

金融市場パネル 第45回資料

ユーロ圏の金融経済情勢と欧州中央銀行の政策

2018年7月

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部 主席研究員

井上 哲也

金融イノベーション研究部 主任研究員

石川 純子



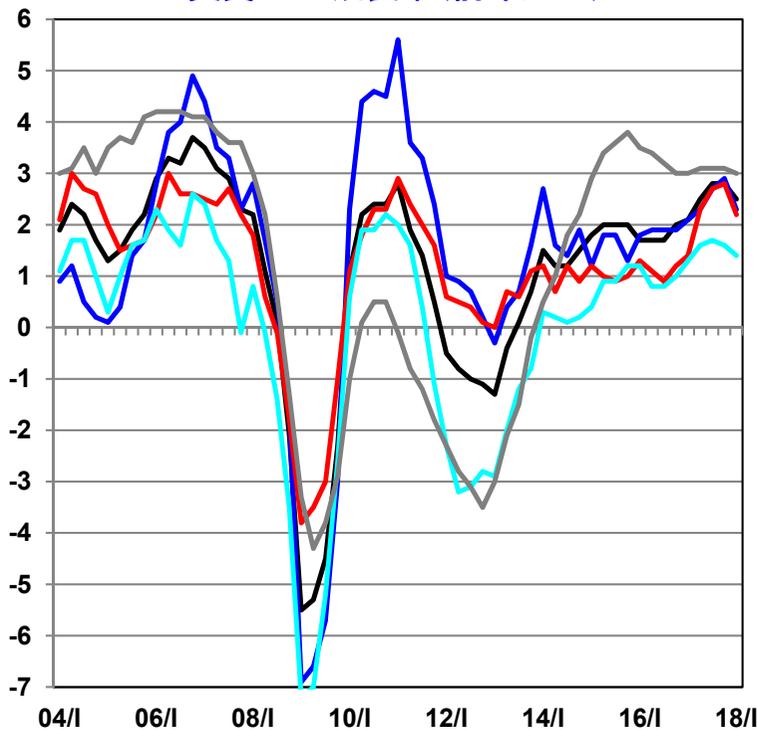
1. ユーロ圏の経済動向

■ 概観(その1)

資料: Eurostat, ECB

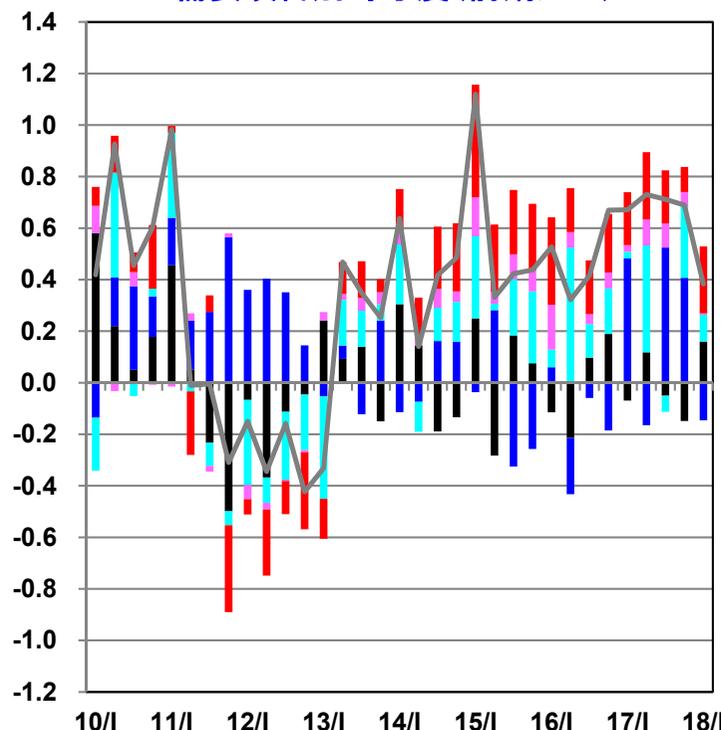
- ・ ユーロ圏の実質GDP成長率(前年比)は足許で減速したが、欧州委員会が上方修正した潜在成長率(1.5%)を上回るペースで推移している。第1四半期は、個人消費が堅調に推移したが、純輸出がマイナスに転じ、設備投資も減速したことが、全体の減速に繋がった。
- ー 民間エコノミストによる期待成長率も頭打ちしたが、なお高い水準にある。

実質GDP成長率(前年比%)



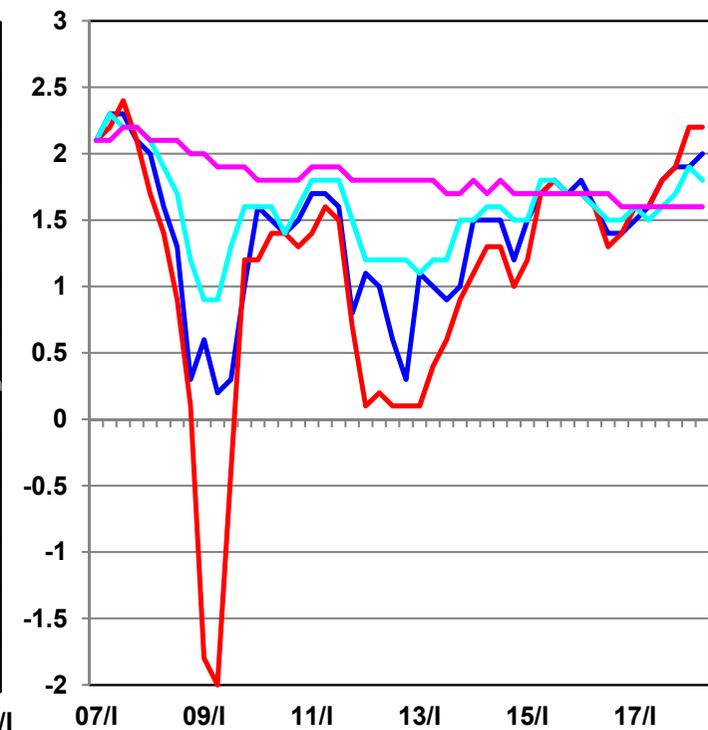
— Euro Area — Germany — France
— Italy — Spain

需要項目別寄与度(前期比%)



■ Household consumption
■ Government consumption
■ Fixed capital investment
■ Net Export
■ Others
— Real GDP

民間エコノミストによる予想成長率
(ECBによるSPF:前年比%)



— Next year — One year ahead
— Two years ahead — Longer term

1. ユーロ圏の経済動向

■ 概観(その2)

資料: IMF, OECD, European Commission, Eurostat, ECB

- ECBスタッフによる直近(2018年6月時点)の経済見通しは、2018年の成長率をやや下方修正したが、その後については維持した。また、今後のリスクも上下双方向にバランスしているとの評価を下した。その他の国際機関は、推計時点の問題もあって2018年についてばらつきもみられるが、それ以降は潜在成長率に向かってゆるやかに減速しつつ、比較的早いペースでの拡大を予想している。

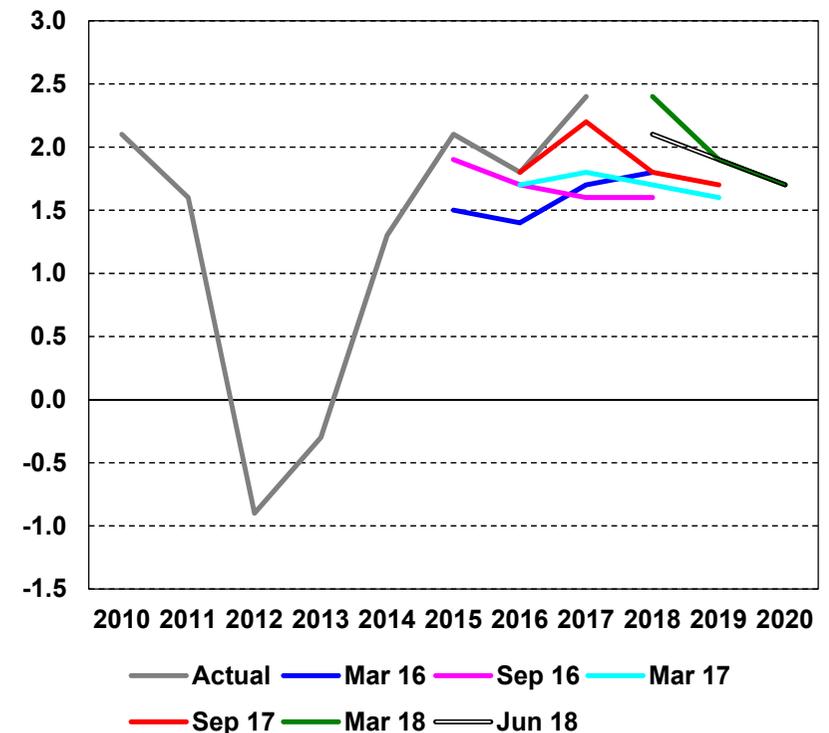
ユーロ圏の成長率見通し
(下段は各々前回)

	2018年	2019年	2020年
ECB (2018年6月)	2.1	1.9	1.7
	2.4	1.9	1.7
EU (2018年5月)	2.3	2.0	n.a.
	2.1	1.9	n.a.
OECD (2018年5月)	2.6	2.2	2.1
	1.9	n.a.	n.a.
IMF (2018年4月)	2.4	2.0	n.a.
	2.2	2.0	n.a.

ECBによるユーロ圏の需要項目別見通し
(上:2018年6月, 下:2018年3月・前年比%)

	2018年	2019年	2020年
個人消費	1.6	1.7	1.5
	1.7	1.7	1.5
固定資産投資	4.2	3.3	2.8
	4.4	3.4	2.8
政府消費	1.3	1.3	1.2
	1.2	1.2	1.1
輸出	4.2	4.4	3.8
	5.3	4.1	3.8
輸入	4.1	4.7	4.0
	5.1	4.5	4.0

ECBによるユーロ圏の
実質GDP成長率見通しの推移
(前年比%)



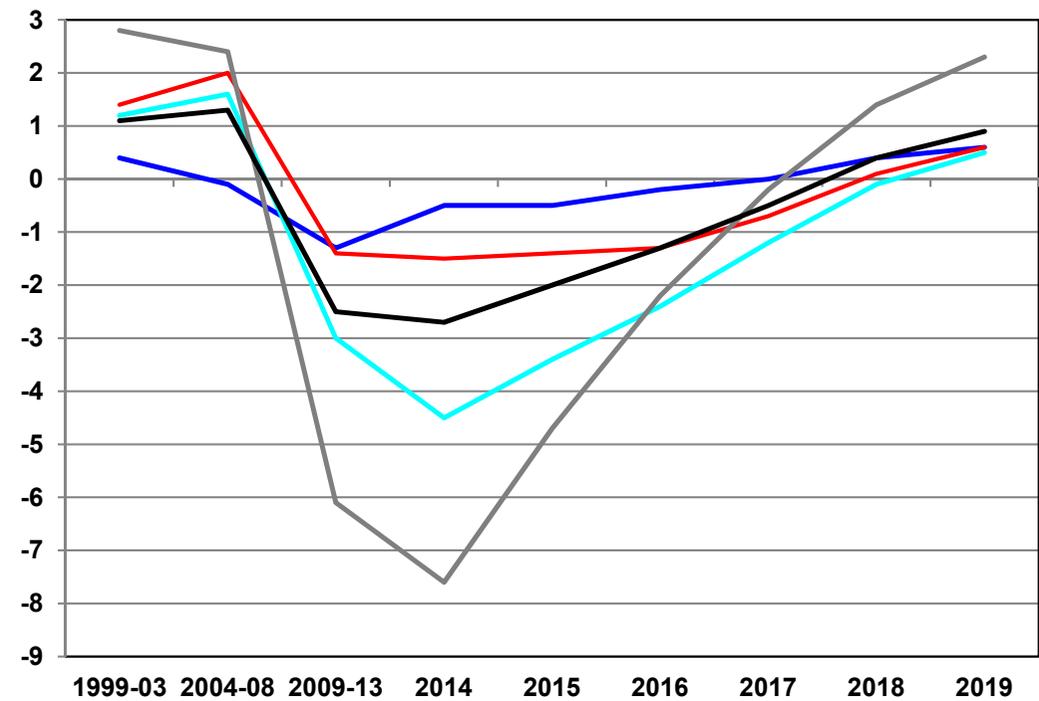
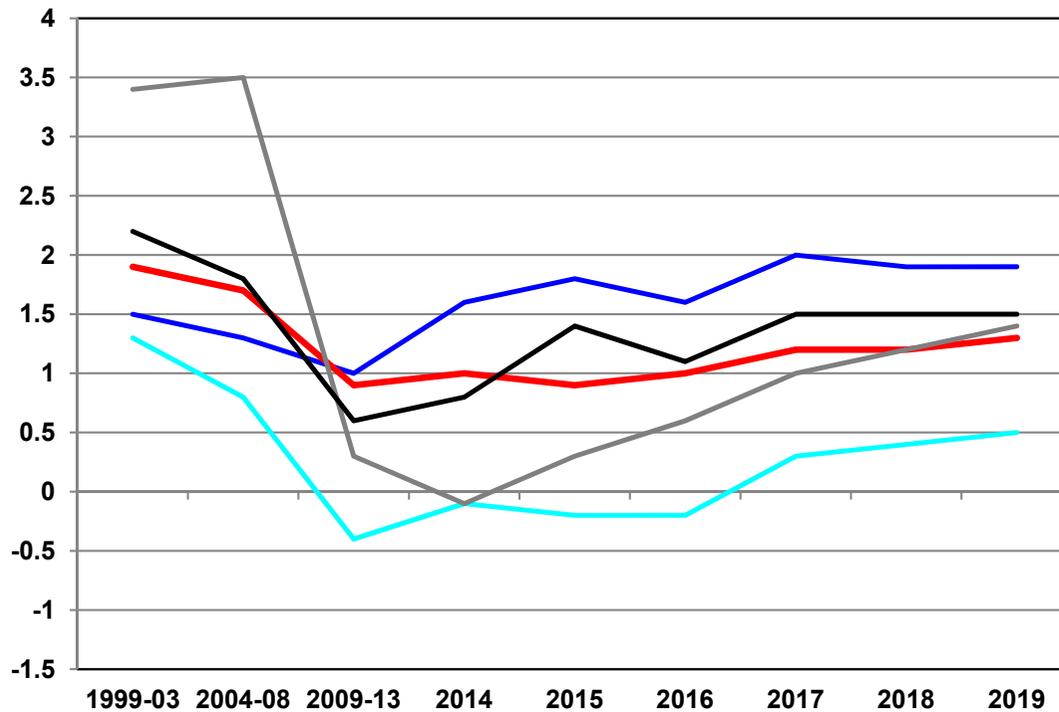
1. ユーロ圏の経済動向

(参考) ユーロ圏の潜在成長率とGDPギャップ

資料: European Commission

- ・欧州委員会による推計(本年5月の経済見通し)によれば、ユーロ圏の潜在成長率は2019年まで1.5%程度で横這いとされた。国別にはスペインの回復が目立つ一方、イタリアは改善がゆるやかになっている。
- ・GDPギャップは、欧州債務危機以降は総じてマイナスで推移してきたが、スペインやイタリアの顕著な回復もあって、ユーロ圏全体としても2018年にはプラスに転ずるとみられている。

(左) 潜在成長率(年率%)、(右) GDPギャップ(1995年以降の累積乖離率%)



Germany France Italy Spain Euro area

Germany France Italy Spain Euro area

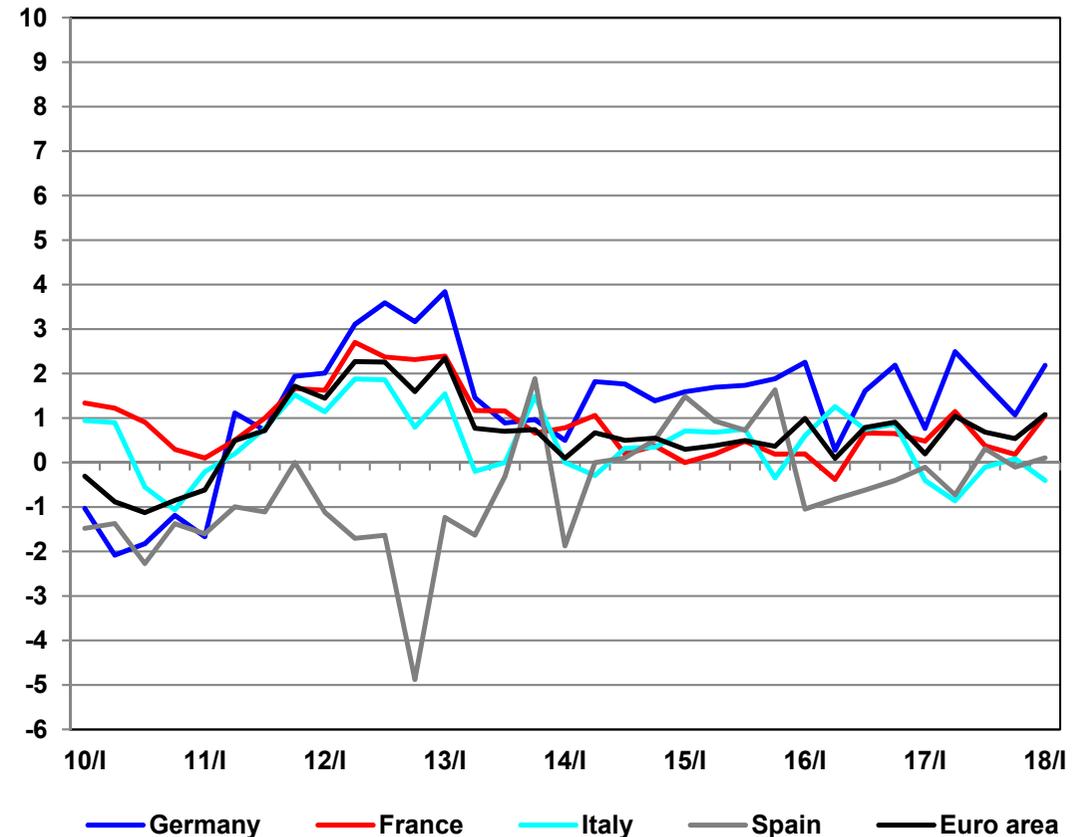
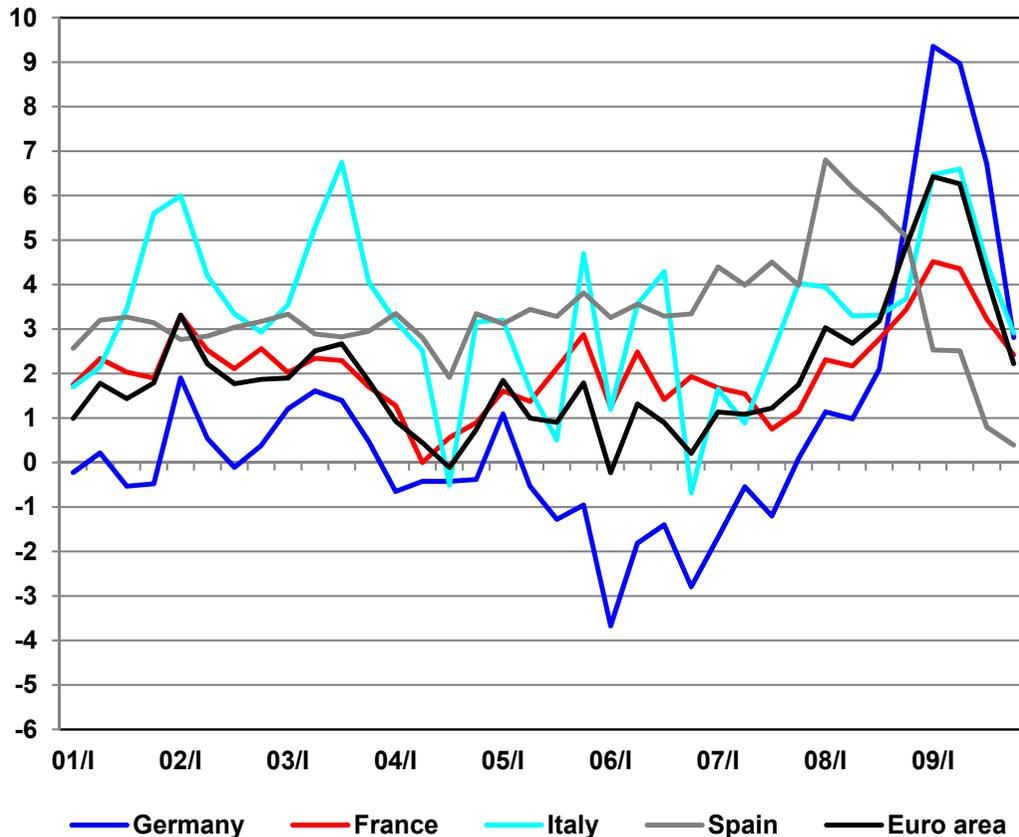
2. ユーロ圏の物価動向

(参考) ユーロ圏のULC

資料: Eurostat

- ・ULC(前年比)は危機前後で対照的な動きを示している。危機以前はスペインやイタリアのULC伸び率が高く、両国の対外競争力にマイナスの影響を持っていた。これに対し危機後は、総じて伸び率が抑制されるなかで、ドイツの伸び率が相対的に高く、スペインは金融危機が深刻であった2012年を中心として下落した。足許にかけても、両国とドイツとの格差は相応に維持され、その点ではconvergenceが進行している(ただし、フランスは足許で相対的に高止まっている)。

ULC(対前年比<2009年で分割>:%)



