

ECB の危機後の金融政策に関する考察(PSPP を中心に)

1. ECB のインフレ目標

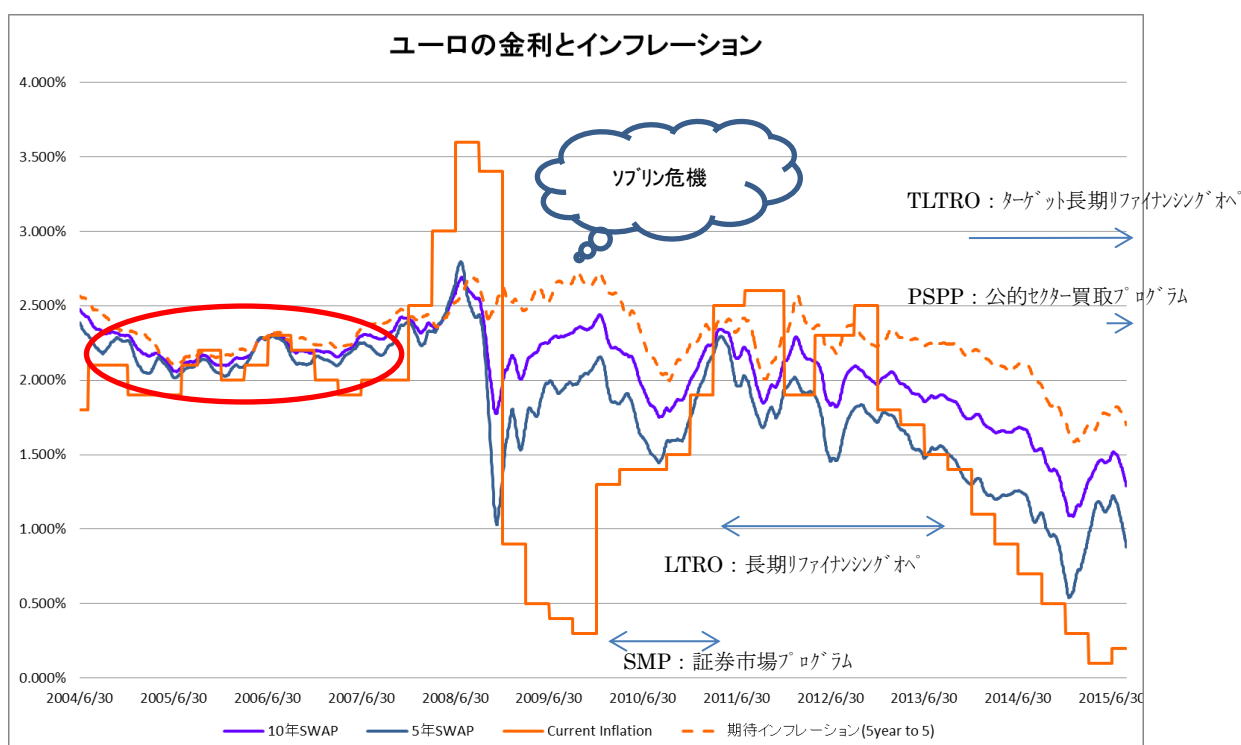
(1) 目標の概要

- ECB は、現状のインフレ率と期待インフレ率の 2 つの指標をみている<sup>1</sup>。この内、期待インフレ率は、5y-5y期待インフレーションと呼ばれるもの。この指標は、5 年後に 5 年間の調達を行おうとする場合の金利の理論値。この数値は、10 年スワップ金利と 5 年スワップ金利から算出される。具体的には、以下の式に基づき算出されるもの。

$$2 \times 10 \text{ 年スワップ金利} - 5 \text{ 年スワップ金利} = \text{期待インフレ率 (5 年後スタートの 5 年間の理論金利)}$$

