

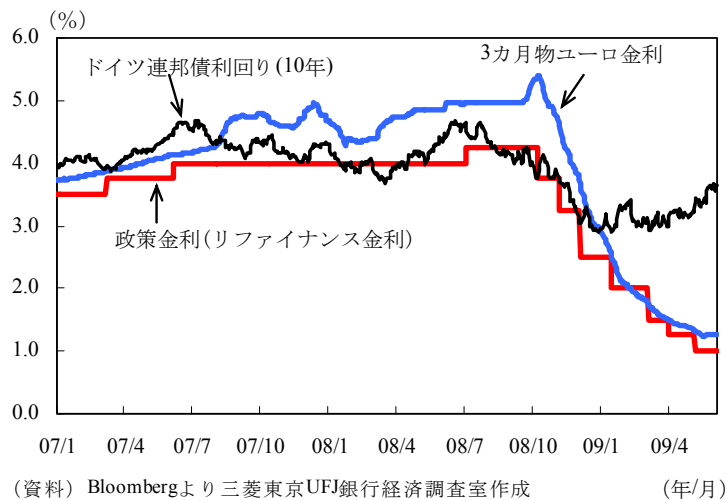
# 経済情報

## ECB のカバードボンド買取と非伝統的政策の行方

欧州中央銀行（ECB）は、昨日の定例政策理事会で、大方の予想通りリファイナンス金利（定例オペ最低応札金利）を過去最低の 1.0% に据え置く一方、5 月に導入方針を決定したカバードボンド<sup>(注)</sup> 買取プログラムの詳細を発表した。なお、限界貸出金利（上限政策金利）と中銀預金金利（下限金利）もそれぞれ 1.75%、0.25% に据え置かれた。

理事会後に実施されたトリシェ ECB 総裁の記者会見では、ECB スタッフによる最新の経済見通し（3 カ月ごとに改訂）が発表されたほか、将来的な追加利下げや債券買取プログラム拡大の可能性が示唆されるかが注目された。

第 1 図：ユーロ圏主要金利の推移



(注) カバードボンド（担保付債券）とは、銀行が住宅ローンや公共機関向け貸付等の裏付資産をバランスシートに保有したまま、それらに担保権を設定して発行する債券。投資家が担保資産と銀行本体の両方に請求権を有する点で、米国の住宅ローン担保証券（MBS）とは異なる。2007 年末の発行残高は世界全体で 2.1 兆ユーロ。ユーロ圏各国の市場規模（ユーロ圏が世界全体の 72% を占める）をみると、ドイツのファンドブリーフ債が全体の 58% を占め、スペイン 19%、フランス 13% と続く。

## 1. トリシェ総裁記者会見の概要

### (1) カバーボンド買取は7月から開始

注目された債券買取プログラムについては、ユーロ圏全体で発行されたユーロ建カバードボンドを対象に、7月以降、流通・発行市場からの直接買取の形で実施されることになった。買取枠は最大600億ユーロで、遅くとも2010年6月までには完了する予定。買取債券の条件は、①原則として発行額5億ユーロ以上（最低でも1億ユーロ以上）、②格付けは原則としてAA格以上（最低でもBBB-／Baa3格）、③担保資産として民間及び（又は）公的機関への貸出資産を含むもの、である。債券の満期についてはまだ決定されていないが、トリシェ総裁によると、3～10年物が中心となる見込みだ。

なお、債券買取の見合いに流動性を吸収する「不胎化」を行うかについては、明言を避け、「（マネーサプライの拡大を目的とする）量的緩和」ではないとする一方で、「必要ならば自動的な不胎化を行うことになるだろう」と述べるにとどめた。

### (2) スタッフ経済見通しは2010年までの成長率予想を下方修正

昨日発表されたECBスタッフの経済見通しによると、2010年にかけての実質GDP成長率の予想は、第1四半期の実質GDP成長率が大幅に悪化したのをうけて、前回3月時点から下方修正された。見通し数値は、民間機関等の見通しに比べて若干慎重だが、景況感が改善していることなどから、「年末にかけて成長率のマイナス幅は大きく縮小し、安定化局面を経て、2010年半ばまでには前期比プラス成長に復帰する」として、2010年から回復が始まるとのシナリオは維持された。

