

みずほマーケット・トピック(2015年3月18日)

ECB、量的緩和政策(QE)に係る Q&A

ECB の量的緩和(以下単に QE)は、日米のそれに比べて不透明且つ複雑な部分が多く、その制度運用に関しては散発的な照会を頂くことも多い。それゆえ、基本的な情報を以下に Q&A 方式で整理したゆえ、参照にされたい。プログラム全体を見渡すと、資産担保証券(ABS)やカバードボンド、国債・政府機関債のほか、多様な国際機関債、最終的には公的非金融法人の債券まで対象にされており、対象資産は多岐に亘る。これは、例えば国債だけを対象とした場合に流通市場だけでは賄えず、発行市場も視野に入れざるを得ない状況が発生することを懸念したからだろう。

～ECB の量的緩和、Q&A～

ECB が量的緩和政策(以下単に QE)をスタートして1週間が経ち、一昨日は国債・政府機関債購入の実績が初めて公表された。とはいえ、日米の QE に比べて不透明且つ分かりにくい部分が多く、その制度運用に関しては散発的な照会を頂くことも多い。

それゆえ、基本的な情報を以下に Q&A 方式で整理したゆえ、参照にされたい。なお、正確には ECB の QE といった場合、従前に導入された資産担保証券購入プログラム(ABSPP)と第3回カバードボンド購入プログラム(CBPP3)そして3月5日に決定された公的部門購入プログラム(PSPP: the public sector purchase programme)の3本を含んだ概念であり、包括的には拡大版資産購入プログラム(Expanded asset purchase programme)と呼ばれる。今回の本欄では特に関心の高い PSPP を中心に論点を整理しておく。なお、以下の情報にあたっては ECB の各文書から得た情報を適宜まとめたものとなる(出所は注釈¹参照のこと)：

● 購入規模は？

- ▶ QE 全体では月間 600 億ユーロ、総額 1.14 兆ユーロ(600 億ユーロ×19 か月)と定められているが、国債・政府機関債、ABS、カバードボンドの内訳が確定しているわけではない。現状、ABS とカバードボンドを合計して月間 100 億ユーロ程度の購入となっているため、差額 500 億ユーロ程度が国債・政府機関債(及び後述する国際機関債)で穴埋めされる公算。しかし、この額は ABS とカバードボンドの購入ペースに依存する。
- ▶ なお、後述するように 2016 年 9 月までに物価の浮揚が見られない場合はプログラム自体が延長されるため、総額も拡大することになる。

¹ 本欄の情報については次の 3 つの公表文ないし文書を参考としている。「Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP)」、「Q&A on the public sector purchase programme (PSPP)」、「Decision of the ECB of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10), 5.3.2015」。

● 購入方法は？

- ▶ ECBのほか、各国中央銀行(NCBs:National Central Banks)がECBへの出資金比率に応じて購入枠を割り当てられる。国別の購入額イメージは以下の表を参照(国債・政府機関

ユーロ圏政府債務残高とQEにおける国債購入額の関係(10億ユーロ)

	2014年	「33%ルール」 から算出される 購入上限	出資比率	出資比率から算出される 購入金額 (国債購入を400億×19か月 =7600億と仮定)	上限までの拡大余地
	(A)	(B)=(A)×33%	(C)	(D)=760×(C)	(B)-(D)
オーストリア	217	71	2.8%	21.2	50.3
ベルギー	317	105	3.5%	26.8	77.7
キプロス	6	2	0.2%	1.6	0.5
エストニア	0	0	0.3%	2.1	0.0
フィンランド	80	26	1.8%	13.6	12.7
フランス	1,341	443	20.1%	153.1	289.4
ドイツ	1,181	390	25.6%	194.3	195.4
ギリシャ	67	22	2.9%	22.0	0.0
アイルランド	116	38	1.6%	12.5	25.9
イタリア	1,620	535	17.5%	132.9	401.6
ラトビア	3.8	1	0.4%	3.0	-1.8
ルクセンブルグ	6	2	0.3%	2.2	-0.1
マルタ	5	2	0.1%	0.7	0.9
オランダ	329	108	5.7%	43.2	65.3
ポルトガル	108	36	2.5%	18.8	16.7
スロバキア	32	11	1.1%	8.3	2.2
スロベニア	19	6	0.5%	3.7	2.4
スペイン	733	242	12.6%	95.5	146.4
リトアニア	0	-	0.6%	4.5	0.0
ユーロ圏19か国	6,179	2,039	100.0%	760	1,279.1
QEの総枠	-	1,140	-	-	-