- ECB は、この期待インフレ率を平均値である 2.3%程度となることを目標としている模様。

図表 1



ECB データベースより筆者作成

- 両水準が、2%程度を維持している期間は、図表1の 2004/1～2008/6 までの期間。この

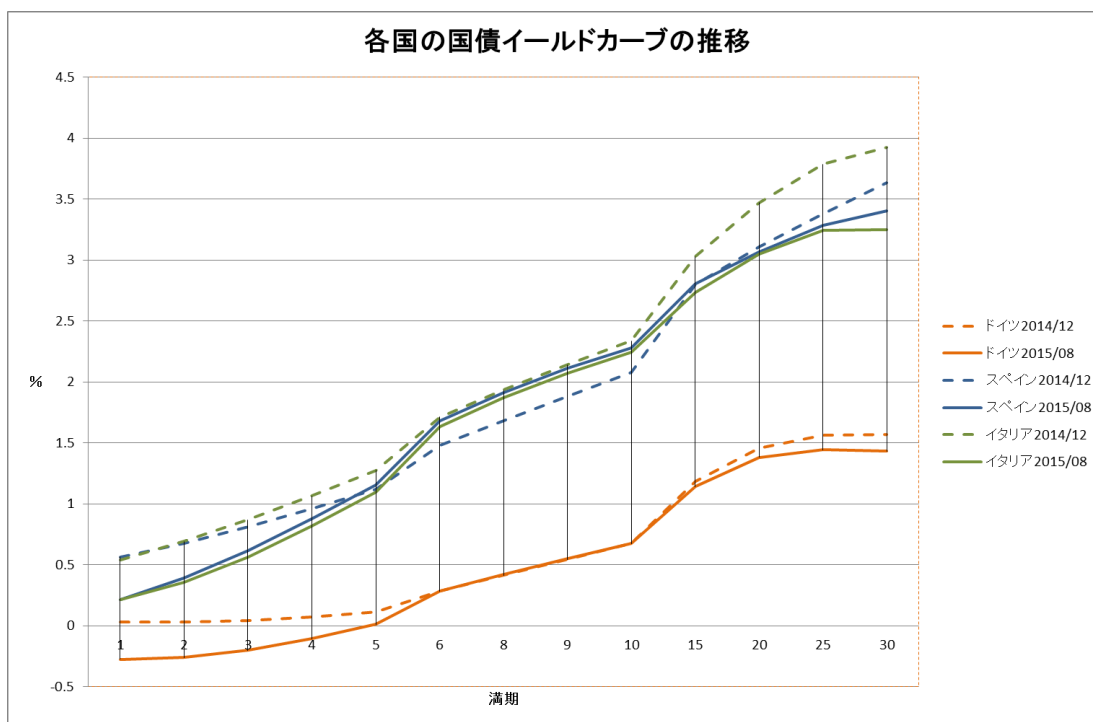
<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>

期間、10年スワップ金利は、2%水準であり、前述の式から考え、10年スワップと5年SWAPの水準の差もそれほどある必要はなかった。(イールドカーブはフラットニング)

