

課題が多い ECB の量的緩和 QE は年後半以降のインフレ動向次第

欧米調査部シニアエコノミスト

中村正嗣

03-3591-1265

masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp

- 4月ECB政策理事会でドラギ総裁は、ユーロ高への警戒感と量的緩和（QE）を実施する可能性を表明した。とりわけ、タカ派を含めてQEへの支持があったことが大きな注目である。
- しかし、ドラギ総裁の発言はユーロ圏におけるQE実施には多くの課題があるとの当方の認識を変える内容ではなく、ECB内でのQEに関する議論も初期段階にあることがうかがわれる。
- 今後、ECBは短期金利の低位安定のためにSMPの不胎化停止に踏み切ると予想され、為替次第で利下げに踏み切る可能性もある。一方、QE実施には年央以降の物価動向の見極めが必要となるだろう。

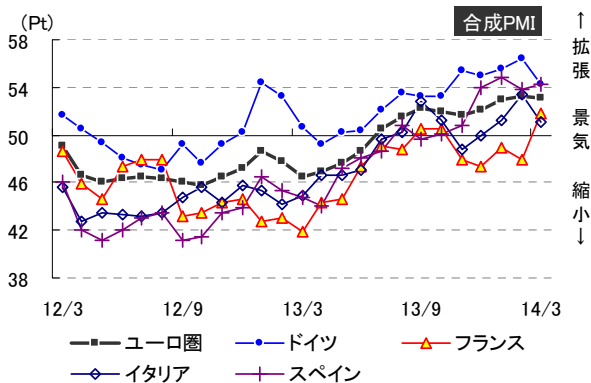
1. 4月 ECB 政策理事会：追加緩和バイアスを再強化

(1) 3月理事会以降に相次いだ ECB メンバーのハト派発言

3月のECB政策理事会以降、多くのECBメンバーから追加緩和の可能性を示唆する発言が聞かれた。PMI等のサーベイからはユーロ圏景気の堅調さが示されていたにもかかわらず、多くのECBメンバーがハト派姿勢を示したことには、ユーロ高へのけん制という意図があったと考えられる(図表1、2)。市場では3月のECB理事会でのドラギ総裁の発言が比較的タカ派だったと評価され、ユーロ高が進んだためだ。対ドルのみならず、対人民元でもユーロ高となったことで、ユーロの名目実効レートは一時的に、2011年7月以来の水準まで上昇した¹。

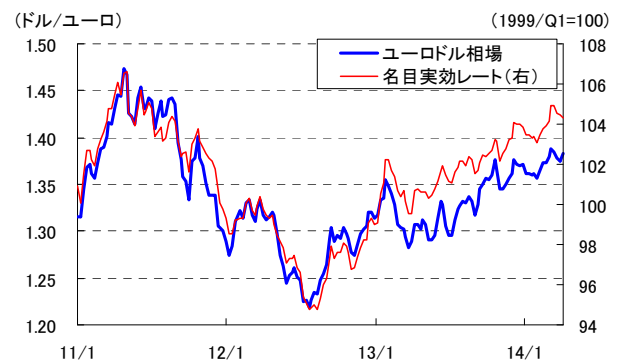
ECBメンバーの発言の内、特に注目されたのが最タカ派と言われているバイトマン独連銀総裁の発

図表1 ユーロ圏 PMI



(資料) Markit, Bloomberg

図表2 ユーロ相場



(注) 名目実効レートはユーロ圏主要貿易相手20カ国を対象。

(資料) Bloomberg, ECB

言（3/25）である。同総裁は量的緩和（QE）が「論外ではない」との認識を示した。加えて、為替動向への警戒を強めていることも示唆し、過度なユーロ高には「マイナス金利政策が適切」と、踏み込んだ発言も行った。

（２）リスクシナリオとしての QE 実施への言及とユーロ高への警戒姿勢の表明

ECB 各メンバーからのハト派発言が相次いだ流れを受けた 4 月 3 日の ECB 政策理事会では、低インフレの長期化リスクと共に、ユーロ高への警戒感が示され、また、状況次第で追加緩和を辞さないとする ECB の姿勢が強化された。

