

ステルス緩和の功罪

発表日：2014年1月30日(木)

～資金吸収オペの目標未達でECBは量的緩和に近づく～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ SMPの不胎化失敗と3ヶ月物オペの利用拡大で、過剰流動性の縮小は一服が続きそうだ。FRBによるQE追加減額決定もユーロ圏の短期金融市場への影響は皆無。EONIA金利は落ち着きを取り戻しており、追加緩和の引き金となる「短期金融市場の正当化できない引き締め」は起きていない。
- ◇ 31日発表のユーロ圏の消費者物価も下振れが一服しそうだ。攪乱要因となってきたドイツの物価統計の捕捉方法変更の影響が一巡し、フランスの付加価値税率引き上げも物価の押し上げ要因となる。追加緩和のもう1つの引き金となる「デフレリスクの高まり」は今のところ見られない。
- ◇ 資金吸収オペの目標未達が頻発し、過剰流動性の一段の縮小を食い止めている。銀行間の資金需給逼迫を受け、銀行が手元資金を厚めに確保している可能性がある。ただ、資金需給の逼迫を理由に過剰流動性の縮小や短期金利の上昇が抑制されているとすれば、その持続性には疑問が残る。
- ◇ 不胎化失敗の頻発でSMPは量的緩和の領域に近づいている。隠れた量的緩和にドイツなどが異論を挟む恐れもあり、ECBは難しい立場に追い込まれる。遅れが伝えられるドイツ憲法裁判所によるOMTの合憲性を巡る司法判断にも影響を及ぼす可能性がある。

■ 過剰流動性の縮小は一服している

ECBの発表によれば、証券市場プログラム(SMP)を通じて購入した国債を不胎化するための資金吸収オペは、1月29日から2月5日までの1週間で1,512億ユーロの資金吸収にとどまる見込みで、前週(1,521億ユーロ)に続き完全不胎化に必要な1,775億ユーロの目標額を下回った。また、新たに設定された5月2日に償還を迎える3ヶ月物長期資金供給オペ(LTRO)の資金供給額は49.6億ユーロ。1月30日に償還を迎える3ヶ月物オペの資金供給額が19.3億ユーロだったことから、差し引きで約30億ユーロの資金供給量の増加要因となる。一方で、定例の1週間物資金供給オペ(MRO)の資金供給額は、1月29日から2月5日までの1週間で1,156億ユーロと、前週の1,163億ユーロから僅かに減少した。29日に行われた3年物LTROの繰上げ返済額は2回合計で37億ユーロと、前週の10億ユーロから拡大。それぞれ先週と比較して資金供給量の縮小要因となるが、SMPの完全不胎化失敗と3ヶ月物オペの利用拡大の影響が上回り、先週と比べた資金供給量は約5億ユーロ増加する計算となる(図表1)。

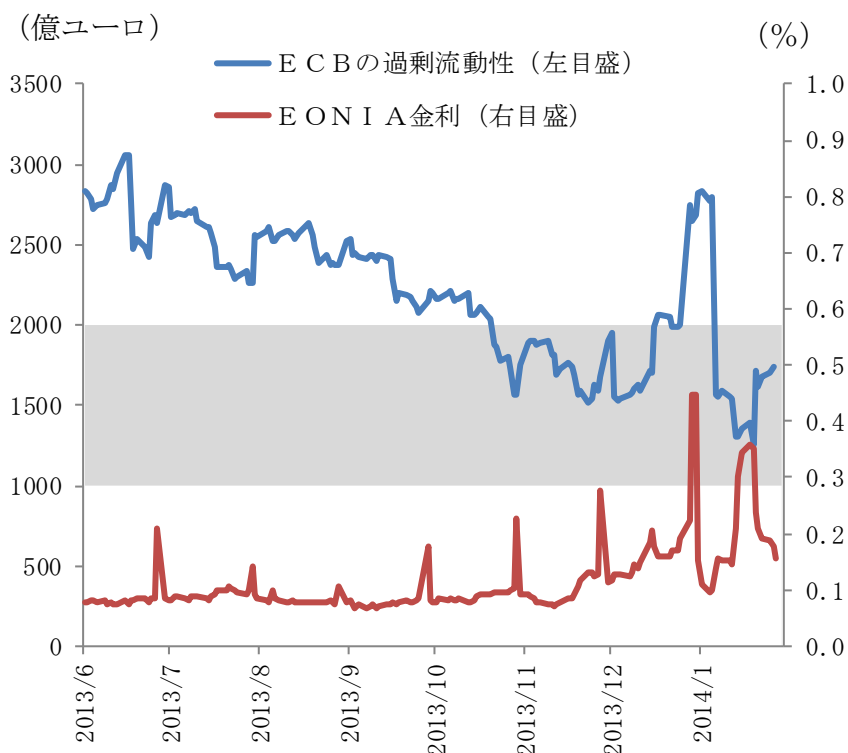
(図表 1) ECBの流動性供給の純増額 (億ユーロ)