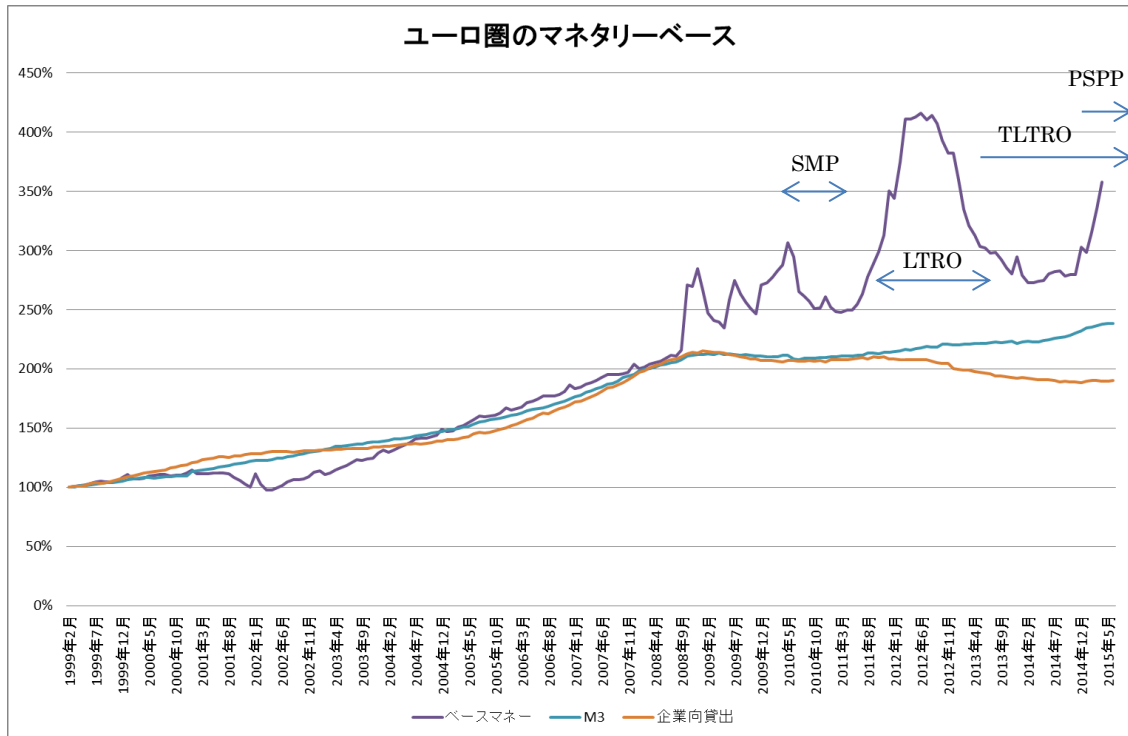
## 2. 期待インフレ率と金利、ベースマネーの状況

- 現状は、2013年初以来のデフレ傾向により、金利低下局面が続き、金利の絶対水準が低下した。この結果、この期待インフレ率の指標に関し、2.3%という値を政策的に作るためには、10年金利と5年金利のスプレッドを広げる＝イールドカーブのスティープニング化が起こる施策が必要。(図表1参照)
- 直近の金利水準を前提にした場合、10年金利をいじらずに、5年金利を0.1%程度まで低下させるか、5年金利を維持したままであるのであれば、10年金利が0.25%程度上昇するような状況を作り出す必要がある。
- 健全な、期待インフレ率の回復過程を考えた場合、短期金利が低下し、貸出が伸びることで、中長期ゾーンの資金ニーズが上昇することで、中長期ゾーンの金利が上昇するという過程を経て期待インフレ率が回復する。このことを考えると今後、ECBは、短期ゾーンの金利を低下させる可能性は残るが、そもそも水準が低いことを鑑みると、ECBが恣意的に短期金利を調整するには限界があるものと思われる。
- 尚、主要国の昨年12月と本年8月のイールドカーブの変化をみると、超長期ゾーンの金利のフラットニングとともにQEの本来の目的である、短期ゾーンの金利水準は明らかに低下しており、6年以内のイールドカーブのスティープニング化が起こっている。(図表2)

図表2



図表3



ECB データより筆者作成

- また、マネタリーベースを見てみると、QE の開始から急激に、ベースマネー (ECB による通貨供給) が増加している。前回の SMP を実施したときと比較し、M3 (マネースtock: 金融機関から市中に存在する残高) に変化がみられる点が、特徴的。(図表3ご参照)

### 3. 証券市場プログラム (SMP)、長期ファイナンスオペ (LTRO<sup>2</sup>) 及びターゲット長期ファイナンスオペ (TLTRO<sup>3</sup>) と今回の公的セクター買取プログラム (PSPP) の比較

<sup>2</sup> 有担保方式のファイナンスオペは、2008年の危機以前は、変動金利入札・固定金額供給方式であったものが、危機以降、固定金利・全額割当方式となり、ユーロ圏の銀行は、差入れ担保さえあれば、ユーロシステムから無制限に借り入れできるようになった。これに加え、危機以前は、1週間物の資金供給が中心であったものが、危機後は、長期ファイナンスオペ (LTRO)

