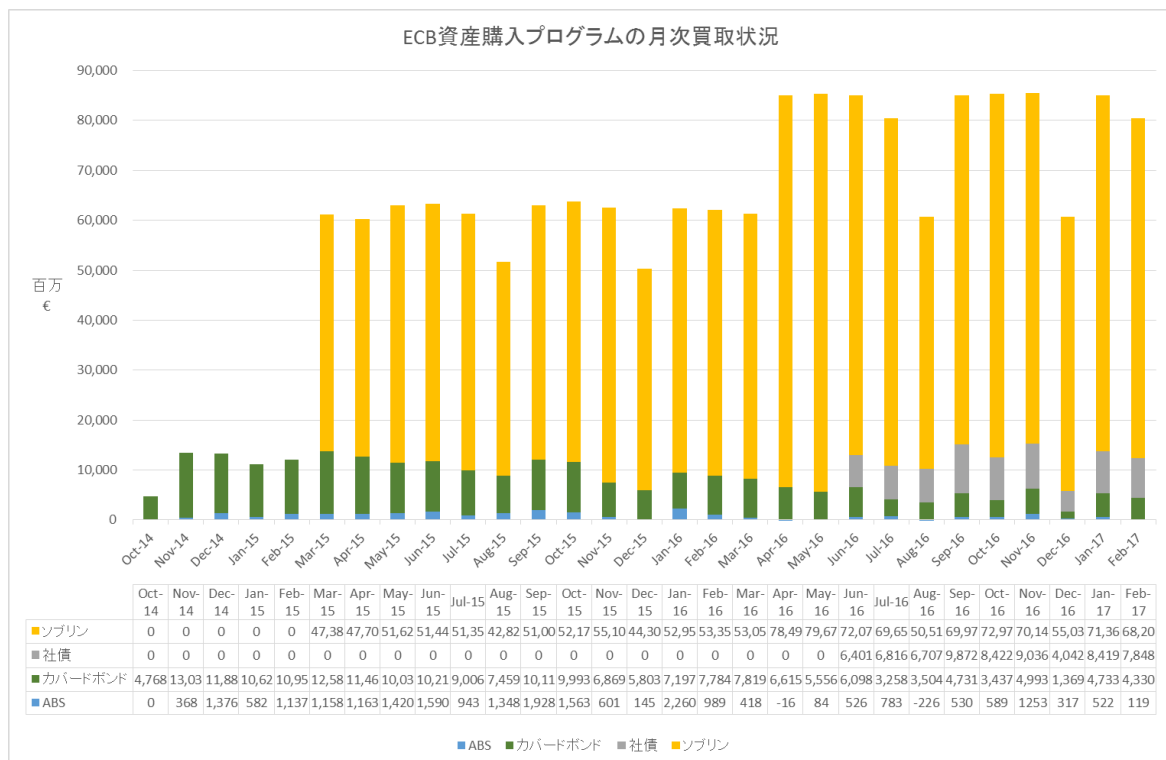


欧州中央銀行(ECB)による資産購入プログラムとその効果および今後の施策

1. はじめに

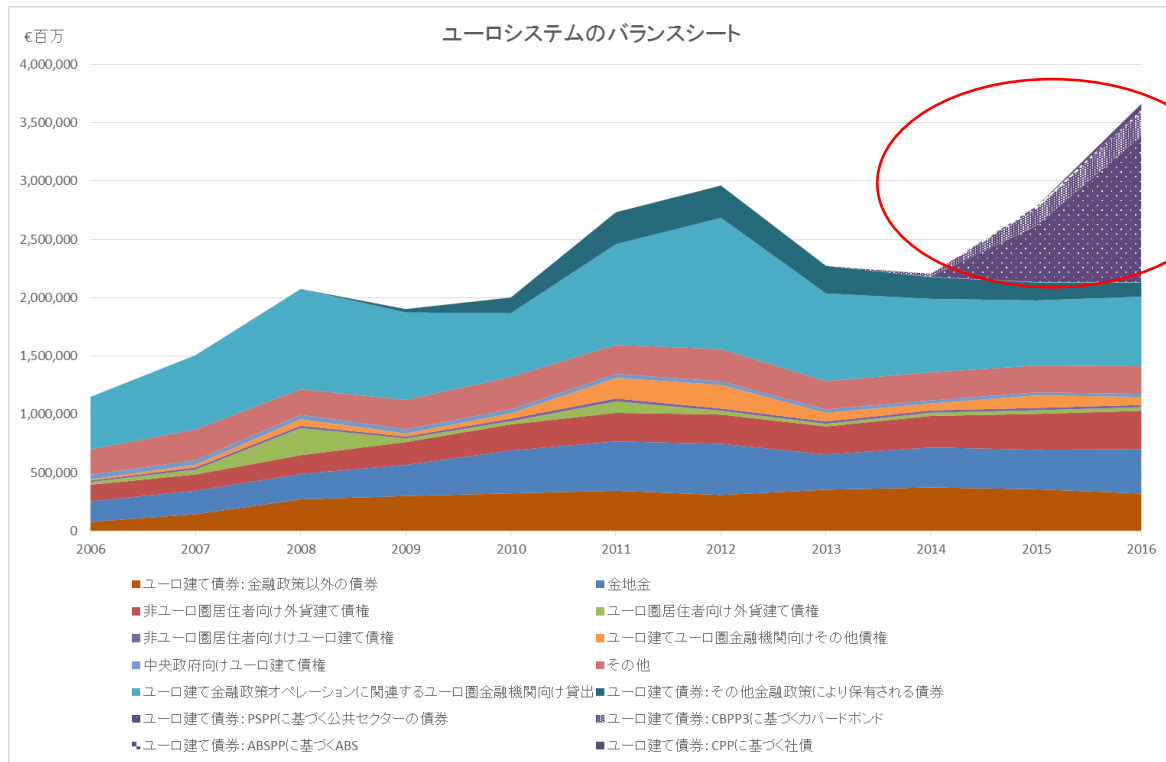
- ECB は、2014年9月に資産購入プログラムとして、ABS(ABSPP)とカバードボンド(CBPP3)の買取を開始する旨発表した。その後、2015年5月以降、公共セクターの債券の買取(PSPP)、2016年6月以降、社債の買取(CSPP)を開始した。
- 図表1は、資産購入プログラム(APP)での証券の購入の状況を示している。

