

追加緩和の規模を考える

発表日：2015年9月14日（月）

～ドラギ総裁も負けじと2倍？～

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

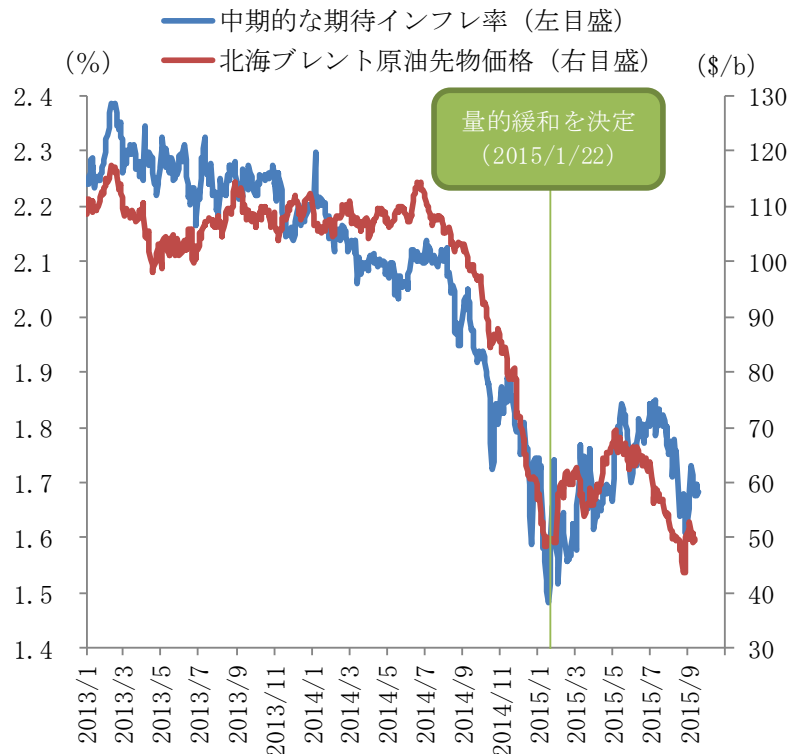
03-5221-4527

- ◇ 金融市場の動揺と物価の下振れリスクを受け、ECBの追加緩和観測が高まっている。まずは口先介入でユーロ高進行を食い止めるのが狙いで、年内の追加緩和には、ブレント原油価格の40ドル/b割れ、期待インフレ率の1.5%割れ、ユーロドル相場が1.2ドル台に接近などが条件となろう。
- ◇ 当初の計画で1兆ユーロ強のECBの資産買い入れ額は、1年程度の期間延長で2兆ユーロ程度に、さらに月額600億ユーロの買い入れ額を数百億ユーロ積み増せば、3兆ユーロ程度に膨らんでいく。
- ◇ 出玉不足が追加緩和の障害になる恐れもあるが、ECBは柔軟な制度運営を行う方針を示唆しており、1発行体当たりの買い入れ上限引き上げや買い入れ対象資産の拡充など、工夫の余地は残る。
- ◇ FRBが近い将来に利上げを開始し、ECBが追加緩和に踏み切れば、米欧の金融緩和の相違がより一層鮮明となる。このことがユーロ相場の下押し要因となろう。

中国発の金融市場の動揺は徐々に鎮静化の兆しもあるものの、新興国景気の先行きや米利上げを巡る不透明感が熾り続けている。ECBは9月3日の理事会で追加緩和への前傾姿勢を示唆したが、その後のECB高官の発言もこうした内容に沿ったものが多い。まずは口先介入でユーロ高進行を食い止めつつ、景気や物価の下振れリスクが高まれば、追加緩和の可能性を排除しないとのシグナルを送っている。