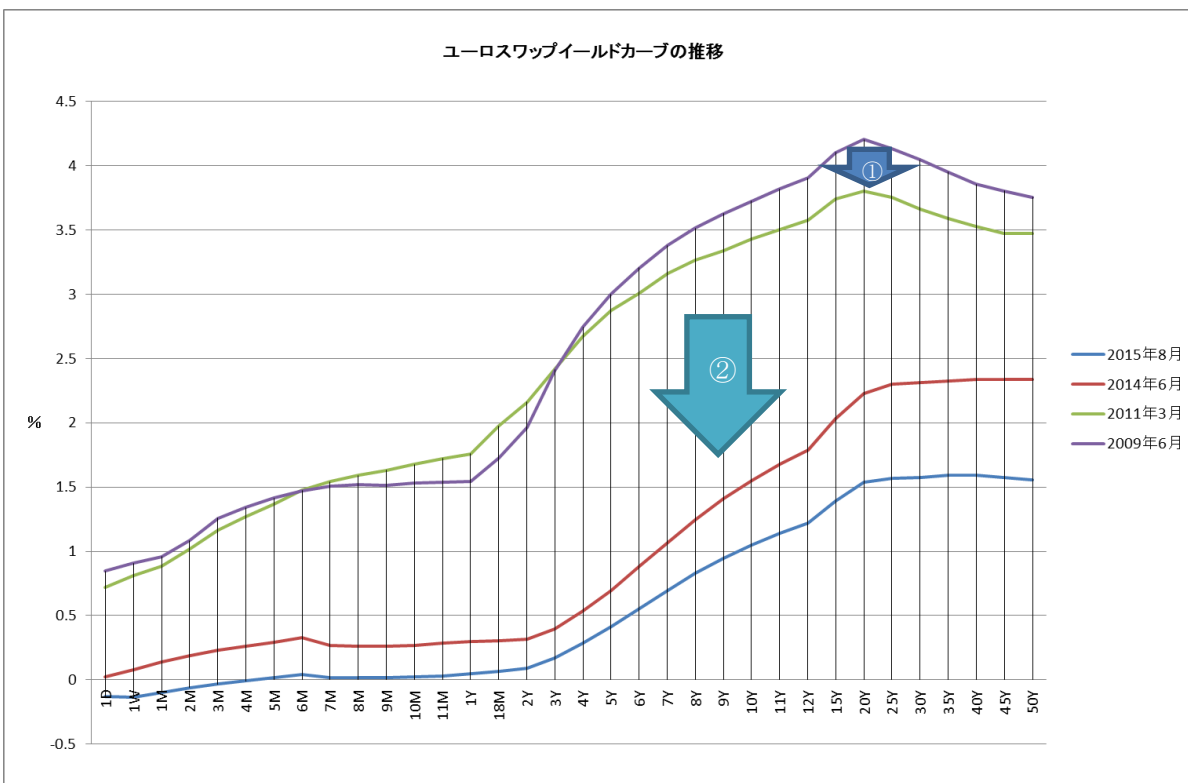
主要な手段となるとともに、貸出期間も従来3か月であったものが、2009年6月に12か月に延長され、2011年12月と2012年2月には3年物のLTROが実施された。

<sup>3</sup> 4年長期固定TLTROs (Targeted Long Term Refinancing Operations) を4,000億ユーロ供給する計画。この4年長期固定TLTROsは、前回の3年長期固定LTROsの実施時に、金融機関が借入れた資金を企業への貸し出しへ回さず、国債投資へ振り向けたことへの対応。金融機関に対し、ユーロ圏の事業法人に対する融資額が目標設定され、その目標が未達となれば、2016年9月に強制的に償還される条件付きの金融緩和策。

### (1) SMP の効果

- ソブリン危機の発生後、国債金利の上昇と、流通市場の取引量が著しく低下する現象が生じた。国債市場の状況が、金融政策の伝達機能をゆがめるとの判断から、公共債及び民間債を流通市場で購入するSMPを2010年5月から2011年3月までの間、実施した。
- しかしながら、EU条約123条において、マネタリー・ファイナンスが禁止されているため、証券の購入により供給した流動性は、資金吸収オペにより吸収する手法がとられた。このことは、図表3を見ると、SMPの実施された期間のベースマネーが伸びていないことでも確認できる。
- 一方、市場金利への影響は、図表4を見ると①の矢印の効果として長期金利の低下を促したことが確認できる。