(資料)ECB ※14年時点のユーロ建てデータのないリトアニアの政府債務はここでは無視している(無視できるほどの少額である)。
QE(15年1月決定)は「600億×10か月」+「600億×9か月」の合計。債務残高はECBより「中央政府発行の長期政府債務有価証券」
黄色で塗っている国は既に「33%ルール」の観点から購入が制限される国。

債を月 400 億ユーロ購入と仮定したケースを掲載)。

● 購入対象期間は？

- ▶ 実施期間は「2015年3月～2016年9月」の19か月間。しかし、「(インフレ率が)中期に亘って2%以下だがそれに近い値の実現、という理事会目標と整合的な経路への持続的調整を見るまでは継続」²との条件が付されており、実態としてはオープンエンド型QE。

● 購入対象資産は？

- ▶ ユーロ建ての市場性債務。発行主体はユーロ加盟国の中央政府のほか、ユーロ圏所在の政府系機関、国際機関そして多国籍開発銀行が対象(以下、国際機関及び多国籍開発銀行発行の債券を合わせて単に国際機関債と呼ぶ)。なお、政府系機関並びに国際機関は3月5日の理事会終了時点では以下のリストが公表されている:

※政府機関(7つ)

⇒フランス社会保障基金(Caisse d'amortissement de la dette sociale)、フランス全国商工業雇

² 正確には以下のように記述されている Purchases are intended to be carried out until the end of September 2016 and will, in any case, be conducted until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation which is consistent with its aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

用協会(Union Nationale Interprofessionnelle pour l'Emploi dans l'Industrie et le Commerce)、スペイン開発金融公庫(Instituto de Credito Oficial)、ドイツ復興金融公庫、L バンク(Landeskreditbank Baden-Württemberg Foerderbank)、ドイツ農林金融公庫(Landwirtschaftliche Rentenbank)、ノルドライン・ヴェストファーレン州銀行(NRW Bank)

※国際機関(7つ)

⇒欧州評議会開発銀行(Council of Europe Development Bank)、欧州原子力共同体(European Atomic Energy Community)、欧州金融安定基金(European Financial Stability Facility)、欧州安定メカニズム(European Stability Mechanism)、欧州投資銀行(European Investment Bank)、欧州連合(European Union)、北欧投資銀行(Nordic Investment Bank)

➤ 各 NCBs が割り当てられた分の国債・政府機関債券を購入できない場合、国際機関債を代替購入することができる。なお、代替購入分に相当しない国際機関債は、スペイン中央銀行とフランス中央銀行がユーロシステムを代表して購入を実施する。また、それでも割り当てられた購入額が実現できない例外的な環境の場合、NCBs は理事会に対して、当該国所在の公的非金融法人が発行する市場性債務を購入できるように提案できる。

➤ ECB は国債・政府機関債を購入するが、国際機関債は購入しない。

※国債・政府機関債のほか、多様な国際機関債、最終的には公的非金融法人の債券まで対象にしているのは、例えば国債だけを対象とした場合、流通市場だけでは賅えず発行市場も視野に入れざるを得ない状況が発生する事態を忌避したからではないかと思われる。

