

2015/03/13 08:01

◎【円債投資ガイド】ECBの真意とは＝日本総合研究所・河村氏（13日）

河村小百合・日本総合研究所調査部上席主任研究員＝去る3月9日、欧州中央銀行（ECB）は、「資産買い入れの拡大（expanded asset purchase programme）」のオペレーションを開始した。これは、本年1月22日の政策委員会で導入を決定したものだ。日本国内では、「ユーロ圏では、原油相場の下落もあってデフレ傾向が強まっているがゆえ、ECBもついに、日銀と同じ『量的緩和』の実施に追い込まれた」という論調が主流のようだが、本当にそうなのだろうか？

これまでのECBの政策運営を振り返ってみよう。ユーロ圏の物価情勢が芳しくない点は、2014年初頃から真剣に懸念されるようになっていた。ユーロ圏の場合、債務危機を経て、重債務国を中心に、財政調整圧力が強く作用した点も物価を下押しする結果となった。これに対してECBは、欧州の金融システムが、米国とは異なり銀行中心のものであること等を主な理由に、米英日の中央銀行が実施したようなLSAP（大規模な資産買い入れ、通称「量的緩和（QE）」）に飛びつくことはせず、14年6月以降、まず欧州の特徴に即した、銀行中心の金融仲介システムの活性化を企図する新たな政策手段を次々と打ち出してきた。ターゲット長期リファイナンス・オペしかり、カバード・ボンドの買い入れオペしかり、ABSの買い入れオペしかりだ。

ただし、その後もユーロ圏の物価情勢はなかなか好転せず、同年秋口からECBの首脳陣は、資産買い入れの対象に国債を含めることも排除しないスタンスを徐々に明らかにしていたが、2015年入り後、それをついに実施した、ということだろう。実際、ドラギ総裁は3月5日の政策委員会後の記者会見で、今回の措置が「14年6月から打ち出してきた一連の政策シリーズの一環のもので、その最後の手段である」ことを明確に述べている。

ECBの場合、今回、対象に新たに各国債を加えた合計で月600億ユーロのペースでの買い入れを開始したが、その際に想定している効果の発現の経路も、これまでの考え方と一貫している。ドラギ総裁は1月22日の政策委員会後の記者会見で、「今回の措置は、民間銀行に新たな貸し出しの余力を増強しようとするもので、ユーロシステムの場合、いわゆる『超過準備』に適用される預金ファシリティ金利はマイナスに設定されていることから、民間銀行側には、これを超過準備に預けてよしとはせず、企業向け等の貸し出しに回す強いインセンティブが作用するはずである」と述べている。

このようなECBの考え方と、マネタリーベースを金融政策運営の目標に掲げ、補完当座預金金利に0.1%の付利をしてまで、マネタリーベースの積み上げに心血を注いでいるように見える日銀の政策運営スタンスとの間には、大きな落差があることは明らかだろう。わが国では、QQEの開始以来、民間側は財務省理財局の国債入札で落札した国債を、翌日の日銀のオペで売りに出す「日銀トレード」が活発に行われていると指摘されて久しい。民間銀行側は、手元にある潤沢な余剰資金を、0.1%の利息が得られる日銀の補完当座預金に「超過準備」として預ければ、何とかさやばは抜ける、という

面もあるようだ。しかし、そのような取引が、わが国の実体経済活動の押し上げに果たしてどれほどの意味があるのだろうか、と感じるのは筆者だけであろうか？

いかなるルールの下で国債を買い入れるのかについても、日欧中央銀行のスタンスの差は大きい。ECBの場合は、条約上の制約に加え、おそらく国債市場における市場流動性の確保や各国の財政運営上の規律への影響に配慮してのことであろうが、“*issuer limit*（発行者上限）33%”、“*issue limit*（銘柄上限）25%”を設定し、この制約のもとで国債買い入れオペを進めることを明らかにしている。これに対して、日銀の本年1月下旬現在の公表データから、日銀が買い入れた国債の年限別にみた発行残高に対する保有シェアを試算すると、2年債は約40%、5年債は約42%、10年債は約33%、20年債は約23%という具合だ。

