

ECBは緩和策の延長を決定 本格的なテーパリングへの第一歩も同時に踏み出す

欧米調査部上席主任エコノミスト

吉田健一郎

03-3591-1265

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

- ECBは、資産購入プログラムを2017年12月まで延長することを決めた。加えて、4月以降の資産購入額については、毎月600億ユーロに減額することも発表した
- 円滑な資産購入の実施に向け、ECBは必要に応じて預金ファシリティ金利を下回る金利の債券を購入することを許容し、購入債券の残存期間を現在の2～30年から1～30年に拡充した
- ドラギ総裁は、今回の措置がいわゆるテーパリングでは無いことを強調した。しかし、実質的には2018年以降のテーパリングを展望した第一歩と捉えられる

1. ECBは資産購入プログラムの延長を発表

12月8日の政策理事会において、欧州中央銀行（ECB）は2017年3月までとされていた資産購入プログラム（APP）を9カ月間延長し、2017年12月まで実施することを発表した。加えて、4月以降の資産購入額については、現状の毎月800億ユーロから600億ユーロに減額することも発表した。600億ユーロという金額については、償還される債券の金額を差し引いた純買い入れ額とし、期落ちした債券については再投資することを決めた（図表1）。

同時に、ECBは、APPの円滑な実施に向けた制度の変更を2点行なった。第一は、購入対象債券の下限金利の撤廃で、ECBは現在の下限金利である預金ファシリティ金利（現在は▲0.4%）より低利回りの債券であっても必要に応じて購入出来ることとした。第二は、購入対象債券に1年物を含むこととした点であり、購入可能な債券の残存期間は、現在の2年～30年から1年～30年に拡大した。

ドラギ総裁は、今回の決定が「量的緩和策の終わりの始まり」と捉えられないよう、細心の注意を払った。まず、理事会後の総裁会見において、ドラギ総裁は月次購入額を600億ユーロに減額した理由は、デフレリスクの減退などにより、「（毎月600億ユーロから800億ユーロへの増額を決めた）2016年3月ごろと同程度まで物価見通しが改善したことが主因である」と説明した。次に、ドラギ総裁は「テーパリングは議論の俎上にも上らなかった」と述べ、

図表1 ECBの政策変更の内容

政策金利	変更なし
資産購入プログラム(APP)	期間を 9カ月 延長 (2017年3月から2017年12月へ) 月次購入額の縮小 (2017年3月までは毎月 800億 ユーロ) (2017年4～12月は毎月 600億 ユーロ) インフレ見通しが下振れた場合、または金融市場の状況がインフレ見通しの達成と整合的で無くなった場合、ECBはAPPの規模と期間を拡大
買い入れ対象債券の変更	購入対象債券の残存期間の拡充 (従来は残存期間 2～30年 、今後は同 1～30年) 購入下限金利の撤廃 (預金ファシリティ金利(▲0.4%)を下回る利回りの債券も必要に応じて買い入れ対象に)

(資料) ECBより、みずほ総合研究所作成

今回の措置がいわゆるテーパリングでは無いことを強調した。テーパリングの定義についての質問には、総裁は「債券の月次購入額をゼロに向けて徐々に減額していくこと」と返答している。

2. ECBの決定は実質的にはテーパリング開始に向けた第一歩

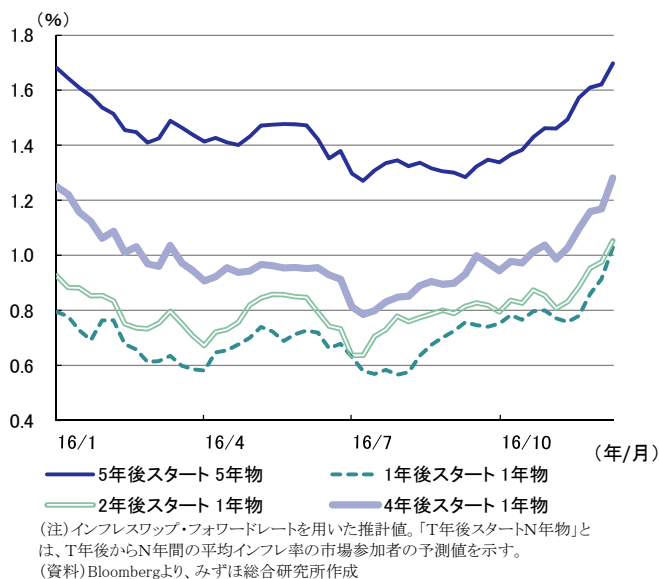
テーパリングの開始が金利急騰などを招くリスクがあることを考えれば、ドラギ総裁が「今回の措置はテーパリングではない」と述べるのは当然であろう。しかし、ECBがどのようなロジックを展開しようとも、月次購入額の減少は（ドラギ総裁が定義するような）いわゆる「テーパリング」に向けた第一歩であろう。

巨額の債券購入はいつまでも続けられる政策ではなく、ECBがテーパリングを始められる環境が徐々に整いつつあったのは事実である。ユーロ圏景気は緩やかな改善傾向にあり、11月の製造業PMIは約3年ぶりの高水準、失業率も低下傾向が続いている。油価の上昇もあって市場ベースの中期期待インフレ率も上昇に転じている（図表2）。

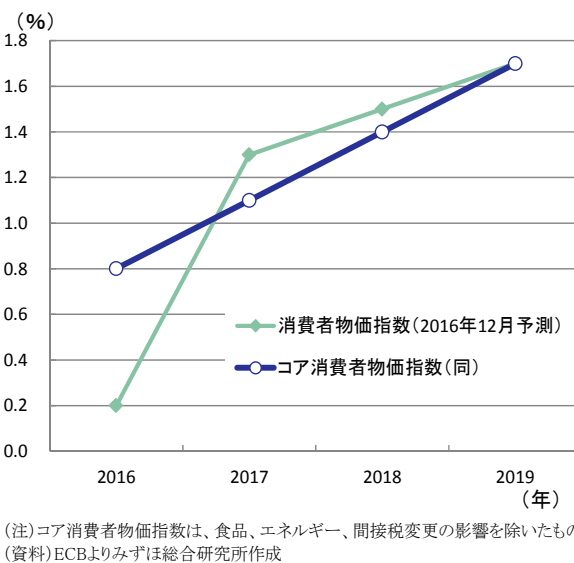
しかし、2016年を通じた基調的なインフレ率の低位推移、12月のイタリア金融システム不安の台頭に加え、2017年の欧州政治リスクの残存といった情勢を展望した時に、テーパリングの即時開始はリスクが大きすぎる、というのがECBの下した判断ではなかったかと推察される。実際、ECBは声明文の中で「見通しが下振れた場合、または金融市場の状況がインフレ見通しの達成と整合的でなくなった場合」には追加緩和を行う用意がある旨を明記した。

政策理事会と同時に発表されたスタッフによる物価見通しでは、今回初めて発表された2019年のインフレ率は1.7%とされ、市場が予想していたよりも物価上昇ペースは緩やかなものにとどめられた（図表3）。2017・18年のコア・インフレ率についても、0.1%pt下方修正された。ECBは物価は上昇するものの、ECBの目指す「2%未満だが2%近傍」の水準に達するには時間がかかると考えている。

図表2 市場のインフレ期待



図表3 ECBスタッフのインフレ率予測



3. ECBの購入国債不足懸念は解消

2015年から国債を購入対象に加えて本格化したECBのAPPは、2018年も展望した長期戦の様相を呈している。ECBが資産購入ルールの特化を同時に決めた背景には、ドイツなど主要国で購入国債の不足問題が台頭していたことがある。ECBは購入下限金利（現在は預金ファシリティ金利（▲0.4%）と同水準）の撤廃という、もっとも効果が大きい手段を採用した。この結果、購入国債の不足問題は当面解消した。