図表1



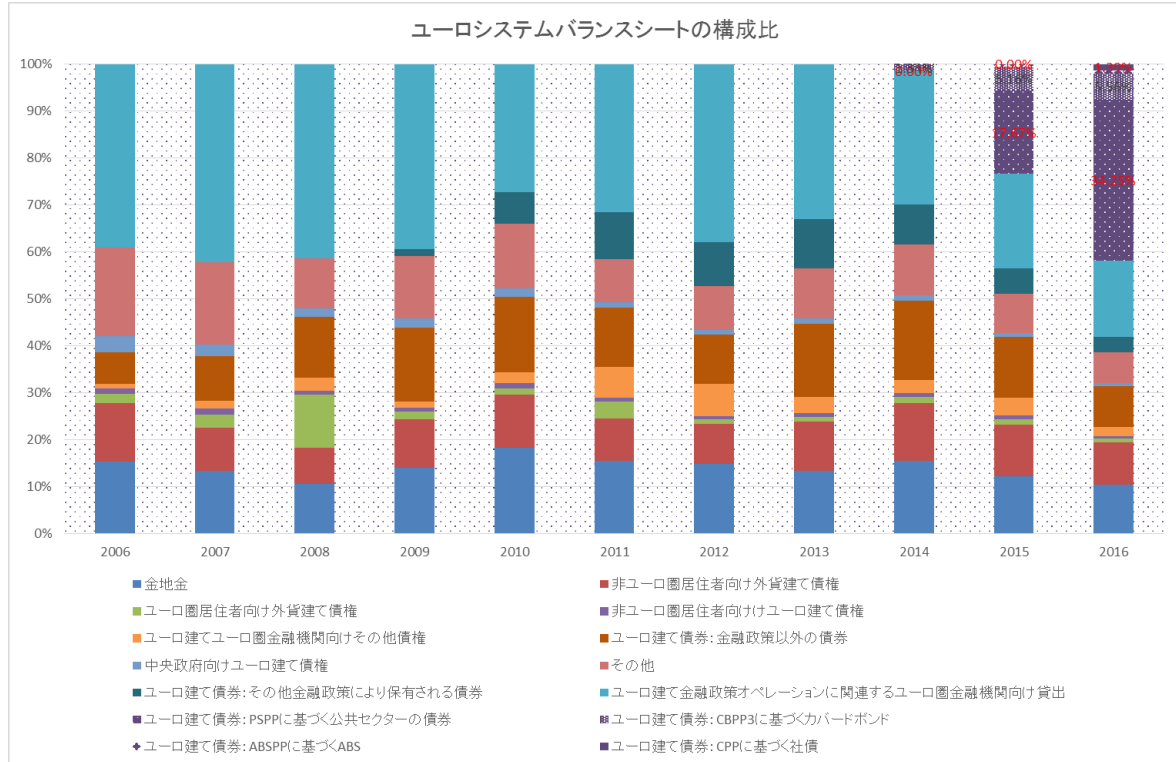
ECB 資料より作成

- この結果、ユーロシステムの APP により購入された債券の総額は、2016 年 12 月末で、1 兆 5,320 億ユーロ(180 兆円)となり、バランスシートに占める割合は、40%程度となっている。(図表2、3参照)
- 今回、ECB の量的緩和について、その効果と施策に関して検討してみることとする。



ECB 資料より作成

図表3



ECB 資料より作成

2. ABSPP の概要と買取

- 2014年10月から開始された ABSPP の内容は、図表2にある通りであり、2015年6月に、簡素かつ透明性が高く、比較可能性の高い基準(STS)基準¹を満たす新規の証券の購入を基本とする指針が出ている。
- 結果、2015年6月以降は、STS 基準を満たす ABS を購入しているものと思われる。

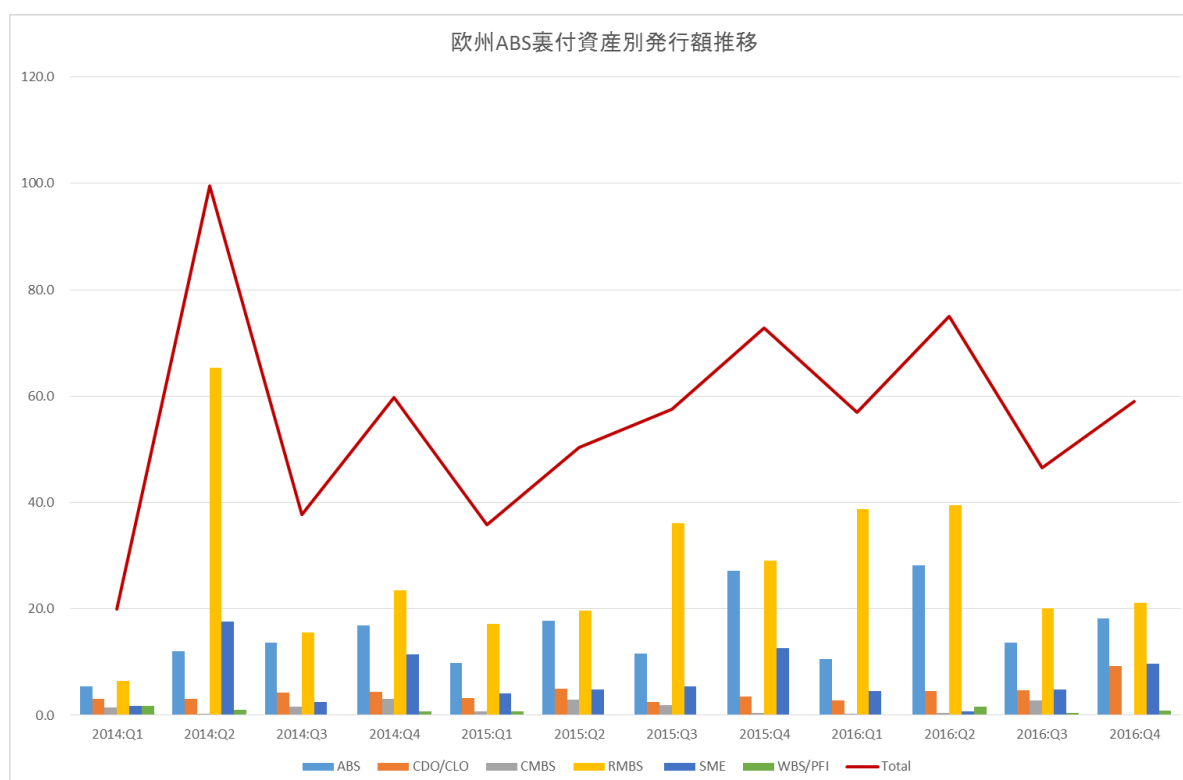
図表4

開始時期	2014年11月から
対象債券	● 発行・流通市場で、同一銘柄の7割を上限に購入。 ● 発行体が保有するリテンション部分に関しても、他の投資家へ売却されている場合は対象。 ● シニアトランシェと保証付メザニン 2015年6月の ABS の指針となる原則 ● STS 基準を満たす新規に発行された証券

ECB 資料より作成

- 図表5は、欧州の裏付資産別 ABS の発行額の推移を見たもの。総発行額は赤い線グラフで示されており、2015年以降400億ユーロから550億ユーロで推移している。

図表5



欧州フィナンシャルマーケット協会(AFME)資料より作成

¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/abspp-faq.en.html>

- このうち、ECB の適格債券を外形的な基準のみから試算すると、ABS、RMBS、SME、BBB 以上のもの（データの関係から A 以上のもの）、更に、発行額の 70% の上限の制約を一律に加えて算出²することとする。（図表6、7参照）

図表6ユーロ市場での ABS の発行額とオリジネーターによるリテンション

	2016:Q1	2016:Q2	2016:Q3	2016:Q4	2015:Q1	2015:Q2	2015:Q3	2015:Q4	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3	2014:Q4
ABS	10.5	28.2	13.7	18.2	9.9	17.8	11.6	27.1	5.4	12.1	13.6	16.8
ODO/OLO	2.8	4.6	4.6	9.2	3.2	5.0	2.5	3.5	3.1	3.1	4.3	4.3
CMBS	0.3	0.5	2.8	0.05	0.7	3.0	1.9	0.4	1.4	0.3	1.6	3.0
RMBS	38.8	39.4	20.1	21.1	17.1	19.7	36.1	29.1	6.5	65.4	15.5	23.4
SME	4.6	0.7	4.8	9.7	4.1	4.8	5.5	12.7	1.7	17.6	2.5	11.4
WBS/PFI		1.6	0.5	0.8	0.8				1.8	1.0	0.2	0.8
Total	57.0	75.0	46.5	59.0	35.7	50.3	57.6	72.8	19.9	99.5	37.7	59.8
	2016:Q1	2016:Q2	2016:Q3	2016:Q4	2015:Q1	2015:Q2	2015:Q3	2015:Q4	2014:Q1	2014:Q2	2014:Q3	2014:Q4
Placed	14.5	29.3	21.5	31.1	20.2	28.7	18.6	15.7	14.6	19.6	19.6	24.3
Retained	42.5	45.7	25.0	27.9	15.6	21.6	39.0	57.0	5.3	79.9	18.1	35.5
Total ²	57.0	75.0	46.5	59.0	35.7	50.3	57.6	72.8	19.9	99.5	37.7	59.8