今回の理事会における声明文での注目点は二つある。

第一に、今後の ECB の政策ツールとして QE を活用する可能性に言及したことである。声明文では、「低インフレが過度に長期化するリスクに効果的に対処するため、理事会は責務の範囲内で非標準的措置も活用する決意で一致している (unanimous in its commitment to using also unconventional instruments)」と表明された。ドラギ総裁によれば、デフレのリスクが現実的にならなくても、現在のような低インフレが想定以上に長期に渡って継続する場合には追加緩和を検討するという。さらに、非標準的措置には QE を含んでおり、インフレ見通しの下振れリスクが顕在化した場合に QE を実施することに対して、全会一致の支持があったことも明言した。つまり、タカ派を含めて、QE 実施の可能性に支持があったということだ。QE に関して、これまでドラギ総裁は実施の可能性を間接的に認める発言に留めてきたが、今回は「先月、我々は明示的に QE を議論しなかった」、「(今回は) 確かに QE の議論を行った」と、QE 実施に向けた議論を始めたことも明かした。

二番目の注目点は、ユーロ高への警戒感を声明文において示したことである。声明文では、「地政学的リスクと為替相場の両者が (物価見通しに) 与える可能性のある影響について、緊密に監視していく (will be monitored closely)」と表明された。物価下振れのリスクファクターとして通貨高に言及したことはあるが (2013 年 2 月)、為替相場に対して「緊密な監視」との表現で警戒感を示すことは異例と言ってよい。質疑応答でもドラギ総裁は、為替相場は金融政策上の目標ではないと断りつつ、「物価安定の中期見通し上、ますます重要な要因となっている」と、先行きのデフレ圧力を高める通貨高への懸念をにじませた。なお、地政学的リスクに関しては記者からの質問が出なかったため、例えば、欧州とロシアの関係悪化に伴う経済・金融面等の影響に対する ECB の考え方は明らかではない。

こうした注目すべきコメントを発するに至った最大の要因は、ユーロ高への懸念と思われる。既に述べた通り、3 月半ばにかけて約 2 年ぶりの水準までユーロ高が進行したことで、ECB は輸出下振れや輸入物価下落を通じたデフレ圧力の高まりに強い危機感を抱いたのではないだろうか。

（３）マイナス金利政策の可能性は後退した印象

ECB は引き続き QE 以外の追加緩和策も検討しているとの姿勢だが、このうち、マイナス金利政策に関してはこれまでよりも控えめなトーンとなった。ドラギ総裁は「マイナス金利政策の可能性を議論した」ことには触れたが、「(マイナス金利政策を実施する) 準備は整っている」との従来繰り返され

てきた文言（例えば、昨年 11 月の理事会）は使われなかった。同時に、コリドー（貸出ファシリティ金利と預金ファシリティ金利の差）を更に縮小する可能性も議論したことを明かした。コリドーの縮小に関して言及したことは、昨年 11 月の利下げ実施以降で初めてである。以上の発言からは、追加利下げ（主要政策金利の引き下げ）を行う際、コリドーの縮小によって預金ファシリティ金利をゼロのままとすることで、マイナス金利政策には踏み込まない可能性を示唆したものと解することができる。

また、不胎化措置の停止については「簡単に議論した」とのことであり、今回の理事会での議論の優先度としては低いものとなったようだ²。声明文の表現も、「マネーマーケットの動向を緊密に追っている (are closely following)」と述べるに留めた。前月の声明文（「緊密に監視 (monitoring) し、利用可能なあらゆる手段を検討する準備がある」）と比較して、マネーマーケットの動向に対する ECB の警戒感が薄れていることがうかがわれる。

2. ユーロ圏における QE 実施上の課題

今回の理事会での QE に関するドラギ総裁の発言は大きな注目を集めた。しかしながら、ドラギ総裁の発言を総合すると、ユーロ圏での QE 実施には多くの課題があるというこれまでの当方の認識を大きく変えるような内容ではなかったと言える。

