

# 資産購入プログラムの円滑な実施を模索するECB

欧米調査部主任エコノミスト

松本 惇

03-3591-1199

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

- ECBは、9月8日の政策理事会において、金融政策を据え置いた。声明文や記者会見のポイントは、景気・物価見通しと、資産購入プログラムの円滑な実施に向けた選択肢の検討の表明である。
- ECBの景気・物価見通しは、ほぼ従来通りであった。英国民投票後もユーロ圏の景気指標は総じて改善傾向にあり、理事会が資産購入の延長・拡大を議論する状況ではなかった。
- 資産購入に関しては、対象銘柄が不足していく中、円滑に購入を進めるための選択肢の検討が開始されることになった。複数の選択肢が想定されるが、年末までに内容が明らかになると思われる。

## 1. ECBは金融政策を据え置き

欧州中央銀行(ECB)は、9月8日の政策理事会において、金融政策の据え置きを決定した。▲0.4%の預金ファシリティ金利を含む政策金利、資産購入プログラムの最低実施期間(2017年3月)、毎月の資産購入額(800億ユーロ)は、いずれも据え置かれた。声明文やドラギ総裁の記者会見のポイントは2つある。第1に、ECBの景気・物価見通しが英国民投票前から殆ど変わらなかった点、第2に、資産購入プログラムの延長・拡大は議論されなかったが、同プログラムを円滑に実施するための選択肢が検討されることになった点である。

## 2. ECBの景気・物価見通しは殆ど変わらず

英国民投票の翌月に行われた7月理事会では、その時点でEU離脱という投票結果がユーロ圏景気・物価見通しに及ぼす影響を評価するには時期尚早であり、今後数カ月で発表される新たな情報(ECBスタッフ見通しを含む)を踏まえて見通しを精査すると説明されていた。

9月理事会の声明文やドラギ総裁の記者会見では、下振れリスクに言及しつつも、「7~9月期のユーロ圏景気は4~6月期並みの緩やかなペースで回復を続け、それ以降も景気回復は途切れない。インフレ率は今後数カ月は低位にとどまるが、年末以降は上昇する」と、従来と同様の認識が示された。7月理事会後に発表された景気指標は、7・8月のユーロ圏合成PMIが英国民投票前の水準から大幅に変化せず景気判断の節目となる50を上回るなど(次頁図表1)、全般にユーロ圏の景気回復が続いていることを示唆していた。また、7・8月のユーロ圏インフレ率は、油価の下落幅縮小を背景に、極めて小幅ながらも上昇した。ECBスタッフ見通しでも、2016~2018年のユーロ圏GDP成長率・インフレ率の予測値は、ほぼ据え置かれた(次頁図表2)。

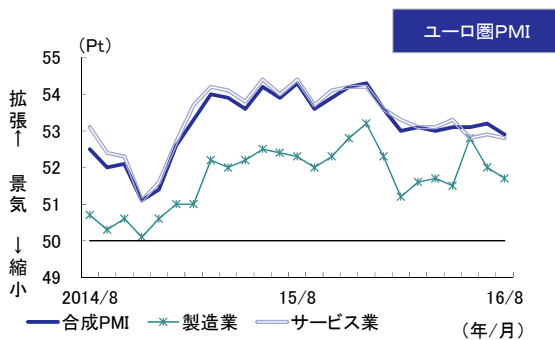
### 3. 資産購入プログラムの円滑な実施に向けた選択肢が検討されることに

上述の通りECBの景気・物価見通しがほぼ変わらない中、記者会見においてドラギ総裁は「実施期間の延長や購入規模の拡大などは議論していない」ことを明かした。理事会の前には、9月理事会で資産購入プログラムの実施期間が延長されると予想する見方があったが、総裁は「資産購入プログラムは効果的だ」と述べ、持続的な景気回復・インフレ率上昇には、現在の金融緩和の規模で十分であるとの認識を示した。総裁によると、一連の金融緩和によって2016～2018年のユーロ圏GDP成長率は累積0.6%pt、ユーロ圏インフレ率は累積0.4%pt押し上げられるという<sup>1)</sup>。

