

買い入れ終了に突き進むECB

発表日：2018年2月9日(金)

～構成見直しに滲む買い入れの限界～

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

◇ ECBは今年1月からの資産買い入れの半減に際して、買い入れ対象資産の枯渇が近づく国債の購入割合を減らし、社債やカバード債の割合を増やした。資産買い入れの終了が近づいていることは、景気や物価を取り巻く環境変化からだけでなく、こうした買い入れ構成の見直しからも透けて見える。

年内の資産買い入れの終了が視野に入ってきたECBは、今年1月から月額の買い入れ額をこれまでの600億ユーロから300億ユーロに半減している。買い入れ対象資産の枯渇が近づくなか、1月からの買い入れ縮小にあたって、買い入れ構成を見直すかに注目が集まっていた。発表された1月の買い入れ実績では、社債やカバード債の購入額を従来とほぼ同金額にとどめた一方で、国債（国際機関債を含む）の購入額を約500億ユーロから200億ユーロ程度に絞った。国債の購入割合を減らした代わりに、社債やカバード債の購入割合を増やしたことが確認できる（図表1）。

ECBは既に資本金構成比に応じた国債の買い入れを続けることが難しくなっており、これまではイタリアやフランスなど買い入れ余力のある国債を余分に買ってきた（図表2）。ドイツ国債もその例外ではなく、昨年夏場以降は購入実績が資本金構成比に基づく予定額を下回っている（前掲図表2でドイツの曲線が下向きにシフト）。大幅に買い入れ構成を見直したことから、ECBが口では否定するものの、買い入れ対象資産の枯渇や資本金構成比からの恒常的な逸脱が現実のものとなりつつあることを物語る。

好調な内外経済、失業率の持続的な低下、物価や賃金に広がる底入れの兆し、ドイツ最大労組IGメタルによる高めの賃上げ妥結など、景気や物価の下振れリスクが遠退くなか、資産買い入れを終了する環境は整いつつある。そもそも対象資産の枯渇や資本金構成比からの逸脱に直面し、大規模な資産買い入れを積み増すことは難しい。9月で買い入れを終了するか、ごく短いテーパリング期間を設定するかは議論が分かれるところだが、タカ派メンバーのバイトマン・ドイツ連銀総裁ですら最近の講演で、「経済が予想通りの展開を辿るならば、ECBは9月以降に資産買い入れを段階的に終了できる」と発言している。ドラギ総裁を始めとした中核メンバーは、景気や物価の先行きに自信を深めながらも、今のところ慎重な緩和と縮小姿勢を崩していない。年末までの小幅テーパリングを想定するのが自然だろう。

金融政策を提案する立場にあるプラート理事は最近、「資産買い入れの終了が近づくとともに、フォワード・ガイダンスをより具体的な表現に見直す必要がある」と発言している。買い入れ終了が近づいていることを考えれば、ガイダンスの見直しに残された時間もそう多くはない。今後数ヶ月の間で初回利上げ時期を巡る金融市場との神経戦がいよいよ本番を迎えよう。

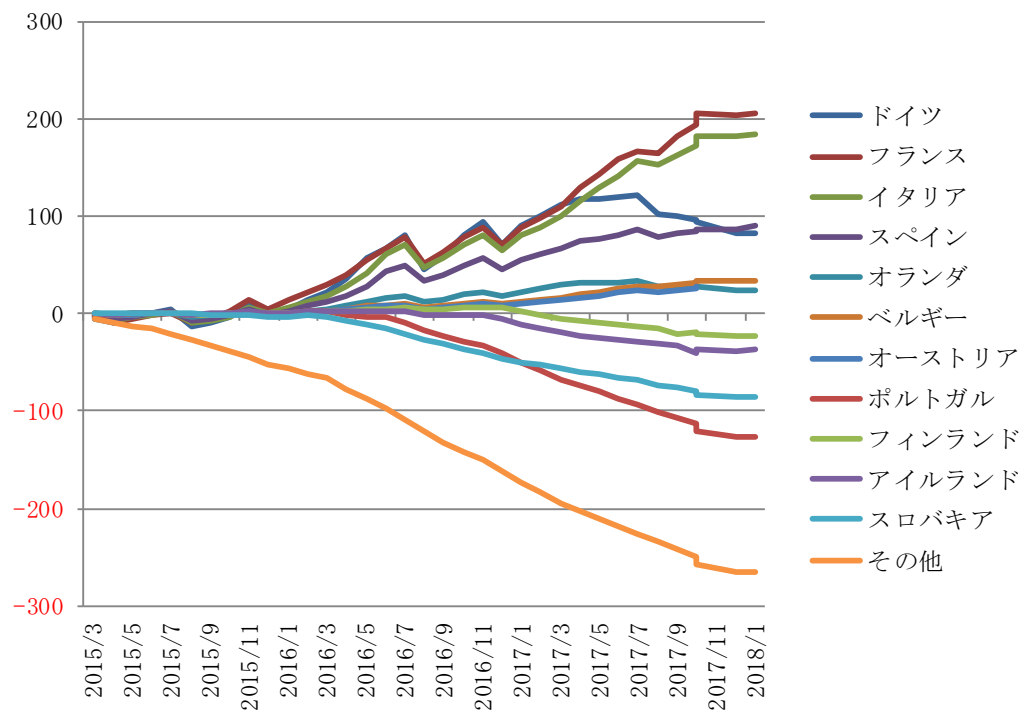
(図表1) ECBの資産買い入れの対象資産別構成

		-16/3	16/4-	16/6-	17/4-	18/1-
金額 (億ユーロ)	資産買入総額	605	852	789	566	302
	国債・機関債	503	791	669	471	209
	うち国債	443	709	602	424	188
	うち機関債	61	82	67	47	21
	A B S	12	0	5	1	3
	カバード債	89	61	39	31	34
	社債	0	0	76	63	56
割合 (%)	資産買入総額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	国債・機関債	83.2	92.8	84.8	83.2	69.2
	うち国債	73.2	83.2	76.3	74.8	62.3
	うち機関債	10.0	9.6	8.5	8.4	7.0
	A B S	2.0	0.0	0.7	0.2	1.0
	カバード債	14.8	7.1	4.9	5.5	11.1
	社債	0.0	0.0	9.6	11.1	18.7

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の資産買い入れの資本金構成比からの累積乖離額

(億ユーロ)



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