一方、物価については、2009年が小幅下方修正されるにとどまり、2010年の見通しは据え置かれた。前回3月と同様、2010年までECBの物価安定の目安である2%を大きく下回るとの予想ではあるが、「中長期のインフレ期待は安定」しており、「今後数ヶ月はインフレ率がマイナスとなるものの、年末までにはプラスに戻る」ため、「中期的な物価安定は維持される」とされた。

第1表：ECBスタッフ経済見通し（前回との比較）

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
今回	0.6	▲5.1 -▲4.1	▲1.0-0.4	3.3	0.1-0.5	0.6-1.4
2009.6.4発表		(▲4.6)↓	(▲0.3)↓		(0.3)↓	(1.0)
前回	0.8	▲3.2-▲2.2	▲0.7-0.7	3.3	0.1-0.7	0.6-1.4
2009.3.5発表		(▲2.7)	(0.0)		(0.4)	(1.0)

(注) 括弧内は見通しレンジの中央値。

(資料) ECB/ESCBスタッフ・マクロ経済見通しより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### **(3) 当面は現金利水準と債券買取プログラムを維持**

今後の金融政策について、トリシェ総裁は、先月同様に「現在の金利水準は適切」との表現を繰り返した。「現水準が下限だと決めてはいない」とも述べ、追加利下げの選択肢は排除しないものの、当面の金利据え置きを示唆したものとみられる。ウェーバー独連銀総裁は、追加利下げ期待を残せば5月に導入を決めた1年物の資金供給オペへの効果が無くなるため、1%が下限であることを明確にすべきだとの見解を示していたが、将来の政策余地が狭められることになるため、理事会の総意は得られなかった模様だ。

一方、債券買取プログラム拡大の可能性についても、将来の決定を縛るものではないものの、現状では600億ユーロの買取枠で十分であり、追加措置は必要ないとされた。

また、景気好転時の出口戦略については、「マクロ経済環境が改善すれば、速やかにこれまでの政策を巻き戻し、流動性を吸収する」として、債券買取などの非標準的措置が中長期的なインフレリスクに繋がることを阻止すると確約したものの、具体的な時期や手法については示されなかった。

## **3. カバードボンド買取の効果と「出口戦略」**

### **(1) 非伝統的政策の枠組みとカバードボンド買取の位置づけ**

トリシェ総裁等のこれまでの説明によると、カバードボンド買取の目的は、金融危機で機能不全に陥ったカバードボンド市場を活性化して銀行の資金調達環境を改善し、銀行を通じた民間部門への資金供給を促すこととされている。商業銀行主体のユーロ圏の金融システムを踏まえた“信用支援（信用緩和）”の一環であり、“量的緩和”ではないとの位置付けだ。

ECBが考える非伝統的政策の枠組みについては、4月下旬のビーニ・スマギ専務理事による講演が参考になる。講演の中で解説された3つの非伝統的金融政策の手法とその特徴によると、金融危機後に導入された固定金利・金額無制限の長期資金供給オペは「間接的な量的・信用緩和」、今回のカバードボンド買取は「（狭義の）信用緩和」、そして英米の中銀が実施している中長期国債の買取は「（狭義の）量的緩和」に分類される（第2表）。