ドラギ総裁は、ECBの景気・物価見通しは金融緩和の効果を「完全に」織り込んだものであり、政策上の焦点は、資産購入プログラムの円滑な実施にあると指摘した。その上で、総裁は、関連する委員会に対して、資産購入を円滑に実施するための選択肢を検討するように指示したと述べた。

ECBが円滑な実施に焦点を定めているのは、ドイツなど一部の国において、公債購入プログラム(PSPP)の対象が不足していくのではないかと懸念があるためだ。PSPPでは、利回りが預金ファシリティ金利を超え、且つ、残存期間が2年～30年364日である公債(国債、地方債など)が購入対象となる。ECBが保有する公債の残高は、銘柄毎にみて発行残高の33%(いわゆるissue limit)、且つ、発行体毎にみて発行残高の33%(いわゆるissuer limit)が上限となる。マイナス金利が続く中、利回りが預金ファシリティ金利を上回るという利回り条件を満たせない銘柄が増えており、一定の前提を置くと、ドイツのPSPP対象銘柄は2017年春先に不足する(図表3)。ECBはこうした点を懸念しており、購入条件を緩和し、購入対象を増やすことを企図しているようだ。

図表1 7月理事会後の発表指標

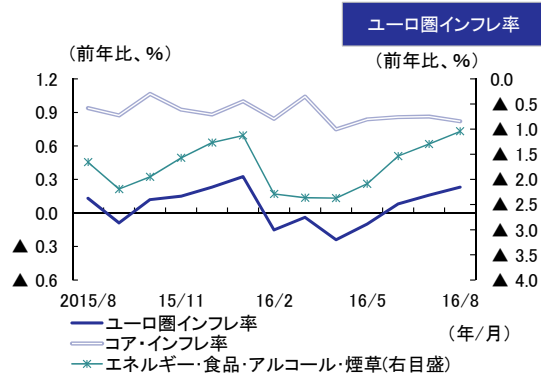


図表2 ECBスタッフ見通し

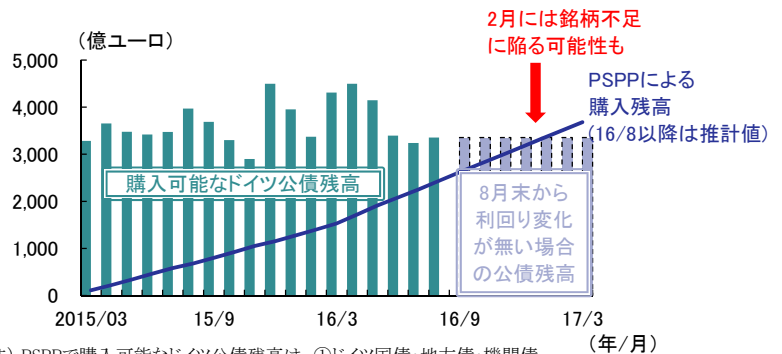
		(単位: %)		
		2016	2017	2018
GDP成長率	9月	1.7	1.6	1.6
	修正幅	0.1	▲0.1	▲0.1
インフレ率	9月	0.2	1.2	1.6
	修正幅	-	▲0.1	-
コア・インフレ率	9月	0.9	1.3	1.5
	修正幅	▲0.1	0.1	-

(注) 修正幅は6月見通しとの比較。  
(資料) ECBよりみずほ総合研究所作成

図表3 ドイツ購入対象期限の試算



(注) コア・インフレ率は、エネルギー・食品等を除く総合。  
(資料) Markit, Eurostatよりみずほ総合研究所作成



(注) PSPPで購入可能なドイツ公債残高は、①ドイツ国債・地方債・機関債の内、残存期間2～30年、利回りが預金ファシリティ金利を上回る銘柄の残高に33%を乗じた額、及び、②過去にPSPPで購入した銘柄の内、金利低下によって現在は購入不可である銘柄の残高(推計値)の合計。各月とも月末の利回りで評価。  
(資料) ECB, Bloombergよりみずほ総合研究所作成

## 4. 資産購入の円滑な実施に向けた4つの選択肢

資産購入の円滑な実施に繋がる条件緩和の選択肢は何か。大別して、①33%のissue limit、②利回りは預金ファシリティ金利「超」という利回り条件、③残存期間は30年364日までという条件、④キャピタルキーに基づいて購入するという条件、のいずれかを修正することが挙げられる(図表4)。

### ① 33%のissue limitの修正

33%のissue limitは、元々、ECBが集団行動条項(CAC; Collective Action Clause)発動に対する拒否権を有することを防止する目的がある。CACとは、例えば、債権者の一定割合(75%や67%など)が同意すれば、反対意見があっても強制的な債務再編の実行を認める条項であり、円滑に債務再編を実施するためのものだ。ECBは救済禁止条項<sup>2</sup>に抵触し得る債務再編を積極的に受け入れる立場にないが、33%のissue limitによってCAC発動を防ぐのに十分な拒否権を持たないため、受動的には債務再編を受け入れる余地がある。これに対し33%超を保有した場合には、救済禁止条項に則って、ECBは債務再編に反対しなくならなくなる。

「CACに際してECB保有分を考慮しない」など、CACを事後的に変更することは非現実的であり、CAC付帯銘柄に関して33%の上限を修正することは困難と思われる<sup>3</sup>。しかし、CAC非付帯銘柄については上限の引き上げが可能だろう。例えばドイツ国債では、2016年8月末時点で、国債の内、半分近くがCAC非付帯となっている。

なお、CAC非付帯銘柄は相対的に残存期間が長いいため、CAC非付帯銘柄のissue limitを緩和することで、イールドカーブはブル・フラット化することになるだろう。また、issue limitの緩和に際してはissuer limitも調整する必要がある。

### ② 利回り条件の修正

利回り条件は、金融面では逆イールドの防止、政治面ではECBの損失抑制が狙いであると思われる。後者に関しては、例えばECBが国債を100億ユーロ購入すると、ECBのバランスシートにおいて、資産側では国債が、負債側では超過準備・預金ファシリティが各々100億ユーロ増加する<sup>4</sup>。超過準備・預金ファシリティへの付利金利は▲0.4%、国債利回りは▲0.4%「超」なので、国債利回りがマイナスでも、この100億ユーロの国債購入から得られるECBの収益はプラスとなる。

図表4 資産購入プログラムの条件緩和の選択肢

<p><b>①issue limit33%の緩和</b></p> <p>現状:各銘柄において、ECB購入残高&lt;銘柄残高の33%。ECBがCAC発動に拒否権を有することを防止する目的</p>	<p>修正案:CAC非付帯の銘柄に関してissue limitを緩和。ドイツでは国債の半数近くがCAC非付帯のため、購入対象拡大への効果はある模様</p>
<p><b>②利回り条件の修正</b></p> <p>現状:購入銘柄の利回り&gt;預金ファシリティ金利。ECBの損失抑制が狙いと思われる</p>	<p>修正案:預金ファシリティ金利の更なる引下げ、または、利回りが預金ファシリティ未満でも購入。ただし、銀行の収益性に対するECBの懸念やECBの損失拡大リスクを踏まえると議論は難航しそう</p>
<p><b>③残存期間30年超の銘柄の購入</b></p> <p>現状:購入対象は残存期間2年~30年364日。クラウドアウト回避が狙い</p>	<p>修正案:残存期間30年超の銘柄を購入。ただし、30年超の銘柄は少なく購入対象拡大への効果は大きくないと思われる</p>
<p><b>④キャピタルキーに基づく購入方針の修正</b></p> <p>現状:国債購入総額に占める各国国債の購入は、各中銀のECBへの出資比率に基づく</p> <p>(資料) みずほ総合研究所作成</p>	<p>修正案:例えば、各国国債発行残高に比例して購入。しかし、ドイツが反対するとみられ、意見調整に時間がかかりそう</p>