（1）間接金融が主体のユーロ圏では、どの資産を QE の対象とするべきかが課題に

ECB が QE を実施する上での課題は、間接金融が主体であるユーロ圏ではどの資産を購入するべきなのか、どのような枠組みとするのが最も効果的なのかということである。ドラギ総裁は、ユーロ圏では米国のように QE による資産価格の変化を通じた実体経済への効果を期待しづらく、「QE の設計方法が問題」との認識を示した。銀行チャネルを通じた波及効果を考えると、QE の対象資産としては民間債券、とりわけ、銀行融資をプールした資産担保証券（ABS）が望ましいとの考えを示したが、「金融安定を損なわずに、大きな規模での民間債券を対象とした QE を実施することは容易ではない」ことも率直に認めている。ABS 市場を発展させるため、ABS に関する各種の銀行規制を変更することを求めていく方針も示したが、規制の変更や市場規模の拡大には年単位の時間を要すると見込まれ、短期間では困難だろう³。昨年 5 月にも、ECB は中小企業向け融資を促進するための新たな ABS プログラムを検討することを表明したが、その後、新たな発表は無く、暗礁に乗り上げているとみられる⁴。

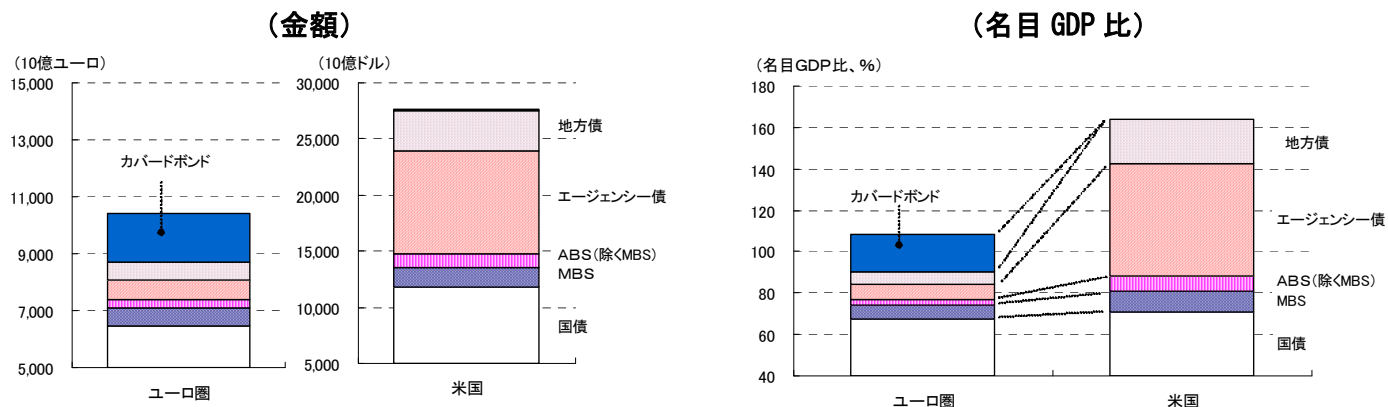
（2）十分な大きさを持たないユーロ圏の民間債券市場

米国とユーロ圏の債券市場の規模を比較しておこう（次頁図表 3）。国債市場に関しては米国が約 12 兆ドル（名目 GDP 比 71%）、ユーロ圏が約 6.5 兆ユーロ（同 67%）と、経済規模比ではほぼ同程度である。しかし、国債を除く民間債券等の市場規模は米欧の差が歴然である。米国には巨大な政府系機関（エージェンシー）債市場があり、FRB が QE を実施する上でも重要な役割を果たしてきた。一方、ユーロ圏には欧州投資銀行（EIB）や欧州金融安定ファシリティ（EFSF）等の超国家機関の発行する債

券があるものの（図表3では「エージェンシー債」としてプロット）、規模は米国のエージェンシー債市場とは比較にならないほど小さい。その上、QEの対象としてドラギ総裁が望ましいと評したABSも、モーゲージ担保証券（MBS）を含めても1兆ユーロ程度の市場規模（MBSを除くと約2,800億ユーロ）しかない。市場規模の大きいカバードボンド（約1.7兆ユーロ）を合わせても（ABS+MBS+カバードボンド）、ユーロ圏名目GDP比27%程度と、米国エージェンシー債の市場規模（米国名目GDP比約54%）の半分程度に過ぎない。さらに、ユーロ圏では各国毎に債券市場の規模やその内訳、格付分布の偏在が大きく、QEの対象となるような高格付資産は南欧では相対的に乏しい（図表4）⁵。