1月29日	SMP 資金吸収オペ 定例 1 週間物オペ LTRO 繰上げ返済	8.6 -6.5 -27.1
1月30日	3ヶ月物オペ	30.3
1月29-30日の合計		5.3

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ECBの過剰流動性は最新データが確認可能な28日時点で1,737億ユーロと、21日に記録した直近ボトムの1,253億ユーロから増加傾向にある(図表2)。目先は、LTROの繰上げ返済がやや増加することで29日にいったん縮小した後、新たな3ヶ月物オペが開始する30日には再び増加することが見込まれ、1,700～1,800億ユーロ前後で推移することが予想される。過剰流動性の縮小は一服が続こう。

(図表 2) ECBの過剰流動性とEONIA金利



注：網掛けはECBが警戒する1000～2000億ユーロの過剰流動性。

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

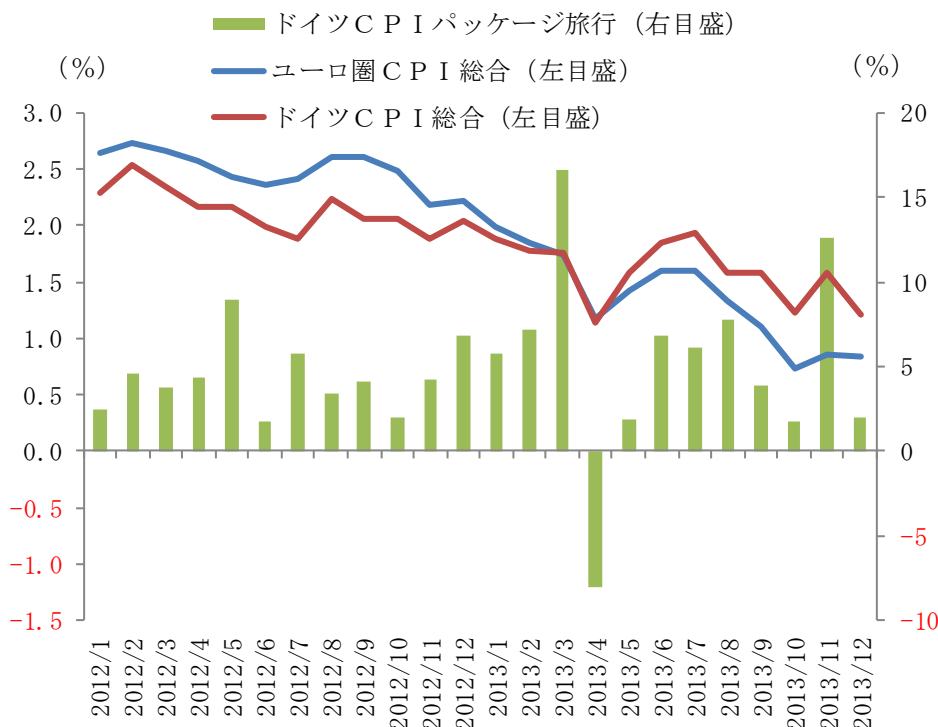
こうした動きを反映し、1月16日から21日にかけて0.3%台に上昇したユーロ圏の無担保翌日物平均金利(EONIA)は落ち着きを取り戻している。過剰流動性が再拡大に転じた22日に0.238%に低下した後、29日には0.157%に低下、銀行が厚めの手元流動性を確保するため需給が逼迫する月末が近づいているが、目立った金利上昇は起きていない(前掲図表2)。28・29日のFOMCでFRBが量的緩和のさらなる減額を決定したが、ユーロ圏の短期金融市場への目立った影響は確認されなかった。昨年5月にバーナンキ