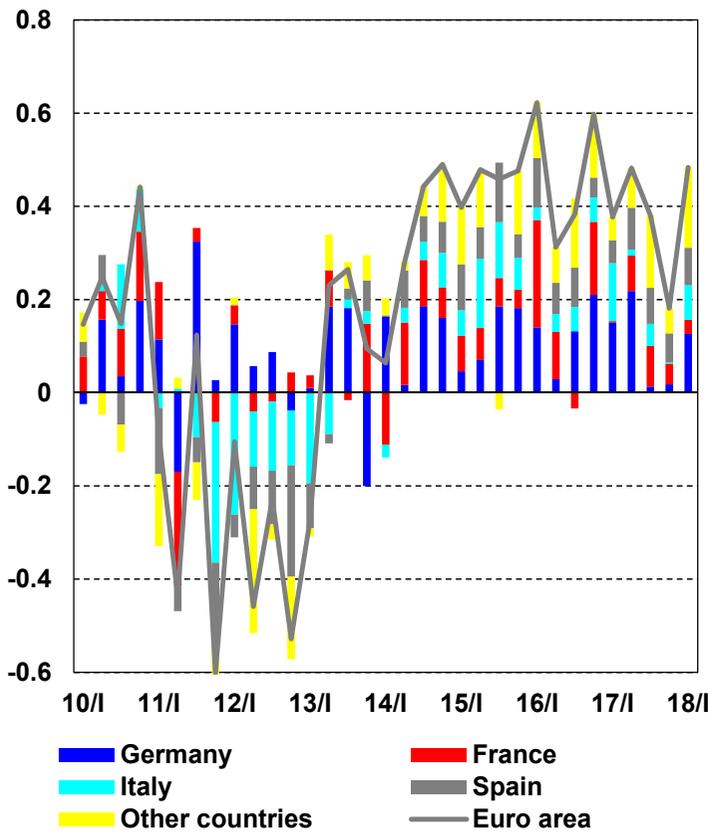
1. ユーロ圏の経済動向

資料: Eurostat, European Commission

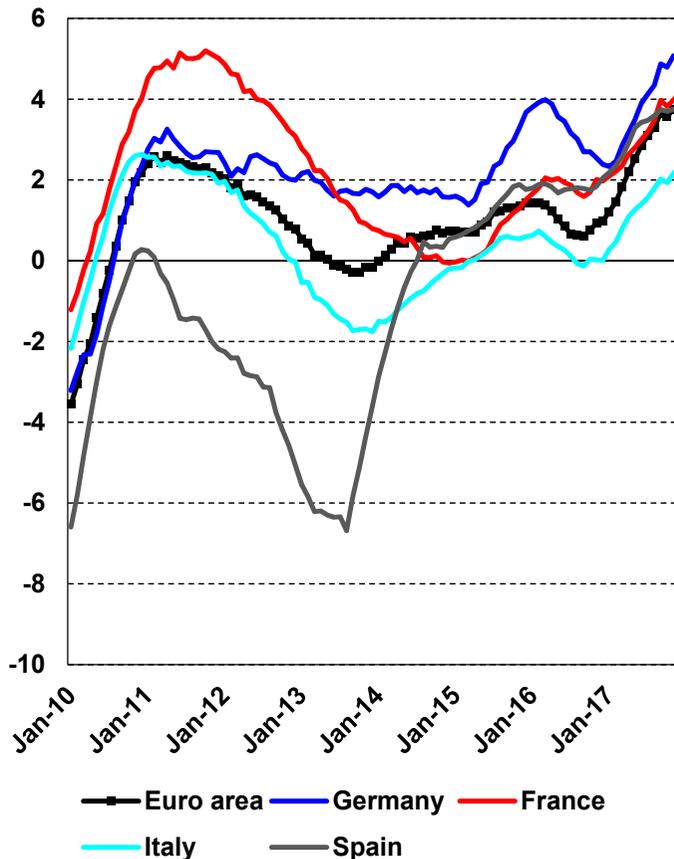
■ 個人消費を巡る動き(その1)

- ・ユーロ圏の個人消費は2014年以降は一貫して拡大してきた。小売売上も、昨年末にかけて総じて伸び率を高めていた。回復の過程では、主要国は概ね安定的に拡大したが、相対的にイタリアの動きが弱いほか、高成長を続けたスペインには減速感もみられる。
- ・欧州委員会による消費者センチメント指数は主要国で改善傾向にあるが、モメンタムはやや低下している。

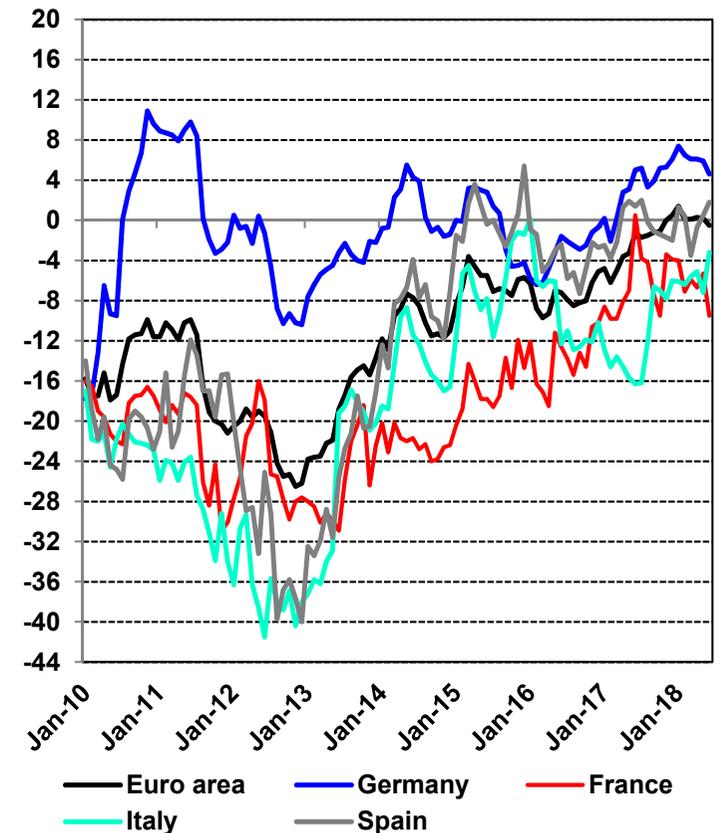
主要国における個人消費(前期比%)



主要国における小売売上(実質・前年比%)



主要国における消費者センチメント



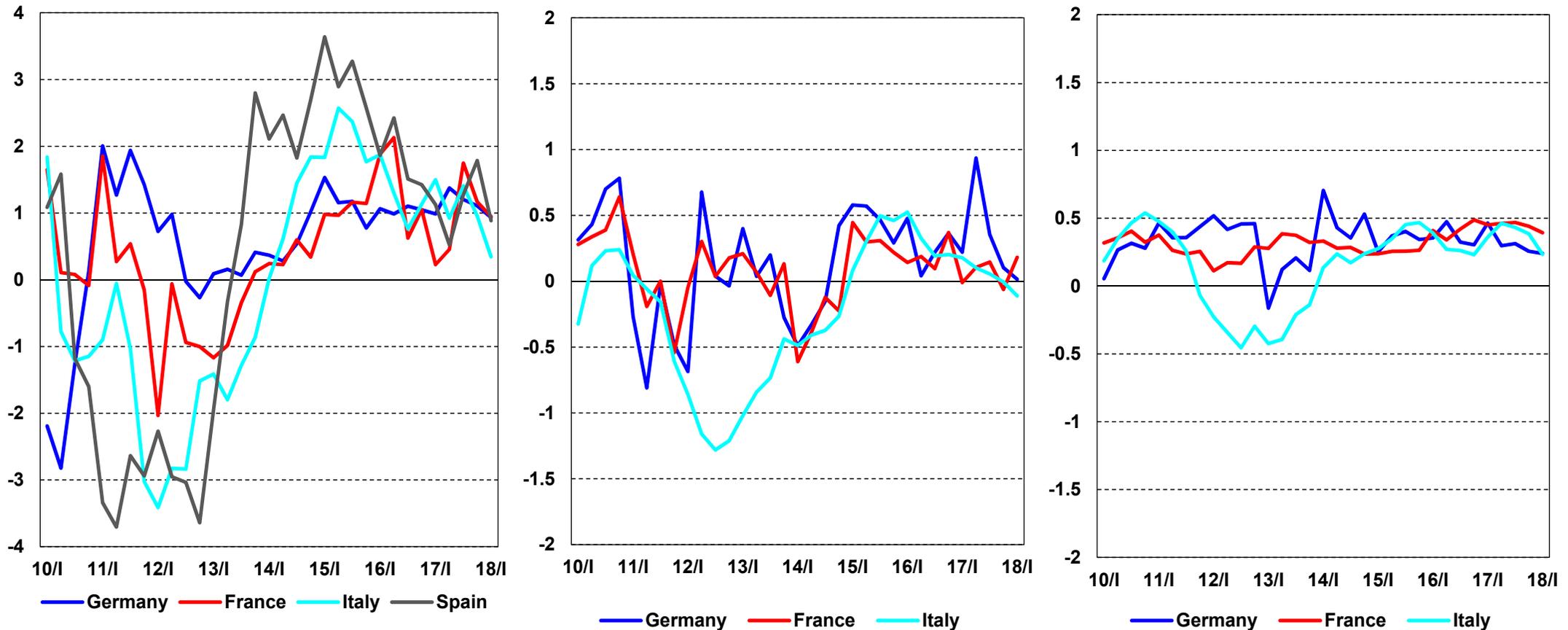
1. ユーロ圏の経済動向

資料: Eurostat, European Commission

■ 個人消費を巡る動き(その2)

- ・主要国の個人消費(GDPベース)を内容別にみると、耐久財(ウエイト約1割)には国によって減速感もみられるが、緩やかな拡大を続けている。非耐久財は足許の伸びがゼロ近傍まで低下している一方、サービス(ウエイト約5割)は、低いペースながら極めて安定的に拡大している。

主要国における内容別消費支出(前期比%) <左:耐久財、中央:非耐久財、右:サービス>



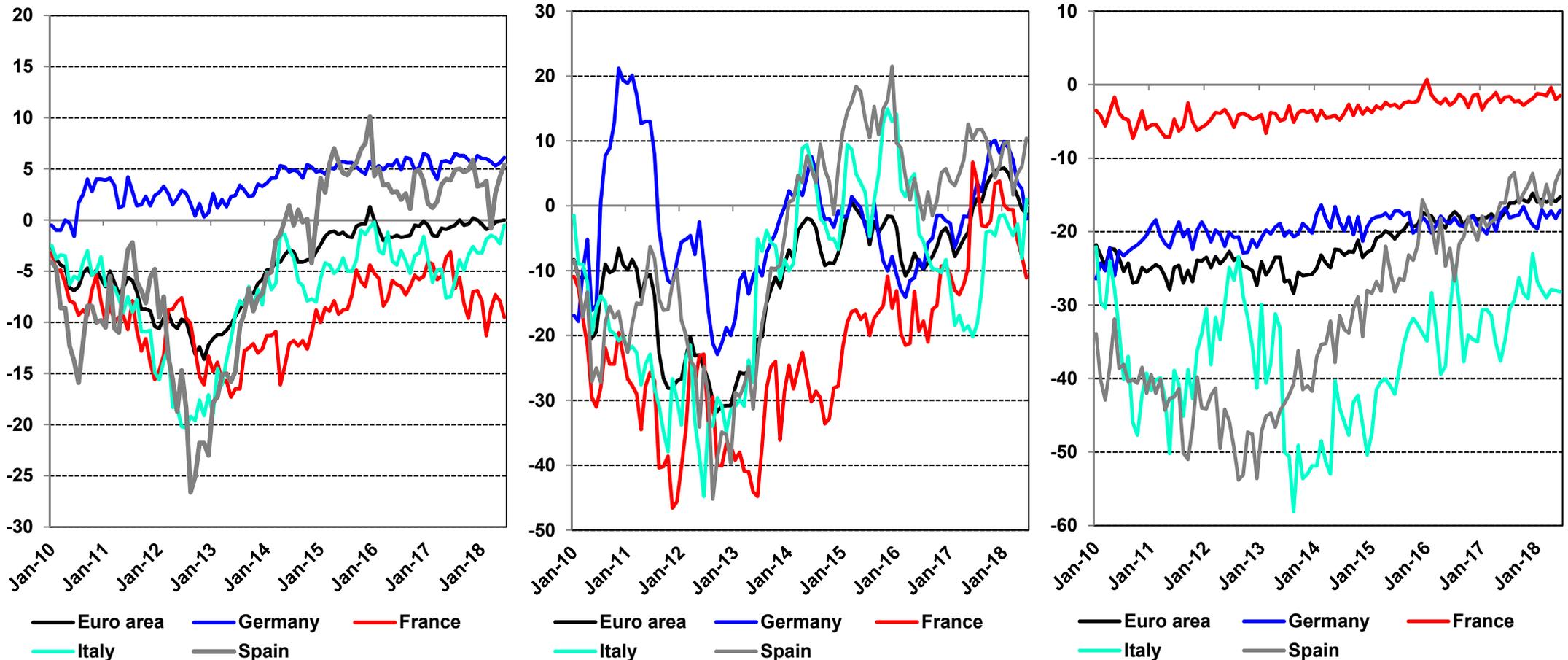
1. ユーロ圏の経済動向

資料: European Commission

■ 個人消費を巡る動き(その3)

・欧州委員会による消費者センチメントを内容別に分解すると、金融環境はイタリアが改善、フランスが緩やかに悪化している一方、全体では安定している。これに対し経済環境は、水準は相応に良好ながら足許で頭打ちとなっている。また、購買計画は、スペインとイタリアで改善が続いているが、総じて見れば横這い圏内にある。

主要国における消費者センチメント<左:金融環境、中央:経済環境、右:購買計画>

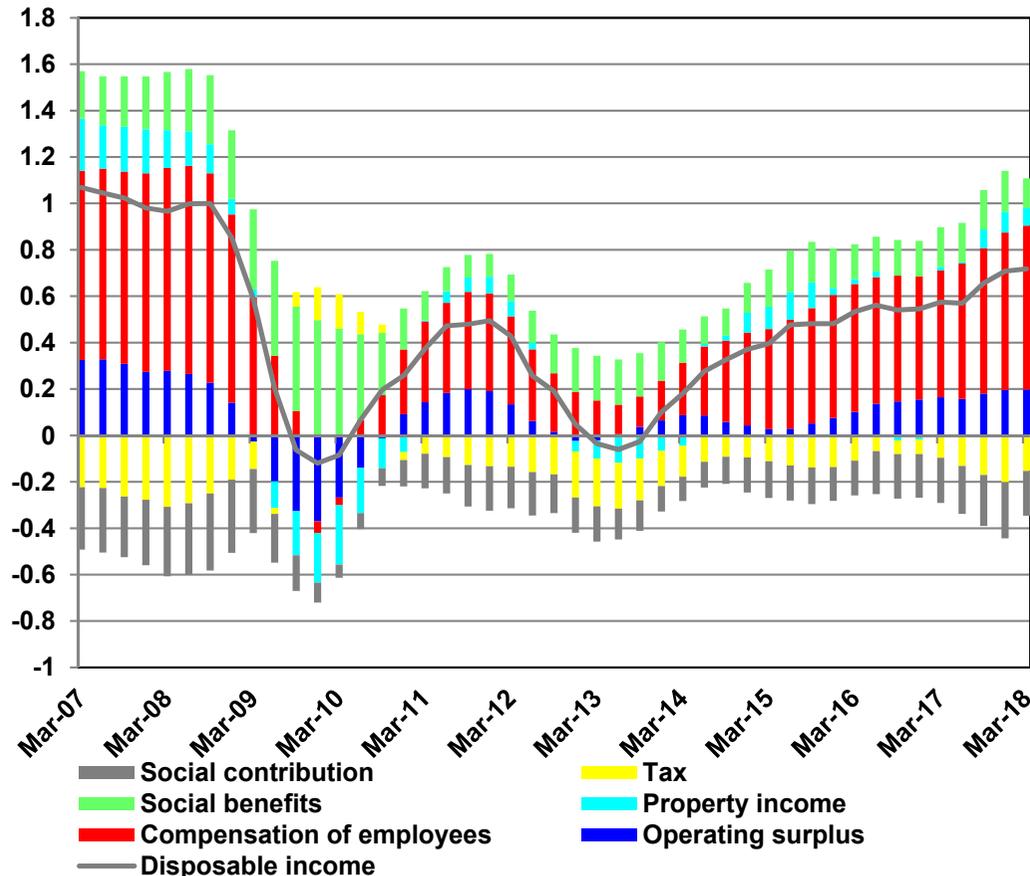


1. ユーロ圏の経済動向

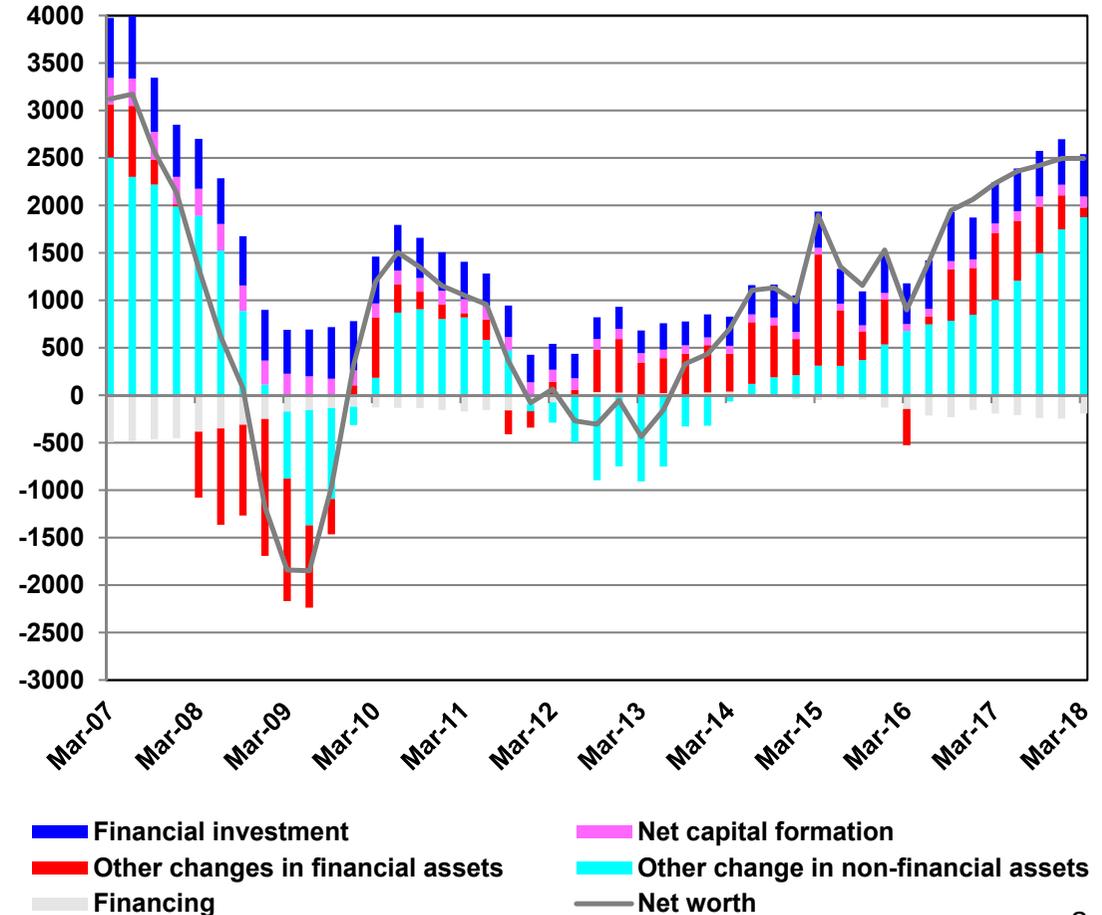
■ 個人消費を巡る動き(その4)

- ・ ユーロ圏の家計所得は、2014年から伸び率が緩やかな加速を続けており、昨年には年率3%を超える伸びとなった。内容面では賃金や自営業収入が寄与している一方、資産所得の貢献は乏しい。
- ・ 家計のnet worthも2014年以降に増加に転じ、増加ペースも2008年頃の水準を取り戻した。内容的には、金融資産のキャピタルゲインよりも実物資産の評価益による貢献が極めて大きい。

ユーロ圏の可処分所得(要素別・4期MA 前期比%)



ユーロ圏のNet worth(要素別・4期MA 10億ユーロ)



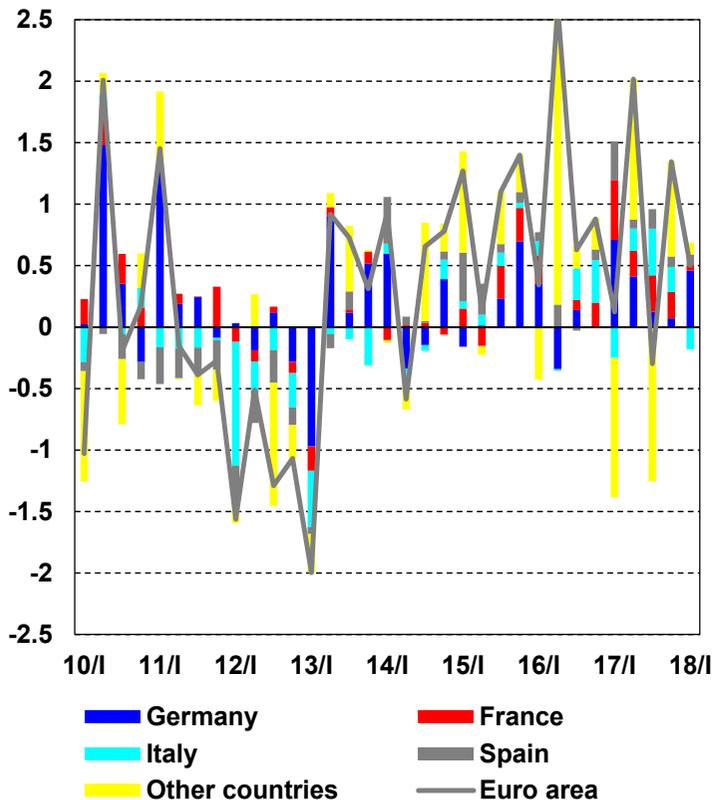
1. ユーロ圏の経済動向

■ 設備投資を巡る動き

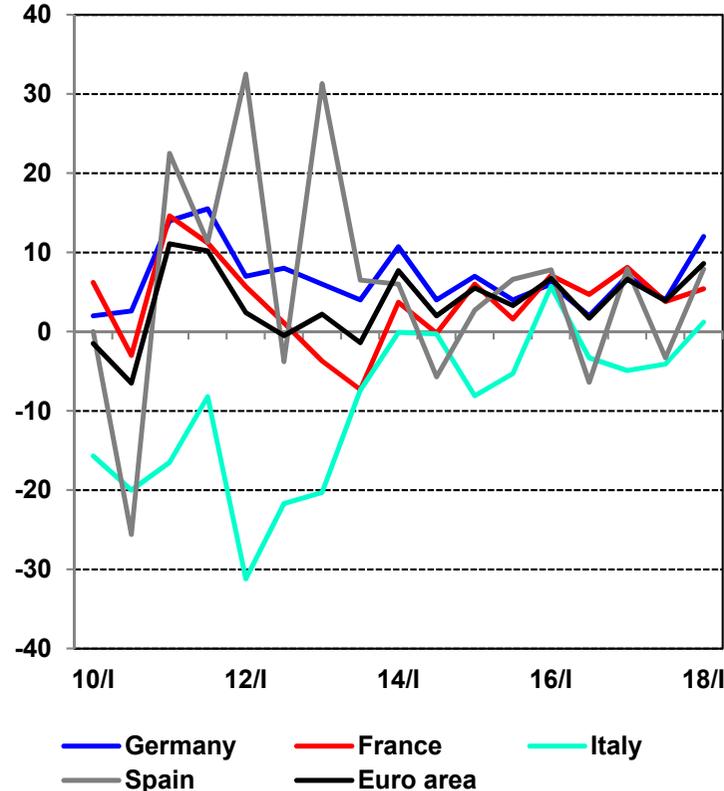
資料：Eurostat, European Commission

- ・設備投資は一部国の動きを均してみれば、足許にかけてやや減速感が窺われる。国別には、イタリアが再びマイナスに転じた一方、ドイツは回復した。設備投資計画はイタリアを除いて横這いで推移している。
- ・欧州委員会による企業センチメントは、主要産業全てが債務危機当時の水準を上回った。なかでも建設は顕著な改善トレンドを辿ったほか、製造業やサービスも2016年以降に改善が明確になった。これに対し、小売は個人消費が拡大している割には緩やかな改善に止まっている。