出典：AFME

図表7ユーロ市場での格付け別発行額

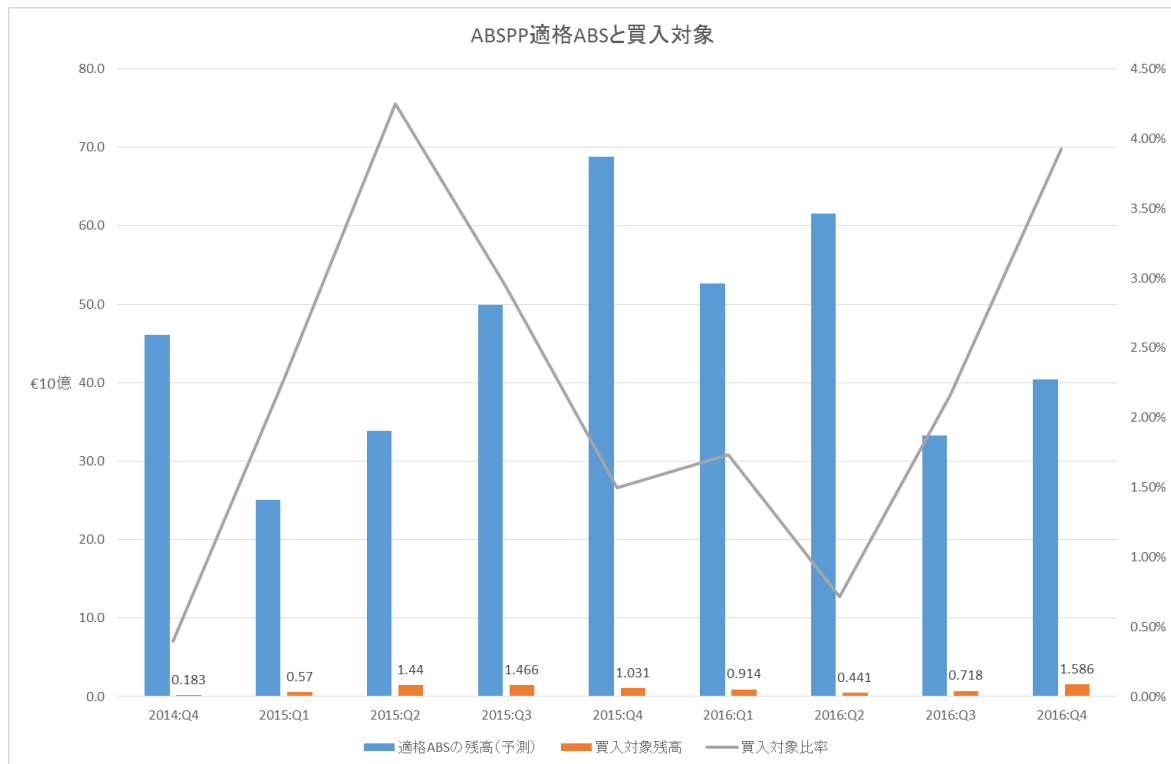
	2016:Q1	2016:Q2	2016:Q3	2016:Q4	TOTAL
AAA	21.7	47.5	18.6	25.5	113.3
AA	4.5	7.2	5.2	9.8	26.6
A	20.0	6.0	9.6	9.2	44.8
BBB & Below	4.7	3.0	3.1	3.8	14.6
Not Rated	6.2	11.3	10.0	10.7	38.3
European Total2	57.0	75.0	46.5	59.0	237.6

	2015:Q1	2015:Q2	2015:Q3	2015:Q4	TOTAL
	24.4	17.2	16.4	33.5	91.5
	1.7	11.6	25.2	14.1	52.6
	4.9	7.4	6.0	10.7	29.1
	2.1	4.5	1.9	4.0	12.6
	2.6	9.6	8.1	10.4	30.7
	35.7	50.3	57.6	72.8	216.4

出典：AFME

- 上述の外形的な基準を、マーケットの発行状況に応じてあてはめて算出したものが、図表8になる。毎四半期400億ユーロ程度の対象となりうる債券の発行があるものの、実際にABSPPで買い入れている金額は、平均でその2%程度となっている。STS要件に求められる質的な条件を満たすものが少なく、買入が伸び悩んでいる可能性がある。

² なお、オリジネーターに保有されているものも、市場と同様の比率で適格となりうる債券が存在すると仮定して対象としている。



ECB 資料より作成

3. ECB の金融政策とユーロ圏の金融経済状況

- ECB は、2016年12月の政策理事会において、以下の決定を行った。(図表9)

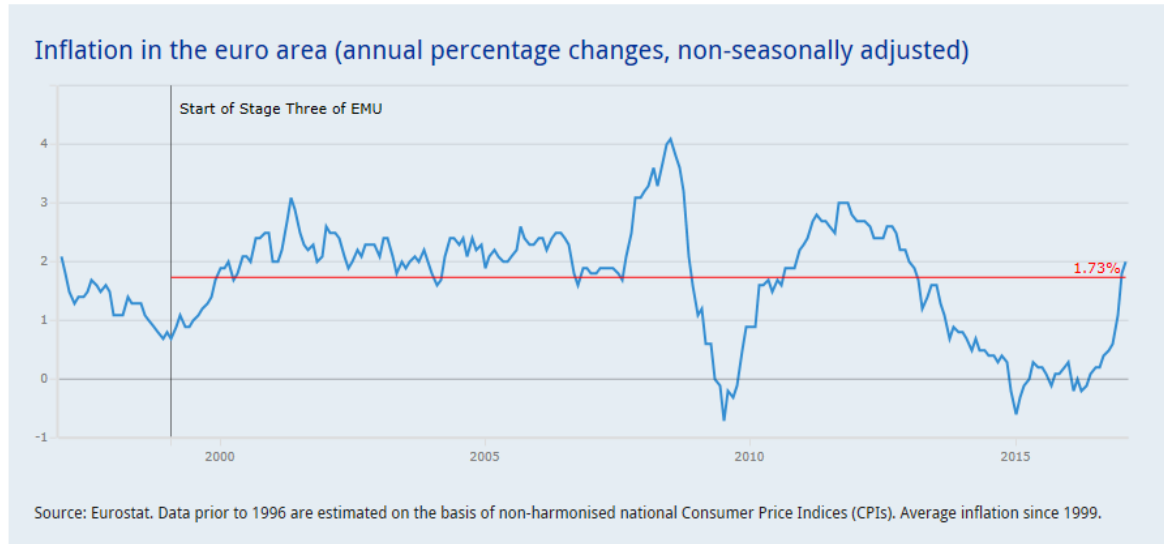
図表9

	内容
政策金利	変更なし(預金ファシリティ金利-0.4%)
資産購入プログラム (APP)	● 期間の延長(2017年3月から2017年12月(9ヵ月)) ● 月次購入額の縮小 2017年3月まで毎月800億ユーロ 2017年4月から12月は、毎月600億ユーロ ● インフレ見通しが下振れした場合、又は金融市場の状況がインフレ見通しの達成と整合性でなくなった場合、APP の規模と期間を拡大
買入対象債券の変更	● 公共セクターに関しては、残存満期を従来2年から30年としたところを1年から30年に ● 購入下限金利の撤廃 預金ファシリティ金利を下回る利回りの債券も必要に応じて購入