本格的な量的緩和の開始を決断した1月には、ユーロ圏の消費者物価がマイナス圏に転落したばかりか、原油安に呼応して中期的な期待インフレ率の下方屈折が目立った（図表1）。当時、5年物5年先スワップ金利から計算した期待インフレ率は、量的緩和を決断した直前に1.5%台前半まで急低下し、ECBが中期的な物価安定とする「2%をやや下回る水準」の達成が危ぶまれる状況にあった。今回も原油価格の再下落を受けて期待インフレ率が低下しているが、原油価格の水準感と比べて期待インフレ率はまだ底堅い。一連の緩和開始以前のユーロ高基調に歯止めが掛かり、金融環境が総じて緩和的になっているほか、コア物価が底入れしていることなどが、期待インフレの悪化を食い止めているのだろう。ただ、原油価格がここから一段と水準を切り下げれば、期待インフレのアンカーが再び崩れかける恐れがある。そうした兆候が明らかとなれば、ECBは追加緩和に踏み切る可能性が高い。

(図表 1) ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



注：期待インフレ率は5年先5年物スワップ金利より計算
出所：Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

追加緩和のオプションとしては、資産買い入れの期間を延長する、月毎の買い入れ額を増額する、対象資産を拡充する、ことが考えられる。量的緩和の開始当初から必要に応じて来年9月以降も緩和を継続する可能性を示唆してきたこともあり、追加緩和のハードルが低いのは期間延長とみられる。ただ、期間を延長した場合、資産買い入れ額はかなりの規模で膨らんでいく。来年9月まで月額600億ユーロの買い入れを続けた場合、資産買い入れの総額は1兆ユーロ超となるが、例えば買い入れ期間をキリのよいところで1年間や2017年12月まで延長すると、買い入れ総額は2兆ユーロ程度に達する(図表2・上段)。

他方、月毎の買い入れ規模を増額した場合、来年9月に買い入れを終了すれば買い入れ総額は数千億ユーロ程度の増加にとどまるが(図表2・下段)、期間延長とセットで導入した場合、買い入れ総額は当初計画の2倍以上の3兆ユーロ近くに膨らんでいく(図表3・4)。期間延長をせずに買い入れ額を強化することも考えられるが、来年9月までに十分な緩和効果が出現しない場合、増額後の金額で買い入れ期間を延長する事態に追い込まれる恐れがある。

これだけの規模の資産買い入れにECBがコミットするには相応の危機意識が必要となろう。年内に期間延長と買い入れ強化を伴う追加緩和を決定するには、北海ブレント原油先物価格の40ドル/b割れが定着、中期的な期待インフレ率の1.5%割れが定着、ユーロドル相場が1.2ドル台に接近などが条件になると筆者は考える。金融市場の動揺がこのまま鎮静化に向かい、市場の動揺を起点とする物価の下押し圧力が強まらないならば、年内の追加緩和は見送られると予想する。その場合も、ECBの物価見通しの達成が難しくなる来年央に買い入れ期間の延長を決定するとみる。

(図表2) 追加緩和時のECBの資産買い入れ総額(億ユーロ)

【金額変更なし、期間を延長】

追加緩和なし	11,407
1年延長(2017年9月まで)	18,607
2017年12月まで延長	20,407
1.5年延長(2018年3月まで)	22,207

【今年12月に金額を変更、期間を延長せず】

増額せず	11,407
650億ユーロに増額	11,907
700億ユーロに増額	12,407
750億ユーロに増額	12,907
800億ユーロに増額	13,407
900億ユーロに増額	14,407
1,000億ユーロに増額	15,407

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3) 追加緩和時のECBの資産買い入れ総額(億ユーロ)

【今年12月に増額】

	金額を変更(億ユーロ/月)					
	650	700	750	800	900	1,000
期間延長なし	11,907	12,407	12,907	13,407	14,407	15,407
1年延長(2017年9月まで)	19,707	20,807	21,907	23,007	25,207	27,407
2017年12月まで延長	21,657	22,907	24,157	25,407	27,907	30,407
1.5年延長(2018年3月まで)	23,607	25,007	26,407	27,807	30,607	33,407