● 購入対象資産の種類と割合は？

- 月 600 億ユーロの内、88%が国債及び政府機関債券、ABS、カバードボンド、12%が国際機関という配分。この内訳は ECB 理事会で修正可能。
- 購入主体は全体の 92%を NCBs、8%を ECB が担当する。NCBs は自国市場でしか購入せず、国債と政府機関債の購入内訳に関しては柔軟性が認められている。
- 購入割合に関しては月次ベースで適用され、プログラム全体で適用されるものではない。しかし、毎月厳格に資本金出資比率に従った購入が求められるわけではなく、プログラムの円滑な導入を支えるため、月次ベースの柔軟性が認められる。

● 保有資産からの損失処理は？

➤ 購入資産から生じた損失の 20%は ECB への出資金比率に応じてシェアされるが、残り 80%は NCBs の責任で負担する。しかし、出資金比率に応じてユーロシステムがシェアする損失のうち 12%は国際機関

ECBの拡大版資産購入プログラム(QE)のイメージ(15年3月5日時点)

購入割合	80%	8%	12%
購入対象資産	国債・政府機関債		国際機関債
購入主体	NCBs	ECB	NCBs
損失負担	各NCBsの単独負担	出資金比率で共有負担	

(資料)ECBから筆者作成。資産購入配分は理事会で変更可。

(注)各NCBsに割り当てられた購入額が国債・政府機関債だけで不足する場合、国際機関債を購入できる。これはプログラム全体の12%まで許容される。

債なので無リスクに近い。つまり、ユーロシステムとしてシェアされる損失分は実質的には僅か8%に限定される(表イメージを参照)。

※ユーロシステム全体での損失シェアが小さい点に関しては、共通通貨圏の体裁を成していないとの批判があり、例えばビスコ伊中銀総裁も「EU の観点では誤りだったが、財政同盟のない状況では妥当だった(3月16日、ブルームバーグ)」と痛し痒しの状況を認めている。ECBも資産購入プログラムに係るQ&Aサイトで「新しいプログラムは損失をNCBsに押しつけているのではないか。共通金融政策として矛盾していないか」といった質問を掲載し、「購入自体はECBが集権的に調整するので金融政策の統一性(the singleness of our monetary policy)を毀損しない」と回答している。

● 購入対象資産の年限は？

- ▶ 対象年限は「2年以上30年以下」。「1年364日未満」は不可、「30年364日まで」は可。
- ▶ 特定のデュレーション目標は設定されていない。各年限の購入割合は名目ベースの発行残高に応じるが、各債券の相対価値や流動性を考慮した上で、歪みが生じることがないように市場中立的であることに努める。

● マイナス金利となった資産も購入できるのか？

- ▶ 原則として、金利が預金ファシリティ金利を上回っていれば購入は許容可能。
- ※2015年3月5日時点では「▲0.20%」だが、この数字が文書に明記されているわけではなく、あくまで「マイナス金利に関しては預金ファシリティ金利を上回るまでは」と書かれているに過ぎない。つまり、政策変更と共に購入下限金利がさらに下方修正される可能性はある。

● 各資産の購入上限額は？

- ▶ 各発行体の発行残高の33%以内及び各銘柄の発行残高の25%以内。
- ▶ なお、25%は集団行動条項(CAC)³の発動を阻止できる保有比率として一般に知られている。ECBが1銘柄につき25%以上保有してしまうと、万が一、その資産が債務リストラされる状況に至った場合、ECBが拒否権を発動し、ECB以外の保有者に損失の皺寄せがいくことになる。ECBは債務リストラに反対することを表明済みである。
- ▶ 購入する資産に関し、ECBは民間投資家と同等の弁済順位(Pari passu)であることを表明しており、これとの整合性で25%ルールを設定しているものと理解できる。

● 発行市場から購入することは可能なのか？

- ▶ 購入する債券の種類に拘わらず、EU機能条約123条に定める通り、購入は不可。
- ※EU機能条約123条:中央銀行による政府債務の直接引き受けを禁止する条項。但し、同条約に付属する「欧州中央銀行制度と欧州中央銀行の定款に関する議定書」の18条1項では欧州中央銀行制度(ESCB)の目的を達成するためにECBが金融市場で市場性商品を売買することを認めている。この点、ECBのQEは市場での価格形成を経た後に、流通市場から購入