第2表：ビーニ・スマギ専務理事による非伝統的政策の3分類

	①量的緩和政策	②信用緩和政策	③間接的な量的・信用緩和政策
手法	中長期国債の買取	民間証券の買取(CP・社債・資産担保証券[ABS]等)	一時的に流動性の低下した金融資産を担保に、長期の流動性を供給(オベの期間長期化や適格担保拡大、一定期間の政策維持を約束する時間軸政策など)
政策目標	マネーサプライ拡大 ベンチマークとなる長期金利の低下	特定の金融資本市場の緊張緩和	銀行の担保・資金繰り逼迫の緩和 ターム物金利の低下
マクロ経済への伝達経路	社債利回りや長期貸出金利の低下を通じた景気刺激	民間部門の資金調達環境の改善(特定の市場の流動性回復、スプレッドの縮小)	銀行による民間部門への貸出拡大 貸出金利スプレッドの低下
導入の条件	・ゼロ金利近辺でのみ有効(銀行が超過準備を保有するインセンティブが高いと、融資拡大につながらない)	・ゼロ金利到達前でも有効	・ゼロ金利到達前でも有効
問題点・利点	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行の金融仲介機能が停止している場合、政策が機能しない。</li> <li>・ゼロ金利到達前に導入した場合は、より巨額の資産購入が必要になる。</li> <li>・将来的な損失発生により、中銀の独立性が脅かされるとの懸念が、政策の妨げになる。</li> <li>・中銀のバランスシートの平均残存期間が長期化し、政策の巻き戻しが困難になる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中銀が民間の資本市場に直接介入することになる。</li> <li>・民間リスク資産の購入により、中銀バランスシートの信用リスクが高まる。</li> <li>・購入資産選択の際に、産業分野、会社、地域等の偏向を回避する必要がある。</li> <li>・CP・社債の発行が困難な中小企業に比べ、大企業に有利。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場中心の金融システムを持つ米国や他の先進国に比べ、銀行を通じた経済への信用供給経路が重要なユーロ圏で適している。</li> </ul>
条約上の制約	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EU基本条約の101条(中銀による財政ファイナンスの禁止)、102条(特定国優遇の禁止)に抵触するリスクがある。</li> </ul>		
出口戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大量の国債の売却が必要になるため、国債価格が大幅に下落(長期金利が上昇)し、景気を抑制するリスクあり。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政策巻き戻しの時期は、利上げ開始前でも、利上げと同時に可能。</li> <li>・民間債券市場の規模が小さいため、たとえ少額の売却でも、当該市場に大きな影響を与える。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政策巻き戻しは、利上げ開始前に行う必要がある(短期金融市場の機能を阻害)。</li> <li>・金融正常化に伴い、中銀資金への需要は自然に低下し、中銀バランスシートは自動的に縮小する。</li> </ul>
	→財政当局やECBによる債券発行を通じた流動性吸収も選択肢		

## (2) カバードボンド買取の効果

今回決定された買取枠 600 億ユーロは、ユーロ圏のカバードボンド発行残高の 4%に相当するものであり、信用市場挺入れの効果は相応に期待できる。ただし、GDP 比では 0.6%に過ぎず、米国連邦準備制度理事会 (FRB) の同 12%、イングランド銀行 (BOE) の同 9%に比べ、圧倒的に規模が小さい。仮に不胎化を行わなかった場合でも、マネーサプライ拡大やイールドカーブ平坦化 (長期金利の押し下げ) による景気刺激効果は、限定的だ。カバードボンド市場の機能回復によって、銀行の資金繰り改善という中間目標は達成されたとしても、民間部門の資金調達環境の改善という最終目標が達成されるかは、銀行システムの健全性と貸出姿勢如何にかかっている。

## (3) 非伝統的政策の出口戦略

非伝統的政策が成功するかどうかは、「(中銀の独立性を脅かす可能性がある) 潜在的損失の抑制」と「適切な出口戦略」の 2つが鍵になる。

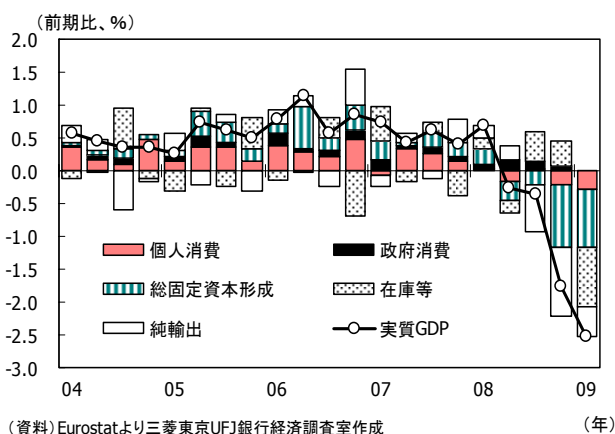
まず、長期資金供給オペなどの流動性供給策についてみると、ECBは流動性の低い資産担保証券（ABS）などの適格担保条件を厳格化することで、損失を抑制している。出口戦略については、金融市場の正常化に伴って銀行の資金需要が低下すればオペの応札額が減額することから、中銀のバランスシートや準備預金残高も自然に縮小していくものとみられる。前述のビーニ・スマギ理事の見解に従うと、短期金融市場の機能を阻害しないよう、利上げ開始前にこれらの措置を撤回しておく必要があるものの、オペの残存期間は平均すれば短いことから、相対的に問題は少ないとみられる。

