

ECB の資産購入プログラム-初期の評価-

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1956.en.pdf>

非技術的要約

2015 年に欧州中央銀行(以下、ECB)は、低インフレーションのあまりに期間が長引くリスクへ対処するために資産購入プログラム(以下、APP)を通じて、他の中央銀行とともに「量的緩和」の実施に参加した。APP は、既存の ECB の民間セクター資産購入プログラムをソブリンボンドの購入を含めることで広げた。本レポートは、APP が、ユーロ圏の経済において、金融政策のスタンスの更なる緩和に効果があったことを支持する結果を提供するものである。

それは、様々な資産価格における APP の経験的な評価で始まる。二つの結果が、この分析から得られている。第一に、プログラムは、2015 年 1 月 22 日の発表において明確な効果が生じた。第二に、そのような効果は、数か月持続し、もっと正確に言えば、標準的な金融政策の発表の場合とほぼ同じくらい持続することが推定される。

伝播するチャンネルに関しては、この証拠は、「資産評価」(あるいはポートフォリオ・リバランス)つまりデレシオンリスクの削減と銀行の資本の軽減効果というチャンネルの 2 つの点で矛盾しないものである。

デレシオンリスクチャンネルは、債券のリスクプレミアムが債券保有者の将来の期待されていない政策金利の変化のリスクへのエクスポージャー上増加することを仮定している。長期のデレシオンの債券は金利リスクにより敏感なため、よりリスクが高い。そのような債券に関する民間セクターでの保有を削減するため、中央銀行による購入は、デレシオンリスクへのエクスポージャーを削減し、イールドの低下へ導くであろう。一見したところでは、その検証結果は、この仮説と矛盾していない。つまり、プログラムの発表の後のイールドの下落は、満期が長い債券であれば、あるほど、より大きいものである。

資本の軽減効果のチャンネルは、APP に誘発されたソブリン債の価格が高くなればなるほど、銀行の債券保有の価値が上がることを確実にすることを通じ銀行に便益をもたらすであろう。このメカニズムは、資本軽減効果と呼ばれる。なぜなら、それは、資本注入と類似しているからである。このレポートの結果は、資本軽減効果のチャンネルを支持している。それらは、国債の大きなポートフォリオ内のシェアを有する銀行の株価が債券価格の上昇からより便益を得られたことを示している。

経験的な証拠は、さらに、「シグナリング(合図)」チャンネルとも整合的である。プログラムの発表後、将来の短期金利の市場期待が強まった。一方、インフレ期待は上昇する傾向があった。この複合的な効果はイールドカーブにおける下方シフトがインフレ及び GDP 成長に関する展望を悪化させる効果がなかったことを示唆している。

最後に、検証結果は、APP の導入は、ECB が ECB の価格安定目的により近づくよう長期のインフレ期待を導くことを助けたということを示唆している。長期のインフレ期待の動きは、価格安定が回復される期間の長さに関する民間セクターの不確実性によるかもしれない。不確実性は中央銀行の目標と整合性のある水準から長期のインフレ期待の逸脱を発生させることができる。APP の発表はそのような傾向を転換したことを表している。本レポートは、それゆえ、この効果を「リアンカリング」チャンネルと呼んでいる。

APP のマクロ経済上の効果を評価するために、本レポートは前述のアクティブ伝播チャンネルの一般均衡モデルに依拠している。モデルに基づく結果は、APP を実施していないという事実と反するシナリオと比較して、2015 年 1 月 22 日に発表された購入は、インフレーションと生産の両方をサポートすることに貢献したことを示唆している。マクロ経済の効果の観点で、プログラムは、標準的な政策金利において、概ね 1% の低下に匹敵すると推定される。

本レポートは、APP の履行と存在するリスクに関する考慮に関するいくつかの教訓で締めくくっている。

3 つの幅広い教訓はこの報告における分析から導かれる。第一に、与えられた購入資産の額に関して、マクロ経済的な便益はターゲットとされる資産のデュレーションが高ければ高いほど、より大きなものである。この教訓は、デュレーションリスクチャンネルへの直接的な示唆である。同様に、有効性は、社債の спреッドが投資可能なレバレッジの制約の範囲で、社債の購入を通じ強化されることができる。これらの教訓は、2016 年の APP の評価に広く整合的である。

第二の教訓は、資産購入のシグナリングチャンネルがフォワードガイダンスの強化された形態と有効に結合されることができるということである。資産購入の規模が大きければ大きいほど、は、将来のインフレ期待と生産成長における上向きの増加へ、成功裏に導き、より低い領域から保証されない名目金利の早期の持ち上げが保証されていないという考えを引き起こすというリスクをより高める。このような環境において、リフトオフのもっともらしい将来の日に関する明確なフォワードガイダンスは、QE タイプのプログラムの履行時に役立つであろう。

第三の教訓は、購入期間の終わりに、資産ポートフォリオを考慮する計画やその延長の条



件を含む、資産購入の将来の進展変化に関して、コミュニケーションが望ましいものであるということである。モデルベースのシミュレーションは、資産購入の影響は、プログラムのフェーズオフ(中央銀行の資産ポートフォリオが、可能な限り早急に処分される代わりに、クリフ効果を避けるためにロールオーバーされるというような)に関する市場に普及する過程に応じていることを示唆している。この観点から、2015年12月の政策委員会の決定(APPに基づき購入された証券の満期に支払われた元本は再投資すること)は、有効な情報となっている。

考慮するリスクに関して、報告書は、金融安定に関するAPPの悪影響の可能性とECBの資本損失の危険性に関して論じている。金融安定リスクが、銀行その他の金融機関に関する収益を圧迫することへ短期に導く、プログラムにより引き起こされたスプレッドの圧縮から発生する。報告書の結論は、この効果は、して余りある資本軽減効果のチャネルにより、概ね埋め合わせられた。しかしながら、金融上の安定リスクは注意深く継続的にモニターされる必要がある。

ECBに関する資本損失のリスクは、プログラムに基づき購入された民間セクターの資産の規模に制限を付けることで、阻止されることができそうである。そのようなリスクは、慎重に管理されるべきである。しかし、APPが経済の回復を強化することに成功し、ECBの価格安定の定義と矛盾しないインフレ水準に向かってより速いリターンを保証することで、それらが、発生する可能性は低い。

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。

本書このレポートは、2016年9月13日付けで欧州中央銀行が発出したWorking Paper Series『The ECB's asset purchase programme :an early assessment』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

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 03-5568-0011 三田証券株式会社 東京支店 法律部