ECB 資料より作成

- これは、足元のインフレ率(図表11)が2016年秋以降上昇傾向となったとともに、期待インフレ率(図表12)も同様に上昇傾向を示したことで、今後、外的要因により発生しうるリスク(欧州の選挙やトランプ政権の政策)に対応するため、量的緩和のバッファーを残そうとしたものであろう。
- 同時に、買い入れ債券の満期の制約と、下限金利の撤廃の結果、市場でいわれていた「ECB の購入債券の不足懸念」は解消することとなった。

図表11: 欧州インフレ率(HICP)の推移



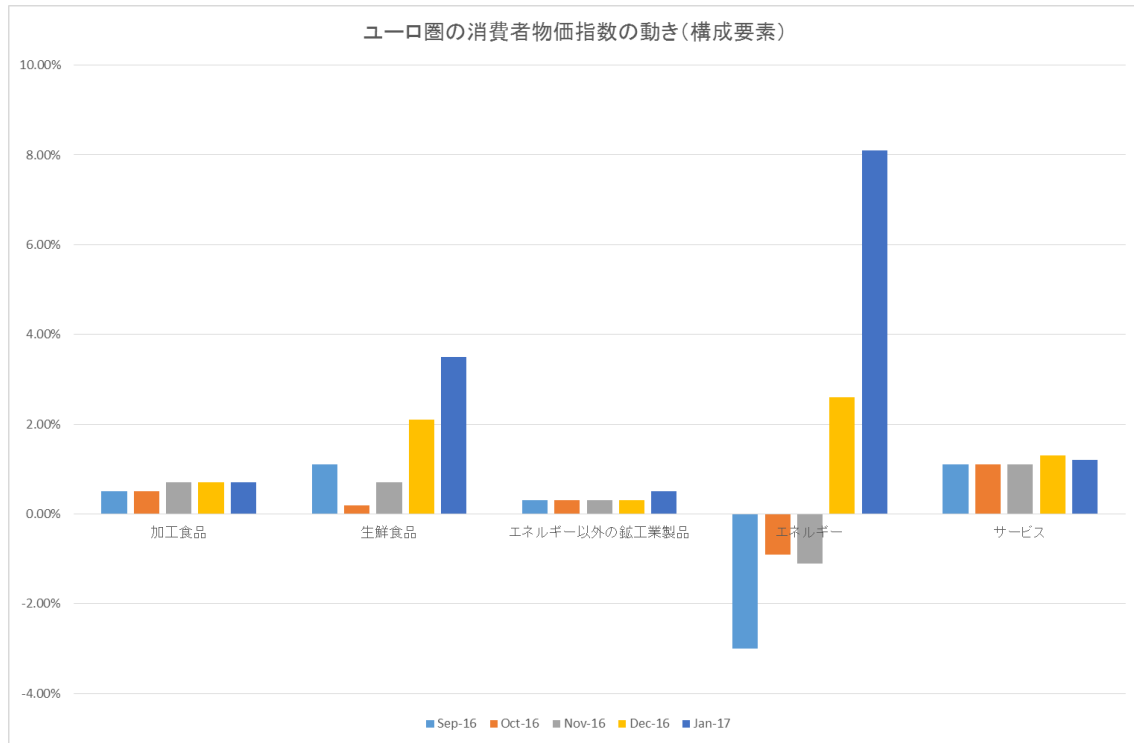
出典: ECB

図表11: 欧州期待インフレ率の推移



出典: Bloomberg

- 直近の欧州のインフレ率の状況を見ると、今年に入ってから、足元のインフレ率(図表11)は、急上昇しており、2017年1月の HICP は、1.8%、2月は ECB の政策目標である 2% の水準となった。また、期待インフレ率を見ると昨年 12 月まで、上昇が続いていたものの、1 月以降伸びなやみ、2 月の後半から下降に転じ、1.7%程度となっている。



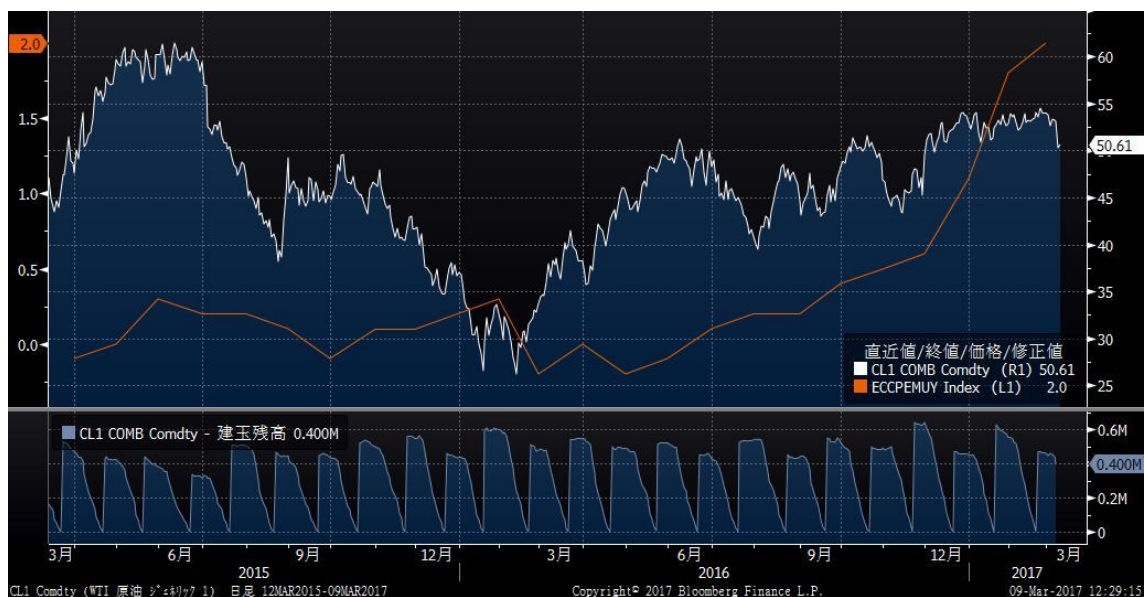
ECB 資料より作成

- インフレの要因を見ると、エネルギーと生鮮食品の価格上昇が大きく起因している(図表13)。エネルギーの主たる構成要因である原油先物の価格を WTI で見てみると、2016 年 3 月以降上昇し、6 月以降、\$50 程度の水準となっている(図表14)。これに合わせ、欧州のインフレ率も上昇している。これは、ECB の 3 月の理事会後のドラギ総裁の発言³を裏付けている。
- 更に、国別の状況を見ると、ベルギー、バルト3国、スペイン、ルクセンブルグ、ドイツは、欧州の平均を上回るインフレ率となっており、反対に、ポルトガル、イタリア、ギリシャ、キプロス、アイルランドは、平均以下となっており、EU 域内で、インフレ率のばらつきが発生している。特に、アイルランド、ギリシャ、イタリア、キプロス、スロバキア、ポルトガル、スロベニアの6か国は、不良債権処理の遅れている国であり、これらの国で、インフレ率が低い状況となっている。(図表15)
- 消費目的別インフレ率を見てみると、インフレ率がユーロ圏の平均値を上回っている、スペイン、ドイツでは、ほとんどの分野でインフレ率が上昇しているのに対し、平均値を下回っているフランス、イタリア、アイルランドでは、エネルギー以外の分野で、ユーロ圏の平均値を下回るとともに、デフレの分野も平均値を上回る国に比較し多くなっている。

