いよいよ始まった欧州の量的緩和

第一生命経済研究所 主席エコノミスト
田中　　理

1．周回遅れの量的緩和参戦

デフレ転落の瀬戸際にあるユーロ圏では、日本に遅れること10余年、米国や英国にも6年余り遅れて、欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）が3月第2週から本格的な量的緩和（Quantitative Easing：QE）に着手した。新たに買い入れを開始した資産は、①ユーロ圏19ヶ国の国債（後述の通り、ギリシャは当面除外）、②ドイツ、フランス、スペインの政府機関債、③欧州連合（European Union：EU）の関連機関が発行する債券で、「公的部門買い入れプログラム（Public Sector Purchase Programme：PSPP）」と名づけられた。昨秋に開始した資産担保証券（Asset Backed Securities：ABS）の買い入れプログラム（ABS Purchase Programme：ABSPP）、2009年と2011年に次ぐカバードボンド（担保つき銀行債）の買い入れプログラムの第3弾（Covered Bond Purchase Programme　3：CBPP 3）と合わせて、「拡大資産買い入れプログラム（Expanded Asset Purchase Programme：EAPP）」の総称で呼ばれる。これらの買い入れプログラム全体を通じて月額600億ユーロ、総額1兆ユーロ超の緩和マネーを低成長に喘ぐユーロ圏経済に供給する。買い入れ期間は2016年9月までとしているが、中期的な物価安定の達成に必要な場合には、その後も買い入れを継続する方針を示唆しており、オープンエンド型の量的緩和としての要素を内

〈目　次〉

1．周回遅れの量的緩和参戦
2．財政救済ではない国債購入
3．マイナス金利の国債も対象に
4．予想を上回る金利低下とユーロ安効果
5．十分な買い入れ規模を確保できるか
6．デフレ懸念はひとまず後退

包している。

ECBは既に政策金利の一部（下限の預金ファシリティ金利）をマイナス圏に引き下げており、追加利下げの余地は事実上ない。金融緩和を一段と強化するには量的緩和の領域に踏み入れる以外になかった。昨秋以降、貸出を増加させた金融機関を対象とする長期の資金供給オペ（Targeted Long Term Refinancing Operation：TLTRO）や、ABSとカバードボンドを対象とする小規模な資産買い入れ策に取り組むなど、“量”を意識した金融緩和に着手してきた。だが、期待インフレ率の下方屈折により中期的な物価安定の確保が危ぶまれる事態となったことや、ECBのバランスシートを2012年初のピーク水準に向けて約１兆ユーロ拡大する方針の達成が難しくなったことで、本格的な量的緩和の開始を決断した。

２．財政救済ではない国債購入

単一通貨ユーロを採用する欧州の19ヶ国で構成されるユーロ圏には、最上位の国債格付けを持つドイツやオランダに始まり、投資適格外のギリシャやキプロスに至るまで、信用力の異なる国債が混在している。そのため、本格的な量的緩和を開始するに当たっては、どの国債をどういった割合で購入するか、投資適格外の国債を買い入れ対象に含めるかなど、既に国債QEに着手していた日米英の中銀にはない技術的な難しさを抱えていた。また、ECBの国債購入に対しては、“財政ファイナンス”を禁じたEU条約への抵触を危惧する声や、各国の財政再建や構造改革での取り組みが後退するモラルハザードを警戒する声も上がっていた。導入までに時間が掛かったのも無理はない。

今回の量的緩和策では、財政救済への批判を交わす目的もあり、ユーロ圏19ヶ国の国債を一定のルール（ECBへの出資割合、概ね各国の経済規模に相当する）に基づいて購入する。追加緩和が必要かどうかを巡って意見が割れていたECBの理事会メンバーも、国債購入を含む今回の量的緩和のスキームそのものが法律上認められたものである点では全員の意見が一致している。

ECBの政策運営ルールでは、金融政策によって生じた利得や損失は、ECBの資本金の拠出割合に応じて、傘下のユーロ圏19ヶ国の中銀に分配される。一部の中銀関係者からは、量的緩和の一環で信用力の低い国債を購入すれば、潜在的な損失発生リスクに晒されることを危惧する声も出ていた。こうした反対派を説得するため、新たな量的緩和策では、資産購入によって損失が発生した場合のリスク共有を制限する仕組みが盛り込まれた。購入の20％は通常通り、損失発生時に各国中銀が出資比率に応じて損失を分担する（リスクを共有する）が、残りの80％は各国中銀の責任で購入し、損失発生時には当該中銀のみが損失を負担することとなった。しかも、リスクを共有する20％のうち、12％は損失発生リ