【来年3月に増額】

	金額を変更(億ユーロ/月)					
	650	700	750	800	900	1,000
期間延長なし	11,757	12,107	12,457	12,807	13,507	14,207
1年延長(2017年9月まで)	19,557	20,507	21,457	22,407	24,307	26,207
2017年12月まで延長	21,507	22,607	23,707	24,807	27,007	29,207
1.5年延長(2018年3月まで)	23,457	24,707	25,957	27,207	29,707	32,207

【来年6月に増額】

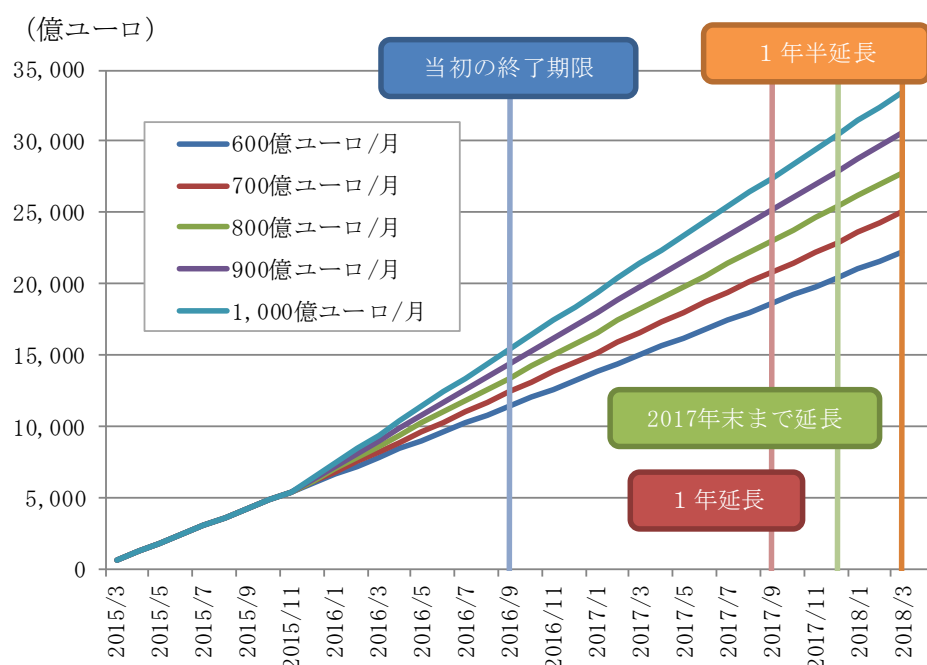
	金額を変更(億ユーロ/月)					
	650	700	750	800	900	1,000
期間延長なし	11,607	11,807	12,007	12,207	12,607	13,007
1年延長(2017年9月まで)	19,407	20,207	21,007	21,807	23,407	25,007
2017年12月まで延長	21,357	22,307	23,257	24,207	26,107	28,007
1.5年延長(2018年3月まで)	23,307	24,407	25,507	26,607	28,807	31,007

【来年9月に増額】

	金額を変更(億ユーロ/月)					
	650	700	750	800	900	1,000
期間延長なし	11,457	11,507	11,557	11,607	11,707	11,807
1年延長(2017年9月まで)	19,257	19,907	20,557	21,207	22,507	23,807
2017年12月まで延長	21,207	22,007	22,807	23,607	25,207	26,807
1.5年延長(2018年3月まで)	23,157	24,107	25,057	26,007	27,907	29,807

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 4) 追加緩和時の E C B の資産買い入れ額の推移



注：今年12月に買い入れ額を増額する場合の累積買い入れ額
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