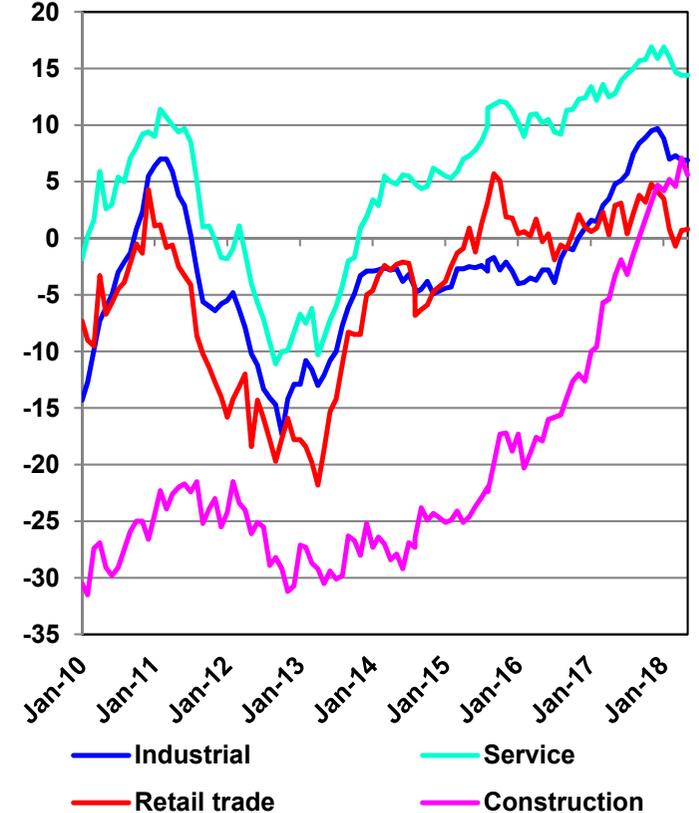
主要国における設備投資(前期比%)



主要国における設備投資計画(DI)



企業のセンチメント(産業別DI)



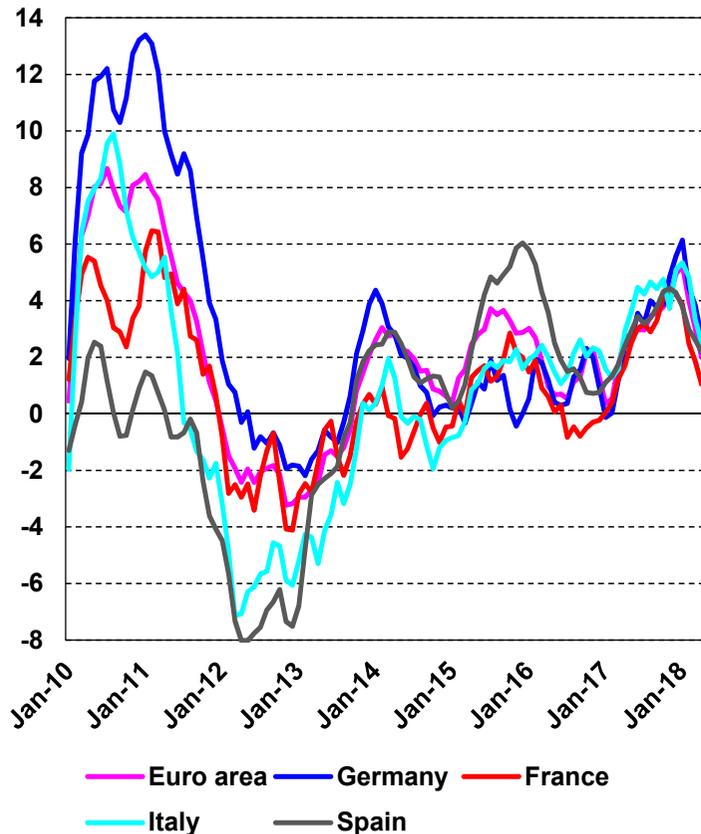
1. ユーロ圏の経済動向

■ 生産活動

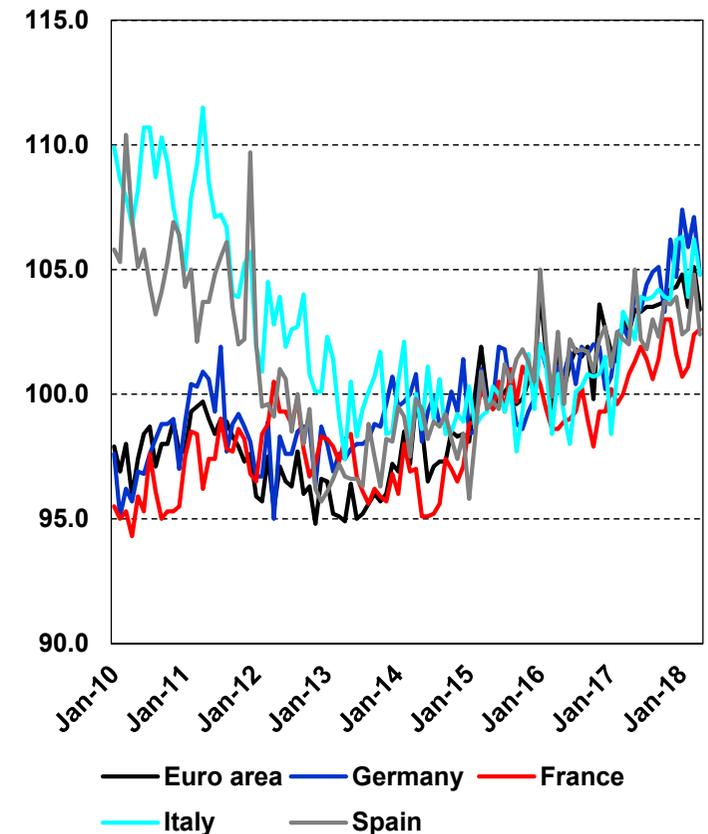
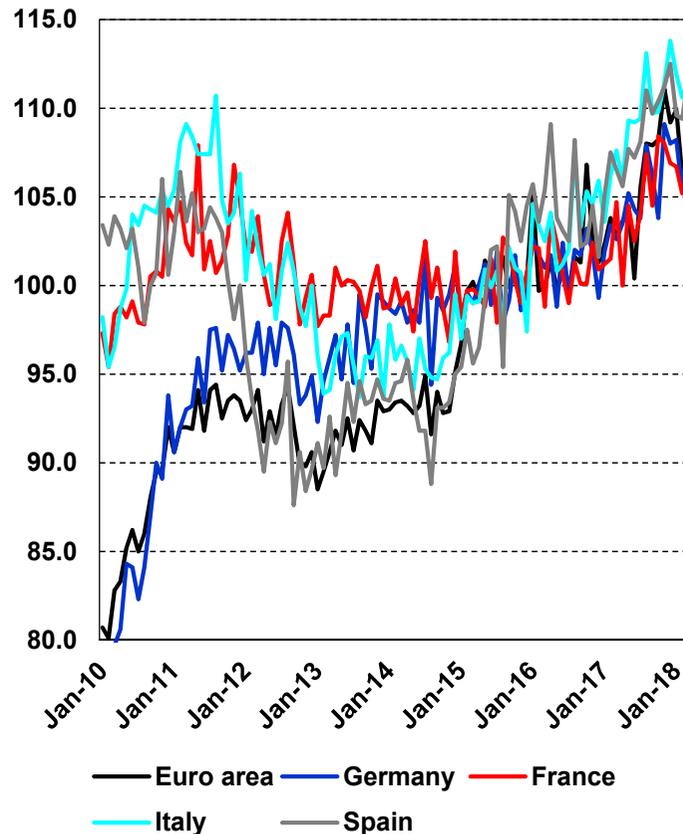
資料: Eurostat

・製造業の生産は、各主要国ともに足許で伸び率が低下しており、2016年後半と同様なペースとなっている。財別にみると、資本財は一貫して高い伸びを示していたのに対し、ドイツやフランスで足許の減速が目立っている。消費財も、これまでの緩やかな伸びに対して、主要国に共通して頭打ち感が窺われる。

ユーロ圏主要国の製造業生産指数（前年比%）



ユーロ圏主要国の製造業生産指数（指数: 資本財と消費財）



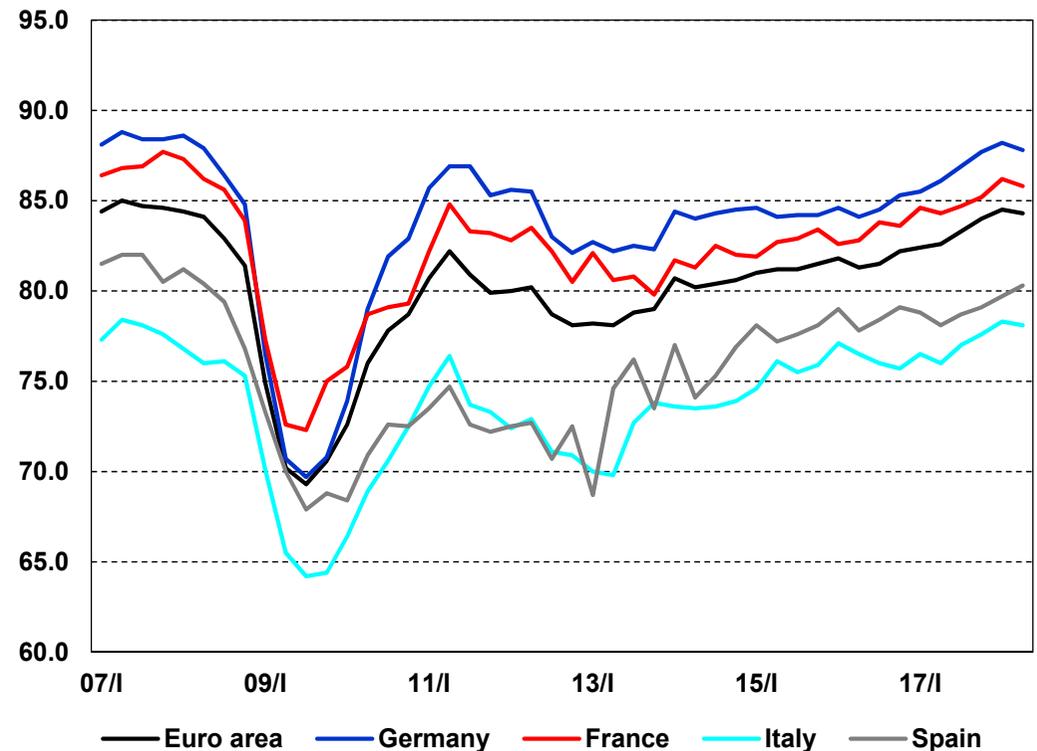
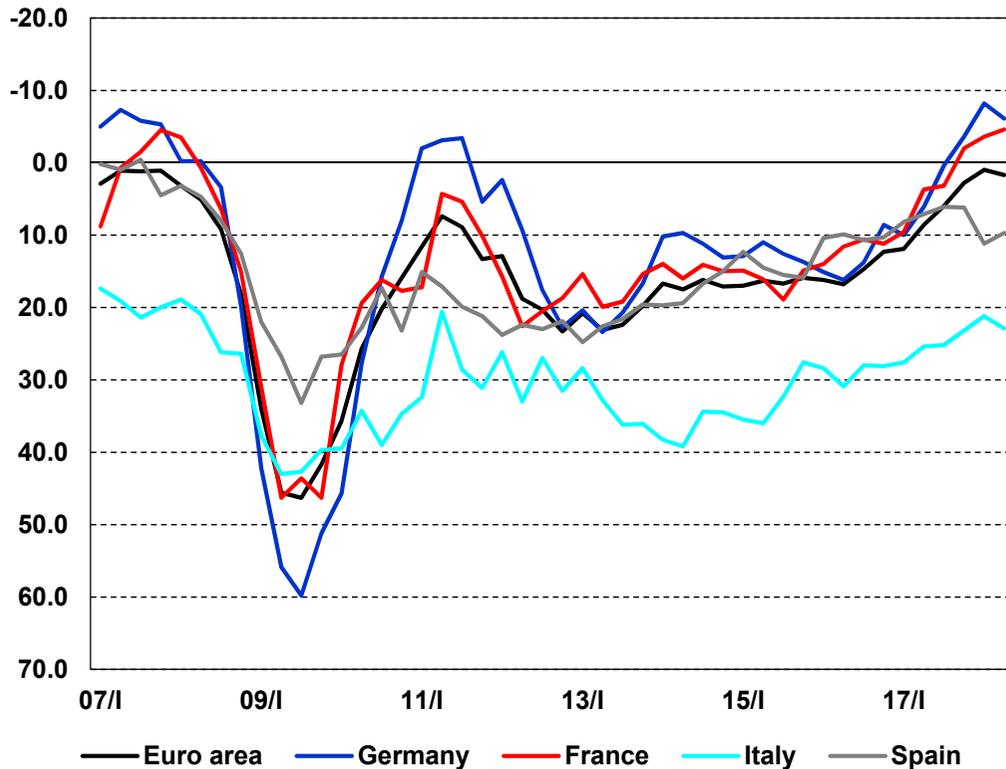
1. ユーロ圏の経済動向

■ 設備稼働率

資料: Eurostat

・欧州委員会の調査によれば、イタリアを除く主要国の設備判断DIは、欧州債務危機前の水準を上回り、概ね2007年当時と同じになっている。実際、主要国の全産業ベースの設備稼働率も、2013年からの緩やかな上昇トレンドを継続しており、水準でも前回ピークであった2011年頃の水準を上回った。国別には、欧州債務危機後は一貫してドイツが高く、フランスがこれに続く一方、スペインやイタリアは相対的に低い。

ユーロ圏主要国の設備判断DIと設備稼働率 (%)

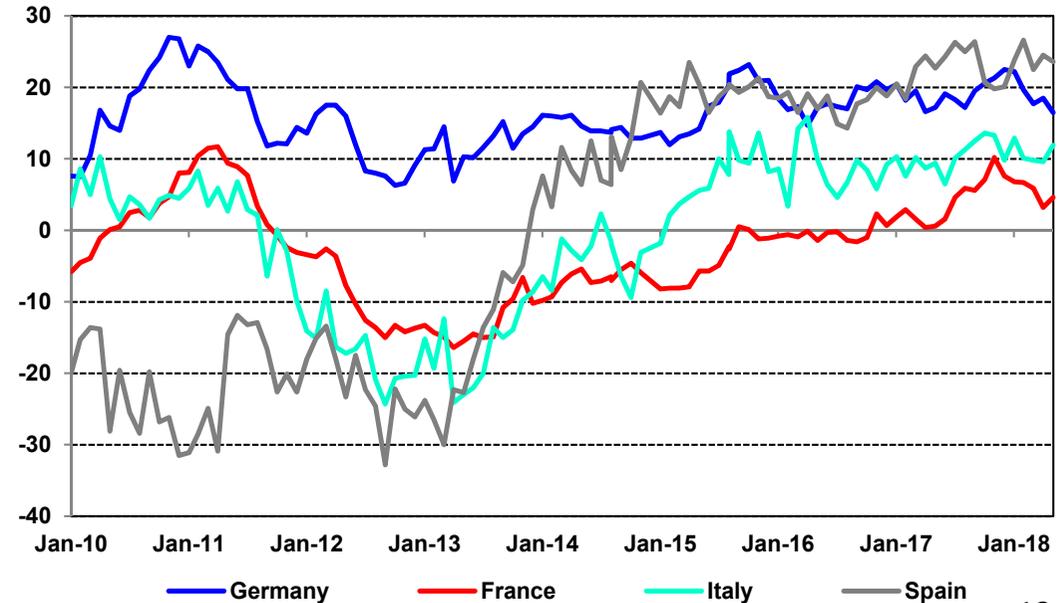
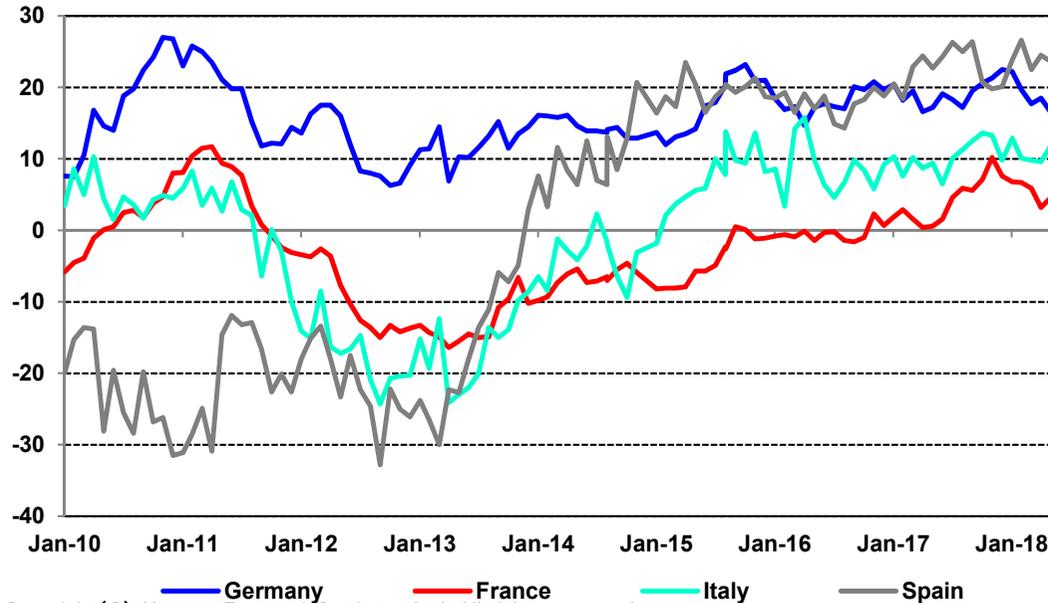
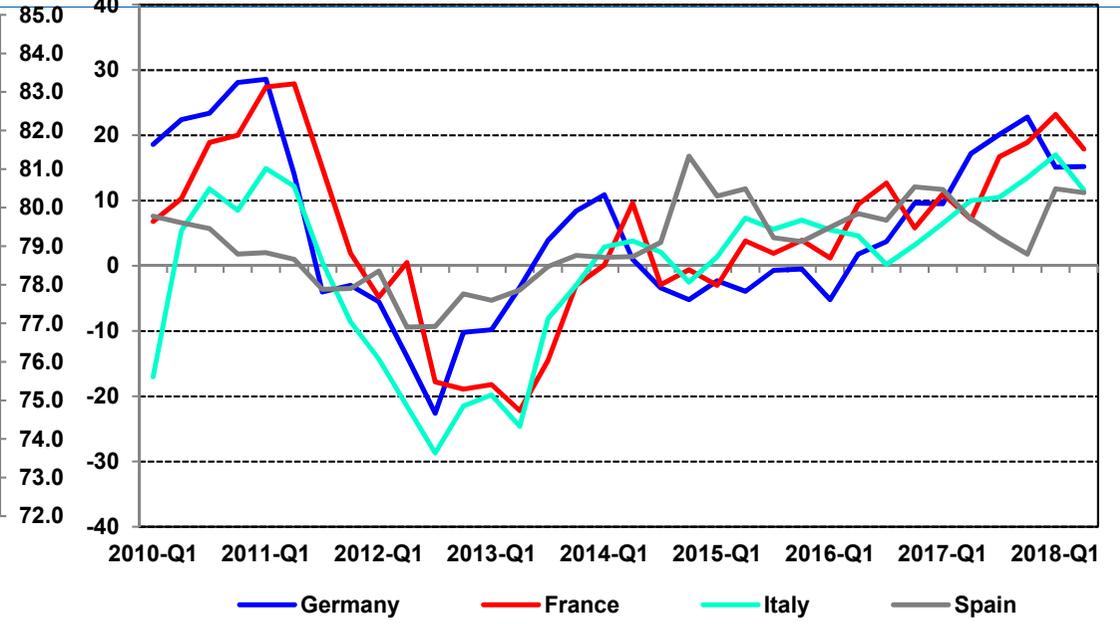
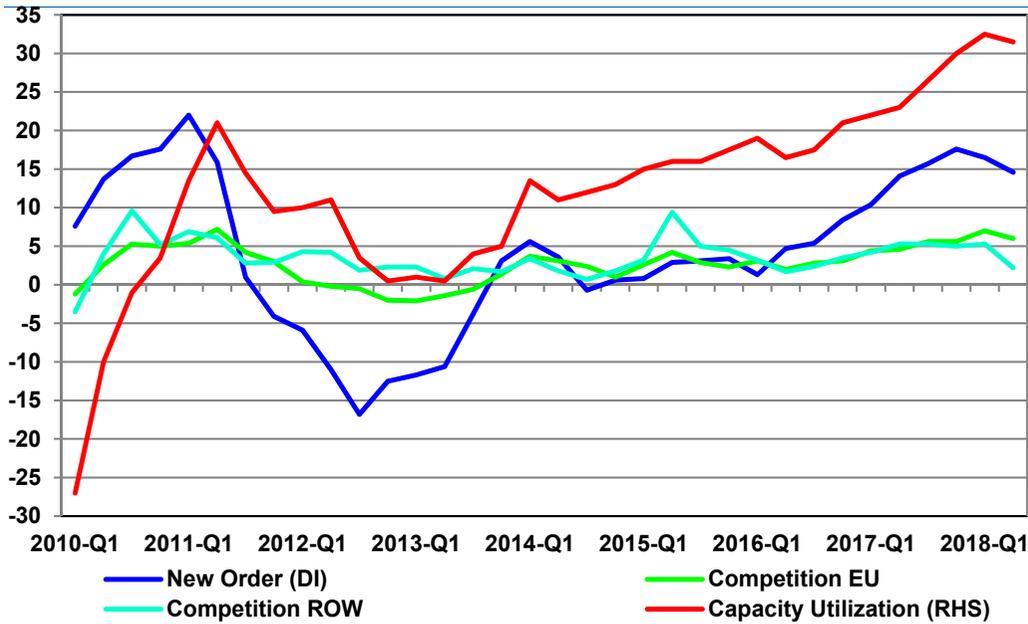


1. ユーロ圏の経済動向

資料: European Commission

(参考) センチメントの動向

(左上) 製造業全体、(右上) 製造業受注、(左下) サービス業、(右下) 小売業

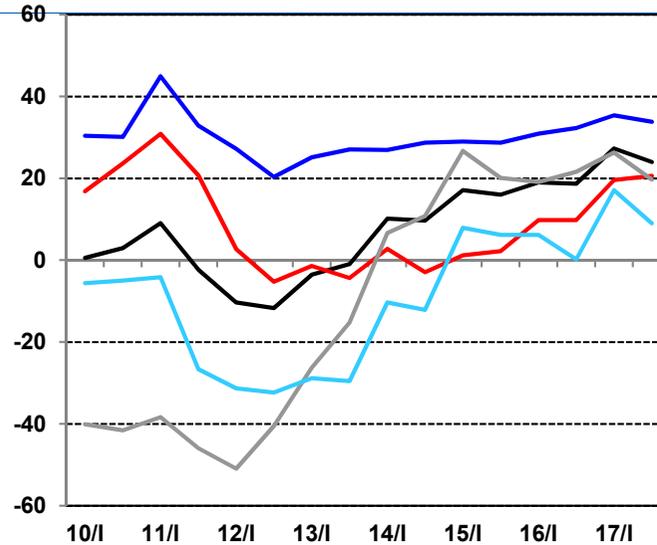


1. ユーロ圏の経済動向

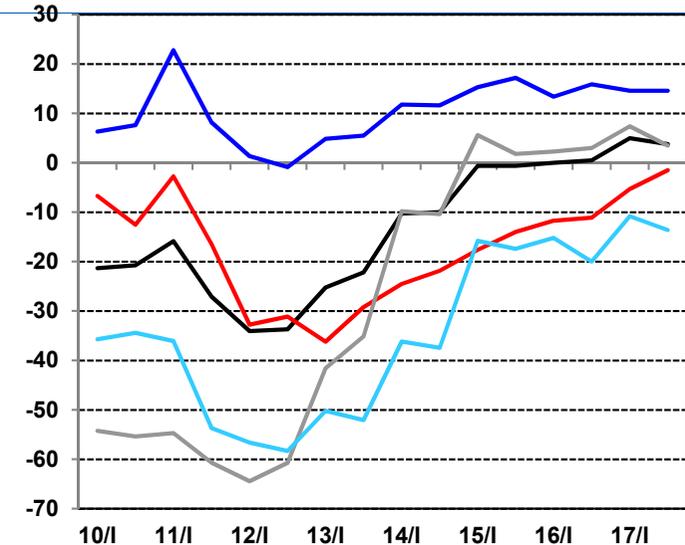
(参考) 中小企業のセンチメント

- ECBによる中小企業向けサーベイ (Survey on the access to the finance of enterprises: 本年春時点)によって、景況感をみると、売上げや利益は、改善が続いたフランスを除いて、モメンタムがやや低下していたことがわかる。
- 債務負担に関しては、予て高水準だったイタリアで小幅ながら悪化したほか、それ以外の主要国でも改善がとまった。また、金利負担についても、主要国に共通して緩やかながら反転の兆しがみられる。