スクとは無縁のEU機関債が占める。各国中銀が実際にリスクを共有するのは買い入れの僅か８％にとどまるうえ、ここから信用力の高い国債購入分を除外すれば、他国の中銀が現実に損失を負担するリスクはほとんどない。

３．マイナス金利の国債も対象に

詳しい制度設計を確認すると、月額600億ユーロの買い入れ額のうち12%（月額72億ユーロ）を欧州金融安定基金（European Financial Stability Fund：EFSF）や欧州投資銀行（European Investment Bank：EIB）などのEU機関債が、残りの88%（月額528億ユーロ）をそれ以外のユーロ圏19ヶ国の国債、ドイツ復興金融公庫（Kreditanstalt fuer Wiederaufbau：KFW）やフランス社会保障基金（Caisse d'amortissement de la dette sociale：CADES）などの政府機関債、ABS、カバードボンドが占める（図表１）。

国債と政府機関債を合わせた各国別の購入額は、ECBの資本金の拠出割合に応じて割り当てられる。政府機関債が購入対象に含まれるドイツ、フランス、スペインの３ヶ国については、国債と政府機関債の間で、どのように購入を割り振るかは事前に決まっていない。また、国債・政府機関債の合計額、ABS、カバードボンドの間で、どのように買い入れの金額を割り振るかも予め定められておらず、全体が528億ユーロになるように調整される。

原則として投資適格級の債券を対象とするが、EUの支援プログラム下にいる限りにおいて、特例として投資適格外の国債も対象となる（現在支援プログラム下にいるのはギリシャとキプロスの２ヶ国）。但し、ギリシャ国債については、１発行体当たりの買い入れ額を発行残高の33%までとするルール（発行体キャップ）に抵触するため、2010年のギリシャ危機時にECBが購入を開始したギリシャ国債が７月に満期償還を迎えるまでは、新規の買い入れができない。

買い入れ開始後、一時７年未満のドイツ国債の利回りがマイナス圏に低下したが、マイナス金利の国債も、現在マイナス0.2%にある預金ファシリティ金利を上回る限りは、買い入れ対象に含まれる。マイナス金利の国債を満期償還まで保有し続けると、ECBに損失が発生する可能性があるが、マイナス金利以外の国債保有による利益で相殺できると考えているのだろう。また、購入時点の残存年限が２年超で30年364日未満の国債、政府機関債、EU機関債が買い入れの対象となる。市場の価格形成を阻害しないように、各年限の買い入れ割合は原則として発行残高に応じたものとする。

各国中銀は自国の国債・政府機関債を購入し、他国の国債・政府機関債は購入しない。但し、各国中銀に割り当てられた国債・政府機関債の購入額が達成できない場合、他の債券（主にEU機関債）を代替購入することも

