

1兆ユーロの現実味

発表日：2014年11月11日(火)

～次回ECB会合までの判断は無理～

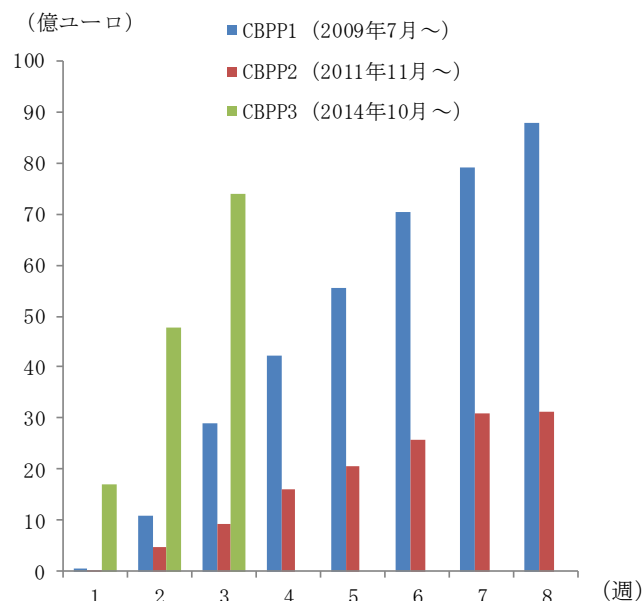
第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ これまでの買い入れペースが続いた場合、ECBのカバードボンドの購入規模は年間で1,300億ユーロに達する。ECBは買い入れプログラムを少なくとも2年間継続するとしている。当面はバランスシートの拡大期待を損なわない程度に、そこそこの規模の購入を続ける可能性が高い。
- ◇ 1兆ユーロのバランスシートの拡大目標達成を占ううえでは、来週から開始予定のABS購入策の規模感、12月11日のTLTRO第2弾の利用額に注目が集まる。事務方に追加対応を指示したことで、次回12月4日のECB理事会での社債購入や国債購入に期待する声もあるが、12月の段階では判断材料が揃わない。社債購入の決定は年明け1月22日の会合になると筆者は考える。
- ◇ ただ、12月会合までの経済環境が悪化し、中期的な期待インフレ率の下方屈折が免れないと判断した場合には、早急な対応が必要になる。市場ベースの期待インフレ率は振れが大きいいため、13日発表のECBの予測専門家調査で5年後の物価見通しが悪化するかに注目する。

11月7日末時点（第3週まで）のECBによるカバードボンドの購入額は74億ユーロと、前週から26億ユーロ増加した（図表1）。週間の購入額は第2週の31億ユーロから若干ペースダウン。第3週までのペースで買い入れを続けた場合、年間の購入額は約1,300億ユーロに達し、過去2回の買い入れプログラム（初回が上限600億ユーロに対し実績が611億ユーロ、2回目が上限400億ユーロに対し実績が164億ユーロ）を優に上回る（図表2）。ECBは今回の買い入れプログラムを少なくとも2年間継続することを表明しており、これまでのペースを機械的に当てはめると2,600億ユーロを上回る規模に達する計算となる。このままのペースでの買い入れが続くとは思えないが、ひとまずスタートダッシュを演出することに成功している。当面はバランスシートの拡大期待を損なわないため、そこそこの規模の購入を続ける可能性がある。