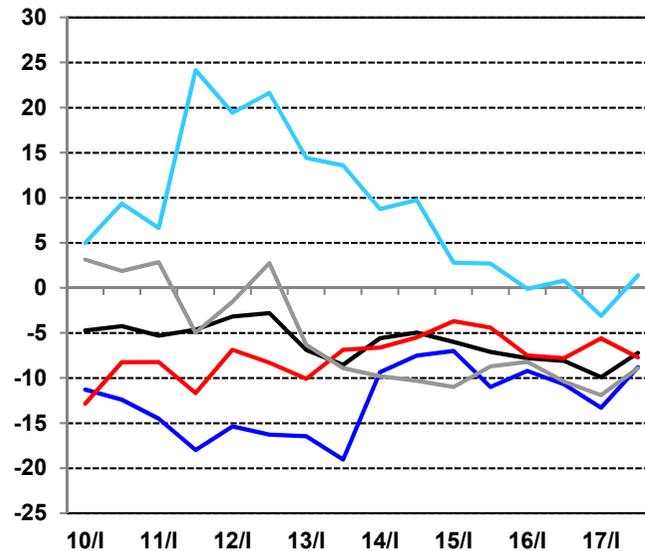
(左上)最近の売上げの増減、(右上)最近の利益の増減
(左下)債務負担の増減、(右下)利払負担の増減(いずれもネット%)



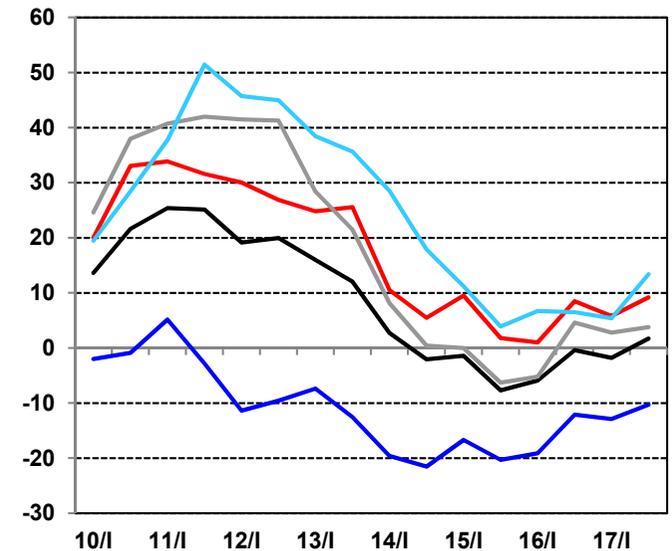
— Euro Area — Germany — France
— Spain — Italy



— Euro Area — Germany — France
— Spain — Italy



— Euro Area — Germany — France
— Spain — Italy



— Euro Area — Germany — France
— Spain — Italy

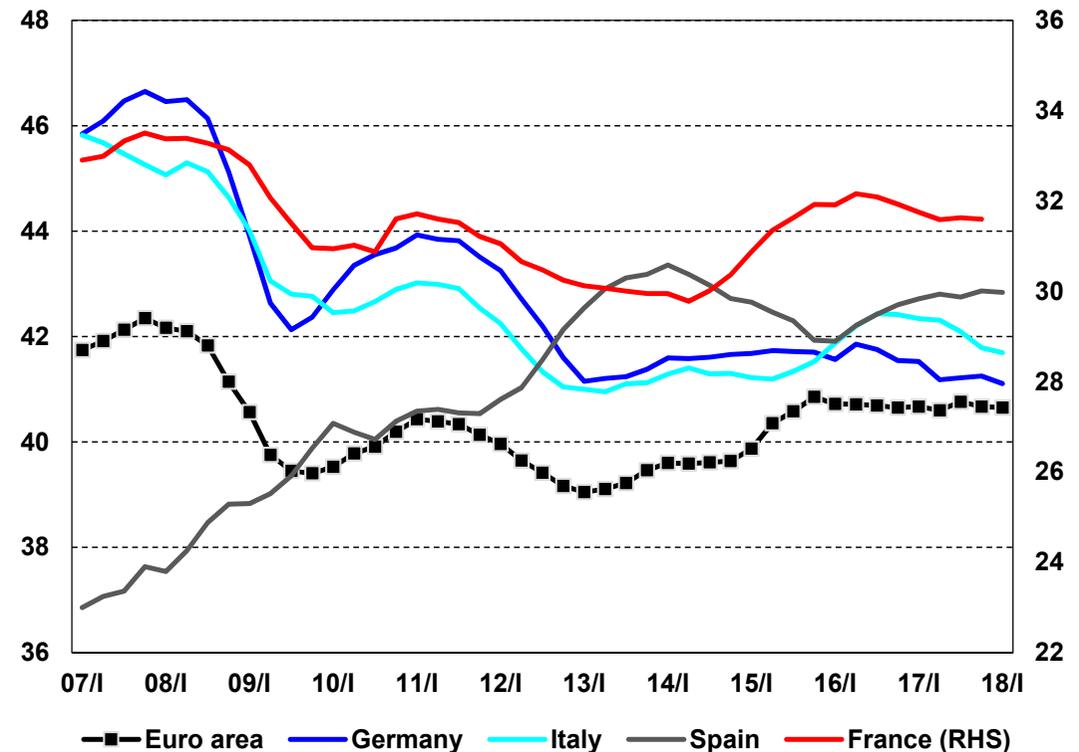
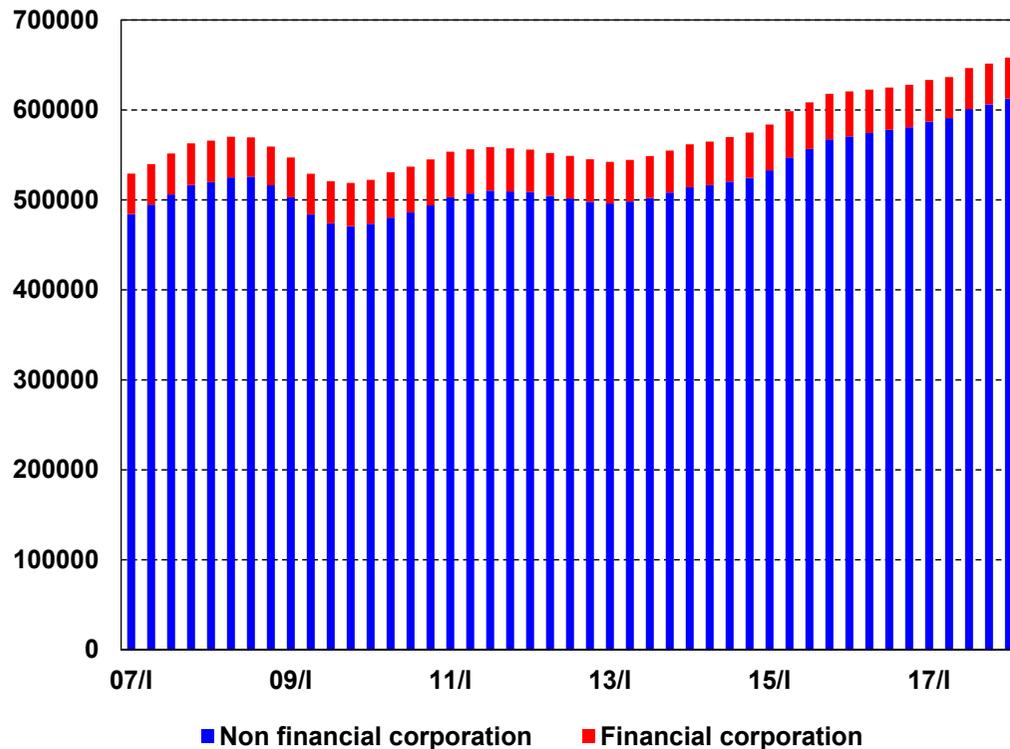
1. ユーロ圏の経済動向

■ 企業収益

資料: Eurostat

・ユーロ圏企業の経常利益は増加を続けており、欧州債務危機前の水準を2割程度上回っている。これに対して売上高経常利益率は、ユーロ圏全体では横這いで推移しているほか、主要国別にはスペインで改善がみられる一方で、ドイツ、フランス、イタリアの各国では足許にかけて鈍化している。

(左)ユーロ圏企業の経常利益(百万ユーロ:4期MA), (右)ユーロ圏主要国企業の売上高経常利益率(%:4期MA)

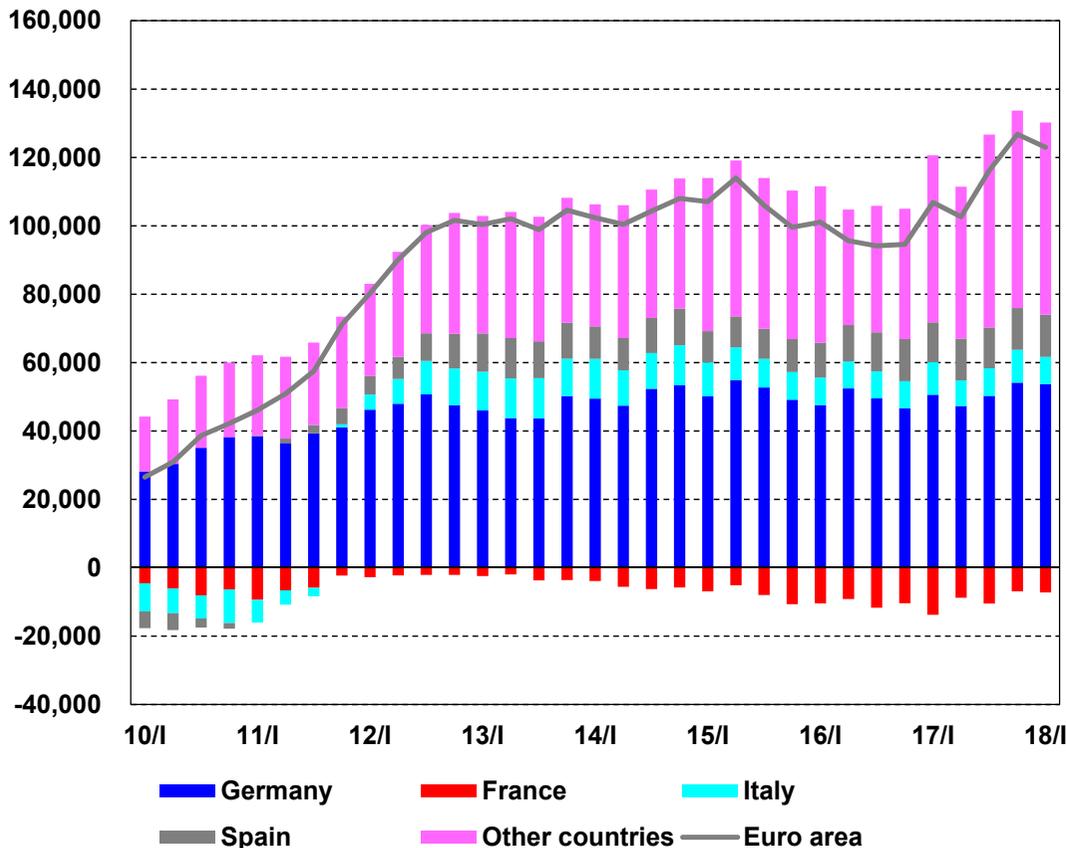


1. ユーロ圏の経済動向

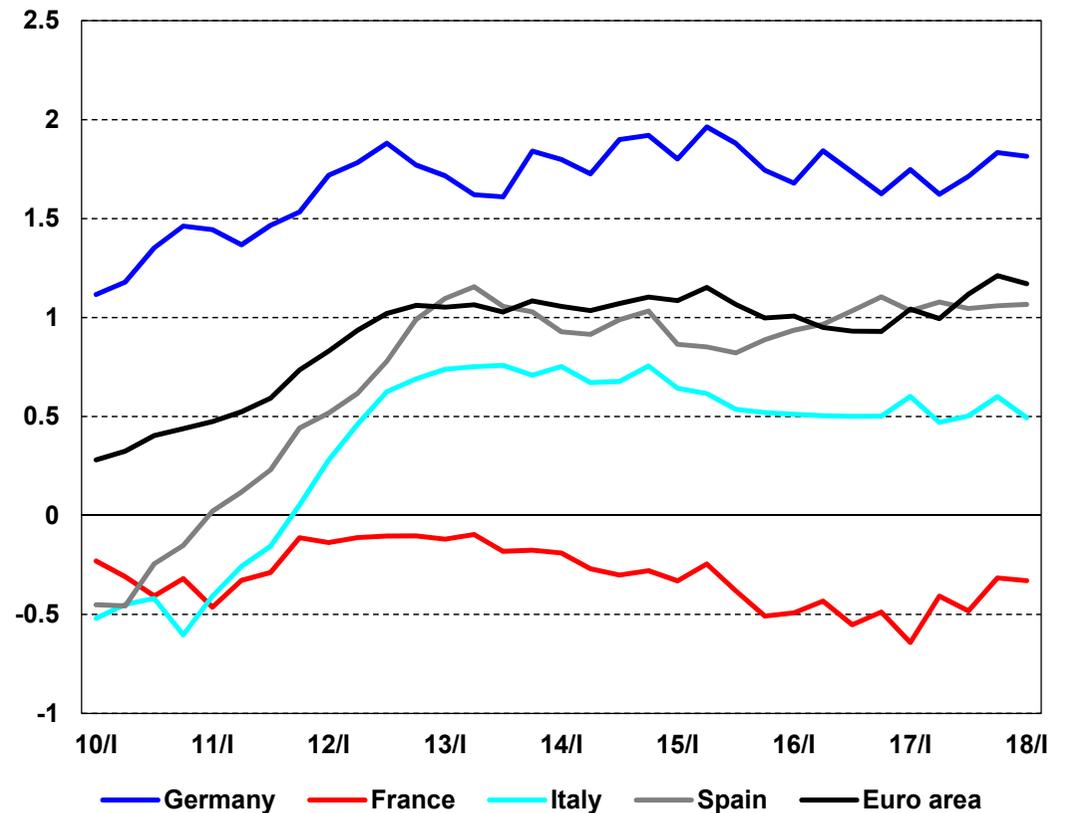
■ 貿易(その1)

- ・ユーロ圏の純輸出金額は、昨年後半に顕著に上昇した後に頭打ちとなったが、極めて高い水準を維持した。国別には、イタリアとスペインの寄与は引き続き小さい一方、ドイツと主要国以外が堅調に推移したが、フランスの赤字は一進一退となっている。
- ・対GDP比は、スペインがやや好転し、ドイツやイタリアは横這い圏内で推移した一方、フランスは低迷している。

ユーロ圏の純輸出 (各国別:百万ユーロ)



ユーロ圏の純輸出 (対GDP%)

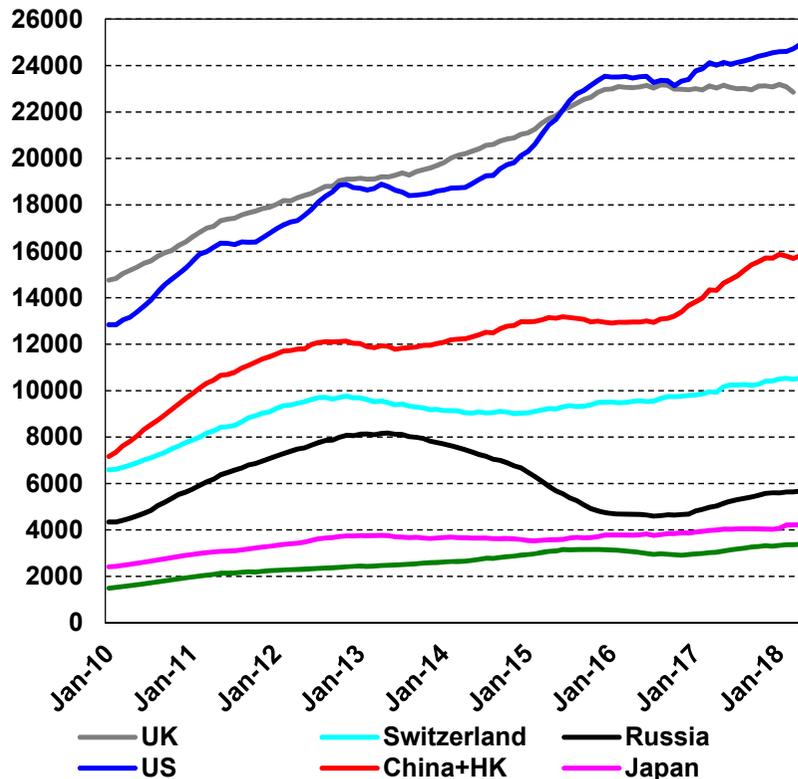


1. ユーロ圏の経済動向

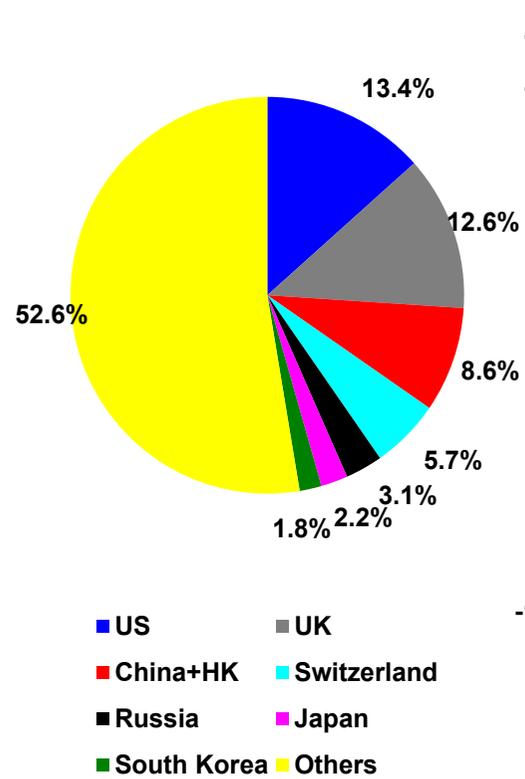
■ 貿易(その2)

- ・ユーロ圏のグロスの輸出を主要相手国別にみると、米国向けが増加を続けていることに加えて、2016年以降足許にかけては中国向けの増加が目立つ。一方、英国向けは2016年以降は横這い圏内で推移しているほか、日本向けの微増に止まっている。
- ・貿易収支については、対米英の黒字が大きく、なかでも対米黒字は拡大している。この間、日本に対しては概ねバランスしている一方、また、対ロシアや対中国の赤字は横這いで推移している。

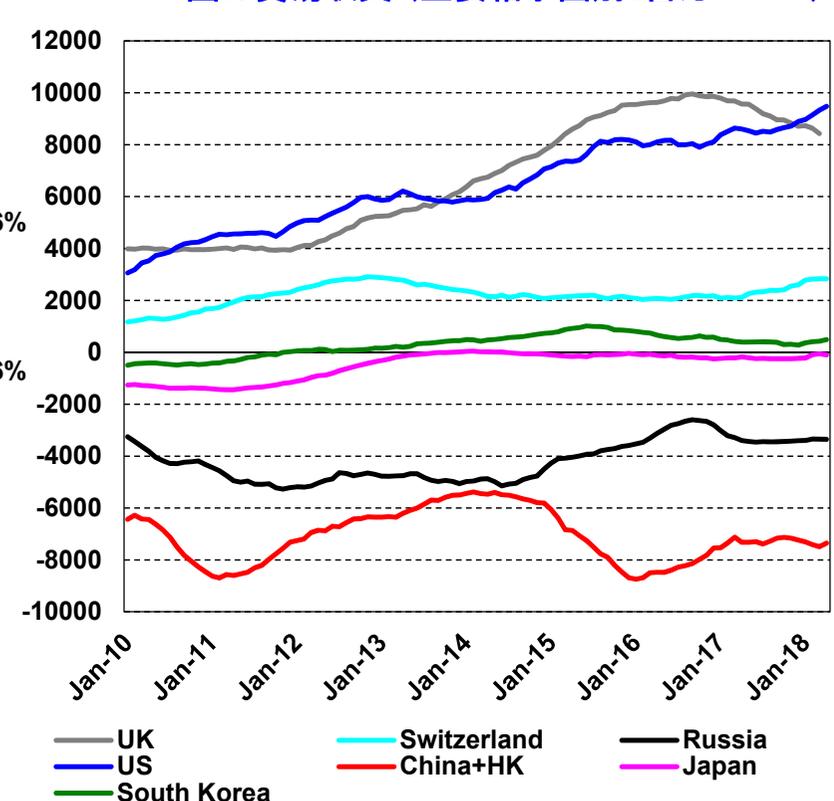
ユーロ圏の輸出 (主要相手国別:百万ユーロ)



ユーロ圏の輸出相手国シェア (%)



ユーロ圏の貿易収支 (主要相手国別:百万ユーロ)