（図表１）ECBの拡大資産購入プログラムの資産別買い入れ額

		ECB資本金	購入額				債券発行残高		
		拠出割合（%）	月額（億ユーロ）	総額（億ユーロ）	購入割合（%）	総額／対象債券（%）	総額（億ユーロ）	うち対象年限（億ユーロ）	うちユーロ建て（億ユーロ）
資産購入計	合計	—	600	11,400	100.0	17.8	—	—	64,201
国債・政府機関債	合計	100.00	428	8,132	71.3	16.2	75,184	52,529	50,108
	国債	—	—	—	—	—	67,503	47,650	47,219
	政府機関債	—	—	—	—	—	7,681	4,879	2,890
ドイツ	合計	25.57	109	2,079	18.2	21.6	17,055	11,355	9,611
	国債	—	—	—	—	—	11,430	7,875	7,875
	ドイツ復興金融公庫（KFW）	—	—	—	—	—	3,887	2,430	1,204
	バーデン=ビュルテンベルク州開発銀行	—	—	—	—	—	322	163	84
	ドイツ農林金融公庫（レンテンバンク）	—	—	—	—	—	691	464	156
	ノルトライン=ヴェストファーレン州開発銀行	—	—	—	—	—	724	422	293
フランス	合計	20.14	86	1,638	14.4	14.0	17,021	11,911	11,690
	国債	—	—	—	—	—	15,473	10,704	10,704
	フランス社会保障基金（CADES）	—	—	—	—	—	1,334	1,020	800
	全国商工業雇用協会（UNEDIC）	—	—	—	—	—	214	187	187
イタリア	国債	17.49	75	1,422	12.5	11.2	18,159	12,854	12,728
スペイン	合計	12.56	54	1,021	9.0	17.6	8,896	5,875	5,794
	国債	—	—	—	—	—	8,388	5,682	5,627
	スペイン開発金融公庫（ICO）	—	—	—	—	—	509	193	167
オランダ	国債	5.69	24	463	4.1	18.6	3,541	2,490	2,488
ベルギー	国債	3.52	15	286	2.5	10.6	3,598	2,772	2,708
ギリシャ	国債	2.89	12	235	2.1	42.1	839	563	557
オーストリア	国債	2.79	12	227	2.0	13.9	2,142	1,647	1,631
ポルトガル	国債	2.48	11	201	1.8	22.1	1,246	954	912
フィンランド	国債	1.78	8	145	1.3	20.1	1,025	799	724
アイルランド	国債	1.65	7	134	1.2	13.6	1,244	990	990
スロバキア	国債	1.10	5	89	0.8	36.1	358	276	247
リトアニア	国債	0.59	3	48	0.4	—	—	—	—
スロベニア	国債	0.49	2	40	0.4	—	—	—	—
ラトビア	国債	0.40	2	33	0.3	113.3	61	45	29
ルクセンブルク	国債	0.29	1	23	0.2	—	—	—	—
エストニア	国債	0.27	1	22	0.2	—	—	—	—
キプロス	国債	0.21	1	17	0.2	—	—	—	—
マルタ	国債	0.09	0	7	0.1	—	—	—	—
国際機関	合計	—	72	1,368	12.0	33.4	8,164	6,120	4,093
	欧州評議会開発銀行（COEDB）	—	—	—	—	—	206	137	49
	欧州原子力共同体（EAEC）	—	—	—	—	—	3	2	2
	欧州金融安定基金（EFSF）	—	—	—	—	—	1,960	1,740	1,740
	欧州安定メカニズム（ESM）	—	—	—	—	—	537	230	230
	欧州投資銀行（EIB）	—	—	—	—	—	4,679	3,429	1,639
	欧州連合（EU）	—	—	—	—	—	545	431	429
	ノルディック投資銀行（NIB）	—	—	—	—	—	234	151	3
ABS・カバードボンド	合計	—	100	1,900	16.7	19.0	—	—	10,000

（出所）欧州中央銀行やBloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

認められる。

ECBと各国中銀が購入する債券は、当該債券を保有する一般投資家と同等の弁済順位（Pari Passu：パリパス）が設定される。これに関連して、各債券の発行残高に占めるECBと各国中銀が買い入れ可能な金額の上限は25%と定められた。2013年以降にユーロ圏内で発行された国債には、債権者の多数決

（図表２）ユーロ圏諸国の自国通貨建て長期国債格付け

	最上位格付け	Moody's	S&P	Fitch	DBRS	ECB資本金構成比（%）
ドイツ	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	25.567
フランス	AAA	Aa1	AA	AA	AAA	20.143
イタリア	A－	Baa2	BBB－	BBB＋	A－	17.489
スペイン	A－	Baa2	BBB	BBB＋	A－	12.560
オランダ	AAA	Aaa	AA＋	AAA	AAA	5.687
ベルギー	AA＋	Aa3	AA	AA	AA＋	3.520
ギリシャ	B	Caa1	B－	CCC	B	2.888
オーストリア	AAA	Aaa	AA＋	AA＋	AAA	2.789
ポルトガル	BBB－	Ba1	BB	BB＋	BBB－	2.477
フィンランド	AAA	Aaa	AA＋	AAA	AAA	1.785
アイルランド	A	Baa1	A	A－	A	1.649
スロバキア	A＋	A2	A	A＋	n／a	1.097
リトアニア	A－	Baa1	A－	A－	n／a	0.587
スロベニア	A－	Baa3	A－	BBB＋	n／a	0.491
ラトビア	A－	A3	A－	A－	n／a	0.401
ルクセンブルク	AAA	Aaa	AAA	AAA	n／a	0.288
エストニア	AA－	A1	AA－	A＋	n／a	0.274
キプロス	B＋	B3	B＋	B－	B－	0.215
マルタ	A	A3	BBB＋	A	n／a	0.092
〈ケース①〉ユーロ圏内の全ての国債を資本金構成比で購入						100.000
〈ケース②〉最上位格付けがAAAの国債のみを購入						56.260
〈ケース③〉最上位格付けAAAの国債からフランスを除外						36.117
〈ケース④〉最上位格付けが投資適格の国債のみを購入						96.897
〈ケース⑤〉最上位格付けが投資適格の国債からポルトガルを除外						94.420

