、欧州司法裁に法的見解を求める(先決裁定)
- 独憲法裁が問題視する点
 - 金融政策の範囲を逸脱し、経済政策に該当
 - 大規模な所得再分配の要素を内包
 - EU条約が禁止する財政ファイナンスに該当
- 条約抵触を回避するための提案
 - 金額に上限を設定
 - 満期保有を前提としない
 - 債務削減の対象から除外

43



ドイツ憲法裁の“待った”の効力

- OMTがEU条約に抵触するか
 - 欧州司法裁の法務官が1月14日に基本方針
 - 最終判断は年央頃か？
- 両裁判所の意見が食い違った場合
 - 独憲法裁が従わないリスク
 - 独憲法裁の法的拘束力はECBに及ばない
 - 独憲法裁は独議会にESM支援への参加を、独連銀にOMTへの参加を見送ることを求める恐れ

44

国債購入時にはドイツ国債を大量買入れ

E.C.B.の国債購入時に想定される購入割合 (%)

	E.C.B.資本金 構成比 (%)		公的債務残高 構成比 (%)
ドイツ	25.7	ドイツ	23.5
フランス	20.3	イタリア	22.7
イタリア	17.6	フランス	21.1
スペイン	12.6	スペイン	10.5
オランダ	5.7	オランダ	4.9
ベルギー	3.5	ベルギー	4.2
ギリシャ	2.9	ギリシャ	3.5
オーストリア	2.8	オーストリア	2.6
ポルトガル	2.5	ポルトガル	2.3
フィンランド	1.8	アイルランド	2.2
アイルランド	1.7	フィンランド	1.2
スロバキア	1.1	スロバキア	0.4
スロベニア	0.5	スロベニア	0.3
ラトビア	0.4	キプロス	0.2
ルクセンブルク	0.3	ルクセンブルク	0.1
エストニア	0.3	ラトビア	0.1
キプロス	0.2	マルタ	0.1
マルタ	0.1	エストニア	0.0

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

法抵触を回避するためには何らかのルールに基づく購入が必要。
資本金、国債発行残高、いずれの基準でもドイツ国債を大量に購入。

45

国債QEの制度設計：3つの案

- ECBの資本金構成比に応じて一律に購入
 - 債務残高比 < 資本金構成比の国債が有利
- 高格付け国債のみ購入
 - モラルハザードを回避できるが、市場分断化の軽減にはつながらない
- 各国中銀の責任で自国債を購入
 - 政治的なハードルを下げるためのものか？

46



投資不適格の国債は対象となるか？

- 現在ギリシャとキプロスは投資不適格
 - 特例措置としてオペの差出担保として受け入れ
- ABS/カバード債購入では両国も対象に
 - 追加担保/信用補完などのリスク軽減措置
 - EUの支援プログラム内にあることが条件
- 国債QEも累次の取り扱いとなるか？

47



金額の上限を予め設定するか否か？

- ABS/カバード債では金額の上限は定めず
 - 買い入れ可能資産の合計は発表
 - 週毎に購入実績を公表
 - 最低でも2年以上継続することを約束
 - 当初の買い入れ規模は大きめに
- 国債QEも累次の制度設計となるか？
 - 金額の規模感を悟られたくない
 - ただ、独憲法裁はOMTの無制限購入を問題視

48

マイナス金利で当預の積み増しが困難に？

- 預金ファシリティ金利だけでなく、所要準備を上回る当座預金にもマイナス金利を適用
- かつての日銀のように当預を目標値に設定し金融政策を行う訳ではない
- ただ、本格QE開始となれば障害になるとの見方もある
- 場合によっては、預金金利をゼロに戻すことや、QEによって積まれる当預についてはマイナス金利の適用を除外するなどの措置も

49

“切り札”投入で問われるQEの効果

ユーロの名目実効為替レートが1%上昇した際のユーロ圏への影響

	1 四半期後	1 年後	2 年後
実質GDP	▲ 0.02	▲ 0.11	▲ 0.14
消費者物価	▲ 0.03	▲ 0.07	▲ 0.14

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

政策金利を1%ポイント引き上げた際のユーロ圏への影響

	1 年後	2 年後	3 年後	4 年後
実質GDP	▲ 0.34	▲ 0.71	▲ 0.71	▲ 0.63
消費者物価	▲ 0.15	▲ 0.30	▲ 0.38	▲ 0.49

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

間接金融中心のユーロ圏におけるQEの効果に疑問視する声も。
金利低下とユーロ安は既に実現。追加的な緩和効果はいかほど？

50

講演後の E C B を巡る主な動きについて

○2015 年 1 月 14 日

E U 司法裁判所の法務官は、2012 年 9 月に E C B が導入した国債購入策（O M T）について、政策の必要性についての説明が必要としつつも、信用不安を鎮めるため国債を買い入れることは金融政策の一環として、E U 機能条約に「合法」である旨の見解を明らかにした。

（出所）『日本経済新聞』（2015. 1. 15）

<公表文>

<http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002en.pdf>

○2015 年 1 月 22 日

E C B の政策委員会は、次のとおり、市場からユーロ圏の政府が発行した国債等を購入して大量の資金供給を行う、いわゆる量的緩和政策の導入を決めた。同時に T L T R O の金利を引き下げ、主要政策金利と同じ金利が適用されることになった。

- ・ 買入れ対象となる資産を、ユーロ建の投資適格債券であって、ユーロ圏の政府及び政府関係機関が発行する債券並びに E U 機関債にまで拡張
- ・ 資産買入れプログラム全体で月額 600 億ユーロとし、流通市場から購入
- ・ 2015 年 3 月から開始し、少なくとも 2016 年 9 月末まで実施
- ・ 国債等の国別の買入れ額は、各国中央銀行の E C B 資本金構成比を基礎
- ・ 国債等の買入れは、発行主体の負債総額の 33% まで、1 銘柄あたり発行額の 25% までを限度
- ・ E U / I M F 支援プログラム国の国債買入れには、別途の適格要件を適用
- ・ 追加で買い入れた資産の損失リスクに係る E C B の負担割合は 20%

（出所）『日本経済新聞』（2015. 1. 23、2. 18）

<公表文>

http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>

○2015年1月25日

ギリシャの総選挙で、金融支援の前提となる緊縮財政の見直しを目指す急進左派連合（SYRIZA）が過半数近い議席を確保し、チプラス党首を首相とする連立政権が誕生した。

（出所）『日本経済新聞』（2015.1.27）

○2015年2月20日

EUのユーロ圏財務相会合（ユーログループ）は、2月末に期限を迎えるギリシャ向けの支援プログラムを6月末まで、4か月間延長することで合意した。ただし、その条件として、ギリシャには、2月23日までに改革案リストの提出が課され、そのリストがEU、IMF、ECBの関係機関の承認を受けてから、加盟国は支援延長の承認手続きを始めることにした。また、ギリシャには、提出した改革案リストを詳細化して、4月末までにEU等の関係機関と合意することが求められている。

なお、ギリシャから提出された改革案リストは、2月24日にEU等の関係機関の承認を受け、27日までに加盟国で承認された。

（出所）『読売新聞夕刊』（2015.2.21）、『日本経済新聞』（2015.2.25、2.28）

<公表文>

<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/02/150220-eurogroup-statement-greece/>

<http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/02/140224-eurogroup-statement-greece/>

（作成：調査情報担当室）