図表4



Bloomberg Data より、筆者作成

### (2) LTRO の効果

- LTRO は、民間金融機関へ国債等の適格担保の提供を前提とした中期の貸付であり、これを通じたベースマネーの供給は、図表3を見る限りマネーサプライ(M3)の増加にはつながらなかったことがわかる。

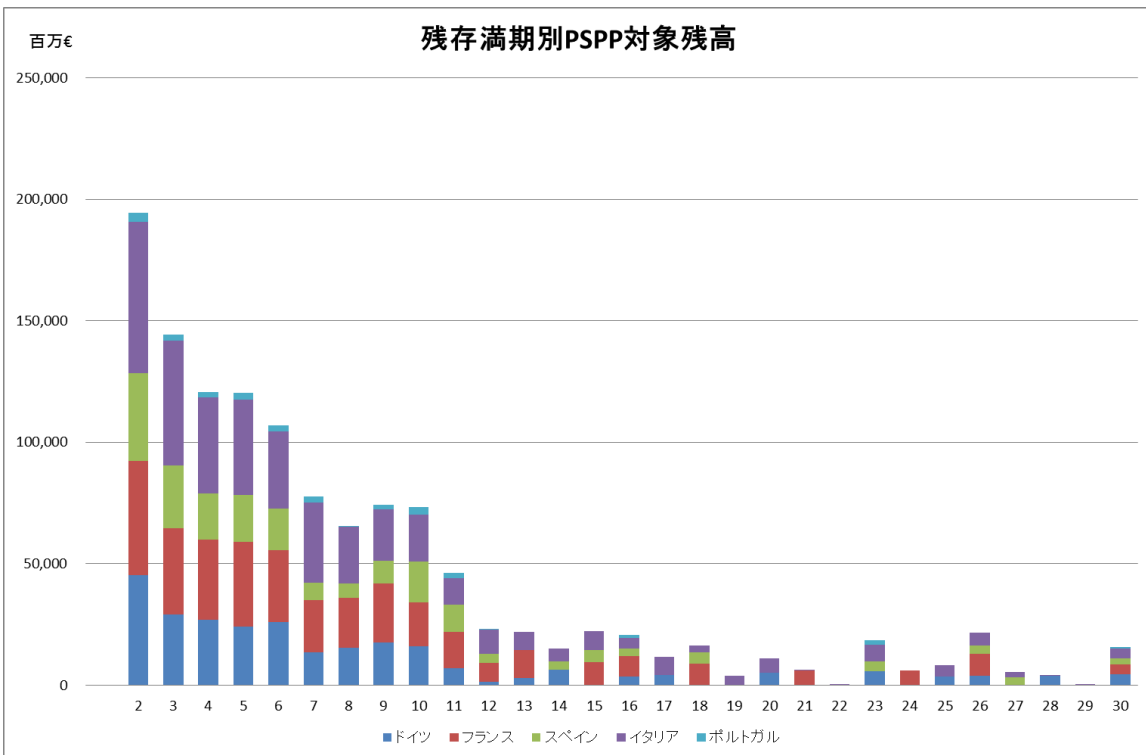
- これは、民間銀行が、調達した低利の資金をリスクウェイトの低いソブリン債へ投資<sup>4</sup>を行い、貸し付けに回していないことに起因するものと思われる。この結果、金融市場では、国債のイールドの低下に伴い、図表4にあるイールドカーブの全体的な低下につながったものと思われる。(図表4の矢印②の動き)

### (3)TLTRO の効果

- LTRO で、金融機関が借入れた資金を企業への貸し出しへ回さず、国債投資へ振り向けたことへの反省を踏まえ、民間への資金供給を条件とした TLTRO を実施。TLTRO では、ECBによる融資状況の調査により、設定した正味の融資想定額を達成できなかった銀行は、16年9月に借り入れを全額返済しなければならないという一種の解除条件が付されている。このため、LTRO で行われた国債の購入は、概ね抑えられ、新規実行ローンは、59%を占めた。<sup>5</sup>