（出所）欧州中央銀行、Moody's、S&P、Fitch、DBRS資料より第一生命経済研究所が作成

で債務再編を可能とする集団行動条項（Collective Action Clause：CAC）が盛り込まれている。ECBや各国中銀が25%以上の国債を保有することとなれば、CAC発動を単独で阻止することが可能となり、パリパス性が保てなくなることに配慮したのだろう。

国債購入が財政ファイナンスと見做されることがないように、既発債を買い入れの対象とし、新発債やタップ債券（市場実勢をみながら順次発行される形態を採る債券）は購入対象から除外された。また、同様の趣旨から、発行から一定期間（ブラックアウト期間）が経過するまでは購入対象から除外される。

4．予想を上回る金利低下とユーロ安効果

ユーロ圏での量的緩和の効果を疑問視する声も一部にあったが、本格的な量的緩和の導入決定や開始後、ユーロ圏各国の国債利回りに一段の低下圧力が加わっており、急速かつ大幅なユーロ安が進行している。なかでもユーロ圏の代表的な国債の指標銘柄であるドイツ国債は、一時７年未満の利回りがマイナス圏に突入したほか、10年債利回りが0.2%前後、30年債利回りが0.6%台に低下し、これは「超低金利」と言われて久しい日本の国債

利回りをも下回っている。また、順調な景気回復が続く米国で年内にも利上げが開始されるとの観測が高まっていることもあり、米独金利差拡大の思惑から、急激なドル高・ユーロ安が進行している。１ユーロ＝１ドルのパリティ（等価）到達も視野に入りつつある。

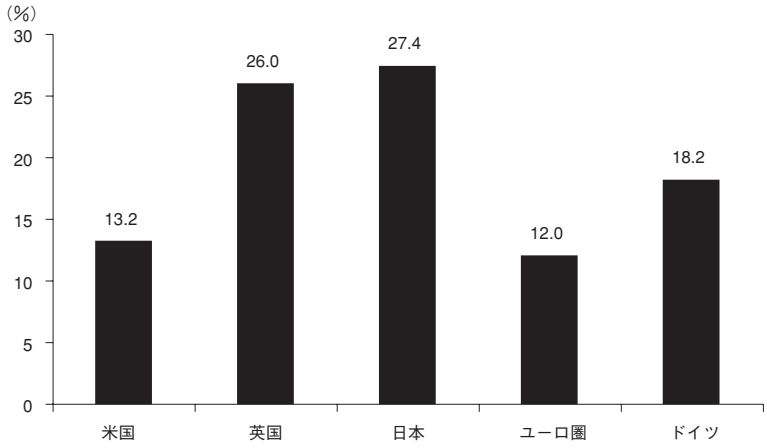
期待を遥かに上回る国債利回りの低下やユーロ安の背景には、当初、緩和効果を阻害する要因と見做されていた、①高格付け国債の購入、②マイナス預金金利が影響している。すなわち、今回の量的緩和では、域内で最大の経済規模を誇るドイツを筆頭に、最上位格付けの国債の購入割合が56.3%に上る（図表２）。そのため、経済や財政情勢が困窮し、本来、緩和マネーを必要としている低格付け国に十分に資金が行き渡らないと不安視する声も上がっていた。同規模の国債QEを行うにしても、高利回り国債に的を絞ったものの方が、効果が大きくなると考えられていた訳だ。また、日銀を始めこれまで量的緩和策を採用した中央銀行は、資産買い入れの増額に伴い賃借対照表（バランスシート）上の負債サイドで当座預金残高を積み上げてきた。マイナスの預金金利を採用するユーロ圏では、当座預金や預金ファシリティに滞留する資金に罰則金利が適用されるため、金融機関が大規模な資産購入に応じない可能性があると危惧する声も出ていた。