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/is170309.en.html>

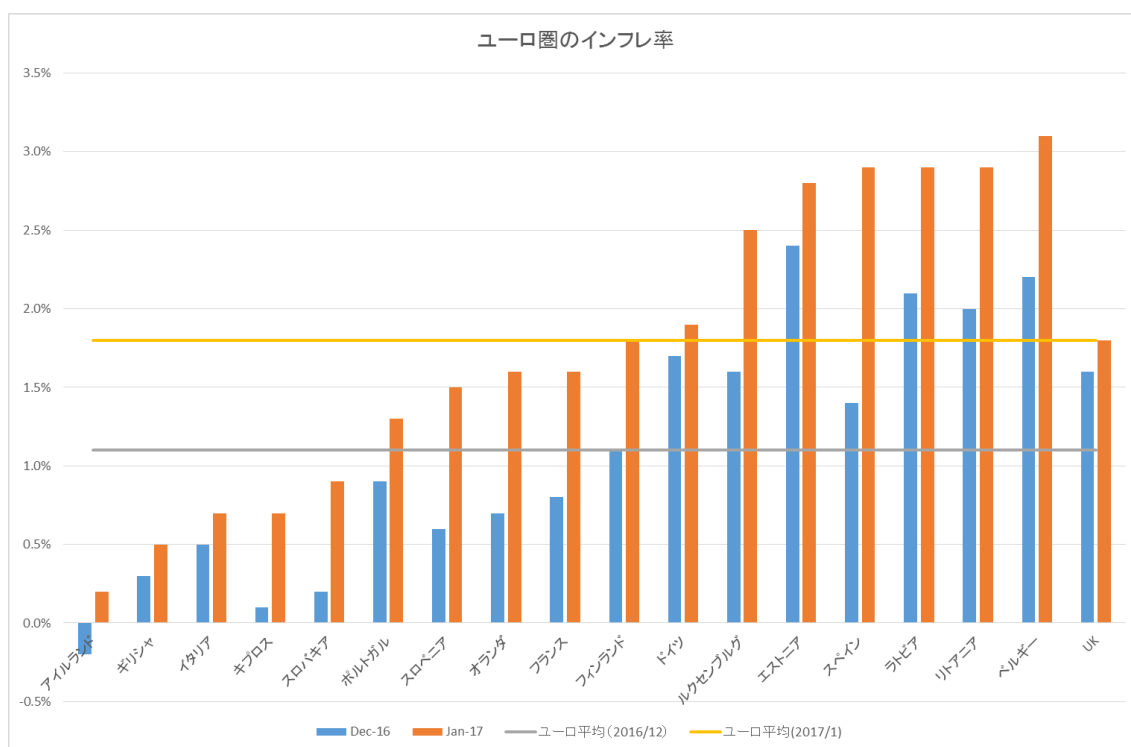
「2%に近づいているインフレ率は、主に、生鮮食品とエネルギー価格の上昇に強く影響を受けている。」