このため、ドラギ総裁が認めた通り、大規模なQEを実施することは難しいと言わざるを得ない。例えば、一部報道で言われているような1兆ユーロ規模（名目GDP比約10%）でのQEを、国債を除く民間証券を対象に実施しようとするれば、市場規模に比してECBの購入規模が極めて大きくなり、バブルを醸成することにもなりかねない。

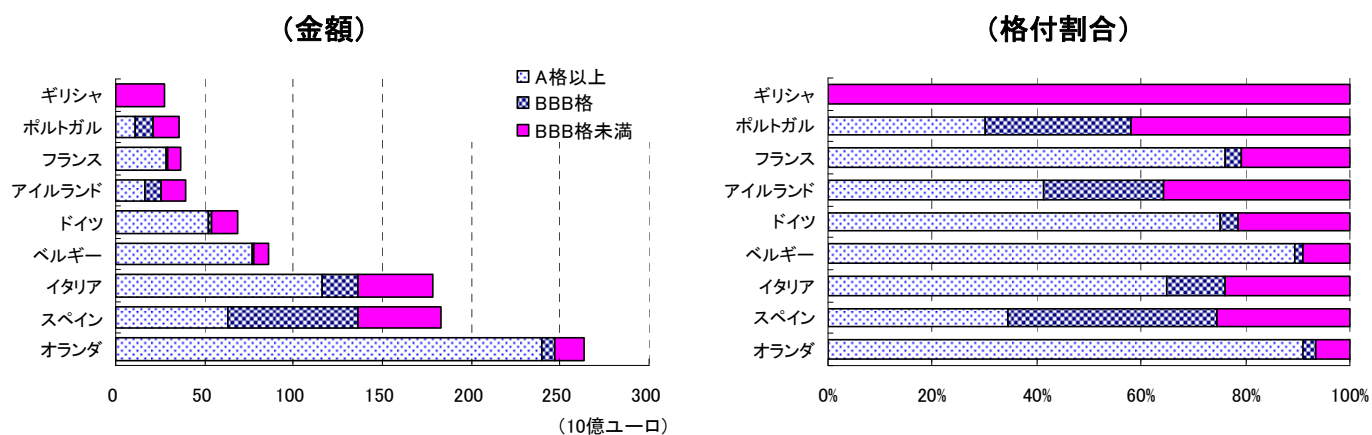
図表3 ユーロ圏・米国の債券市場規模



(注) 米国債は市場発行分。ユーロ圏のエージェンシー債はEIB、EU、EFSF、ESM発行債券。米国のエージェンシー債にはエージェンシー発行MBSを含む。米国MBSは民間発行分。ユーロ圏のMBS、ABSは裏付け資産がユーロ圏となっているもので、複数国にまたがる債券は除外。カバードボンドが2012年末、それ以外が2013年末の残高。

(資料) SIFMA、AFME、カバードボンド協会、欧州委員会、ECBよりみずほ総合研究所作成

図表4 ユーロ圏各国の格付別ABS残高



(注) 裏付資産の国別のABS残高(含むMBS)。主要3機関(ムーディーズ、S&P、フィッチ)で最も低い格付により分類。BBB格未満には「格付無し」を含む。2013年末時点。

(資料) SIFMA、AFMEよりみずほ総合研究所作成

（３）消去法としての国債購入がはらむ問題

仮に、ECB が相応の規模での QE 実施に踏み切る場合には、国債を対象とせざるを得ないだろう。しかし、QE の対象に国債を含めるべきかどうかという問題に関して、ドラギ総裁は質疑応答において明確に回答しなかった。

ECB が国債購入に慎重姿勢とならざるを得ない最大の理由は、リスボン条約（EU の基本条約）に財政ファイナンスを禁止する条項があるためだ⁶。例えば、バイトマン独連銀総裁は、国債を QE の対象とする可能性を明確に否定しなかったものの、国債購入が財政ファイナンスとならないことを確実にする必要があるとの認識を示し（3/25）、実現に向けたハードルの高さを示唆した。