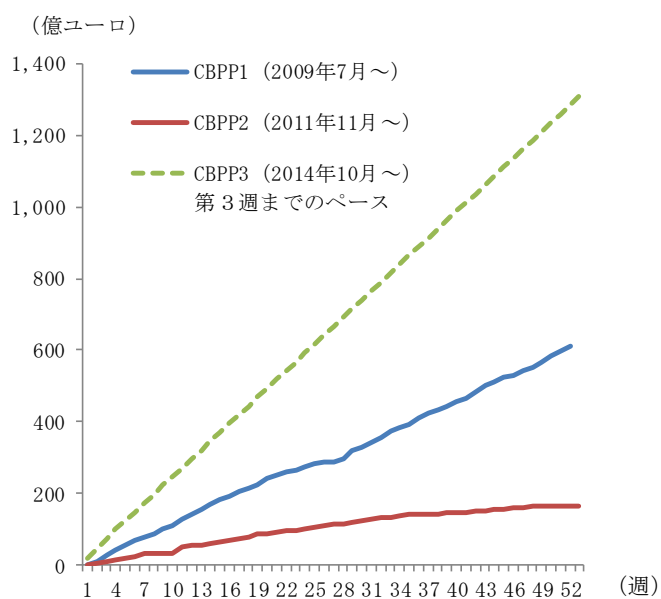
6日のECB理事会では従来曖昧だったバランスシートの拡大目標を1兆ユーロに設定した（ECB自体は数値目標ではないとの立場を採り、目標という言葉を使うことを避けている）。市場参加者の間では、これまで発表したTLTROと資産購入プログラム（カバードボンドとABS）では目標達成が困難で、いずれ国債購入の開始が不可避との見方が多い。ただ、ECBは1兆ユーロの目標達成に期限を設けていない。カバードボンドとABSの買い取りを少なくとも2年間継続するとしていることから分かる通り、最終的にバランスシートの拡大規模が目標に達成するかは判断するまでには相当な時間が掛かる。

(図表1) ECBのカバードボンド購入残高(週毎)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) ECBのカバードボンドの購入ペース



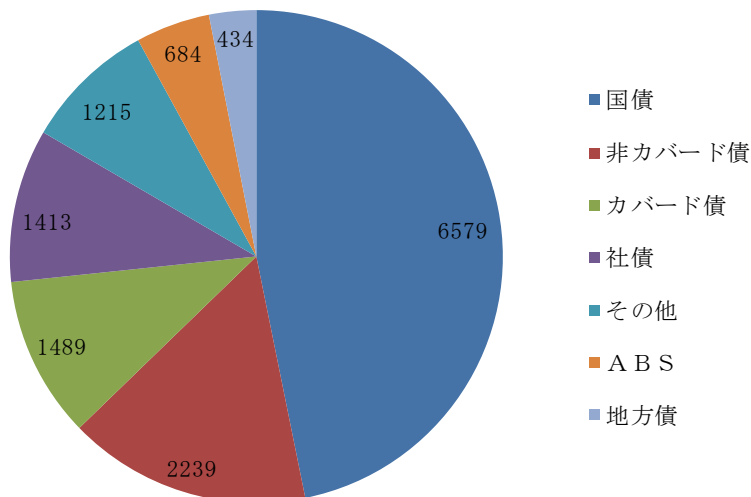
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

当座の注目材料は来週から開始される予定(10日にメルシュ専務理事が発言)のABSの購入プログラムの規模感だろう。格付け要件などを満たすABS市場の規模はカバードボンドの半分以下で、カバードボンド程の買い入れ規模を期待することは難しい(図表3)。週毎の買い入れ実績はこれまでの例に倣い、翌週の月曜日(日本時間の月曜深夜)にECBのホームページ上で公表されるとみられる。再来週から数週間の買い入れ規模で、1兆ユーロの目標達成に向けたECBの本気度が試されることになる。

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。

(図表3) ECBが金融政策運営上の対象とする市場性資産残高

(10億ユーロ、2014年6月末)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

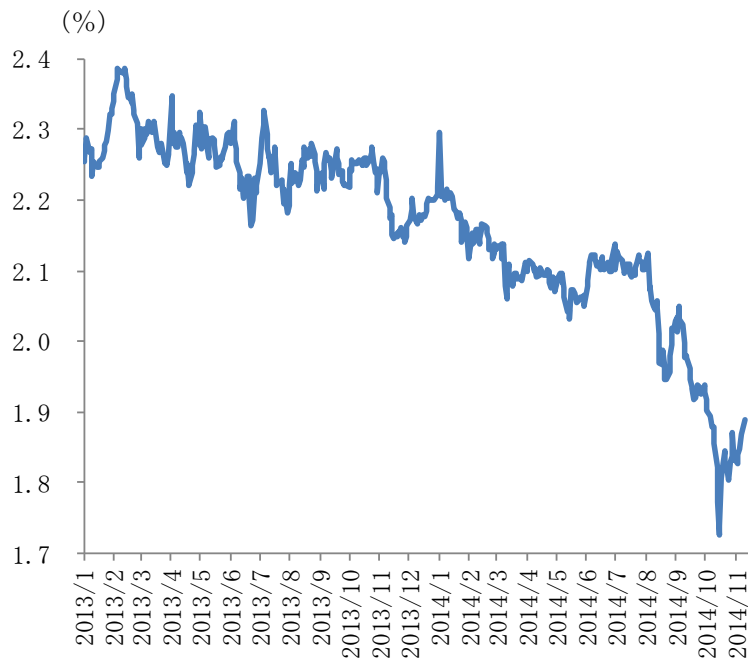
資産買い入れを通じたバランスシートの拡大規模が不十分との認識が続く場合、ECBは12月11日に予定されるTLTRO第2弾の利用額を上積みするため、12月4日のECB理事会でTLTROの利用促進策を打ち出す可能性が高い。11月6日のECB理事会で、必要な場合に備え、追加措置を打ち出す準備を早急に進めておくことを事務方に指示したことから、12月会合での社債購入や国債購入の開始を期待する声も一部にある。ただ、今年の6月に将来のABS購入の準備作業を加速すると表明した後、実際に購入を決定したのが9月、詳細を発表したのが10月、購入を開始するのが11月中旬で、これがECBのスピード感だ。事務方に指示したからと言って、来月会合で新たな緩和策が打ち出されることを意味しない。