図表14: WTI 指数の動向と欧州のインフレ率



出典: Bloomberg

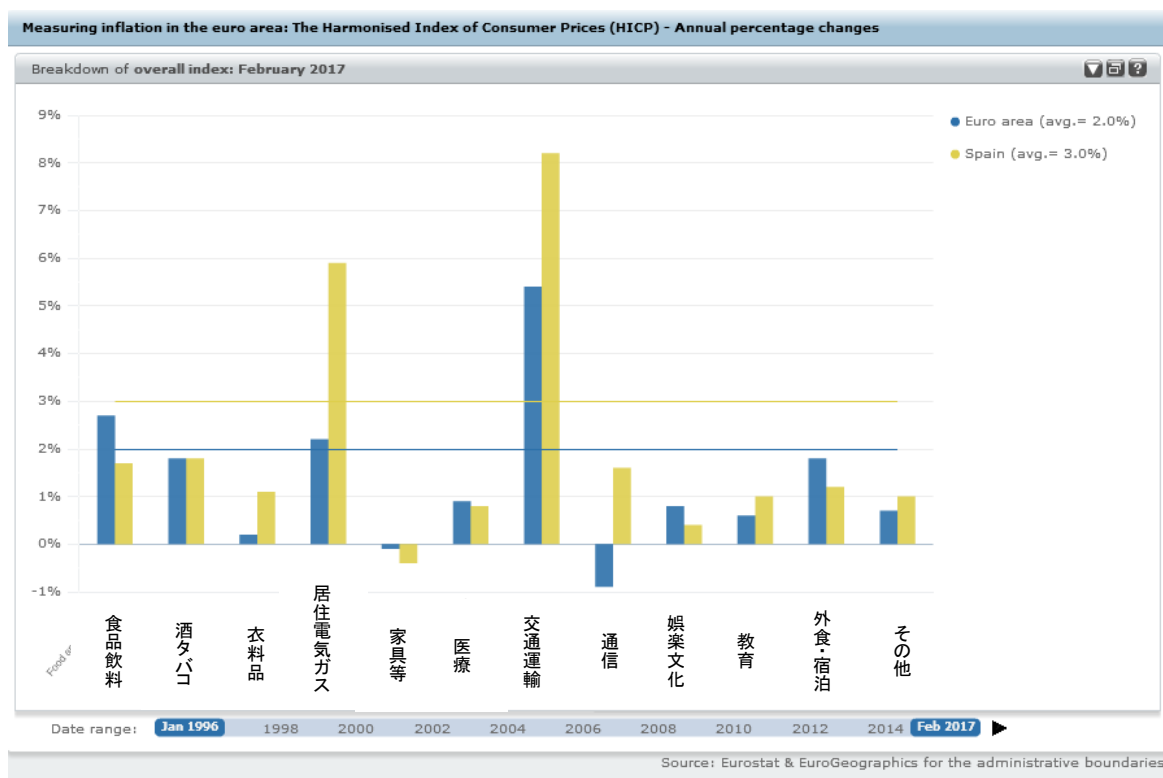
図表15



ECB 資料より作成

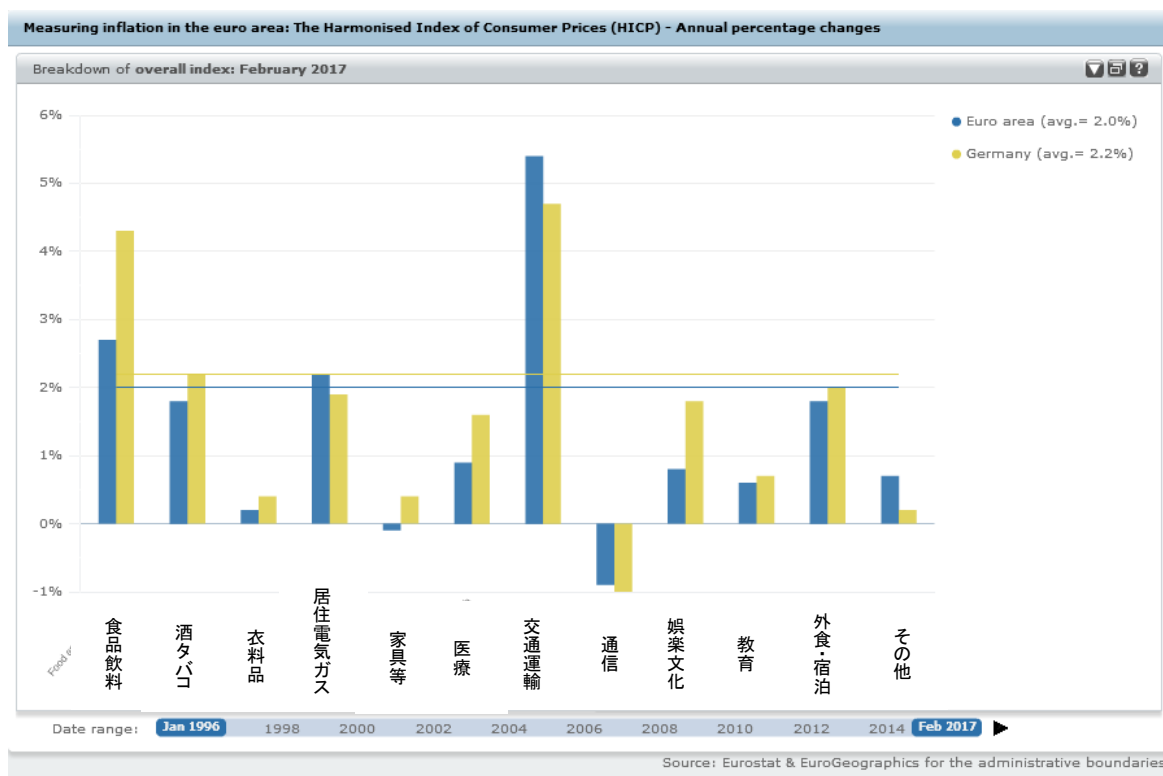
- このように、EU 内のインフレ率は、ドイツ、スペイン等のインフレ率が平均を上回る国では、物価が、エネルギーに依拠する物を含め多くの分野で上昇しており、インフレ基調が出てきている。一方、インフレ率の水準が平均値より低い国では、エネルギーに起因する以外の分野のインフレ水準は低く、インフレ基調を伴うとまでは言えないと思われる。