個別銘柄ごとに見ると、ECBの上限の25%はおろか、5割を超える銘柄も続出している。これでは、市場によるフェアな国債価格の発見機能が発揮されることは望めない。政府の財政規律にも既に影響が出ているようにみえなくもない。

このようにみると、今回ECBが打ち出した「資産買い入れの拡大」は、日銀や他の中銀がこれまで実施してきたようなLSAPとは、相当に異なる考え方に基づくものであることは明らかだろう。ちなみにECBの首脳陣は誰一人として、今回の政策を、「量的緩和（QE）」であるとは一言も言っていない。またFedの首脳陣も、これまで実施してきた米国債やMBS等の多額の買い入れについて、「QE」という呼称は自分たちでは決して使わず、「LSAP」と称している。これは、日銀が2001～06年に行った「量的緩和」とは異なる政策であることを明確にするためだ。

ただしECBは今回、この「LSAP」という呼称を使うことすらも慎重に避けているようにもみえる。今回開始した各国債や欧州機関債の買い入れは、「公共セクター買い入れプログラム」（PSPP: *public sector purchase programme*）というのがECBの正式名称だ。

ECBのコンスタンシオ副総裁は、2月の「米国金融政策フォーラム」において、LSAPによるリスクや潜在的なコストとして、以下の5点を明確に指摘している。すなわち、①中期的なインフレーションのリスク②出口戦略と中央銀行が損失を被る可能性③高いレバレッジやイールドを追求する動きによる金融の安定に対するリスク④低金利下で金融機関のリスク管理が潜在的に緩いものとなるリスク⑤資産効果と格差の拡大である。

金融危機以降、LSAPを実施してきた各中央銀行は、日銀に限らないが、「国債の買い入れ残高を銀行券の発券残高見合いまでにとどめる」という「銀行券ルール」を早々に放棄し、これを大きく逸脱した政策運営を行ってきたがゆえに、先行き「出口」ないし「正常化」の局面に入れば、場合によっては金融政策運営上、そして中央銀行としての財務運営上の大きな困難に直面せざるを得なくなるものとみられる。巨額の超過準備が残存するがゆえに、それが市場金利の引き上げ誘導を図るうえで障害となりかねないのだ。

この点をFOMCは真剣に心配してこれまでに何度も議論を重ね、その概要をMinutes（議事要旨）の公表を通じて、正直に米国民に明らかにしている。他方、ユーロシステムの場合は、保有する国債等の残高は、銀行券の発券残高を大きく下回っており、まだ相当な余裕がある。ECBとしてはおそらく、他中銀の「LSAP」に実態上相当するほどの政策運営を行うつもりはないのかもしれない。すべては周到な計算済みで、「銀行券ルール」を簡単に放棄して、先行きの出口局面で金融政策運営上のコントロールABILITYを損なうような政策運営にまで踏み込むつもりは、恐らくECBにはなく、その点が担保されたからこそ、1月22日の政策委員会において、今回の新たな政策プログラムの金融政策運営上の手段としての有効性に関しては、ドイツ連銀を含め、全会一致で賛成となったのではないか。

このように、今回、ECBが打ち出した「資産買い入れの拡大」は、他の中銀によるLSAPないしいわゆる「量的緩和」、とりわけ日銀のQQEとは、政策運営上の考え方が相当に異なるもののようだ。現地では早くも、この新たな国債の買い入れオペに、果たして民間側がどの程度応札するのかを疑問視する声や、今回の政策の効果は、実際にオペが開始されてからよりも、その決定がなされるまでの市場の期待が高まっていた時期における部分の方が大きかったのではないか、という皮肉な見方すらきこえてくる。

今後、この政策が実際にどのように運営され、推移していくのか、欧州における金融仲介活動がどのように推移し、物価情勢にどのような影響が及んでいくのかを注視していく必要がある。（了）

[\[/20150313NNN0046\]](#)

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved