

2018年6月18日

MURC Focus

ECB、量的緩和を年内終了へ

～ 利上げは来秋以降と事実上確約

調査部 研究員 土田 陽介

欧州中央銀行（ECB）は6月14日、今年4回目となる金融政策理事会を開催し、いわゆる量的緩和（QE）政策に相当する資産買い取りプログラム（APP）を年内で終了すると決定した。またECBは、現状の政策金利水準を来年夏まで維持すると決定し、利上げは来秋以降になることを事実上確約した。以上の決定はユーロ相場を上昇させるには至らず、また時間軸を明示したことから来秋以降まで金融政策の機動性を失ったため、ユーロは先行き弱含みで推移する見通し。

（1）ECBが年内の量的緩和終了を発表

欧州中央銀行（ECB）は6月14日、今年4回目となる金融政策理事会を開催し、いわゆる量的緩和（QE）政策に相当する資産買い取りプログラム（APP）を年内で終了すると決定した。具体的には、ECBは9月まで月間300億ユーロの金融資産を購入し続けた後、10月以降は月間150億ユーロに減らし、12月で打ち切る方針を示した（図表1参照）。

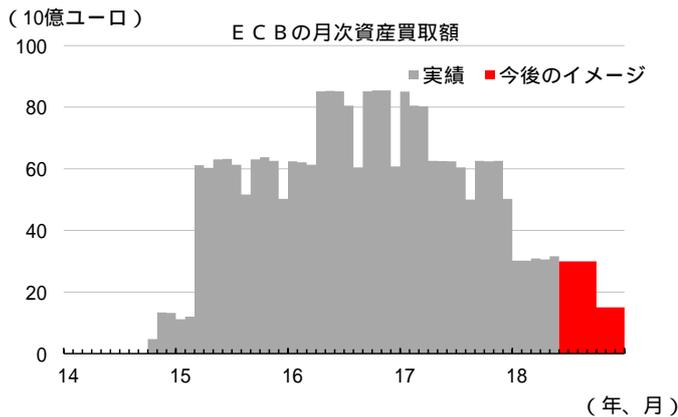
ECBは15年1月にAPPの導入を決定し、3月から開始した。購入対象となる金融資産は、適格担保要件（BBB-格以上）から外れたギリシャを除くユーロ圏18ヶ国の国債が殆どを占めており、さらに政府機関債（欧州投資銀行<EIB>などの欧州連合の専門機関や各国の専門機関が発行する債券）が加わる。また高格付けの一部優良社債、債券担保付社債（カバードボンド）、資産担保証券（ABS）も買い取りの対象となっている。

そもそもECBは日銀や米連銀（FRB）に比べてQEの導入に慎重であった。その背景には、購入対象資産となるユーロ圏各国の国債に信用格差が生じていたことがあった。とりわけ信用不安に陥っていたイタリアやスペインなどの国債を購入することは、中銀による所得移転につながる側面があった。しかしながら、原油価格の下落もあって欧州でデフレ懸念が高まったことを受けて、ECBは15年1月にAPPの導入を決定せざるを得なくなった。

ECBはAPP導入後、比較的小刻みに政策を修正してきた。具体的には、月次の資産購入額は当初600億ユーロであったが、16年4月には800億ユーロに増額された。景気が加速してきた17年4月には再び600億ユーロに減額され、さらに今年1月からは300億ユーロに減額された。現在のAPPは今年9月までとされていたが、景気拡大に伴い物価上昇が安定してきた中で、ECBは年内にもAPPを取り止めるという観測が、金融市場では高まっていた。

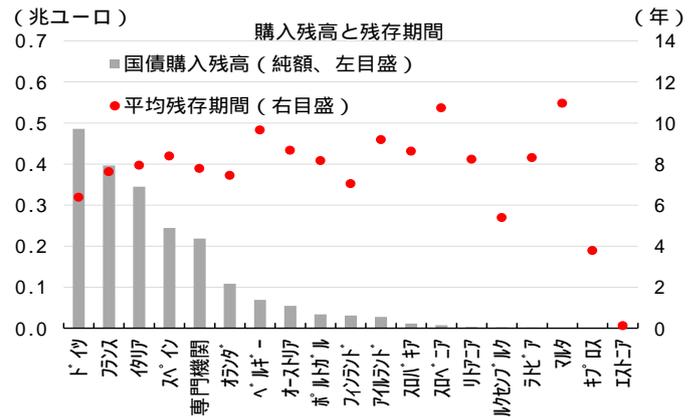
ECBは年明け以降、APP終了の影響を緩和する目的から、満期償還となった金融資産と同額分の金融資産を新たに購入（再投資）することになる。図表2で示したように、ECBが購入した国債の種類は多様であり、それぞれ平均残存期間や信用力も異なる。金融政策の正常化で先行するFRBでさえ再投資の縮小着手までに3年を費やしたが、ECBは資産構成が複雑なため、再投資の縮小着手までの時間がFRBよりも長くならざるを得ない見通しである。

図表1．今後の金融資産購入のイメージ



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2．購入した国債の内訳



(注1) 5月末時点
 (注2) 全体の平均残存期間は7.6年
 (出所) ECB

(2) 利上げは来年秋以降と明言、正常化の道は依然遠い

APPの終了と同様に注目されたのが、ECBがいつ利上げを行うかという点であった。ECBは今回の理事会で、現状の政策金利水準を来年夏まで維持すると決定し、利上げは来年秋以降になることを事実上確約した。

ECBの政策金利は3種類存在し、主要リファイナンス・オペ金利（主要金利）が本来は最も重要な金利である。そのほかに金融機関がECBから資金を借り入れる際に適用される貸出ファシリティ金利（上限金利）と金融機関がECBに預金を預け入れる際に適用される預金ファシリティ金利（下限金利）があるが、従来は補助的な位置づけであった（図表3）。

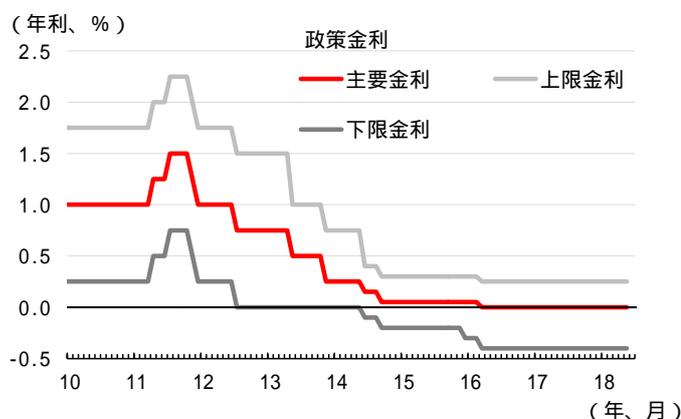
ただECBは14年6月、金融緩和策の一環として下限金利を-0.10%に引き下げ、いわゆるマイナス金利政策を導入した（現在は-0.40%）。以降、銀行間金利であるユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）も下限金利の水準を前提に取引されており、マイナス金利導入後は、政策金利として下限金利の位置づけが高まるようになった。

なお理事会直前までのEONIAの先物取引（OIS）は、ECBが来年半ばにマイナス金利の引き上げに着手すると織り込んでいた。もっとも今回の理事会での決定は、そうした金融市場の期待よりも慎重な時間軸が示されており、足元の景気減速やイタリア政情不安などへ配慮が窺える内容であった。

マイナス金利の解消は段階的に行われる見通しである。図表4で見ると、EONIAのOISに従えば1回の引き上げ幅は0.10%ポイント程度と考えられるため、順調にいてもマイナス金利の解消までには2年程度の時間を要すると予想される。この間、上限金利と主要金利も、段階的に引き上げられることになる。ただ当面は下限金利の引き上げが優先され、従来のように3つの金利が平行に引き上げられることはないだろう。

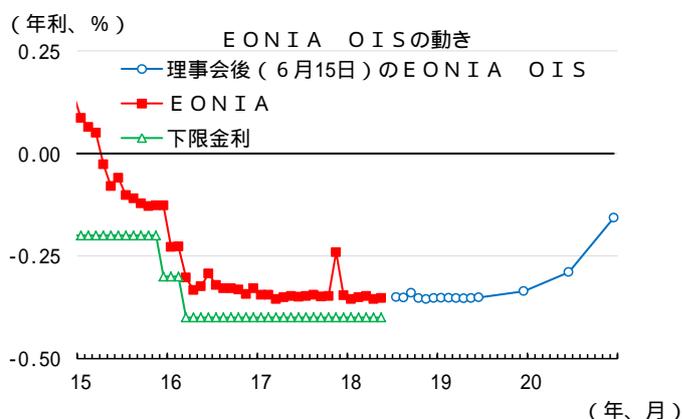
いずれにせよ、利上げは過去の利上げ局面に比べると相当慎重に行われる。再投資縮小の着手までに長期を要することと合わせて、金融政策を正常化させるまでの道のりは、依然遠いと言わざるを得ない。

図表3．ECBの政策金利の推移



(出所) ECB

図表4．市場の利上げ観測



(出所) ECB、Bloomberg

(3) ユーロは先行き弱含みで推移する見通し

図表5の通り、年明け以降、ユーロ相場は対ドル、対円ともに下落が続いている。こうした流れは少なくとも来年前半にかけて続く見通しである。

ECBの金融政策正常化はFRBよりは遅れているものの、日銀よりは先行している。その点では、ユーロはドルよりは弱くなるものの、円よりは強くなるという理解も成り立つ。

ただECBによる量的緩和の終了は、17年5月にフランスでマクロン大統領が誕生して以降の上昇相場の中で既に消化されてしまったと考えられる。マイナス金利解消の時間軸にしても、今回の理事会前に投資家が想定していたテンポよりも慎重であったため、ユーロ相場を押し上げる材料にはならなかった。