図表16:スペインの消費目的別インフレ率



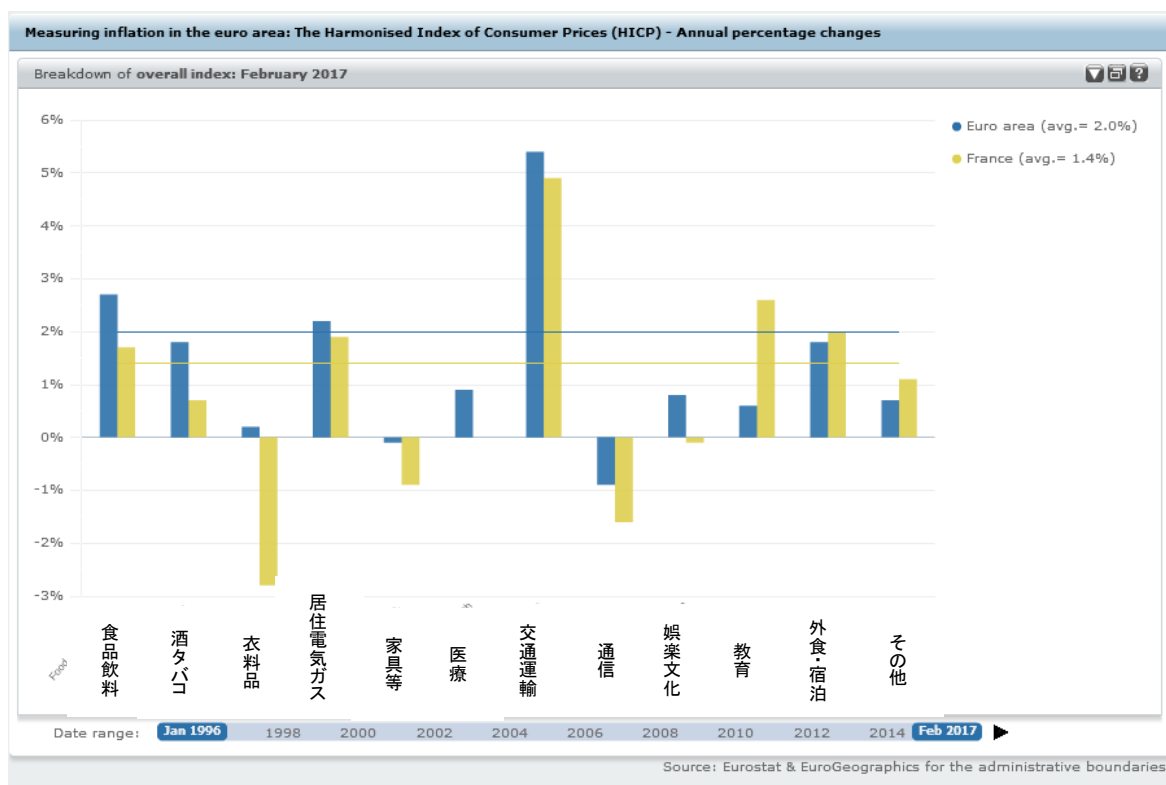
出典: ECB

図表17:ドイツの消費目的別インフレ率



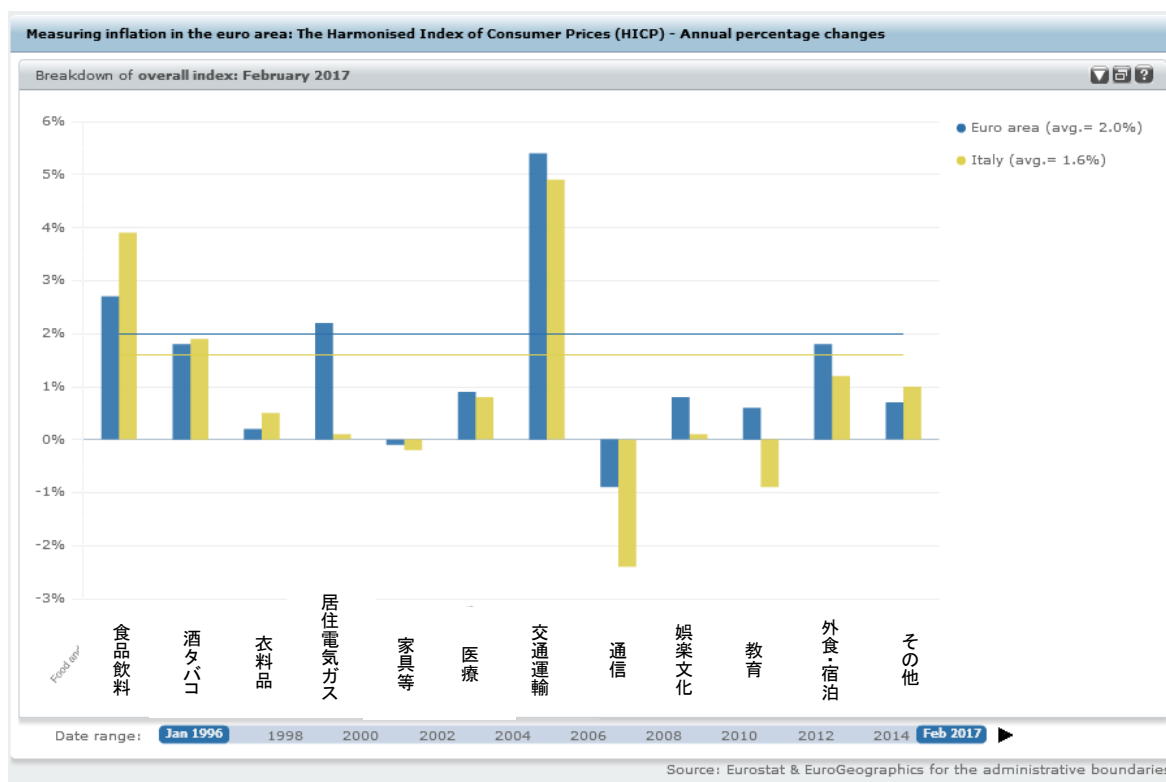
出典: ECB

図表18: フランスの消費目的別インフレ率



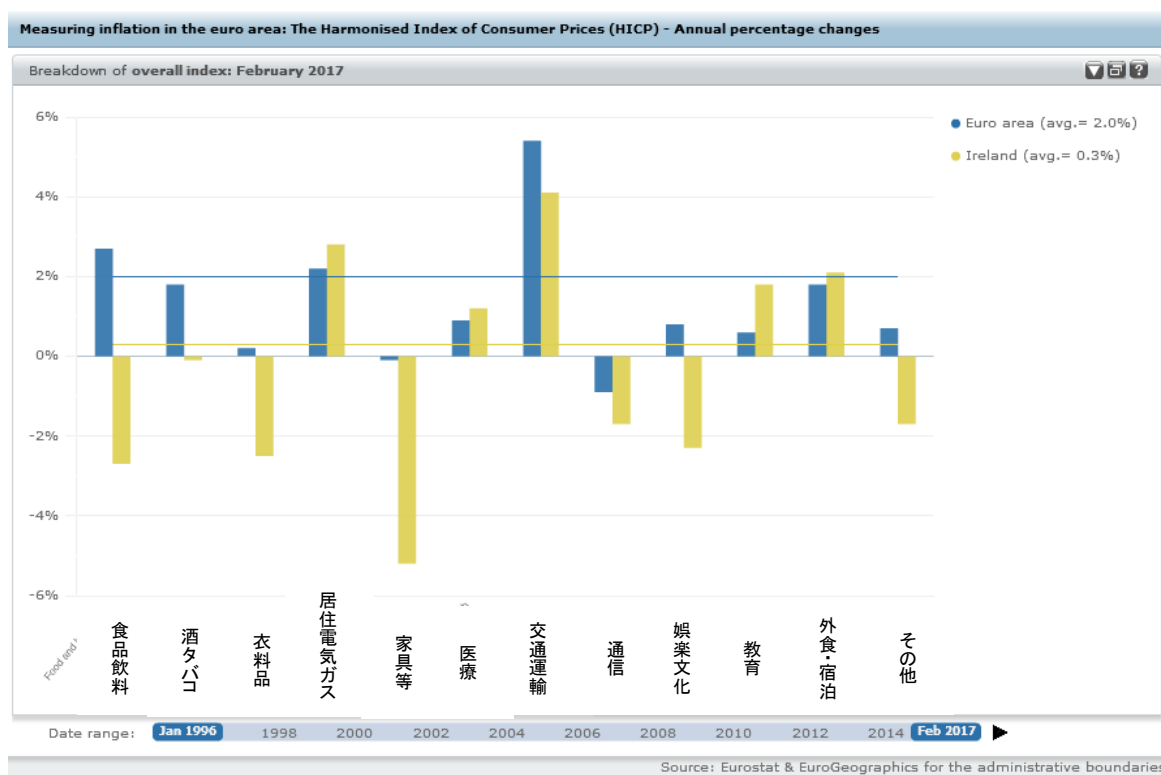
出典 ECB

図表19: イタリアの消費目的別インフレ率



出典: ECB

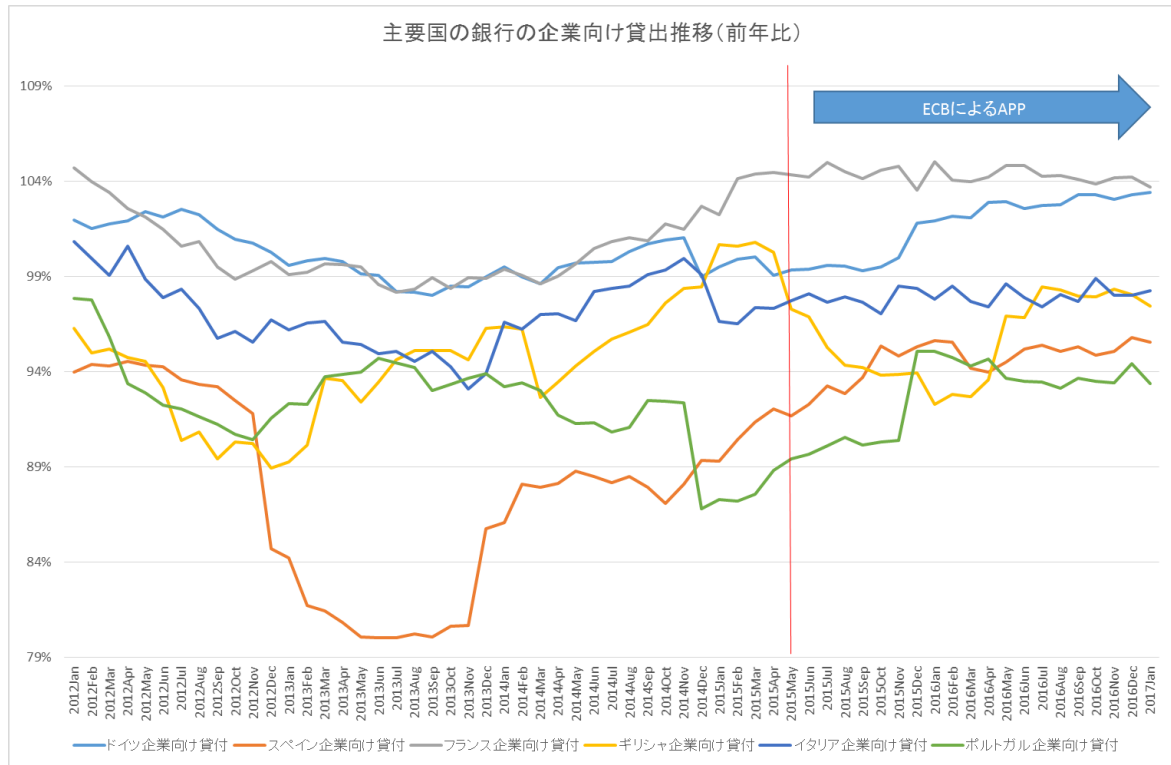
図表20: アイルランドの消費目的別インフレ率



- 結果、ユーロ圏では、インフレ率を抑える金融引き締めが必要な国と、金融緩和が必要な国とに、分かれる状況となっている。欧州は、統一通貨ユーロを使用しているため、各国の中央銀行が、その国の経済状況に応じて、独自の金融政策をとることが不可能であり、ECB による統一的な金融政策のみで、状況をコントロールすることは難しい状況と言えよう。
- これに対し、ECB の金融緩和の信用創造の効果を見ると、ECB の流動性の供与が、銀行を通じた貸出⁴を通じて実体経済に流れて初めて、信用創造がなされ、景気が刺激される。この点、ECB による銀行貸出調査⁵を見てみると、貸出条件は、ドイツ、フランス、オランダでは、緩和傾向となっているのに対し、イタリア、スペインでは、リスクの高い貸し出しのスプレッドが広がっている。スペインは、リスクをとりすぎていることから、与信基準が厳しくなっている。一方、イタリアでは、貸出の競争が低下しているものの、ファンディングコストの上昇と、バランスシートの制約により、与信基準が厳しくなっている。
- 結果的に、スペインでは、好況な経済の結果、銀行貸し出しが徐々に回復しているのに対し、イタリア、ギリシャ、ポルトガルでは、金融危機以降、ほとんど貸し出しが伸びていない。特に、イタリア、ポルトガルは、ECB の量的緩和以降も、ほとんど変化がみられない(図表 21)。

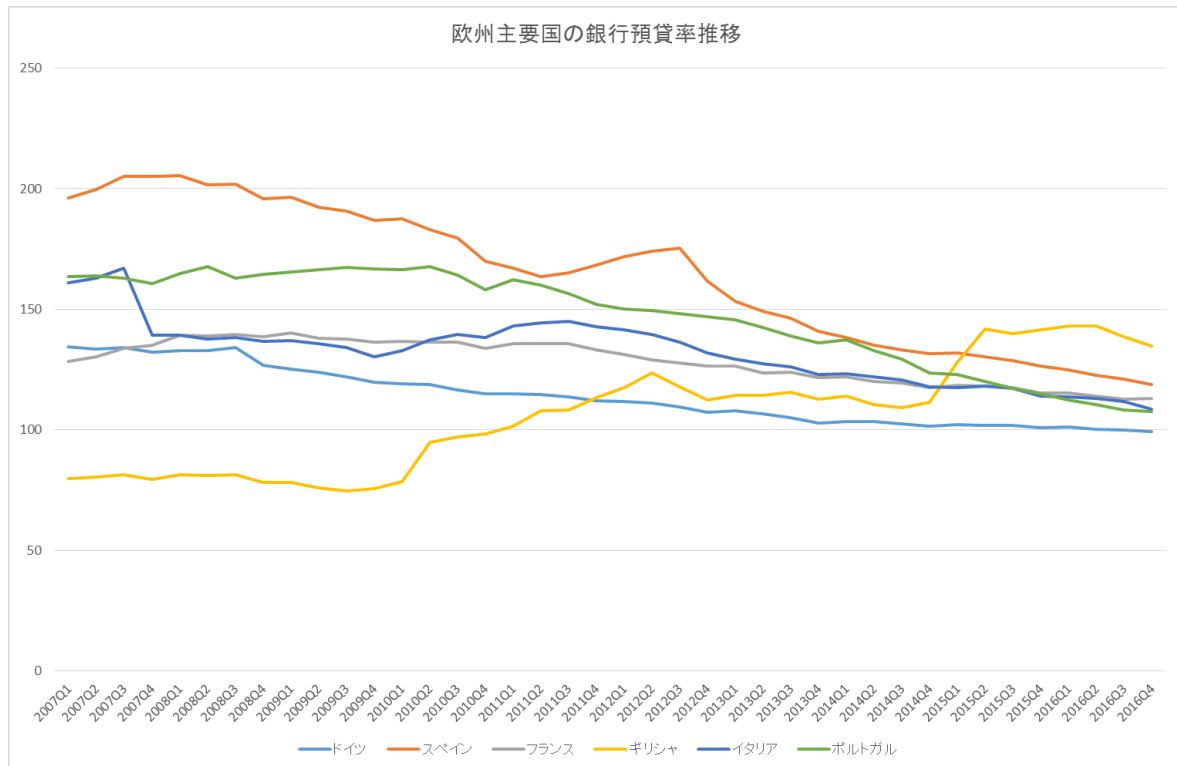
⁴ 日本の間接金融、直接金融の比率は、36:64、欧州は、32:68、米国は 8:92

⁵ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html



ECB 資料より作成

図表22



ECB 資料より作成

- 銀行の預貸率を見ると主要国のほとんどで、預貸率100%を超えているものの、スペインでは2012年に行われた不良債権処理以降、急激に預貸率の低下がみられる。ドイツ以外の

国では、預貸率の低下がみられず、100%を超過している。特に、イタリア、ポルトガルでは、貸出の伸びが落ち込んでいるにもかかわらず、預貸率が安定していることから、バランスシートに不良債権が滞留していることが見受けられる。