購入下限金利の撤廃にはデメリットもある。具体的には、ECBや各国中銀の損失拡大への懸念や、長期金利が更に下がり過ぎてしまうことへの懸念が挙げられる。

前者については、ECBのバランスシートを考えると、資産側には▲0.4%以下の利回りで購入した国債等が積みあがる一方、負債側の中銀預金に積みあがる資金への付利は▲0.4%であるため、金利差面では収益はマイナスとなる。理事会後の記者会見ではこうした懸念に関する質問が出た。ドラギ総裁は「指摘の通りであり、損失が出ることになる。しかし、我々の責務は物価安定の追求であって、中央銀行の収益極大化では無い」と回答した。

後者については、ECBがより低い金利の債券を購入することにより、短期ゾーンを中心として金利が低下し、イールドカーブがブル・スティープ（短期ゾーンの国債価格上昇・金利低下によるイールドカーブのスティープ化）する可能性がある。実際、今回の政策理事会の決定を受けて、短期ゾーンの国債利回りは低下した（図表4）。金利の低下は、金融機関の収益性の悪化を通じて金融政策の波及メカニズムに影響を与え、緩和効果を弱めてしまう。

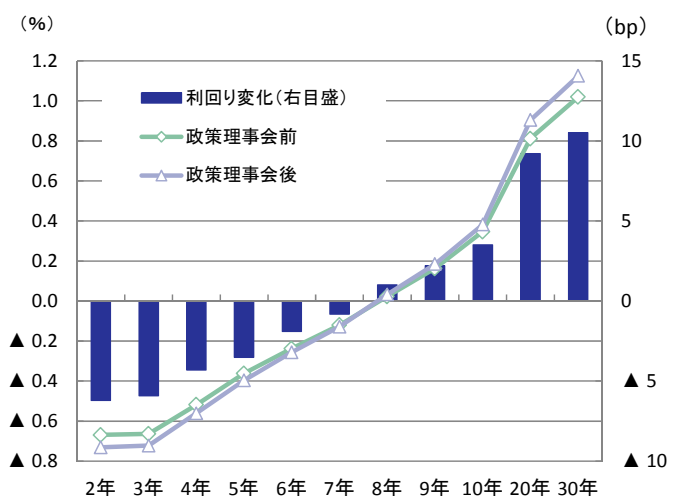
4. 市場とのコミュニケーションはまず成功だが、先行きの政策余地はむしろ狭まる

以上の措置により、ECBは少なくとも2017年の量的緩和継続の準備を整えると同時に、2018年以降の本格的なテーパリング開始に向けた第一歩を踏み出した。政策理事会後のドイツ10年国債利回りは理事会前とほぼ同水準、ユーロドル相場は1ユーロ=1.08ドル近傍から1.06ドル近傍まで下落した。

ECBは、緩和策を維持しながら出口に向かうという難しい舵取りを迫られたが、市場とのコミュニケーションとしては、まずは成功であったと評価できる。

しかし、ECBは今回の政策理事会において、購入国債の不足額を解消するためのその他の手段であるECBへの出資比率（キャピタル・キー）に基づく国別購入割合の変更や、集団行動条項（CAC¹）無し債券の一銘柄あたりの購入上限（現在33%）の引き上げといった措置は、「法的、制度的な制約により」出来ないとして除外した。この意味することは、ECBは基本的にこ

図表4 ドイツ国債のイールド・カーブ



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

これらの措置を将来にわたって使えないということである。思惑通りに景気回復や物価上昇が進めば問題は無いが、今後下振れリスクが顕在化した場合、ECBの政策運営は厳しさを増す。

¹ CAC（集団行動条項）とは、Collective Action Clauseの頭文字をとったもの。債券を保有している投資家の多数決により、事後的に元本削減など債券の条件変更を可能にする契約条項のことで、債務再編などの必要が生じた場合の為にある。ECBは、加盟国への財政援助がEU運営条約上禁じられていることから、国債へアカットなどの債務再編には反対票を投じねばならず、CAC条項付の債券の保有比率が高いと、結果的に円滑な債務再編を妨げてしまう可能性がある。そこで、ECBは、QE実施に当たり、自らが少数債権者となるようにQEプログラムの制度設計を行った。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。