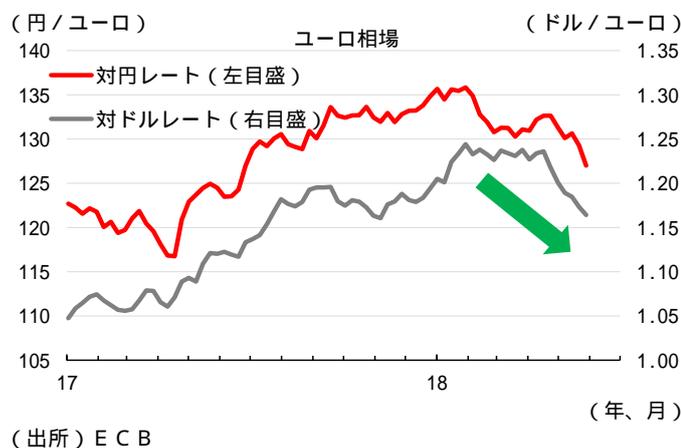
またECBは今回の理事会で、利上げの時間軸を明示した。このことにより、少なくとも来秋まで金融政策の機動性を失った。したがって、この間にECBの金融政策運営がタカ派色を強めることは不可能となったため、ユーロ相場は軟調に推移する見通しである。対ドルではマクロン大統領就任前後の1ユーロ1.10ドル程度まで、対円でも120円程度まで下落余地があると見込む。投機筋

のユーロ先物の建玉はまだ買い越し超過であり先行きのユーロ高を示唆しているが、今般の決定を受けてその幅は徐々に縮小し、売り越しに転じると見られる（図表6）。

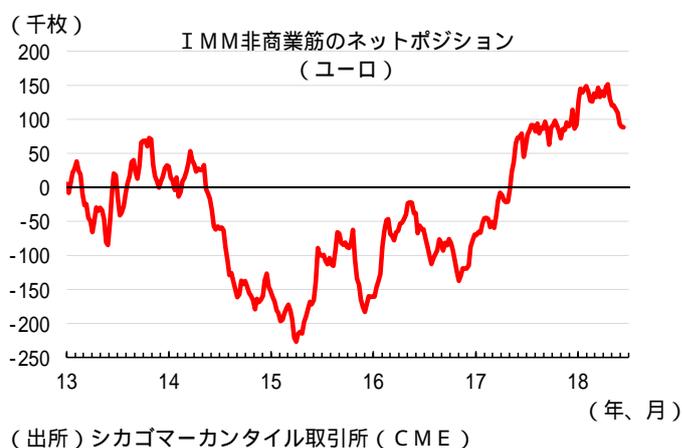
むしろイタリアやスペインなどで政情不安を抱える中では、政治リスクが嫌気されて、ユーロ相場下落が促されるリスクの方が大きい。特に気を付けたいのがイタリアの政治情勢である。イタリアの新政権はユーロ離脱を望まないと言明しているが、一方で歳出削減を巡りEUとの対立が激しくなると予想される。

モンテバスキに代表される金融機関の不良債権問題も依然深刻な中で、イタリアの政情不安が欧州の金融不安に転じるシナリオが現実化すれば、ユーロ安に拍車がかかるとともに、ECBの金融政策正常化も遅れることになるだろう。

図表5．ユーロ相場は年明けから下落基調



図表6．投機筋の建玉はまだ買い越し超過



(4) 次期ECB総裁はドイツ以外から選ばれる可能性が高まる

ECBのドラギ総裁は来年10月に任期を迎える。そのため次期ECB総裁人事が先行きの金融政策運営に与える影響も、金融市場で注目されている。

歴代のECB総裁はオランダ、フランス、そしてイタリアから選出されている。今年2月のユーロ圏財務相会合でスペイン出身のデギントス氏が6月から副総裁を務めることが決定したため、11月に就任する新総裁はドイツから選ばれるという展開が、一時は有力視されていた。ECBの理事であるドイツ連銀総裁のバイトマン氏も、ECB新総裁の就任に強い意欲を見せている。

もっともECB理事会の決定は、総裁と副総裁を含む6名の理事と15ヶ国の中銀総裁の計21名の全会一致で下され、特定の国の意向が強く反映されないような配慮がなされている。つまりECBの金融政策は、あくまでユーロ圏19ヶ国のバランスを踏まえて決定される。したがって、仮にバイトマン氏が新総裁に就任しても、実際の金融政策運営がタカ派色を強めることにはならないというのが筆者の私見である。

しかしながら、バイトマン氏がECBの新総裁に就任した場合、金融政策の運営方針を巡ってECB内での軋轢が深まる公算は大きい。バイトマン氏のタカ派スタンスが、反EU勢力の伸長が目覚ましいイタリアやスペインを刺激する恐れがあるためである。そのためフィンランドなど、より中立的な国から新総裁が選ばれるシナリオが、現状では有力視されている。

こうしたことから、総裁人事を受けてECBの金融政策がタカ派となる可能性は非常に低いと考えられる。皮肉なことに、ECB総裁人事もまた、現状の欧州が抱える複雑さを反映せざるを得なくなっている。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。