加えて、ECB が国債購入に踏み切れば、ドイツ国内から強い反発が出かねないという懸念もある。ドイツ憲法裁判所が ECB の国債購入に対して厳しい判断を示しているためだ。OMT（南欧債務危機への対策として ECB が打ち出した国債購入策）に関する違憲訴訟の判決において、同裁判所はいかなる国債購入もリスボン条約に違反する可能性が高いとの考え方を示した⁷。OMT の適法性に関する最終判断は欧州司法裁判所に委ねられており、司法問題がクリアになったとは言えない状況だが、現在のところ、国債購入を実施する上で ECB の手足を縛る理由にはならない⁸。とは言え、ECB が国債を含めた QE に踏み切れば、ドイツ国内で新たな違憲訴訟が起こされる可能性は高いと想定される。そうなれば、ドイツ国内での ECB に対する不信感が高まり、政治問題に発展する恐れもある。

以上のような諸問題に対する ECB 内の意見はまとまっていないようである。ドラギ総裁は、QE の効果的な実施方法を巡って ECB メンバー内には「明らかな見解の相違」があるため、「向こう数週間に渡って協議を継続する」との方針を示した。つまり、ECB はまだ QE 実施の準備を整えておらず、初期の議論段階にある状況と言える。実際、4 月の ECB 政策理事会後、一部の ECB メンバーからは当面、QE に踏み込む可能性が小さいことを示唆する発言が出ている。ECB は追加緩和の選択肢として QE を考慮に入れていることを明言したものの、あくまでリスクシナリオへの備えと位置づけているようであり、ドラギ総裁の発言は近い将来における政策変更を示唆したものではないと解釈できる。

3. 今後の政策展望

（１）ECB は低金利維持のために不胎化措置を停止すると予想

ECB の今後の政策を展望すると、短期金利の低位安定のために不胎化措置の停止を打ち出すと予想される。ECB の超過準備残高は 1,000 億ユーロの大台割れが目前となる水準まで縮小しており、今後、インターバンク市場の資金需給が逼迫し易くなるだろう。超過準備の減少基調が続けば、足元で 0.1% 台後半から 0.3% 付近となっているターム物金利（期間 3 カ月の OIS や Euribor など）は 0.25~0.40% 近辺へと上昇し、1 年 OIS 等の期間がやや長めのマネーマーケット金利にも上昇圧力が生じると想定されるためだ。

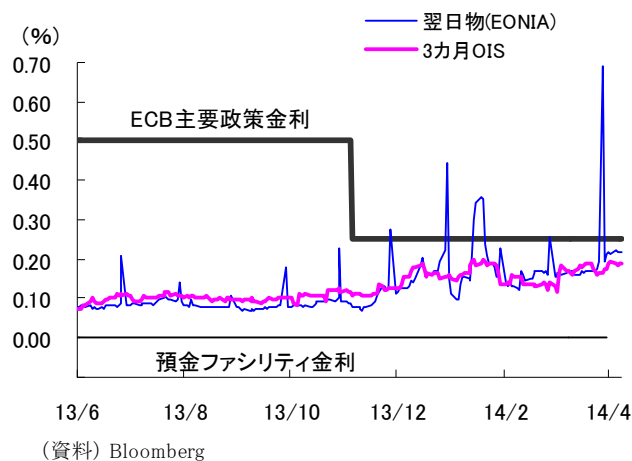
既に気懸かりな兆候が見られており、3 月末（31 日）の翌日物金利（EONIA）が 0.688% まで急騰した（次頁図表 5）。四半期末という季節要因や 1 日だけの金利上昇に留まったことを踏まえれば過度に

懸念する必要はないものの、2008年後半の金融危機時を含めても、EONIA がここまで貸出ファシリティ金利（0.75%）に接近したことはない⁹。こうした EONIA の急騰は、超過準備の縮小によってインターバンク市場の資金需給が従来よりも逼迫し易くなっていることが関係していると推察される。4月に入り EONIA の推移は落ち着きを取り戻したように見えるが、0.2%台と3月（0.15～0.17%）よりも水準がやや切り上がっている。