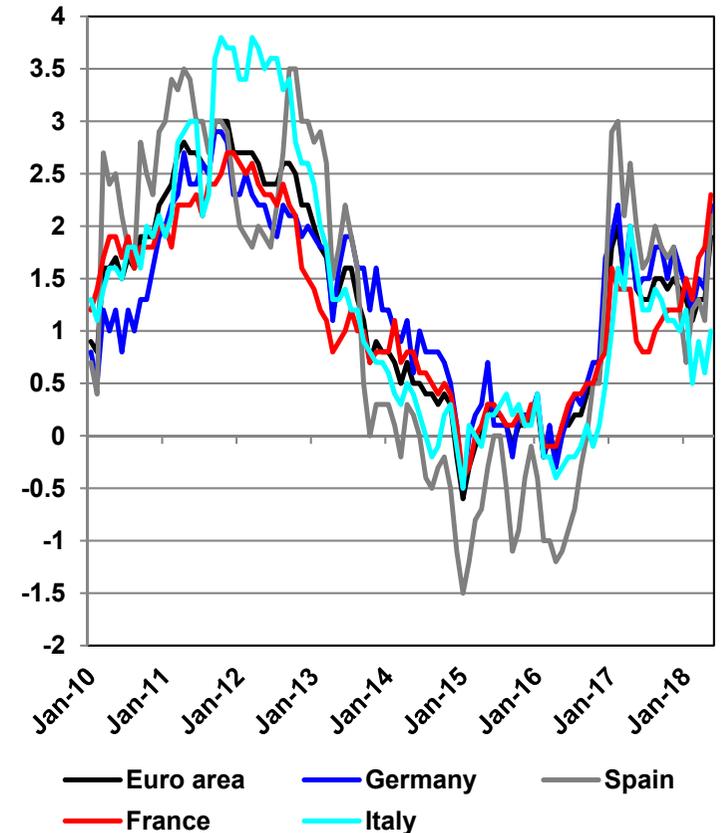
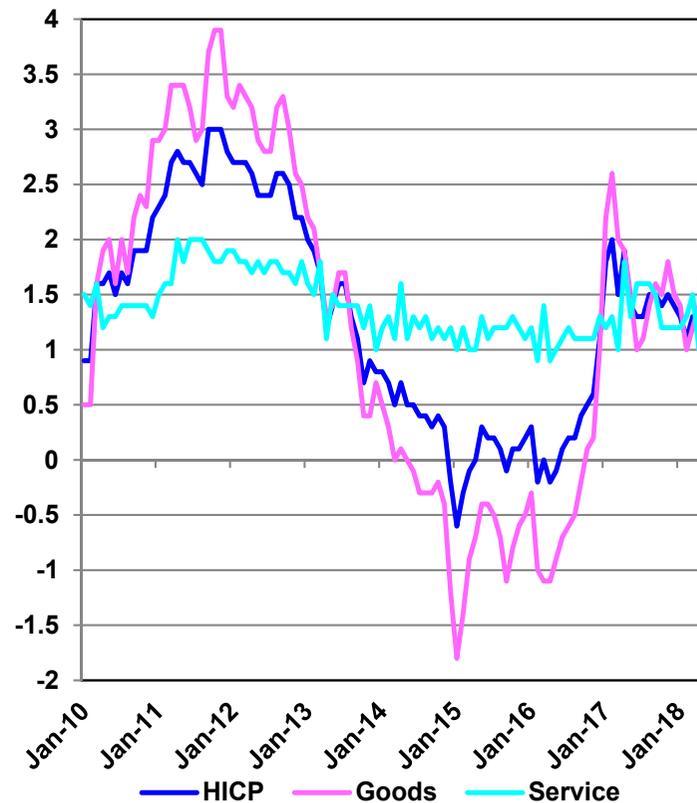
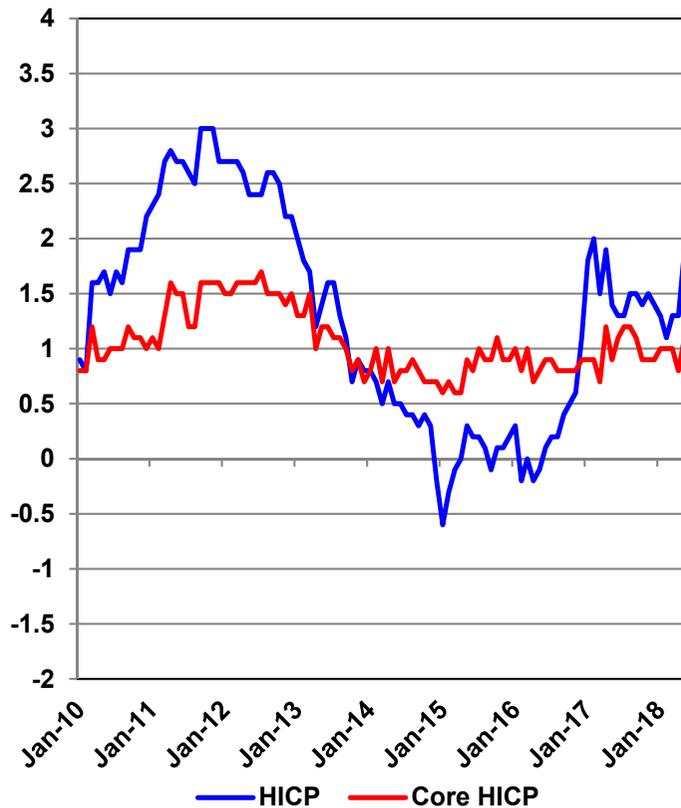
2. ユーロ圏の物価動向

■ 物価の概観

資料: Eurostat

- ・ 総合インフレ率は、エネルギー価格の上昇(春先から水準効果が拡大)と食料品価格の高騰を背景に、足許で上昇率を高めている。これに対し、基調的なインフレ率は概ね横這いで推移している。
- ・ エネルギー価格の上昇は、財のみならずサービスの価格にも影響を与えている。この間、総合インフレ率を主要国別に見ると、イタリアのみが低位に止まる一方、それ以外は収斂しつつ上昇率を高めている。

HICPインフレ率(<左>前年比、<中央>種類別、<右>国別:いずれも前年比%)



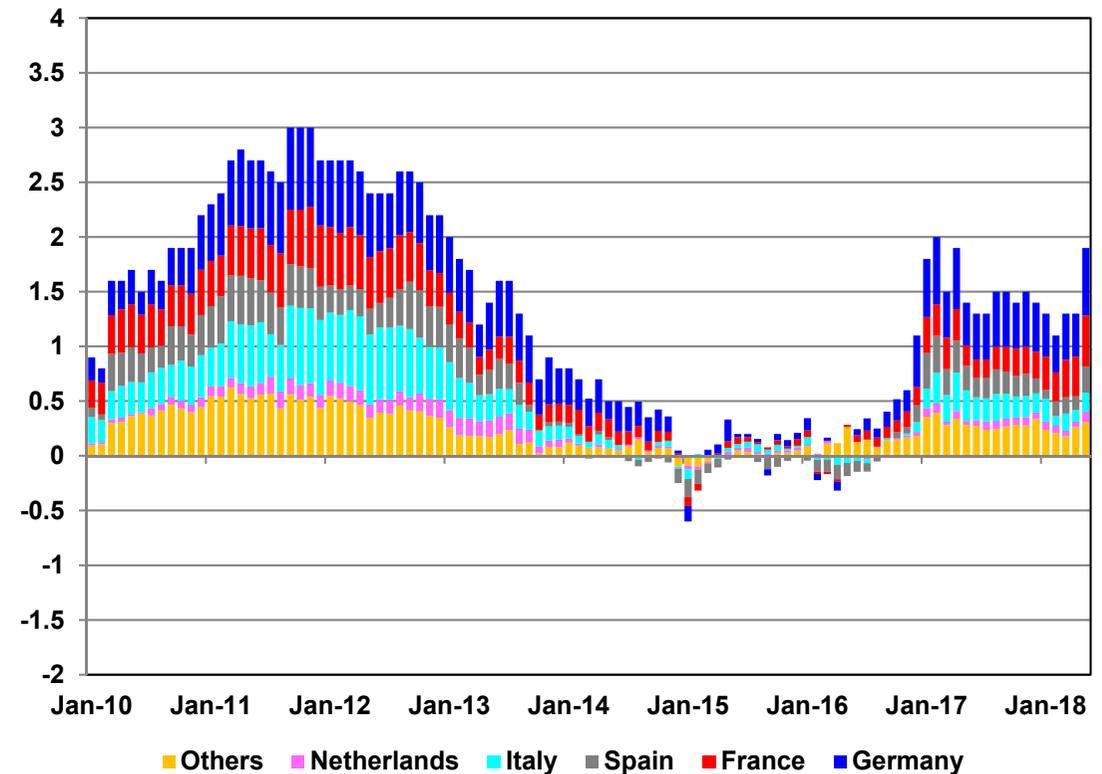
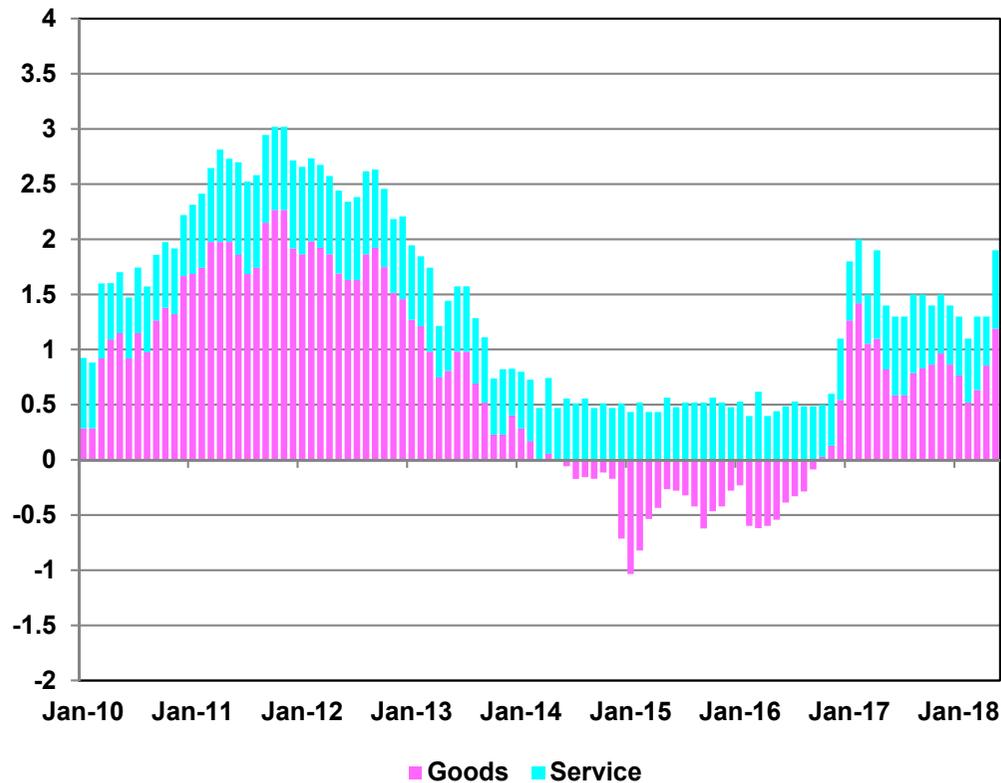
2. ユーロ圏の物価動向

(参考)インフレ率の寄与度分解

資料: Eurostat

- ・ 総合インフレ率の変動は、足許に限らず長い目で見ても、主として財価格によって生じている。これに対して、サービス価格の寄与は極めて安定している。
- ・ 主要国別にみても、ウエイトの高いドイツ(約28%)やフランス(約20%)の寄与が安定的に大きい。既にみたように、足許ではイタリアを除く主要国の間でインフレ率が収斂しているだけに、そうした特徴が強まっている。

HICPインフレ率(<左>前年比、<中央>種類別、<右>国別:いずれも前年比%)



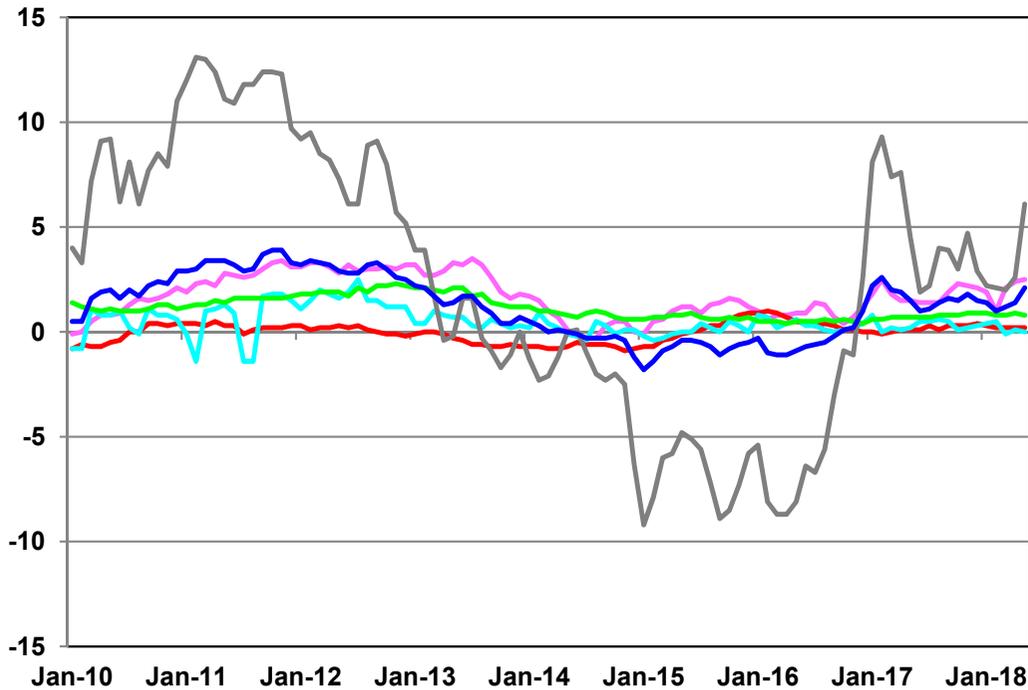
2. ユーロ圏の物価動向

■ 財価格の動き

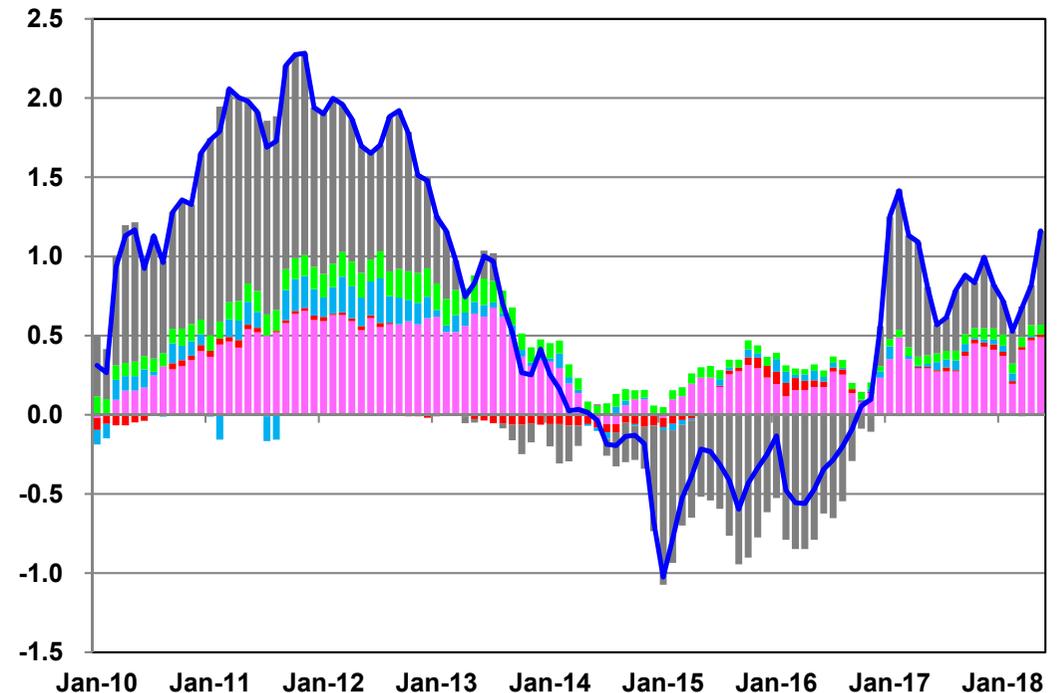
資料: Eurostat

- 財価格の中ではエネルギー価格のプラス寄与が再び顕著になっているほか、食料品価格は昨年後半からプラスの寄与を続けている。もっとも、これ以外の要素の上昇率には目立った変化がなく、寄与度も小さいままになっている。

ユーロ圏の財価格のインフレ率（<左>種類別前年比、<右>種類別寄与度:%、%ポイント）



— Food including alcohol and tobacco
— Non-energy industrial goods, durables only
— Non-energy industrial goods, semi-durables only
— Non-energy industrial goods, non-durables only
— Energy
— Goods Total



■ Energy
■ Non-energy industrial goods, non-durables only
■ Non-energy industrial goods, semi-durables only
■ Non-energy industrial goods, durables only
■ Food including alcohol and tobacco
■ Goods Total

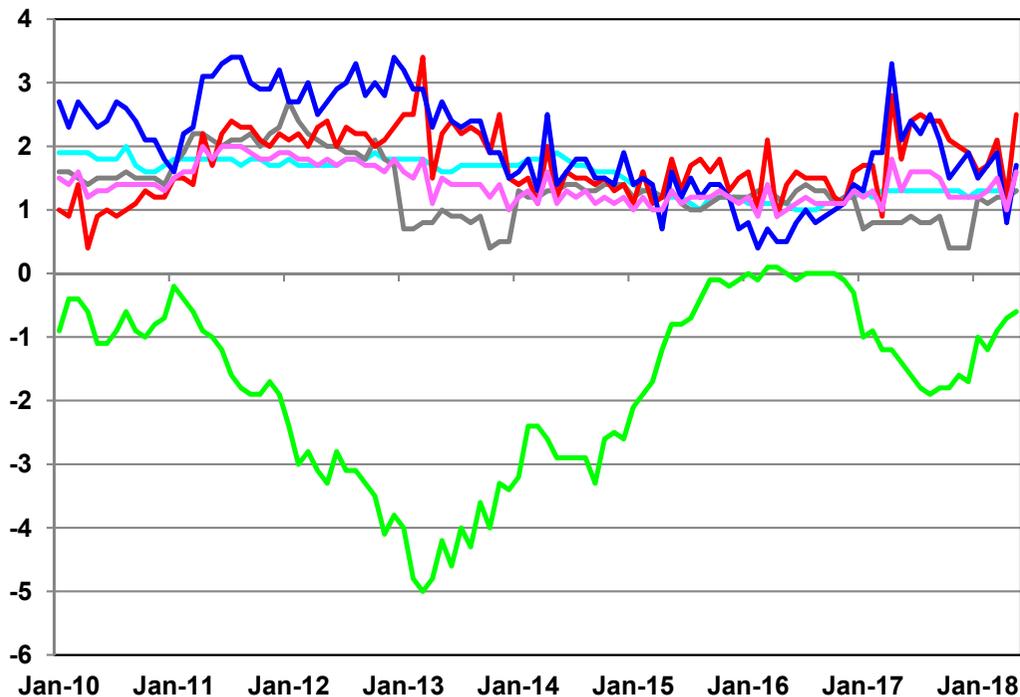
2. ユーロ圏の物価動向

■ サービス価格の動き

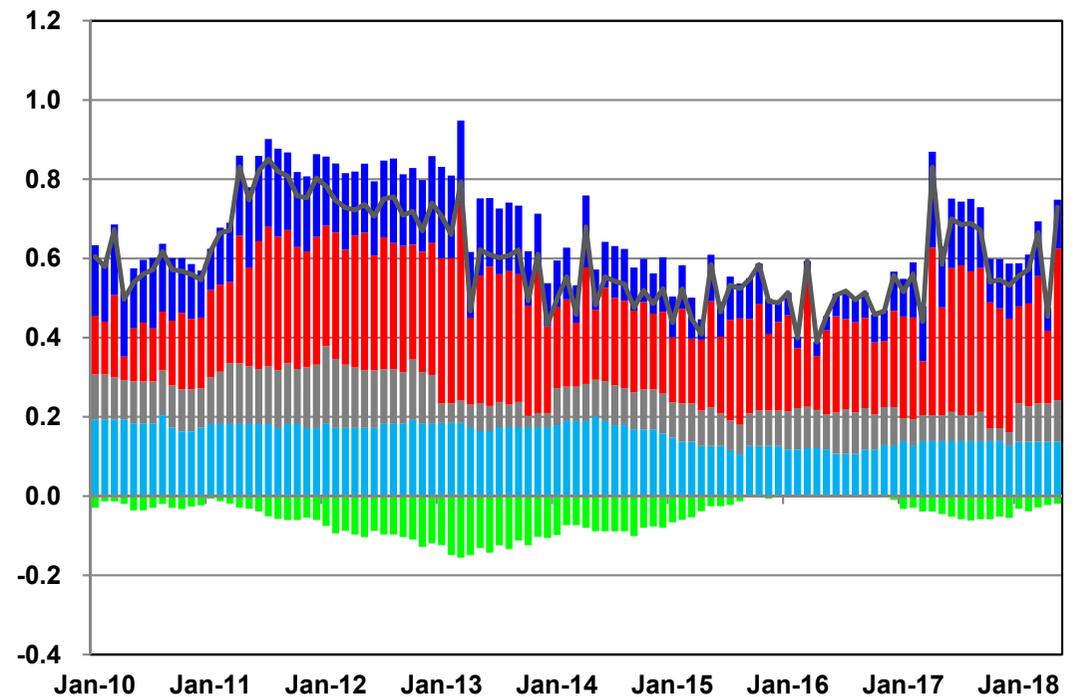
資料: Eurostat

- サービス価格は、通信関連の下落幅が徐々に縮小しているほか、足許ではエネルギー価格の影響を受けやすい項目に上昇圧力がみられるが、全体の上昇率は安定している。寄与度の面でも、足許では娯楽や交通関連の拡大がみられる。

ユーロ圏のサービス価格のインフレ率（<左>種類別前年比、<右>種類別寄与度: %、%ポイント）



— Services related to communication
— Services related to housing
— Services - miscellaneous
— Services related to recreation, including repairs and personal care
— Services related to transport
— Service Total



■ Services related to transport
■ Services related to recreation, including repairs and personal care
■ Services - miscellaneous
■ Services related to housing
■ Services related to communication
— Service Total