F R B 議長が減額開始の可能性を示唆した際には、先物金利の上昇が顕著だったが、昨年12月のF O M C での減額開始決定、今回のF O M C でのさらなる減額の発表後も、金利は落ち着いたままだ。今後もL T R O の繰上げ返済が続くことから、過剰流動性は徐々に水準を切り下げていくとみられ、E O N I A にも上昇圧力が及ぶ可能性もある。ただ、今のところF R B の量的緩和の減額開始、欧州銀行の包括査定、新興市場の動揺などによって、欧州の短期金融市場が大きく混乱する事態は回避できている。ドラギ総裁が追加緩和が必要な状況として挙げた「短期金融市場の正当化できない需給逼迫」は起きていない。

■ 物価の下振れリスクも後退

また、31日にはユーロ圏の1月の消費者物価速報が発表され、市場のコンセンサス予想では前年比+0.9%と、前月の同+0.8%、直近ボトムを記録した昨年10月の同+0.7%から僅かに上昇率が加速すると見込まれている。このところの物価指標の攪乱要因となってきたドイツのパッケージ旅行の統計捕捉方法の変更は、変更から1年が経過する今統計以降は影響が小さくなるとみられている(図表3)。その手掛かりとなるドイツの1月の消費者物価は30日に発表される。また、1月にはフランスで付加価値税率が引き上げられ、このことも物価の押し上げ要因となろう。ユーロ圏の景気は依然として脆弱ながら回復傾向にあり、ドラギ総裁もダボス会議での発言で、金融緩和の効果がようやく浸透する兆候がみられると自信を深めつつある。物価が一段と下振れしない限り、実体経済面からも早期の追加緩和が必要な状況にはない。一部の市場参加者の間には、早晚E C B が主要政策金利を小幅(25bps未満)利下げするとの見方も出ているが、2月6日の次回E C B 理事会での政策変更はないだろう。

(図表3) ユーロ圏とドイツの消費者物価の前年比上昇率



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

■ 不胎化失敗で量的緩和に近づく

ただ、このまま短期金融市場の平静が続くかどうかは予断を許さない。このところ資金吸収オペの目標未達が頻発しており、資金供給の隠れた増加要因となっている。ECBは国債などを民間金融機関に売却することで市場から流動性を吸収している訳だが、完全不胎化の失敗は十分な買い手が集まらないことを意味する。その原因は必ずしも定かでないが、銀行間の資金需給が逼迫気味なことを受け、銀行が手元資金を厚めに確保しようと動いている可能性がある。つまり、銀行間の資金需給が逼迫→手元資金を潤沢に確保→資金供給オペに十分な買い手が集まらず→SMPの完全不胎化に失敗→過剰流動性の縮小抑制→EONIAの上昇抑制につながっている訳だ。だが、そもそも資金吸収オペの札割れが起きている理由が、銀行間での資金需給の逼迫とすれば、それを理由に短期金利の上昇が抑制されると言うのも妙な話だ。

さらに、こうした隠れた量的緩和はECBを難しい立場に追い込む恐れがある。ECBはこれまで、SMPを通じた国債購入は供給した資金と同額を吸収（不胎化）していることから、量的緩和とは一線を画するものと説明してきた。だが、不胎化失敗の頻発でSMPは量的緩和の領域に近づいている。こうした状況に、予てよりECBの国債購入に懐疑的なドイツ連銀やドイツ政府などから異論が出る可能性がある。折しも、ドイツの憲法裁判所はSMPに代わるECBの新たな国債購入策（OMT）の合憲性を巡って、最終判断を下す準備を進めている。最近の現地報道では、審理が難航しており、最終判断が4月頃にずれ込む可能性があるとの観測記事が出てきている。審理の遅れは憲法裁判所が何らかの違憲判断を下す可能性が高まりつつあることを匂わす。SMPの不胎化失敗も判決に影響を及ぼす可能性がある。憲法裁判所の判断がECBを拘束するものではないが、万が一、違憲判決が出れば、市場安定化の最大の立役者であるOMTの信認に傷がつくことにもなりかねない。

以上