蓋を開けてみると、財政が健全で、国債発行額の少ない高格付け国の国債需給が一段と逼迫するとの観測が高まり、ドイツの国債利回りに強烈な低下圧力が及んでいる。既に短期ゾーンの国債利回りは、ECBが購入対象とする下限金利に設定したマイナス0.2%近傍に張り付いている。短期債の買い余力が乏しいことから、中長期債の買い入れ規模が手厚くなるとの思惑から、中長期ゾーンの国債利回りが大きく低下している。まるで、2011年秋に米連邦準備理事会（Federal Reserve Board：FRB）が行ったオペレーション・ツイスト（保有する短期国債を売却し、代わりに同額の長期国債を購入することで、資金供給量を一定に保ちながら長期金利を低下させるオペ）と同じようなイールドカーブ（国債の利回り曲線）のフラットニング（長短金利差の縮小）をもたらしている。代表的な国債の指標銘柄であるドイツの国債利回りが低下したことで、金利裁定が働き他国の国債利回りにも幅広く低下圧力が及んでいるほか、外国為替市場の参加者が着目する米独金利差が拡大したことで、ドル高・ユーロ安を推し進めることにつながった。

５．十分な買い入れ規模を確保できるか

新たな不安材料もある。今回の量的緩和の開始により、ドイツなど幾つかの国では2015年中に予定されている国債発行額の８割近い金額をECBが買い入れる計算となる。予定している買い入れ額を消化するのに十分な売り物が出るかを不安視する声も上がってい

（図表３）日米欧の量的緩和による国債発行残高に占める国債購入割合



（注１）国債購入額は以下の通り
米国：QE１／２／３の国債購入の合計額（１兆6,900億ドル）
英国：資産購入プログラムの規模（3,750億ポンド）
日本：３月20日時点の日銀の国債保有額（266兆円）
ユーロ圏：国債購入の見込み額（8,132億ユーロ）
ドイツ：国債購入の見込み額（2,079億ユーロ）
（注２）国債発行残高は３月26日時点の数値
（出所）Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

る。ドイツの短期国債利回りが、ECBが購入対象とするマイナス0.2%をやや下回る水準にまで低下していることからは、資金の再投資先が見当たらないことや規制上の理由で国債を保有し続ける金融機関も存在する可能性を示唆している。

需給逼迫懸念があるドイツでは、政府機関債を予め買い入れ対象に加えたほか、EU機関債などの代替購入も認めるなど、買い入れ規模を確保する制度設計上の工夫を施している。だが、このままの規模で国債購入を続ければ、いずれ需給逼迫が現実のものとなり、ECBが市場実勢よりも割高な価格での購入を余儀なくされるなどの弊害が出てくる恐れがある。

これまで国債QEを導入した主要国・地域について、国債発行残高に占める中央銀行の購入割合を確認すると、ユーロ圏全体では12.0%にとどまり、需給逼迫懸念のあるドイツでも18.2%と、日米英と比べて大きい訳ではない（図表３）。だが、日米英が何れも財政赤字国で新規の国債発行が増え続けているのに対し、ドイツは昨年の財政収支が45年振りに黒字を記録するなど、財政均衡化を逸早く達成している。グロスの国債発行はしばらく続く見込みだが、既発国債の償還分を加味したネットの国債発行額は既にマイナス圏にある。日米英と比べて需給逼迫の懸念が大き

いのも頷ける。

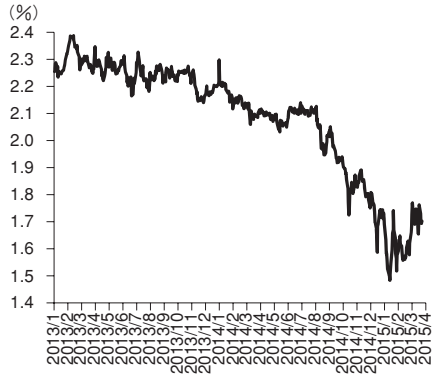
では、実際のところ、ドイツ国債の購入ができない事態は想定されるのだろうか。来年９月まで資産買い入れを続けた場合、ドイツ国債と政府機関債の購入総額は2,000億ユーロ強に達する（前掲図表１）。ドイツ国債と対象の政府機関債の発行残高は現在１兆7,000億ユーロ程度あるが、２年超30年364日未満の対象債券に限れば約１兆1,000億ユーロに、さらにユーロ建て債券に限れば9,600億ユーロ程度に縮小する。しかも、買い入れはユーロ圏内の債券保有者が対象で、海外投資家は対象外となる。統計の制約上、ユーロ圏全体の数字となるが、国債の約45%は非ユーロ圏の投資家が保有している。そのため、ユーロ圏内の投資家が保有する対象債券は5,300億ユーロ程度に縮小する。そのうえ、マイナス0.2%以下の国債は買い入れ対象から除外される。現在３年未満の国債がマイナス0.2%を下回っている。この先、量的緩和の効果浸透もあり、景気や物価が上向いてくるとすれば、国債利回りにも徐々に上昇圧力が生じてくると見られる一方、需給逼迫により一段の金利低下圧力が及ぶ可能性も否定できない。３年未満の国債を購入対象から除外した場合、買い入れ可能な資産は約3,800億ユーロにまで縮小する。つまり、最終的に対象資産の半分以上をECBが買い占める計算となる。但し、こうした数字は簿価で買い入れを行った場合の計算例で、国債価格の上昇（国債利回りの低下）により、時価換算したECBによる買い入れ可能額は２割程度膨らむ点には注意を要する。