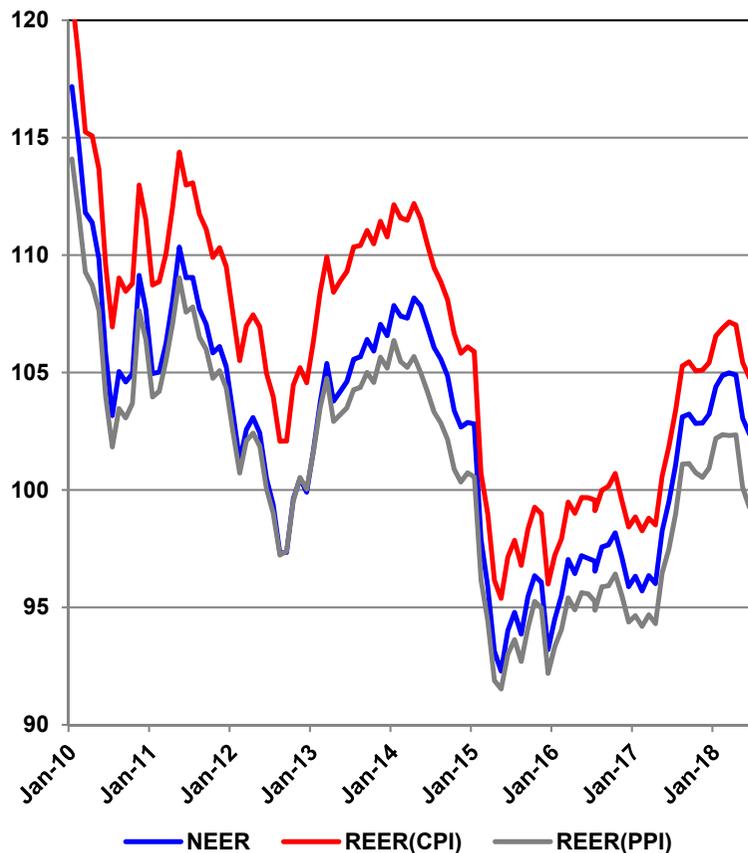
2. ユーロ圏の物価動向

■ 為替と輸入物価

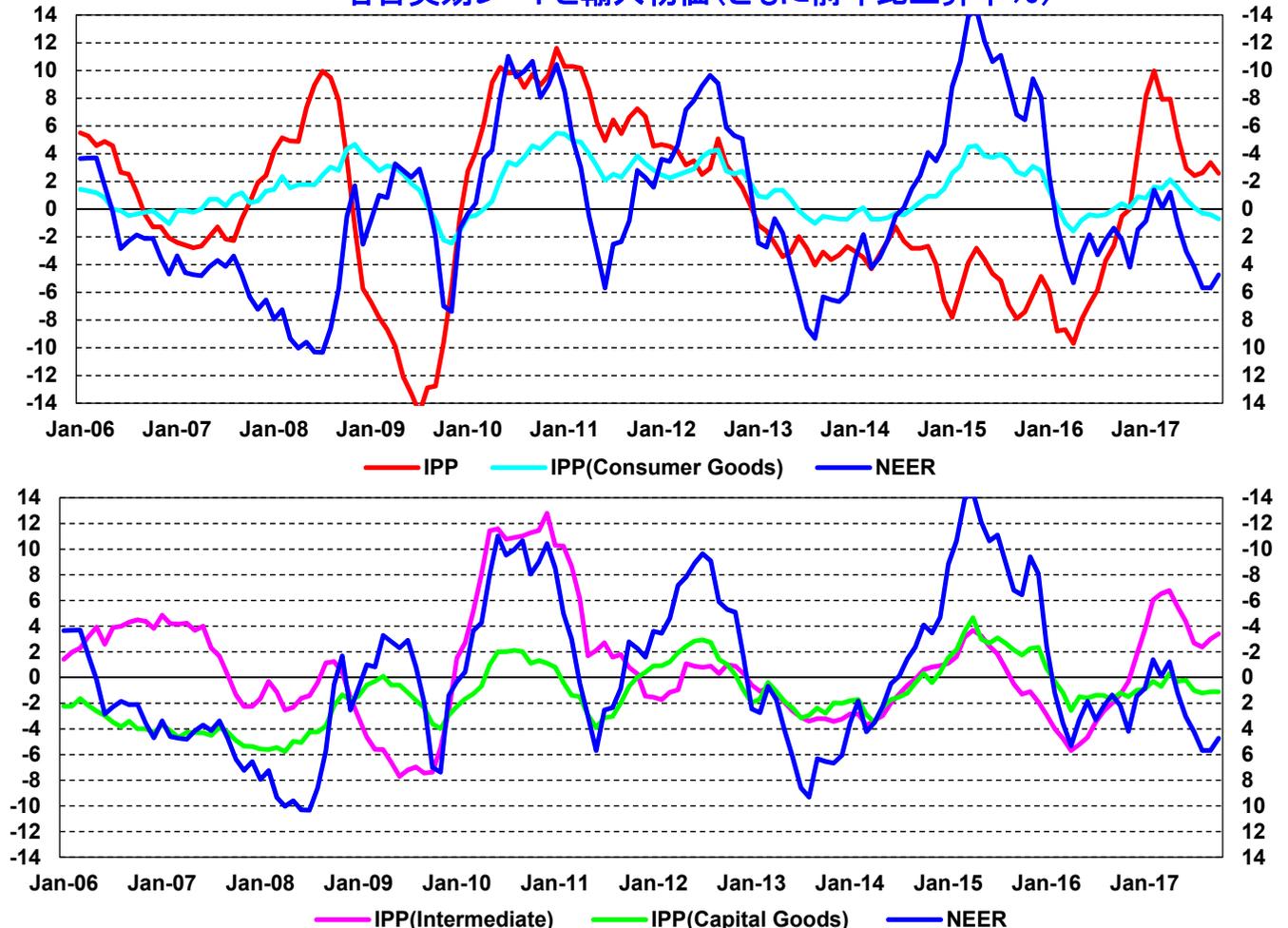
資料: ECB, Eurostat

- ユーロの実効レートは本年入り後に反落し、昨年秋頃の水準に戻っている。この間、NEERと輸入物価をともに前年比の変化で比較すると、昨年来のユーロの大幅上昇と反落は、従来と同じく輸入物価に相応の影響を与えたことが推察される。

ユーロの実効レート



名目実効レートと輸入物価(ともに前年比上昇率%)



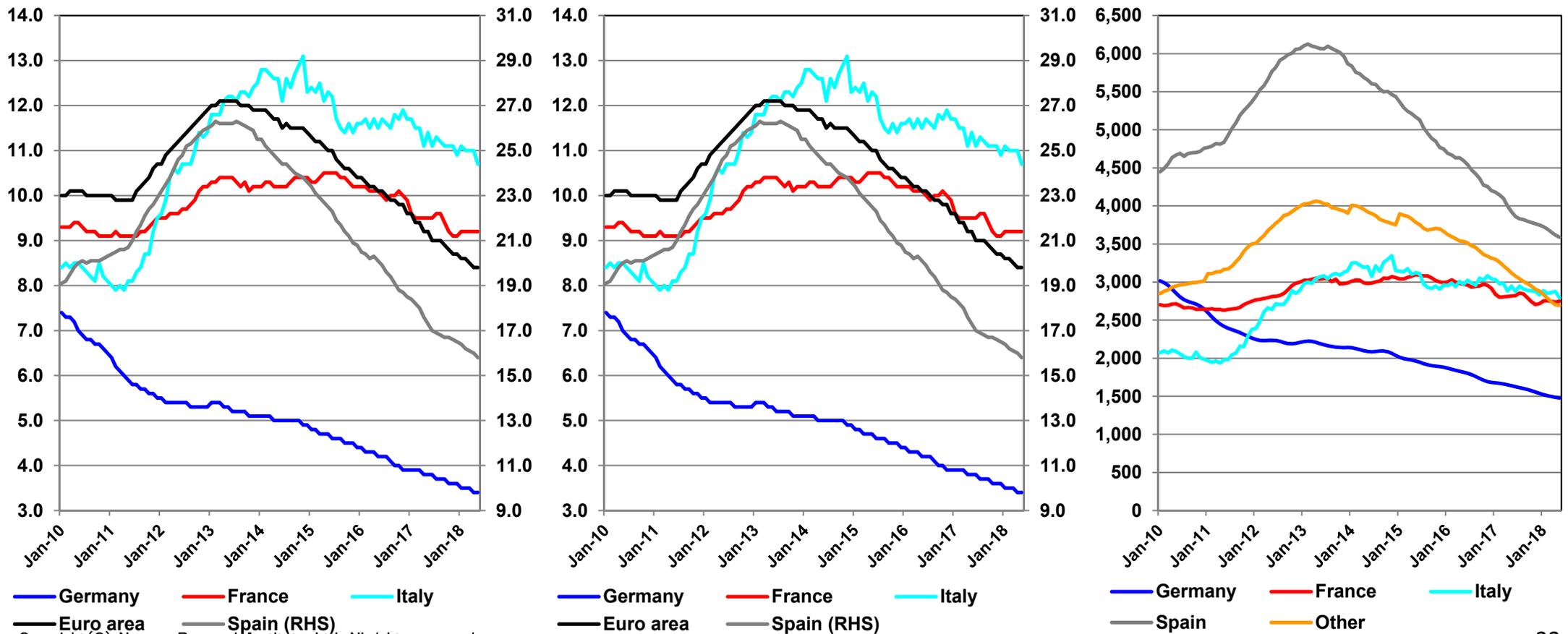
2. ユーロ圏の物価動向

■ 失業の動向(その1)

資料: Eurostat

・ユーロ圏全体の失業率は8%に近づき、債務危機直前の水準を明確に下回っている。国別には、主要国で揃って改善が進み、ドイツは歴史的低水準となる中で、フランスの停滞感が目立つ。若年層の失業率もスペインで顕著な低下が進み、イタリアも改善しているが水準はなお高い。この間、失業者数も域内全域で約1360万人まで減少し、2010年初を約190万人下回っている。

<左>失業率(%)、<中央>失業率(25歳未満%)、<右>失業者(千人)



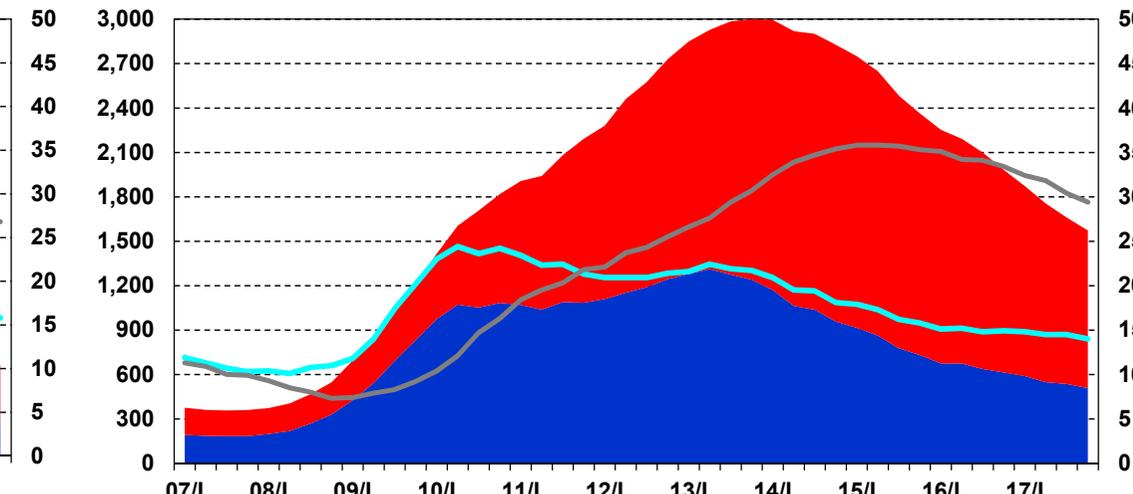
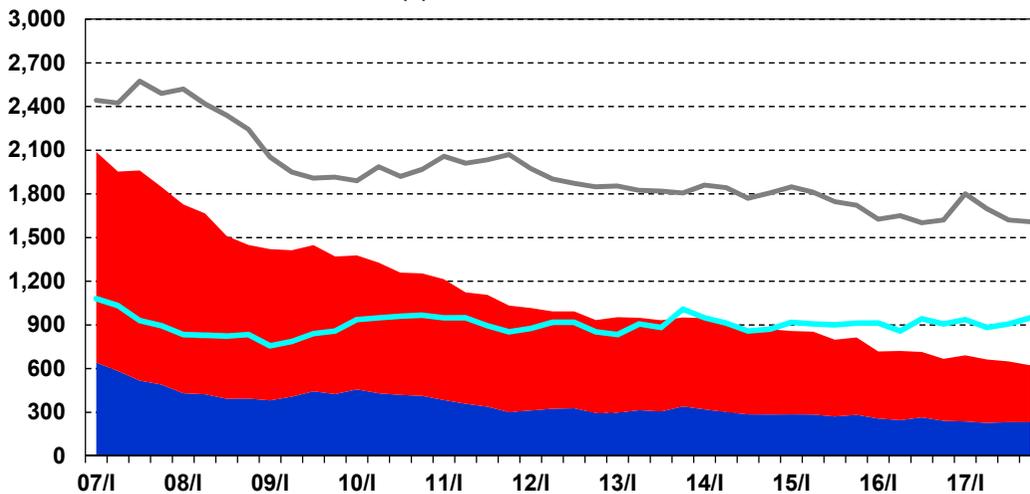
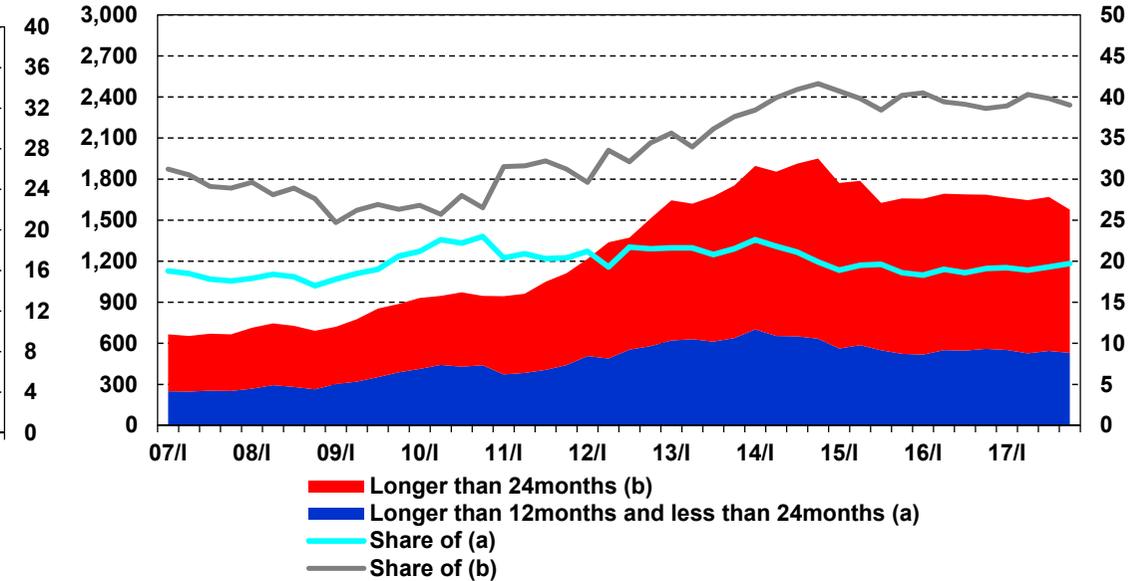
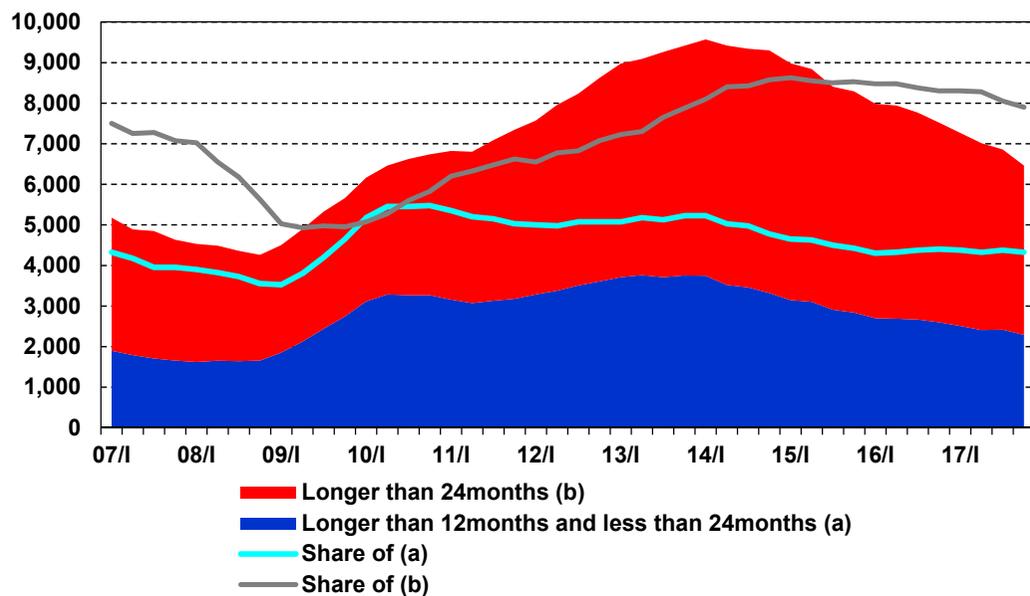
2. ユーロ圏の物価動向

■ 失業の動向(その2)

長期失業の推移(左上:ユーロ圏、左下:ドイツ、右上:イタリア、右下:スペイン)

資料: Eurostat

・ユーロ圏全体の長期失業も改善をみせている。国別には、スペインの改善が顕著であるほか、ドイツも低水準となっているのに対し、イタリアは絶対数と失業者に占めるシェアの双方の面で停滞している。

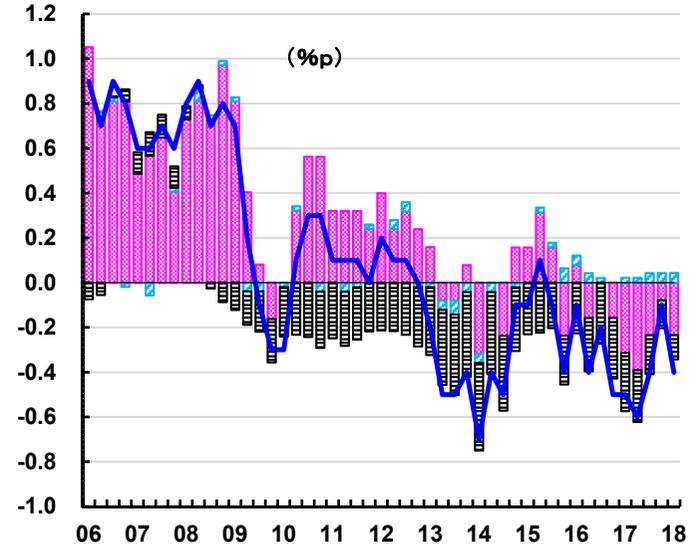
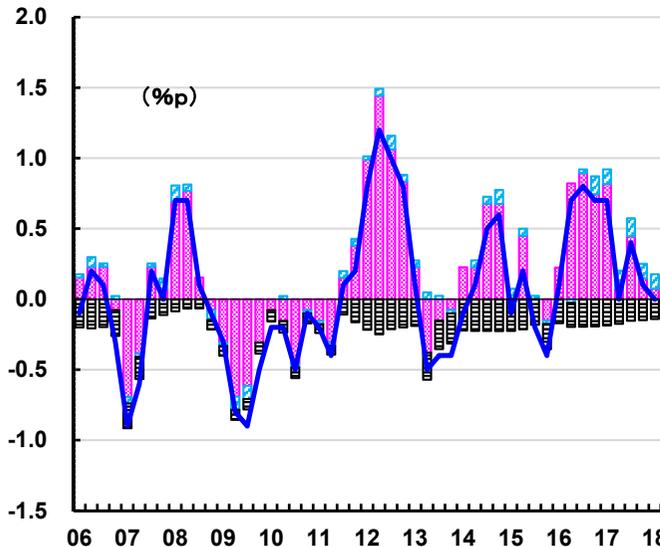
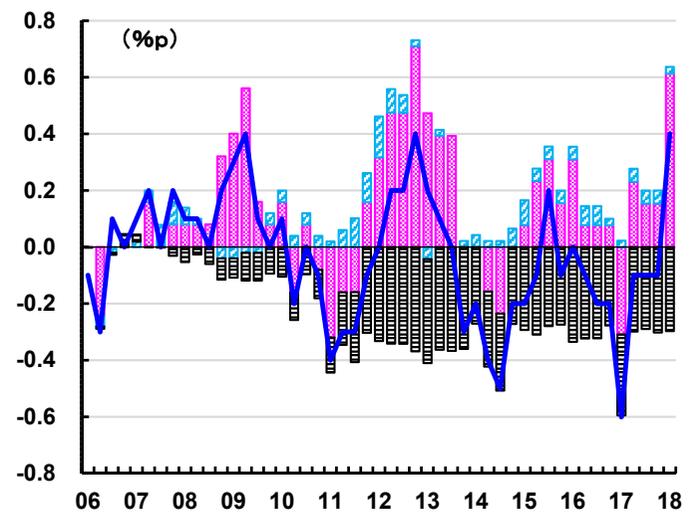
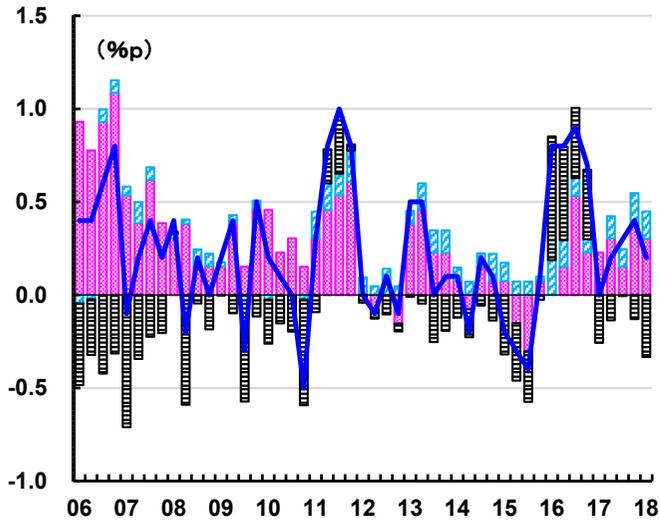
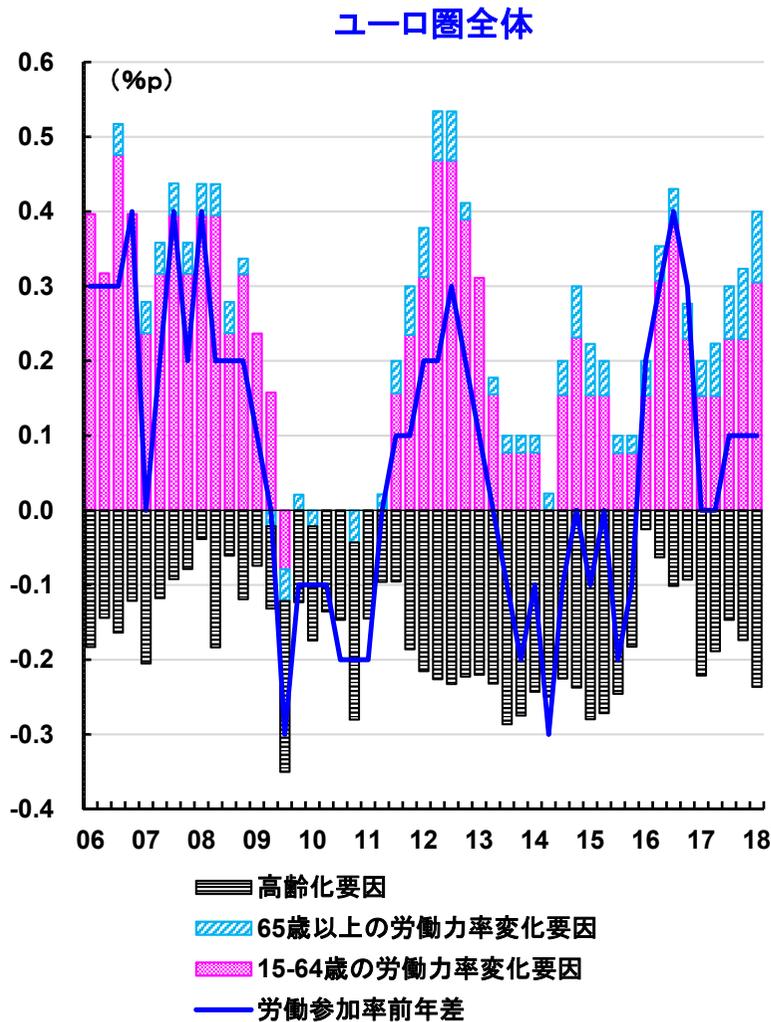


2. ユーロ圏の物価動向

■ 主要国の労働参加率

<左上>ドイツ、<右上>フランス
<左下>イタリア、<右下>スペイン

・ユーロエリアの労働参加率は、総じて見れば労働年齢人口の労働者の参加によって上昇している。もっとも、主要国別には、高齢者と労働年齢人口の労働者の退出度合いなどによって、大きなばらつきがみられる。