今回の理事会では ECB のマネーマーケットの動向への警戒感が和らいだように見えるが、今後も短期金利の上昇基調が続けば、不胎化措置を停止することで超過準備の拡大を図る必要性が高まると考えられる。また、不胎化措置の停止は、内外金利差への働きかけを通じてユーロ高への対応策にもなる。

不胎化措置を停止した後も、ECB は緩和バイアスを撤回しないと見込まれる。今後は、ユーロ圏景気の回復が続き、年後半には徐々にインフレ率が上向くと予想され、また、米国景気の回復期待や FRB の利上げ観測を背景としたドル高が進むと見込まれる。ECB はこうした状況を確認するまで、先行きへの慎重姿勢を崩さないだろう。

図表5 ユーロ圏短期金融市場



（2）追加利下げは為替相場、QE は年後半のインフレ動向次第

では、更なるユーロ高の進行や想定以上に低インフレが長期化した場合には、ECB はどのように対処するだろうか。追加緩和の手段としては、実質ゼロ金利への利下げ（主要政策金利を 0.25%→0.10%）やマイナス金利政策（預金ファシリティ金利を 0%からマイナスへ）、QE が想定される。

まず、更なるユーロ高の進行に対しては実質ゼロ金利への利下げに踏み切ることが考えられる。その際、ユーロ高是正の効果を強めるため、更なる利下げ（マイナス金利政策）や QE 実施の可能性を示唆するといった口先介入もあり得る。但し、マイナス金利政策は実際には導入されないとみている。緩和効果よりも副作用の方が大きくなる懸念があるためだ。

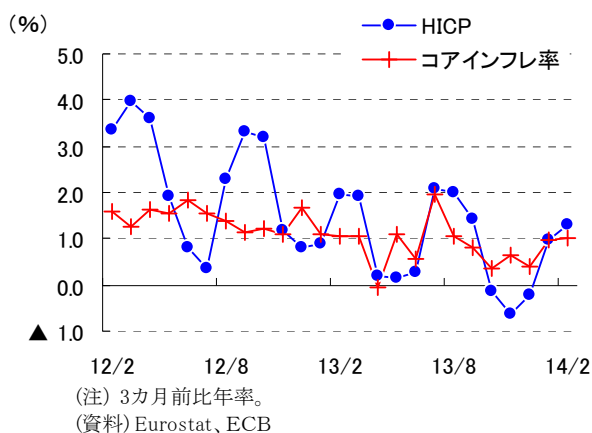
一方、ユーロ高のみを理由として QE にまで踏み込むことは想定しづらく、経済データの見極めが必要となろう。とりわけ、年半ば以降のインフレ率が上向き始めるかどうかのポイントになるとみている。年後半まで 1%割れのインフレ率が続けば、「想定以上に低インフレが長期化している」との判断は妥当であり、QE 実施が検討される可能性が高いと考えられる。

今のところ、「景気回復に遅行してインフレ率は徐々に上向く」との ECB の見通しに変更を迫るような強い材料は少ないと言える。まず、景気動向では、1頁で指摘したように、PMI は南欧諸国を含めて景気回復が続いていることを示唆している。次に、物価動向を見ると、3月のユーロ圏インフレ率が前年比+0.5%と2009年11月以来の低水準となったが、今年のイースターが昨年とずれたことでサー

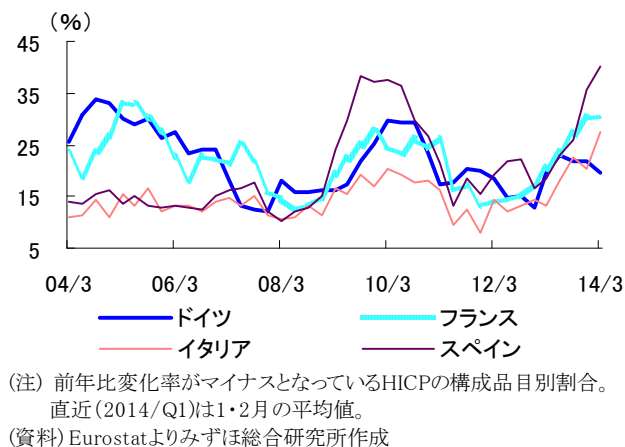
ビス物価が急低下（2月+1.3%→3月+1.1%）したという季節要因の影響が大きく、ECBもさほど重視していない。この反動が生じることで4月のインフレ率は同+1.0%近くまで急上昇すると予想されるため、来月のECB理事会時点でもインフレの基調判断は変わらないだろう。また、短期的インフレ動向（HICP季節調整値の3カ月前比年率）を見ると、下げ止まりからやや上向きに転じ始めた兆しが出ている（図表6）。水準が低いために楽観はできないが、目先のデフレリスクを過度に懸念するほどではないと言えるだろう。