６．デフレ懸念はひとまず後退

現在、一連の金融緩和の効果浸透に加えて、原油安による家計や企業のエネルギー負担の軽減、ユーロ安による輸出競争力の回復もあり、ユーロ圏の景気には徐々に明るい兆しが広がっている。昨年10－12月期のユーロ圏の経済成長率は前期比年率＋1.4%と過去２四半期のゼロ近傍の低成長から抜け出し、今年に入ってからの成長率は一段と加速している模様だ。昨年央にかけて、牽引役であるドイツの景気後退を危ぶむ声も一部で聞かれたが、ユーロ安による輸出回復、良好な雇用・所得環境の持続に加えて、年明けに最低賃金が引き上げられたこともあり、景気回復の足取りに弾みがついている。

この間、ユーロ圏の消費者物価は、低成長の長期化による財・労働需給の緩和や原油安によるエネルギー価格の押し下げもあり、昨年12月に約５年振りとなるマイナス圏に転落した。さらに昨年央以降、ECBが注目する中期的な期待インフレ率が大きく低下してきた（図表４）。このまま物価の下落基調が長期化すれば、人々の間にデフレマインドが定着化する恐れが高まっていた。だが、原油価格が下げ止まってきたことも奏功し、量的緩和の開始後は期待インフレ率の低下にやや歯止めが掛かっている。

（図表４）ユーロ圏の中期的な期待インフレ率



（出所）Bloomberg資料より第一生命経済研究所が作成

このように、景気回復の兆しが広がっていることや原油価格の下げ止まりに加え、ECBによる政策対応も奏功し、ユーロ圏が日本型の本格デフレに陥ることはひとまず回避される公算が高まっている。このまま原油市況が底打ちすれば、ユーロ圏の消費者物価は年後半にはプラス圏に復帰する可能性が高い。欧州のデフレ懸念は徐々に下火となっていくだろう。ただ、原油安による物価の下押しの反動増が一巡する2016年後半に入ると、物価の基調的な弱さが再び表面化してくる可能性がある。景気再失速や物価低迷の懸念が拭い去れなければ、2016年10月以降も量的緩和の継続や強化を余儀なくされよう。ECBがデフレとの戦いに勝利したかが明らかとなるのは、まだ先のこととなりそうだ。

こうしてみると、ユーロ圏が長期停滞を抜け出し、持続的な景気回復局面に入ったかはなお予断を許さない。欧州債務危機の克服過程で債務不安を抱えた欧州各国は、財政再建や構造改革に取り組んできた。その結果、かつての債務不安国の多くは、基礎的財政収支（プライマリーバランス）や経常収支が黒字化するなど、経済体質の強化が進んでいる。ただ、歴史的な超低金利で資金調達コストが低下したことや金融市場からの“監視の目”が緩んだことで、一部の国で改革意欲の停滞や改革後退の動きも散見される。構造問題への取り組み不足が指摘されるフランスやイタリアでは景気回復の足取りが鈍い。さらに、債務危機による緊縮疲れの弊害として、若者を中心に深刻な失業増を招いている。将来の労働力の中核を担う多くの若者が就業機会を奪われ、必要な技能蓄積が進んでいないことは、数十年後の欧州諸国の産業競争力をとって大きな打撃となろう。循環的な景気回復やユーロ安効果が息切れした後のユーロ圏景気の回復の持続性には不安を覚えざるを得ない。