ドラギ総裁は6日の記者会見で、追加緩和策が必要なケースとして、①既に決定した緩和措置では不十分な場合と、②中期的な期待インフレ率が悪化する場合の2つを挙げている。したがって、社債購入や国債購入など新たな追加緩和策が打ち出されるのは、これまでの緩和措置ではバランスシートの拡大が不十分と判断した場合となる。そのためには少なくとも12月11日のTLTRO第2弾の利用額を見極める必要があり、次回12月4日の時点で追加緩和の必要性を判断することは難しい。したがって、社債購入の決定は年明け後最初の1月22日のECB理事会になると筆者は考えている。

ただ、12月会合までの経済環境が著しく悪化し、中期的な期待インフレ率の下方屈折が免れないと判断した場合にはこの限りではない。市場ベースの期待インフレ率は、欧州景気への過度な悲観論の後退や追加緩和観測を受けて、足許でやや反発している(図表4)。ドラギ総裁が8月のジャクソンホール会合で警笛を発したことで一躍注目を集めた同指標は、市場参加者が考える中期的な期待インフレ率を計測している筈だが、足許の物価動向や政策期待などで振れが激しい。同指標に重きを置くのであれば、既に11月6日の段階で追加緩和が決定されていたとしてもおかしくない。そのため、13日に発表予定のECBの予測専門家調査で、5年後の物価見通しが悪化するかどうかが重要となつてこよう(図表5)。

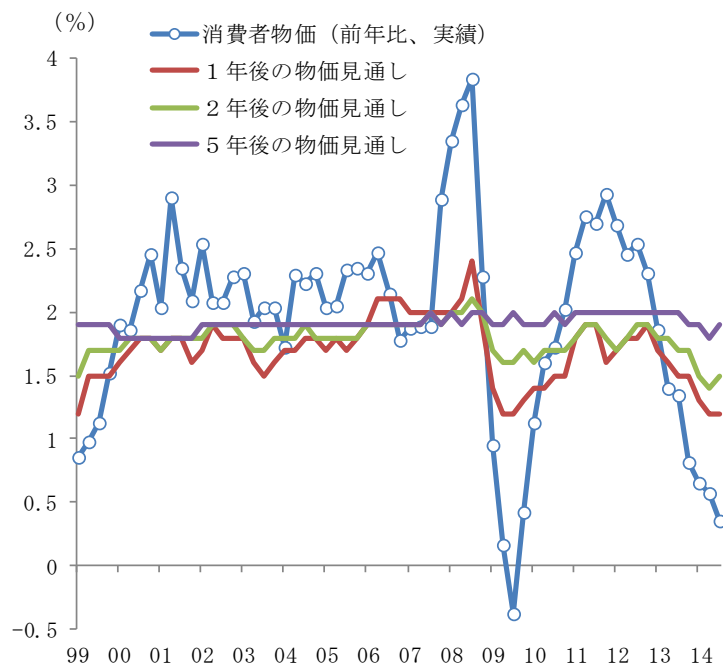
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表 4) 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

(図表 5) E C B 予測専門家調査の消費者物価見通し



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。見通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。