他方、債券買取については、金額や対象資産を限定することで、将来的な損失のリスクを抑制する必要がある。カバードボンドは民間リスク資産の中では相対的に信用力が高く、潜在的損失も限定的だとみられるが、買取対象をその他の資産に広げて中銀が信用リスクを負うことについては、ECB内にまだ慎重な意見が多いようだ。また、政策巻き戻しの時期については、流動性供給策とは違い、利上げ開始前に完了する必要はないと判断されている模様だ。市場への影響を避けるため、買入資産の売り戻しは抑制し、財政当局やECBによる債券発行を通じて流動性を吸収する（＝中銀のバランスシートの負債サイドは、流動性が高い準備預金から流動性が低い債券に変わる）選択肢も有力である。

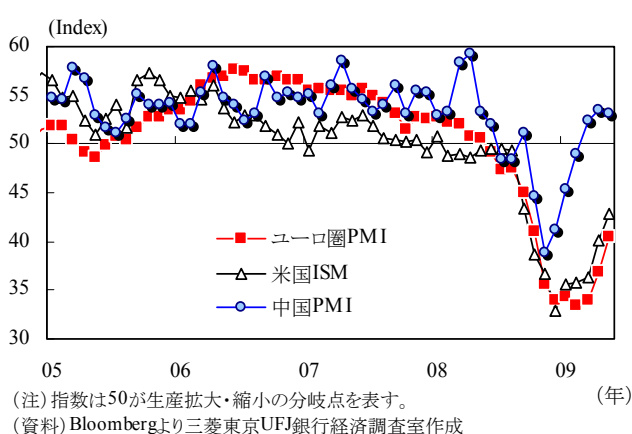
#### 4. ユーロ圏経済の現状と金融政策の見通し

ユーロ圏経済は依然、厳しい景気後退局面にある。第1四半期のユーロ圏実質GDP成長率は、輸出と投資の落ち込みに加え、消費の低迷も続いたことから、前期比▲2.5%と一段の悪化を示した（第2図）。足元の景況感は、外需の下げ止まりや在庫調整の進展などから安定化の兆しをみせているものの、アジア新興国や米国に比べ出遅れ感が否めない（第3図）。