E C B の量的緩和は、財政ファイナンスを禁じた E U 条約への抵触を回避するため、ユーロ圏各国の国債・政府機関債を一定のルール（E C B の資本金の構成割合）に基づいて購入することが決まっている。そのため、財政黒字国のドイツ国債を大量に購入する必要があり、買い入れ対象資産が不足することが懸念されてきた。買い入れ開始直後は需給逼迫懸念からドイツ国債のイールドカーブが急激にフラットニングし、短期債から順にマイナス金利に転落していき、E C B が買い入れ対象の下限に設定した預金ファシリティ金利（現在▲0.2%）を下回る利回りの国債も目立った。ただ、行き過ぎた需給逼迫懸念の後退から、下限金利を下回る利回りの国債が減少したことで、E C B は中期ゾーンの買い増しが可能となり、これまで概ね予定通りに買い入れが進められてきた（図表 5）。E C B は 7 月初旬に買い入れ対象の政府機関債のリストを増やしたほか、9 月初旬の E C B 理事会で 1 銘柄当たりの買い入れ上限を引き上げるなど、市場機能を阻害しない範囲で柔軟に制度を運営する方針を示唆している。確かに出玉不足が買い入れ強化の障害になる恐れもあるが、買い入れの制約となる 1 発行体当たりの買い入れ上限を引き上げることや、買い入れの対象資産を拡充するなど、工夫の余地は残る。

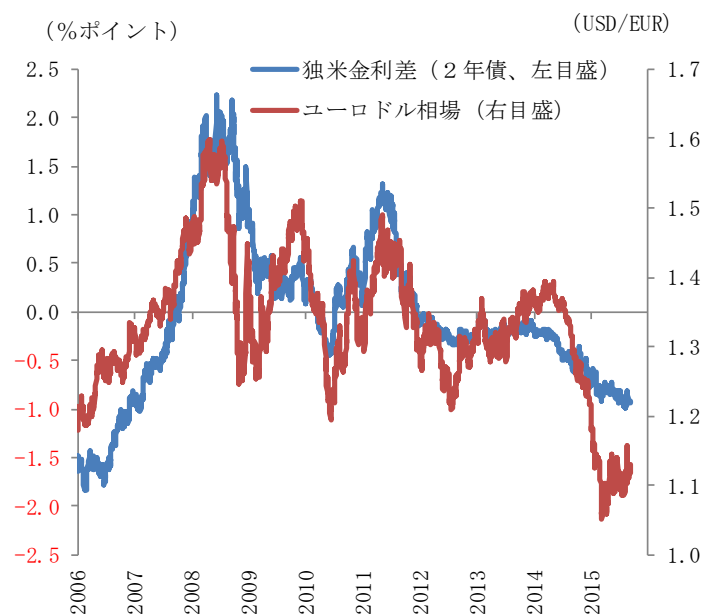
F R B が近い将来に利上げを開始し、E C B が追加緩和に踏み切れば、米欧の金融緩和の相違がより一層鮮明となる。主要な国債利回り間のグローバル裁定が働く面はあるが、利上げ後の米金利の上昇にドイツ金利が追随する度合いは少なくなるだろう（図表 6）。米国が例えば 12 月に利上げを開始し、利上げ開始から半年後に満期を迎えた国債の再投資を停止した場合、F R B のバランスシートは来年末以降、縮小に転じる。E C B が来年末以降も資産買い入れを継続、場合によっては買い入れを強化すれば、今後も E C B のバランスシートの拡大が続くことになる（図表 7）。米欧中銀のバランスシート比率の低下（E C B の緩和姿勢 > F R B の緩和姿勢）は、ユーロ相場の下押し要因となろう。

(図表5) ECBの資産買い入れ額の進捗状況(月間買い入れ額、億ユーロ)

	2015年							予定額
	3月	4月	5月	6月	7月	8月		
資産買い入れ総額	611	603	631	632	613	516		600
国債・機関債(PSPP)	474	477	516	514	514	428		500
ドイツ	111	111	121	120	120	99		109
フランス	88	86	95	94	95	81		86
イタリア	76	76	82	82	82	67		75
スペイン	54	55	59	59	59	49		54
オランダ	25	25	27	27	27	22		24
ベルギー	15	15	17	17	16	14		15
ギリシャ	—	—	—	—	—	—		12
オーストリア	12	12	13	13	14	11		12
ポルトガル	11	11	12	12	12	10		11
フィンランド	8	8	8	8	9	7		8
アイルランド	7	7	8	8	8	6		7
スロバキア	5	5	5	5	4	4		5
リトアニア	0	1	1	1	1	1		3
スロベニア	2	2	2	2	2	2		2
ラトビア	1	2	2	0	0	0		2
ルクセンブルク	2	2	1	3	1	1		1
エストニア	0	0	0	0	0	0		1
キプロス	0	0	0	0	1	0		1
マルタ	0	1	1	1	0	0		0
国際機関	57	57	62	63	63	54		72
カバードボンド(CBPP3)	126	115	100	102	90	75		100
資産担保証券(ABSPP)	12	12	14	16	9	13		

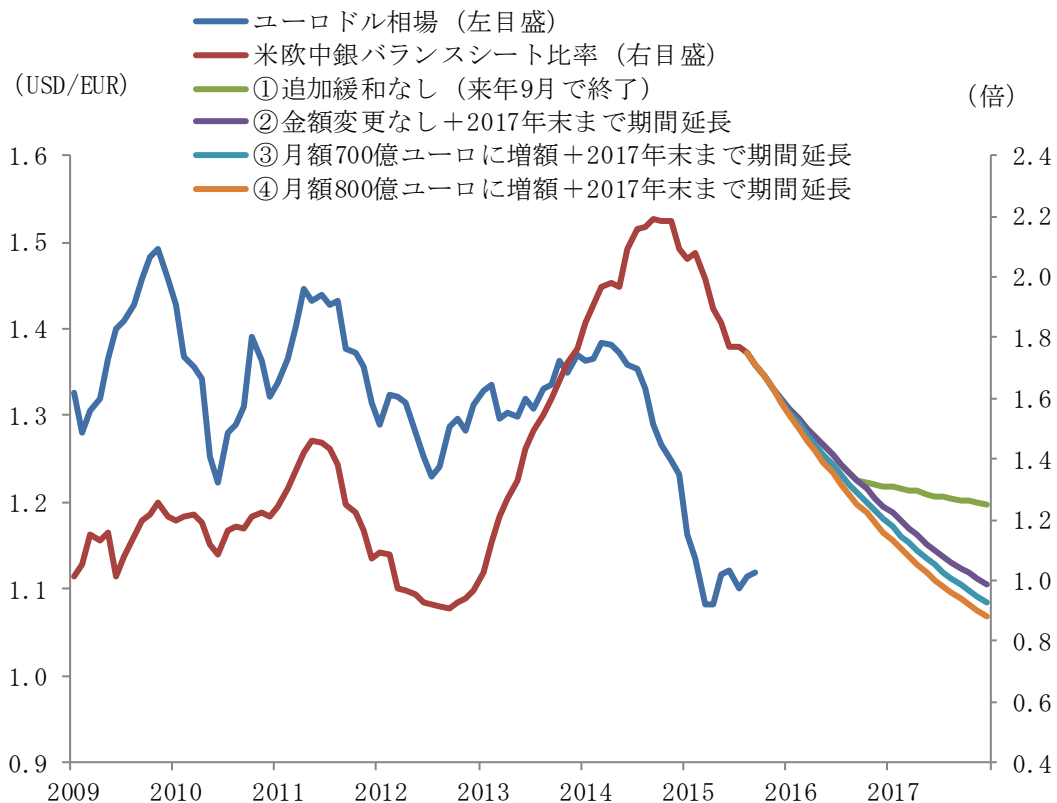
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表6) 米独金利差とユーロドル相場の推移



注：ドイツ2年物国債利回り－米国2年物国債利回り
出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

(図表 7) 米欧中銀のバランスシート比率とユーロドル相場の推移



注：米欧中銀 B/S 比率 = F R B の B/S ÷ E C B の B/S。

米国は12月に利上げ開始、来年6月以降は再投資を停止。

ユーロ圏の③・④は12月に買い入れ額を増額。

出所：各国中銀資料やThomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

以上