³ 債券を保有している投資家の多数決によって、事後的に償還期限や金利などの条件を変更できるようにする契約条項。

するためルール違反にはならないとの建付けになっている。

● **購入に制限がある資産は？**

- ▶ 新発債、タップ債(※)、ECB の定めるブラックアウト期間において残存年限が満期に近い市場性債務。

※分割発行方式で発行される債券の 1 つ。発行当初は予定総額の一部を販売し、残額については市場実勢を踏まえながら逐次発行され、販売される債券のこと。

- ▶ 金融支援下にある国の債券の購入は不可だが、(債権者団による)審査が良好な場合は可。具体的には購入継続に係る特別の理由がない限り、支援プログラムのレビューが問題なく完了後、2 か月間に限られる。

※金融支援を受けた国に対しては通常、3 か月に 1 回のレビューが行われる。レビュー完了した後 2 か月ということは、レビュー開始の 1 か月前からは購入を見合わせるということでもある。

● **対象取引先の金融機関は？**

- ▶ ユーロシステムの金融政策実務に関し、参加資格を満たしている機関(普段のオペ先)。
- ▶ ポートフォリオにおいてユーロ建て投資を行う際、ユーロシステムの中央銀行が使用しているその他の取引先(例えば、証券会社がこれに該当する)。

● **情報開示は？**

- ▶ 連結バランスシートのコメント中において PSPP で保有される証券の合計簿価を週次公表。
- ▶ 発行体の居住地別に加重平均した残存年限を月次で公表。この際、国際機関とその他発行体については分けて公表する。
- ▶ PSPP で保有される債券の簿価は公開市場操作(OMO:the Open Market Operations)として ECB のウェブサイト上で公開。

※週間で公表される連結バランスシートの URL:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/index.en.html>

※週間で公開市場操作(OMO)の URL:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

● **PSPP で購入した証券は貸出可能か？**

- ▶ PSPP の効果を確保するという意図があれば、レポ取引を含め、貸出は可能。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感〜佳境を迎えるユーロ売り〜
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか〜試される「強いドルは国益」〜)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか〜払拭しきれない可能性〜
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて〜後ろめたさを見せたドラギ総裁〜
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて〜年央利上げに言質与えず〜
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角〜リスク要因の点検〜
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて〜しばしの休息〜
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて〜歴史に残る発行物に〜)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について〜輸出増に過信は禁物〜
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10〜12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係〜デュアルマンドートの狭間で〜)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて〜為替と財政への含意〜
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて〜円買い復活?〜
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて〜どこまでドル高に寛容か?〜
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場〜円安見通しのリスク〜
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて〜今後の鍵は「25%ルール」の行方〜)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合〜ハロウィン・ロジックの行方〜
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー〜QE、4つのタイプ〜
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー〜BIS統計より〜
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について〜日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」〜)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)〜ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?〜)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場〜見通しのポイント〜
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17〜18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意〜「97-98年」との比較〜
2014年12月16日	最近の原油安について〜混同しがちな因果関係〜
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと〜円安の是非を超えて〜
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて〜expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)〜)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感〜懸念は尚早だが...〜
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて〜金購入なども含め〜
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素〜実質金利と需給〜
2014年11月17日	本邦7〜9月期GDP〜続く所得面の悪化〜
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス〜何が変わったのか?〜)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見直し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて〜正式に始まった「量」への挑戦〜)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー〜現状維持を予想〜
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28〜29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて〜本当の勝負はこれから〜
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について〜インフレ率が上がらない構造的背景〜)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について〜ドル高容認か?〜)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について〜ドル/円は適正な水準まで調整〜
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて〜円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」〜
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目〜均衡水準は20%円安に?〜)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16〜17日開催分)を受けて