気懸かりな点は、ドイツ以外の中核国のインフレ圧力が弱いことである。例えば、フランスでは今年1月からVATが引き上げられたことでインフレ率の水準が切り上がっているが、VAT要因を除くと、インフレ率は昨年後半からほぼ横ばい圏とみられる。また、イタリアとスペインでは、3月のインフレ率が前年比+0.3%、同▲0.2%と、ユーロ圏全体よりもインフレ圧力が弱い。両国ともプラス成長に復しているとは言え、失業率が高止まりし、幅広い品目で物価が下落している。物価指数（HICP）の構成品目のうち、前年比下落となっている品目の割合を見ると、両国とも上昇基調が続く状況にある（図表7）。景気が堅調なドイツではインフレ下振れ懸念が小さいとは言え、ドイツ以外の主要国における物価上昇圧力の弱さが続けば、ユーロ圏全体のインフレ率も上向きづらいことになる。短期間でのドイツの大幅なインフレ加速が見込みにくい中、ECBのインフレ見通しの鍵を握るのはドイツ以外の主要国の動向になりそうである。

図表6 ユーロ圏短期インフレ動向



図表7 HICP 構成品目別の下落割合



¹ ECB 発表の名目実効レート(主要貿易相手 20 カ国)のウェイトは、中国が 18.66%と最も大きく、次いで米国が 16.77%となっている。2 月末以降、ユーロは対人民元では最大 2.3%、対ドルでは最大 1.0%の増価率となった。

² ECB は 2010 年 5 月以降、証券市場プログラム (SMP) の下で購入した国債残高に見合う流動性吸収オペ (不胎化措置) を実施している (残高に合わせるため、1 週間物吸収オペを継続実施している)。この不胎化措置を停止すれば、SMP の残高に見合う流動性が増加するため、金融政策上、追加緩和の一手段となる。

³ ABS の規制見直しに関して、ドラギ総裁は次回 IMF 総会においてイングランド銀行と共同声明を出すことを明かした。また、メルシュ ECB 理事の講演 (4/7) では、中小企業 (SME) 向け融資を裏付けとした ABS の重要性やパフォーマンスの良好さ (デフォルト率が低いこと) を指摘し、ABS 市場の復活のために規制を改めることが必要との見解が示されている。

⁴ 新たな ABS プログラムに関しては、『金融分断化問題に苦慮する ECB～時間は稼いだが、「次の一手」を打ち出せるのか』(みずほインサイト、2013 年 5 月 13 日) (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/eu130513.pdf>) を参照頂きたい。

⁵ 過去に実施されたカバードボンド購入プログラムにおける格付基準は、1 回目 (2009 年以降) では原則 AA 以上 (最低でも BBB-)、2 回目 (2011 年以降) では BBB-以上とされた。

⁶ 民間債券と同様に国債市場も各国毎の違いが大きいため、選択の問題がある。例えば、格付が投資適格を下回るギリシャやポルトガル国債を対象に含めるべきかという論点を挙げられる。

⁷ 2 月 7 日のドイツ憲法裁判所の発表資料では、「(財政ファイナンス禁止条項に対して) 機能的に同様の手段で抜け道を作ってはならないことは明らかと考えられる」との判断が示された。すなわち、セカンダリー市場での国債購入も中央銀行による政府債務の直接引き受けと同義であり、EU 条約に違反するとの考えである。

⁸ なお、欧州司法裁判所は EU 寄りの判断を示すことが多いため、ドイツ憲法裁判所のような厳格な判断とはならず、適法との判決になるとの見方が多い。

⁹ 貸出ファシリティは ECB から常時借入可能な制度であるため、理論上、貸出ファシリティ金利が短期金利 (EONIA) の上限になる。

●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。