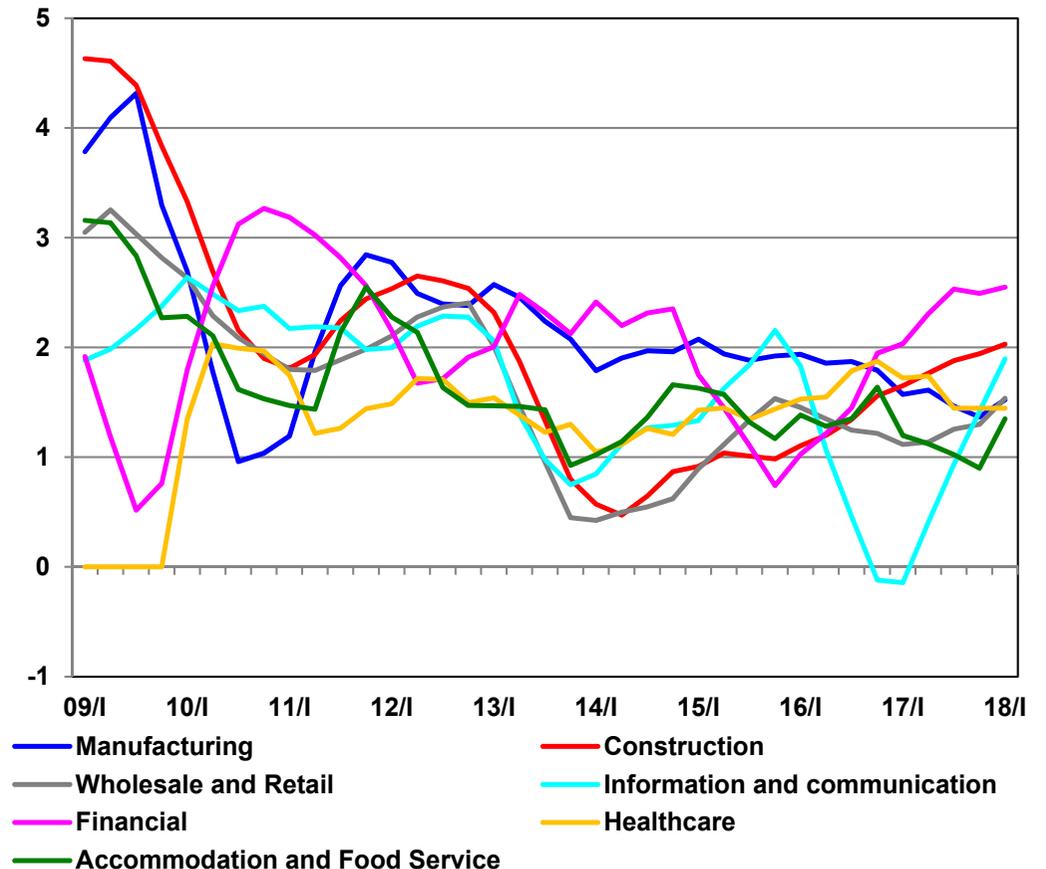
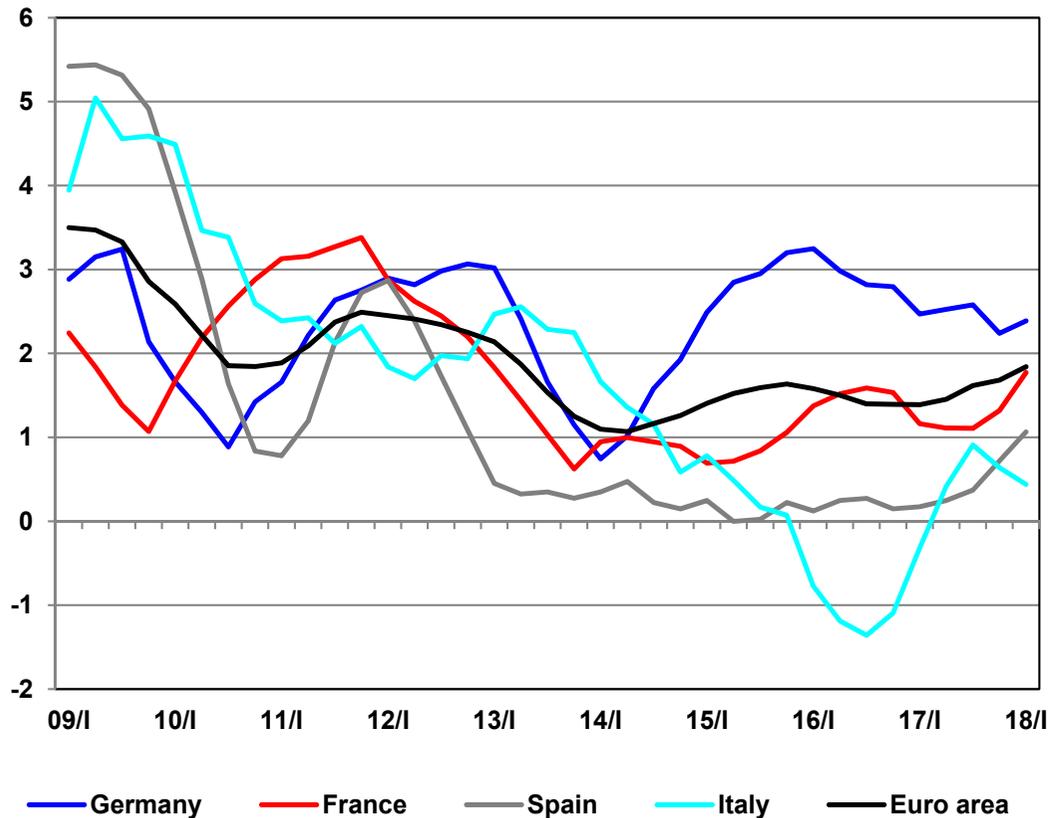


2. ユーロ圏の物価動向

■ LCIの動向

・ユーロ圏の労働コスト(賃金+各種報酬)を国別にみると、労働市場がタイト化しているドイツでは2015年以降に2%を超える伸び率が維持されているほか、フランスやスペインも改善し、ユーロ圏全体でも2%に近づく動きとなっている。もっとも、イタリアは改善の動きが止まった。産業別には、足許で金融や建設、情報・通信の上昇が目立っている。

労働コスト指数(<左>主要国別、<右>産業別:4期MA、前年比%)



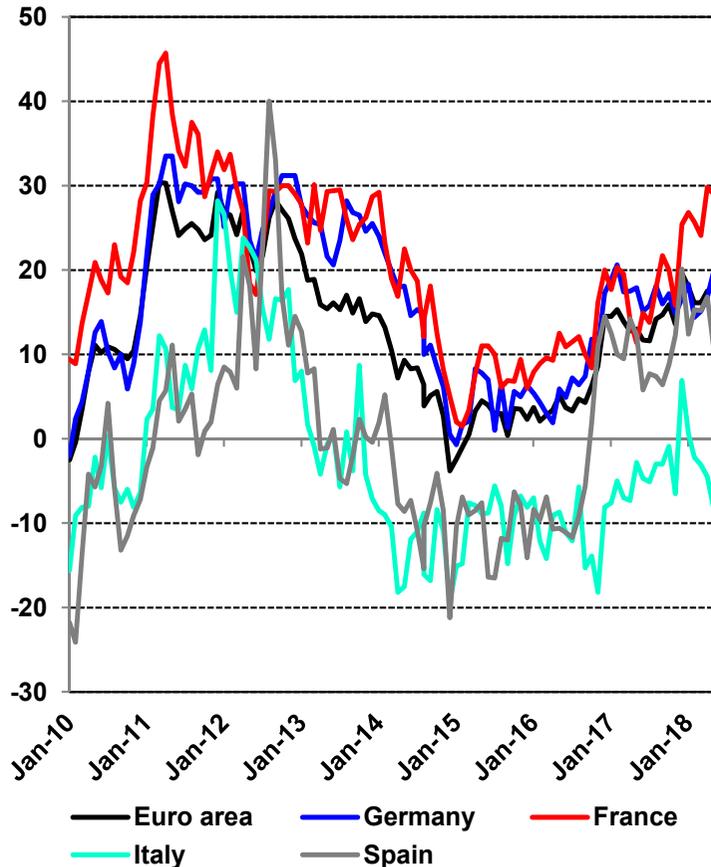
2. ユーロ圏の物価動向

■ インフレ期待の動向(その1)

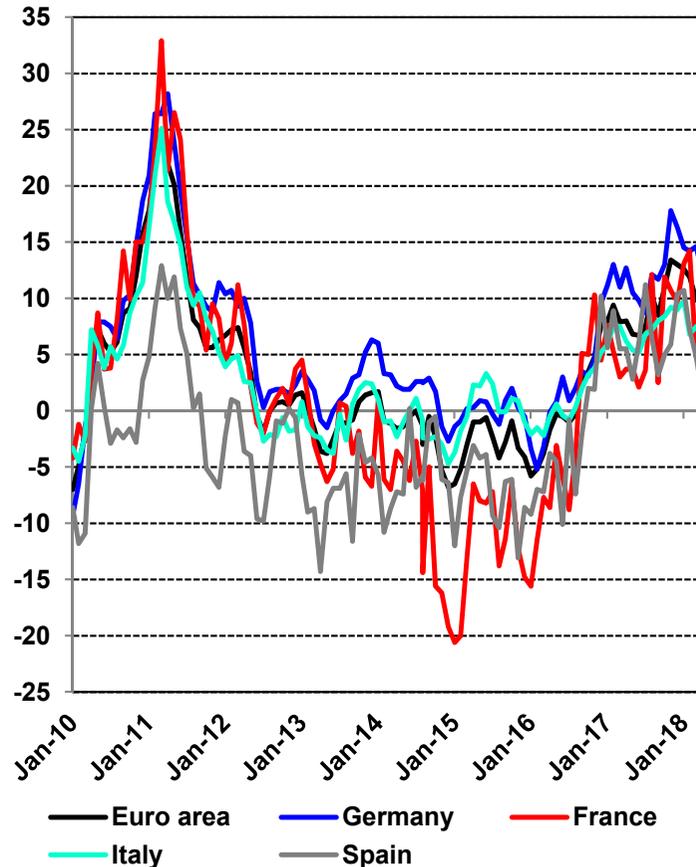
資料: European Commission

- ・欧州委員会のサーベイによれば、家計のインフレ期待は総じて改善を続けている。もともと、国別にみるとスペインに停滞感がみられ始めたほか、イタリアの回復も顕著に反転した。
- ・製造業も2016年から主要国が揃って顕著な改善を見せたが、昨年後半以降にモメンタムが低下した。この間、サービス業については、総じて緩やかなペースではあるが主要国が揃って改善をみせている。

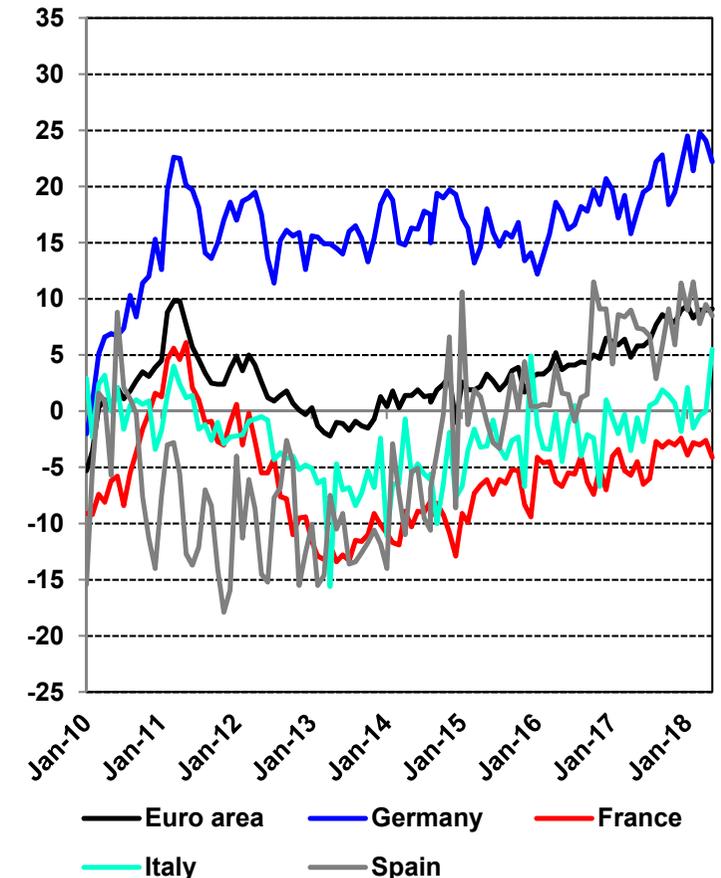
主要国の家計によるインフレ期待(DI)



主要国の製造業における価格上昇期待(DI)



主要国のサービス業における価格上昇期待(DI)



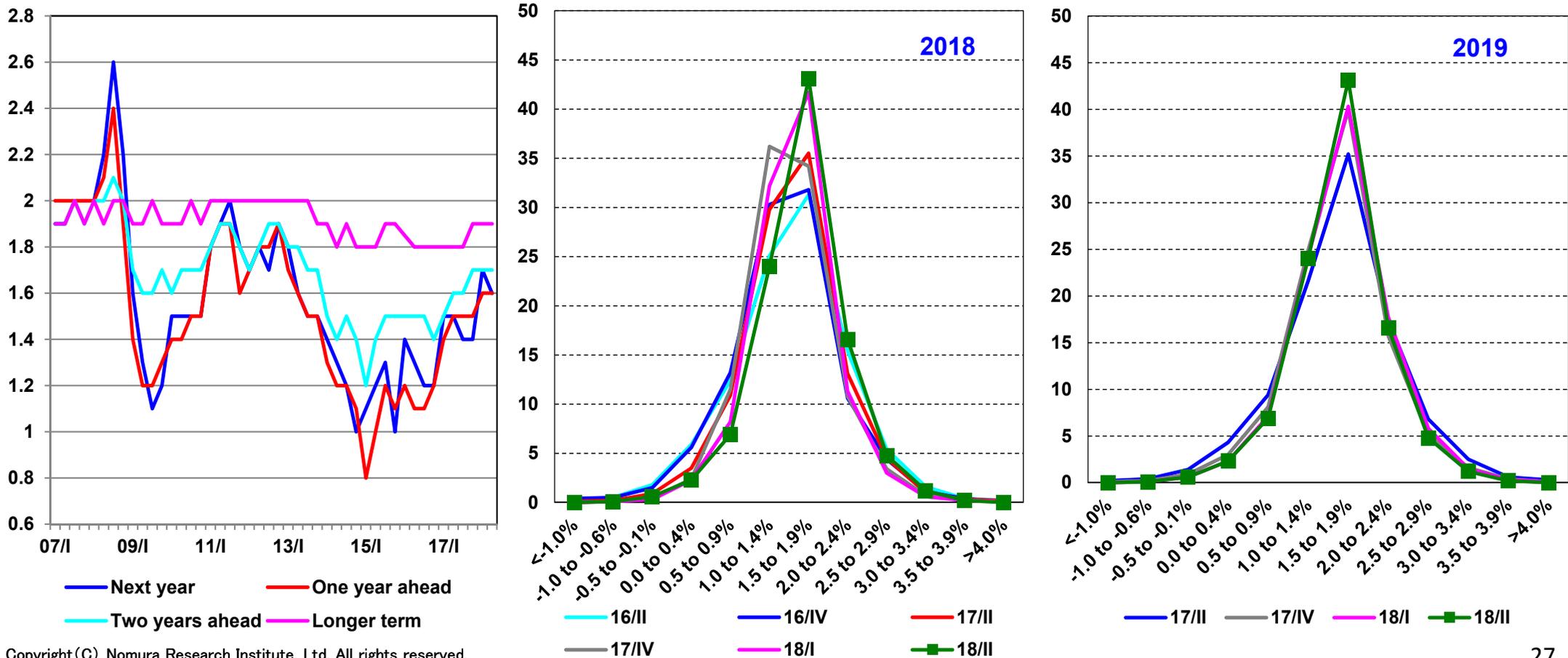
2. ユーロ圏の物価動向

■ インフレ期待の動向(その2)

資料: Thomson Reuters, ECB

・民間エコノミストによるインフレ期待(ECBによるSPF)をみると、短期部分については明確な上昇基調を辿っている一方、中期(5年)の期待インフレ率も足許でわずかに上昇した。この間、2018年と2019年の分布をみると、前者は足許で重心が上方にシフトし、2%に向けて収斂する動きとなった一方、後者も2%近傍での収斂度合いを高めている。

エコノミストによる予想インフレ率とその分布(ECBによるSPF:前年比%)



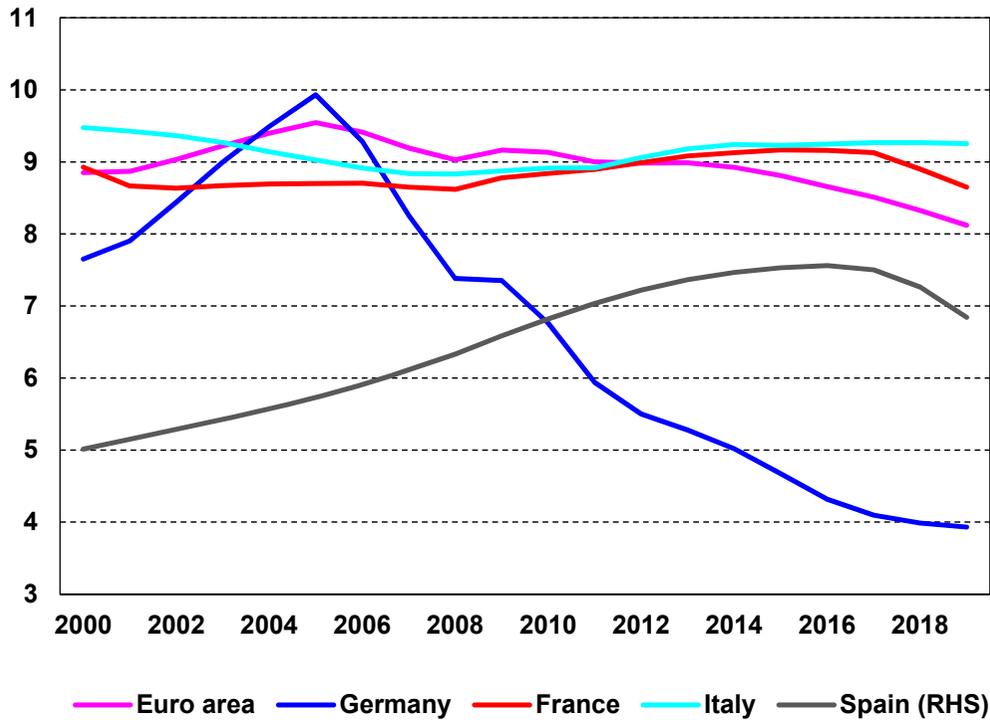
2. ユーロ圏の物価動向

■ NAIRUと失業率ギャップ

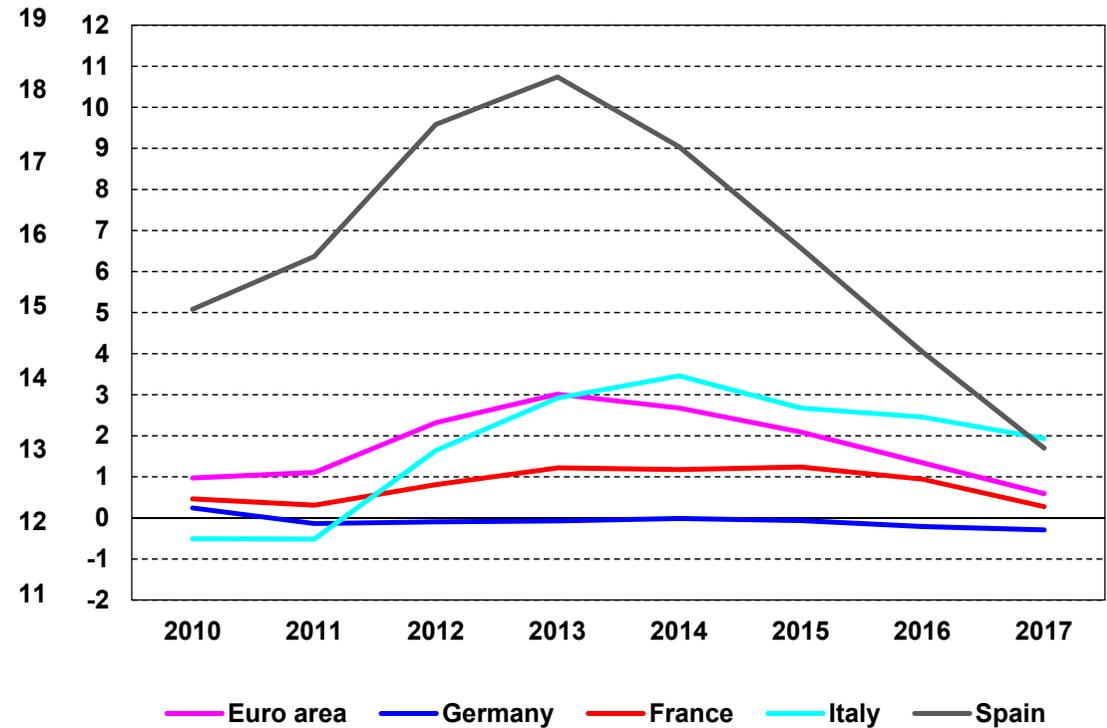
資料: Eurostat, OECD

- ・ユーロ圏のNAIRUをOECDによる推計によってみると、債務危機の前後でスペインとドイツで大きく変化した
が、その他の主要国では大きく変わっていない。これらをEurostatの集計による失業率と対比すると、各国で失
業率の改善に伴い失業率ギャップが総じて縮小している。

NAIRU(OECDの推計による:%)



失業率ギャップ(%ポイント)