### (4)PSPP の効果

図表5



Bloomberg Data より、筆者作成

<sup>4</sup>金融機関は、厳しい自己資本比率規制であるCRD (Capital Requirement Directive) の導入とともに、ECBによるストレステストの経験をふまえ、リスクウェイトの高い資産を保有することを控えてきた。その結果、調達した資金の運用先としてリスクウェイトが0%であるソブリン債へ資金が向かったものと思われる。

<sup>5</sup>ユーロ圏の銀行貸出調査によると、過去2回のTLTROでは、その資金での国債等の購入は、1月次は、11%、7月次に20%であった。

<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>

- PSPP に関しては、発行単位毎に 25%を上限とする制約がある。この点を加味して、今後の PSPP の対象となり得る各国の債券の残存満期別の構成比率を見たものが図表5。<sup>6</sup>
- グラフの残高分布をみると今後とも 3 年～11 年程度の残存満期のものが買取対象の主要部分を占めている。

図表6

主要国の残存満期別 PSPP 対象残高に応じた加重平均デュレーションと ECB の買取実績のデュレーション

	ドイツ	フランス	スペイン	イタリア	ポルトガル
加重平均デュレーション <sup>7</sup>	7.9	8.0	7.7	7.7	8.3
5 月買取実績	5.8	8.0	9.8	9.3	11.1
6 月買取実績	6.4	8.0	10.4	9.5	10.2
7 月買取実績	7.4	8.6	9.4	10.1	10.8

ECB レポート<sup>8</sup>と Bloomberg Data より、筆者算出

- 一方、買取対象となる債券の満期構成から、各国の加重平均デュレーションを算出したものが、図表6である。主要国の国債の買取実績デュレーションを見るとドイツ、フランスといった流動性の高い国の国債は、平均値或いはそれより短い債券の購入がなされており、スペイン、イタリア、ポルトガルといった周辺国(流動性の低い国債)に関しては、より流動性の低い長期の国債(平均値より長め)の国債を購入している点が窺える。
- ECB は、オペレーションにより、①ネガティブな金利の部分は購入しない。②マーケットインパクトを発生させたくないと明言している。<sup>9</sup>このため、前述のような流動性の低い国債を購入する場合、その金利が大きく影響を受ける可能性があるが、図表2を見ると、イタリア国債は大きく低下し、スペイン国債のイールドカーブとの逆転を起しているものの、より流動性の低いスペイン国債では、若干の影響しか出ていない。これは、PSPP と同時に行われている ECB の Security Lending Program<sup>10</sup> の影響と思われる。
- 流動性の低い長期の国債を購入<sup>11</sup>した資金は、短期の金融市場に回り、先の TLTRO との相乗効果により、図表3にあるようにベースマネーの上昇と M3 の上昇へと繋がっている

<sup>6</sup> ECB の公共部門の買取プログラムの制限は、一債務者の債務額の 33%。各発行ごとに 25%。また、残存満期は、2 年から 30 年までの買取を行う。

<sup>7</sup> ECB の制約条件での主要国の債券の加重平均デュレーション

<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

<sup>9</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>

<sup>10</sup> 購入した国債を Security Lending Program で市場に貸出すことで、流動性を高め」金利への影響を抑えているものと思われる。

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>

<sup>11</sup> 欧州銀行監督機構 (EBA) は、銀行による銀行勘定の金利リスクの管理強化策をこの 5 月に発表し、来年 1 月から実施する予定。また、バーゼル委員会も強化策を検討中。このため、ECB の PSPP は、銀行のバランスシートのリバランスにも寄与しているものと思われる。

る模様である。

#### 4. まとめ

- 前述のとおり、ECB による今回の PSPP は、TLTRO の実施と相まって、有効に機能しているように思われる。特に、流動性の低い資産を購入し、短期の資金を供給することで、短期金利を押し下げ、10年金利との差を広げ、結果的に、期待インフレを醸成する効果が出ているものと思われる。
- イールドカーブの変化と、M3 の変化を鑑みると、最終的には、貸出金の伸び率を見届ける必要があるものの、日本の量的緩和と異なり、その効果は徐々に表れているものと思われる。

以上

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
加入協会 日本証券業協会  
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター  
資本金 5億円  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 昭和24年7月  
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。