4. まとめ

- 上述のように、EU 圏では、金融緩和の効果が、国によって異なり、その原因は、銀行システムにある。特に、量的緩和以降銀行貸出に変化がない国(イタリア、アイルランド、ギリシャ、ポルトガル)においては、不良債権問題が銀行貸出の足かせになっており、この問題を取り除かなければ、ユーロ圏全体で、有効な金融政策を実施できないことが認識されている。
- このため、ECB 及び EBA は、欧州版の整理回収機構(AMC)を作り、不良債権処理を行おうと試みている。この青写真の中で、AMC は、買い取った不良債権を市場で売却することにより、最終処理を行うこととしている。この手段として、国等による保証を付与した証券化を活用することも検討している。これが実現した場合、対象となる ABS は、STS 基準を満たすこととなるため、ECB の ABSPP の対象となる。前述の通り、現時点の ABSPP の買い取り枠は余裕があり、金融政策の一つの手段になりえるものと言える。
- 今後、ユーロ圏の平均的なインフレ率が上昇し、一部の国では、想定以上に好況感が出てくる状況も考えられる中、ECB は、より難しい金融政策の運営を行っていくこととなる。このような状況下、より、信用緩和を域内で進めるためには、単に、プロポーショナルに国債を購入することから、政策手段の変更を行っていく可能性があるのではないかと考えている。特に、銀行セクターの不良債権問題を背景とした地域ごとの経済状況の違いを修正し、統一の金融政策で域内の経済状況をコントロールしようとするためには、AMC の設立とそれを経由した、銀行への資金供給という手段は非常に重要な位置づけとなるものと思われる。
- 仮に、AMC 経由国の保証を受けた ABS を購入する場合、ECB は、エクスポージャーの観点から、保証を行う国の国債購入量を落とす可能性もある。この結果、不良債権処理を行う国の国債の利回りは、一時的には、上昇することが考えられる。但し、国債購入を抑えることで、結果的に、自然に買取額が減少し、国債の償還に任せることで、テーパリングの効果を発揮してくるものと思われる。ANC を通じて不良債権処理を行う結果、各国間の格差がなくなれば、ECB の望む EU 域内のコンバージェンス(収斂)が達成でき、その結果、各国間の国債の金利は、APP による恣意的な金利体系から、格付けに応じた金利体系に移っていくと思われる。
- 欧州各国の金利に関しては、引き続き、ECB と EU の政策に関して注視していくことが重要と思われる。

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になります。

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もありません。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。