預金ファシリティ金利を一段と引き下げれば、あるいは、利回りが預金ファシリティ金利超である銘柄に限定するとの条件を撤廃すれば、PSPPの対象銘柄は増え、銘柄不足という問題への対応が可能となる。しかし、預金ファシリティ金利が深堀りされる蓋然性は低い。最近の議事要旨や理事会メンバーの発言を踏まえると、ECBは、低金利によって金融機関の収益性が低下していることを懸念している模様である。他方、利回りが預金ファシリティを下回る銘柄をPSPPの対象に含める場合、購入対象は増えるがECBは損失を被る。ECBの損失に関しては、PSPPに反対だったドイツなどから反対意見が出ると思われ、理事会内での意見調整は難航するだろう。

### ③ 残存期間が30年超の銘柄を対象に

残存期間30年超の公債銘柄を購入対象から除いたのは、クラウドアウトを避けるためと説明されていた。残存期間30年超の債券は少ないため、ECBが介入することで、民間投資家の取引を阻害する恐れがあるとの理由である。もっとも、銘柄が少ないということは、30年超の国債を購入対象に含めたとしても、銘柄不足の解消には繋がらないということだ。実際、ドイツでは残存期間30年超の国債が取引されていない。したがって、より長い残存期間の銘柄が購入される可能性は低いと思われる。

### ④ キャピタルキーに基づかない購入

PSPPでは、各国のECBに対する資本拠出割合(キャピタルキー)に応じて国債を購入することになっている。ECB全体で500億ユーロ分の国債が購入される場合、資本拠出割合が約25%のドイツについては、およそ125億ユーロ分のドイツ国債が購入される。なお、PSPPで損失が生じれば、その20%がキャピタルキーに比例して各国に配分される。

キャピタルキーではなく、例えば、国債発行残高に比例してPSPPを行えば、イタリア国債などを買い増すことが可能となり、PSPP対象銘柄が拡大するとの見方もある。しかし、それでは財政が不健全な国ほどPSPPの恩恵を受けることになり、欧州の財政健全化という方針に整合的ではないとして、ドイツなどが反対すると考えられる。また、財政が不健全な国の国債を買い増し、万が一、その国債がデフォルトした場合、損失はキャピタルキーに基づきドイツが多く負担することにもドイツは反対するはずだ。キャピタルキーに基づかない購入を行うには、理事会内での意見集約に時間がかかるとみられる。

## 5. 今後は資産購入の実施期間が延長される可能性も

9月理事会では、英国民投票後のユーロ圏景気の底堅さなどを理由に、資産購入プログラムの最低実施期間の延長は議論されなかった。その理由について問われたドラギ総裁は、景気見通しは殆ど変わっておらず、今のところ、行動を起こす正当性は無いと述べている。

もっとも、今後は、毎月の購入額は800億ユーロに据え置かれるものの、資産購入プログラムの最低実施期間の延長などが正当性を持つ可能性が高い。ユーロ圏景気は回復を続けるとみられるが、ユーロ安による押し上げ効果の剥落や賃金上昇圧力の弱さなどを踏まえると、年末にかけてユーロ圏インフレ率はECBの想定を下回ると思われる。それを受け、12月理事会ではECBスタッフの物価見通しが下方修正される公算が大きい。物価見通しが下方修正された中で資産購入が2017年3月で打ち切られるとは考えにくく、最低実施期間は半年程度延長される公算が大きい。資産購入プログラムの条件緩和の内容も、それまでに明らかとなると思われる。

---

<sup>1</sup> これらの数値は、2015年12月と2016年3月に決定された金融緩和策の効果である。

<sup>2</sup> EU運営条約123条では、ECBが各国の政府債務などを引き受けたり、便宜を供与したりすることが禁止されており、救済禁止条項と呼ばれる。債務再編により、例えばECBが債務減免に応じることは、この条項に抵触する。

<sup>3</sup> 2013年以降にユーロ圏で発行された国債は全てCAC付帯である。

<sup>4</sup> 実際には、ECBと各国中銀を含めたユーロシステムだが、本質的な議論に影響はないのでECBと表記した。