第2図：ユーロ圏の実質GDP成長率



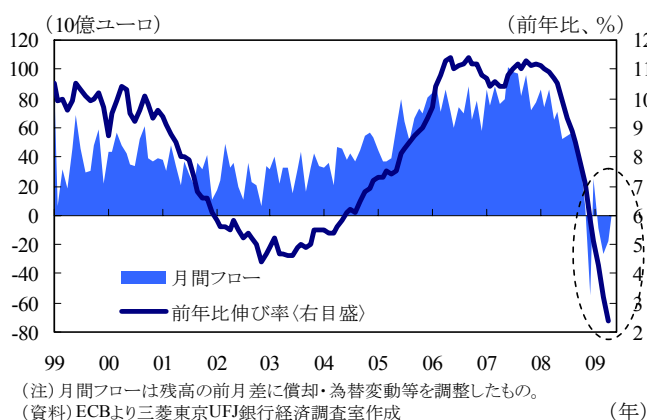
第3図：米中欧の景況感（製造業購買担当者指数）



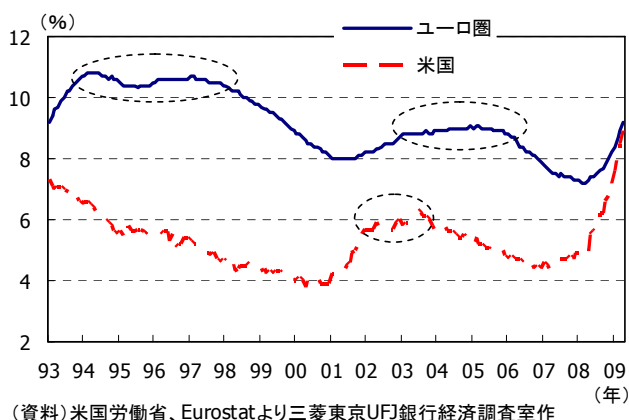
ユーロ圏経済の持ち直しを遅らせる要因としては、政策対応の規模の小ささに加え、信用収縮（銀行貸出減少）による投資、消費への下押し圧力が挙げられる（第4図）。欧州系銀行は、証券化商品等の損失処理の遅れや景気後退による貸出債権の劣化から、大幅なバランスシート調整のリスクに晒されており、金融システムの正常化には相当の時間がかかるとみられる。

さらに、懸念されるのは、雇用調整の本格化による景気への下押し圧力である。正社員の解雇が困難であるなど、労働市場の硬直性が残るユーロ圏では、米国に比べ景気悪化局面での失業率の上昇が緩やか、かつ遅行する反面、雇用調整に時間がかかり、景気底入れ後も失業率の上昇・高止まりが続く傾向がある（第5図）。ドイツの労働分配率をみると、雇用調整の遅れと企業収益の急激な悪化をうけて大幅に上昇しており、金融危機前のドイツ経済の好調を支えた労働コスト削減の効果が吐き出された格好だ（第6図）。足元こそ、操業短縮手当制度（政府の補助金をうけたワークシェアリング）により失業者の増加ペースが抑えられているものの、潜在的な雇用調整圧力は急速に高まっている（第7図）。

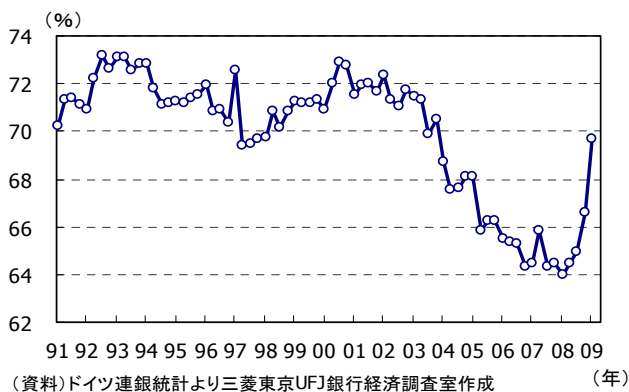
第4図：ユーロ圏の民間向け銀行貸出



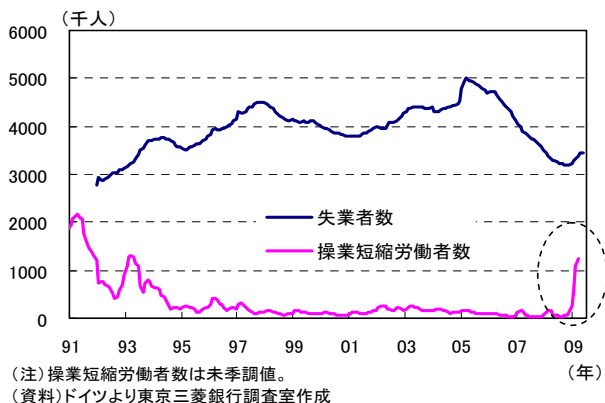
第5図：欧米の失業率の推移



第6図：ドイツの労働分配率



第7図：ドイツの失業者数と操短労働者数



金融政策については、ユーロ圏景気の回復力の弱さや下振れリスクの大きさに配慮し、今後も緩和スタンスが維持されるとみる。ECB 理事会メンバーの間で過度の低金利の弊害に対する警戒が強いことから、利下げは現状の 1%で打ち止めとなる公算が大きいが、政策運営の軸足は金利政策から非標準的措置へとシフトしよう。信用収縮に歯止めが掛らない場合は、流動性供給策の拡充や、債券買取枠の増額や CP・社債等への拡大が、慎重に進められる見込みだ。一方で、中長期国債の買取を伴う“量的緩和”については、出口戦略の難しさや EU の基本条約に抵触するリスクがあることなどから、現状では実現の可能性は低いとみられる。

(H21.6.5 武南 奈緒美 naomi\_takenami@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1