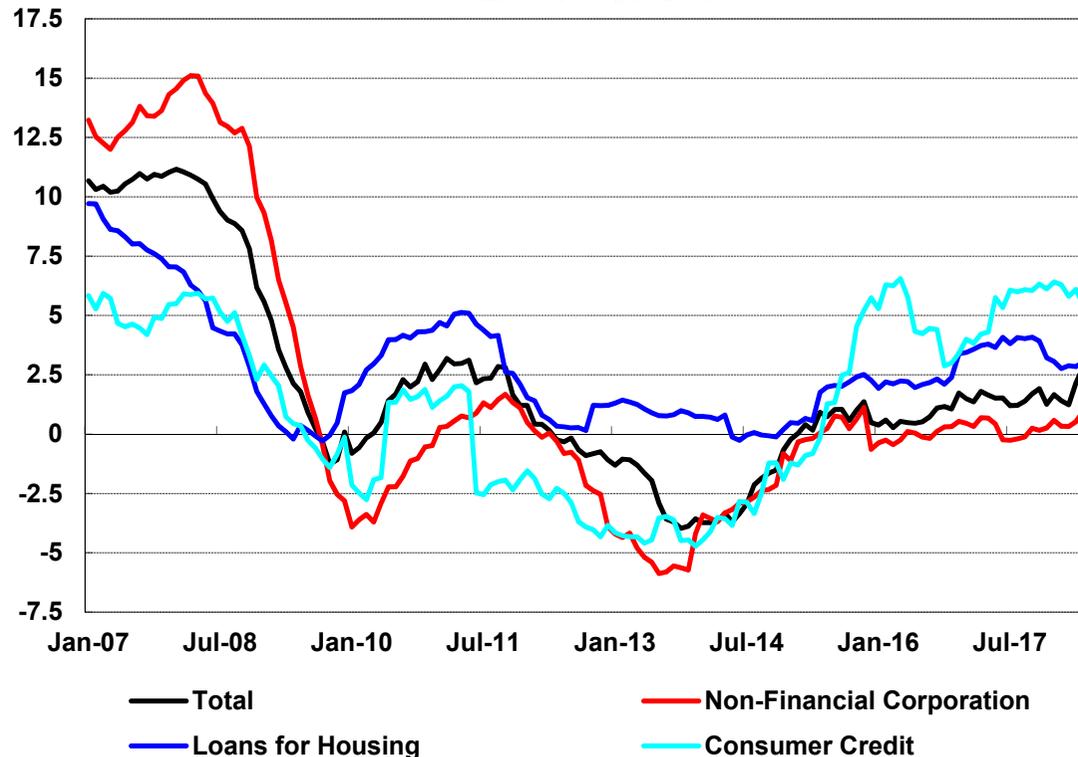
3. ユーロ圏の金融環境

■ 銀行貸出の概観

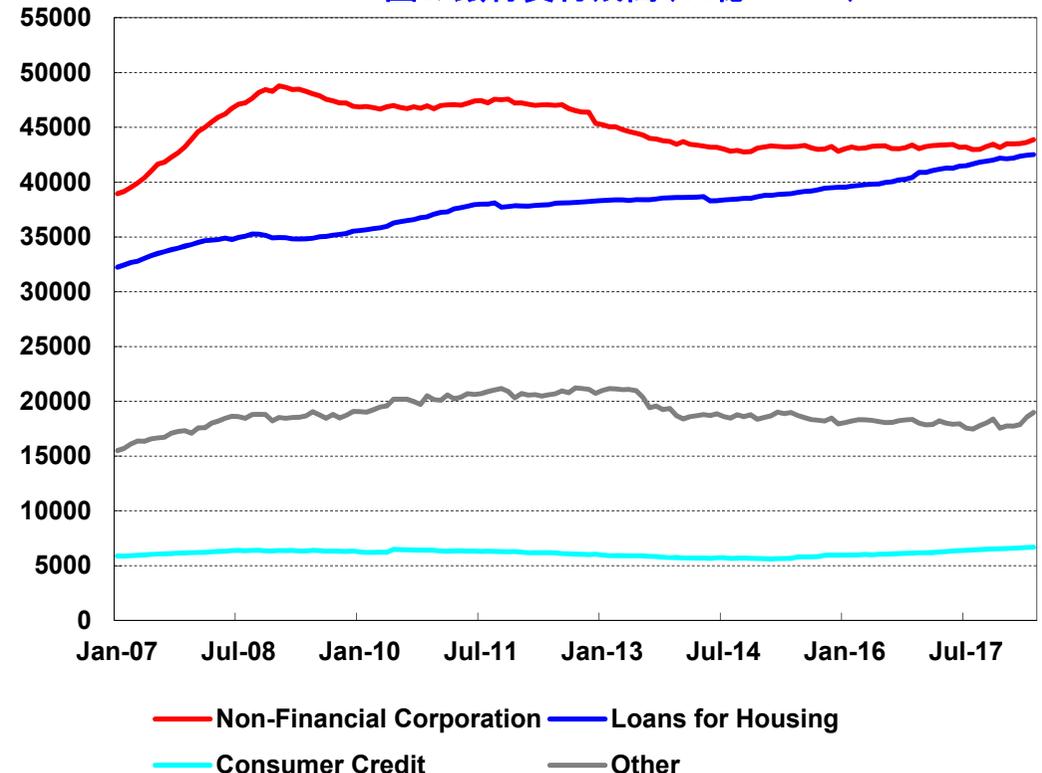
資料: ECB

- ・ ユーロ圏を全体としてみると、銀行貸出のモメンタムは横這い圏内にある。
 ー 消費者ローンは頭打ちとなったほか、住宅ローンも一時に比べて伸び率が低下したが、非金融企業向け貸出はわずかながらプラスの伸びとなった。残高の面では住宅ローンが事業法人向けと肩を並べた。
- ・ 主要国別に見ると(次頁)、ドイツでは消費者ローンを中心に足許でやや減速、フランスも住宅ローンがこのところ減速した。イタリアは非金融法人向け貸出が低迷を続ける中で消費者ローンと住宅ローンの双方がやや減速、スペインも消費者ローンが頭打ちとなる一方、非金融法人向けが再び減少に転じた。

ユーロ圏の銀行貸付(前年比・%)



ユーロ圏の銀行貸付残高(10億ユーロ)



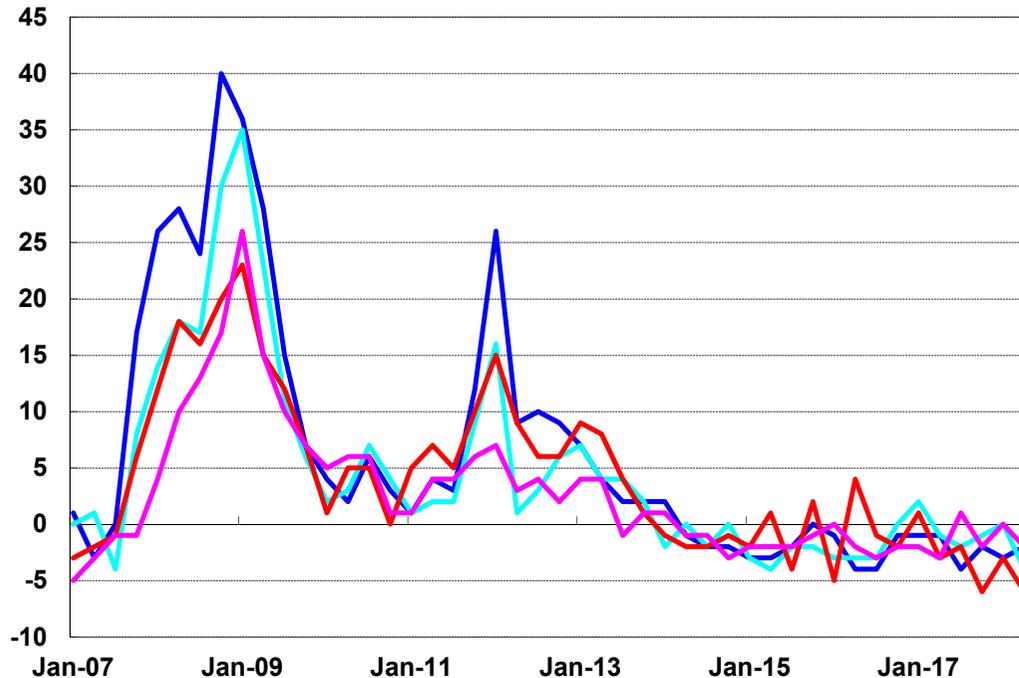
3. ユーロ圏の金融環境

■ 貸出需給の概観

資料: ECB

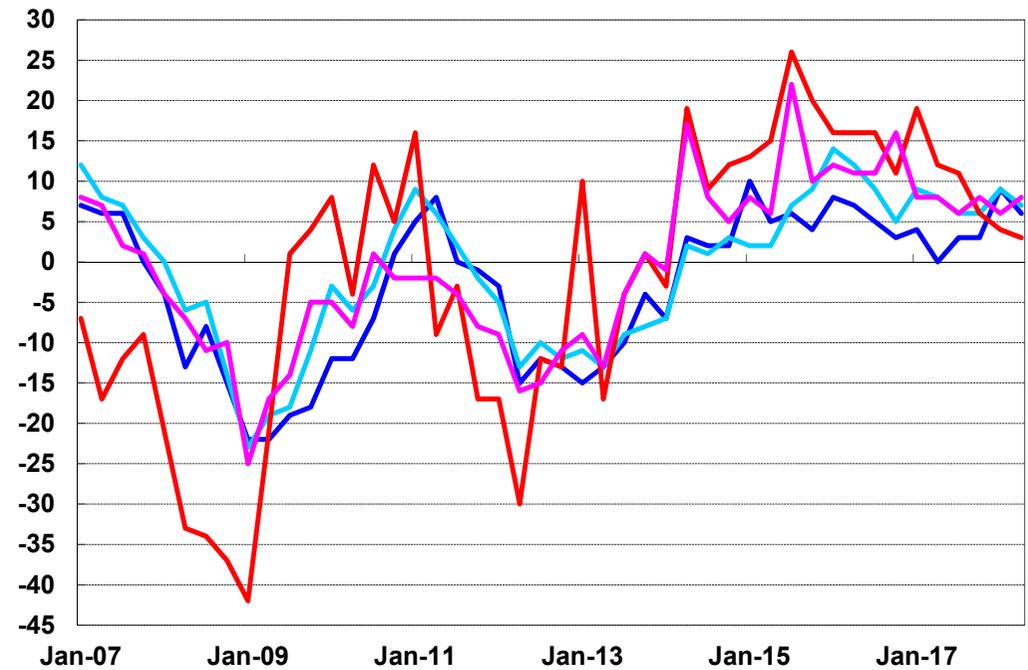
- ECBの銀行貸出サーベイによってユーロ圏全体の貸出環境をみると、銀行は積極的な貸出姿勢を維持している。貸出需要については、これまで高水準で推移してきた住宅ローンや消費者ローンでモメンタムが低下する一方、大企業向け貸出に回復の兆しがみられるほか、中小企業向けも堅調に推移するなど、主役交代が窺われる。

銀行の貸出スタンス(DI)



— Large Corporation
— Small and Medium-sized Corporation
— Housing Loan
— Consumer Loan

銀行への資金需要(DI)



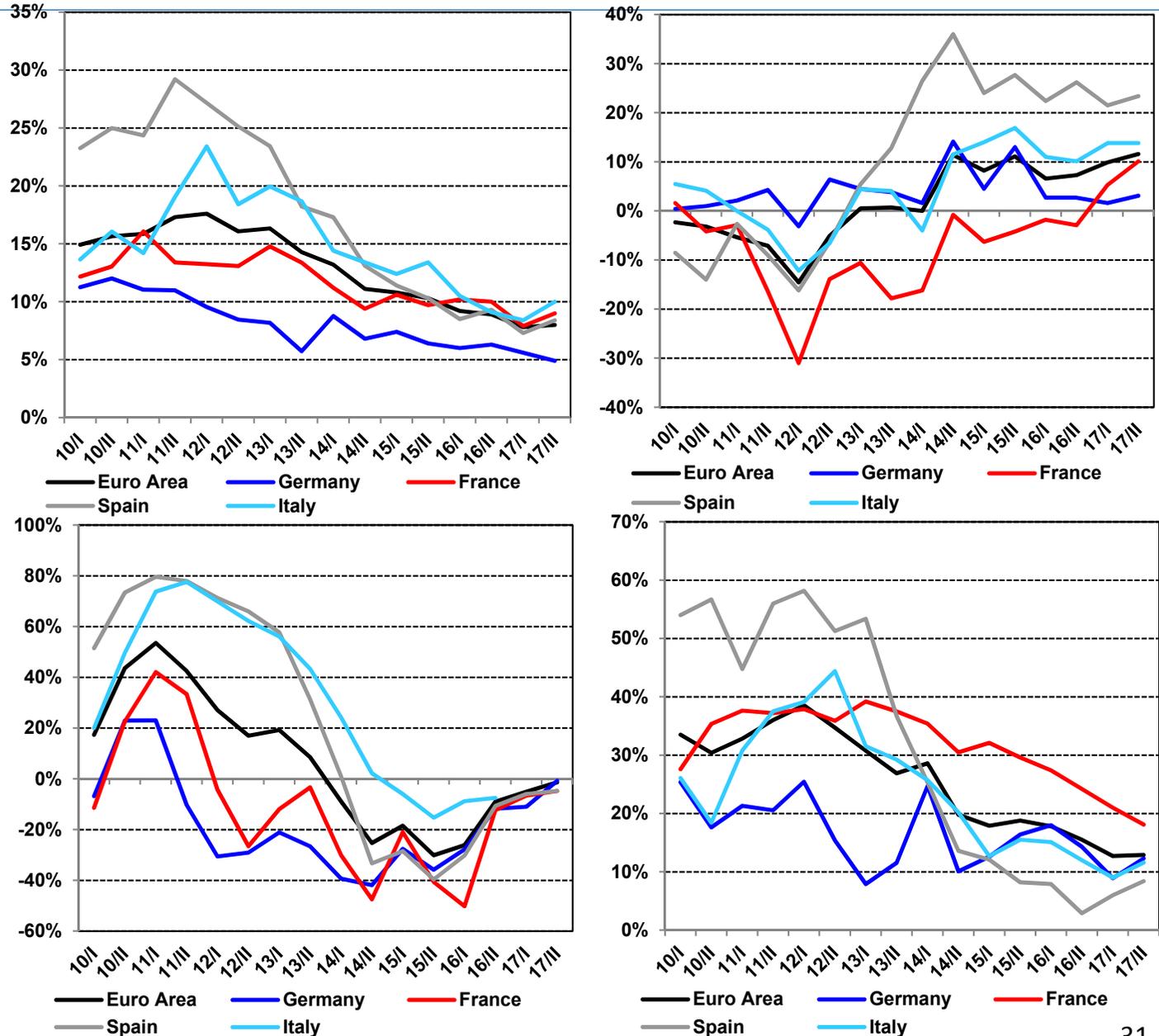
— Large Corporation
— Small and Medium-sized Corporation
— Housing Loan
— Consumer Loan

3. ユーロ圏の金融環境

■ 中小企業の資金調達

- 銀行貸出のうち、ECBが注視している中小企業向け貸出について、中小企業の資金調達に関するサーベイ(Survey on the Access to the Finance: 本年春時点)をみると、企業からみた資金調達条件は総じて緩和的な状況にある。
- ただし、借り手からみた金利条件は低位ではあるが明確に底打ちしている。また、担保条件の緩和傾向もフランスを除いて止まっているほか、貸出姿勢については、フランスやイタリアを中心に若干のタイト化が窺われる。

(左上) 資金へのアクセスを最重要課題とする比率、(右上) 貸出姿勢が厳格化するとする比率
(左下) 銀行借入金利が上昇したとする比率、(右下) 銀行の担保条件が厳格化したとする比率



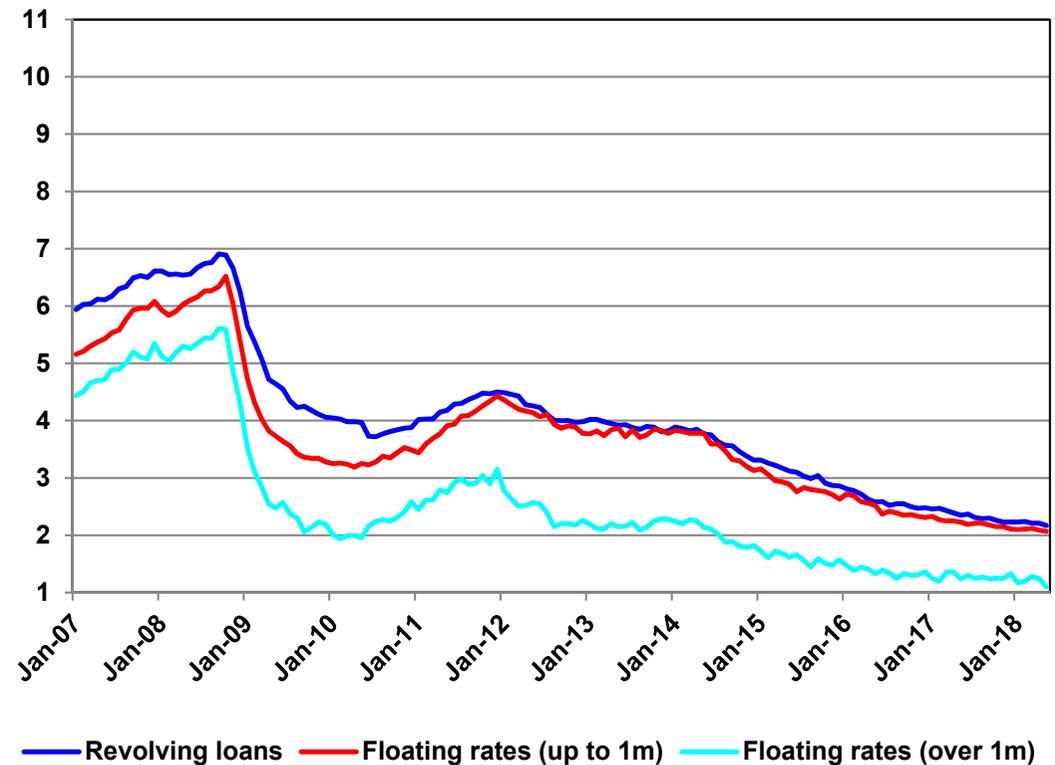
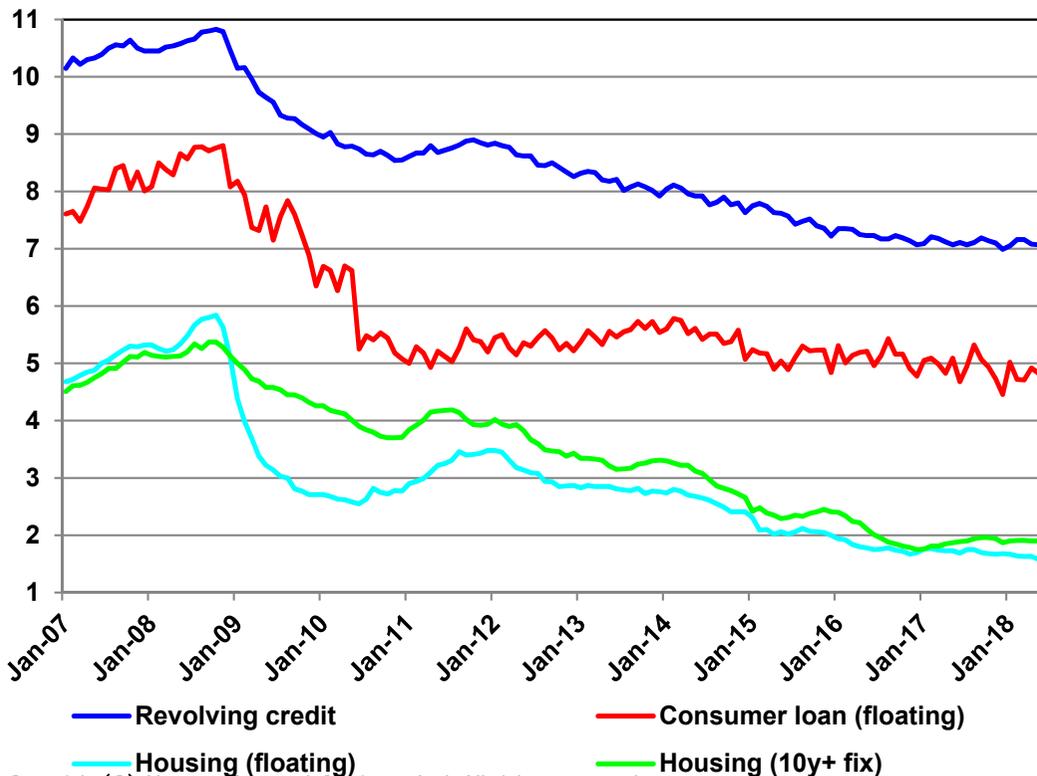
3. ユーロ圏の金融環境

■ 貸出金利(概観)

資料: ECB

- ・ユーロ圏全体の貸出金利のうち個人向けについては、住宅ローン(変動金利)を除いて、低下傾向に歯止めが掛かっている。これに対して法人向けについては、依然として緩やかな下落が続いている。この間にも、貸出量は緩やかな増加を続けているだけに、法人向け貸出の金利低下の背景としては供給要因(ECBによる金融緩和と銀行の与信姿勢の緩和)が推察される。
- ・主要国別にみても(次頁)、個人向けと法人向けともに収斂しつつ低下を続けてきた。もっとも足許では、個人向けや法人長期については底打ちの兆しも見られる。

ユーロ圏銀行の貸出金利 (<左>個人向け・<右>法人向け:%)



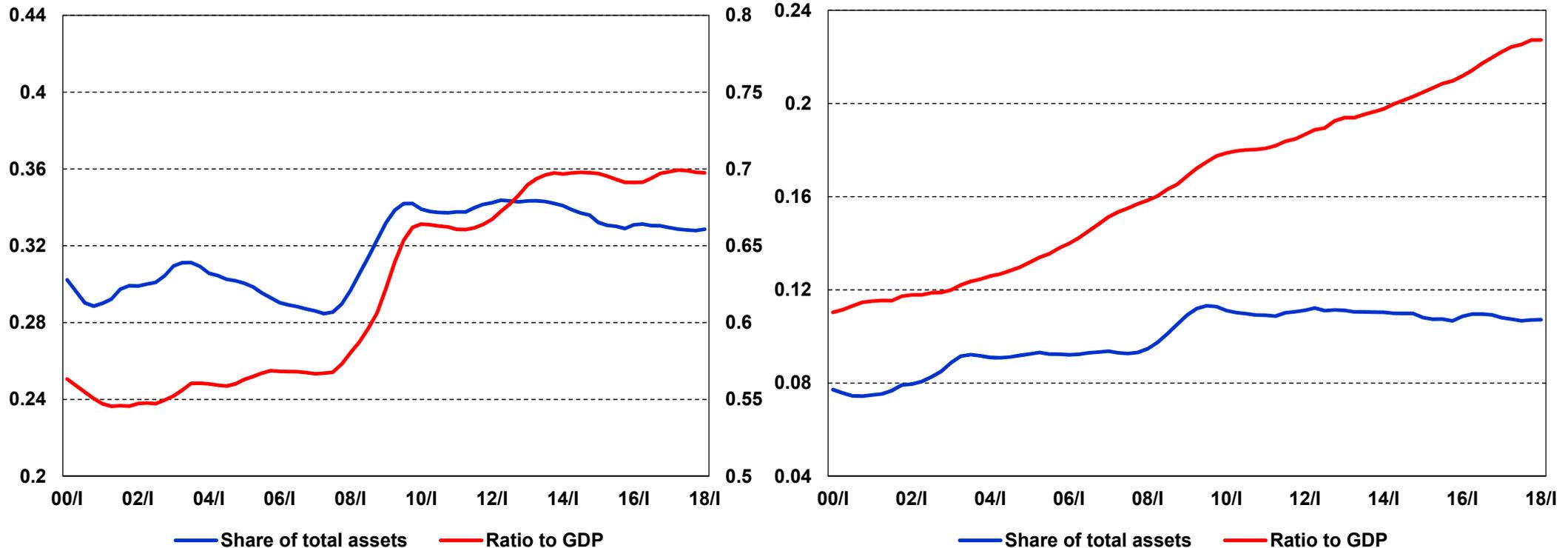
3. ユーロ圏の金融環境

■ ユーロ圏の主体別cash残高

資料: ECB

- ユーロ圏を全体としてみると、家計によるcashの保有指向は、資産全体に占める比率と対GDP比の双方の面で、最近の数年に目立った変化はみられなかった。これに対し、非金融法人も資産全体に占める比率は横這い圏内ながら、資産規模の拡大に伴って対GDP比率は上昇している。

現預金残高が保有資産に占める比率と対GDP比(<左>家計、<右>非金融法人)



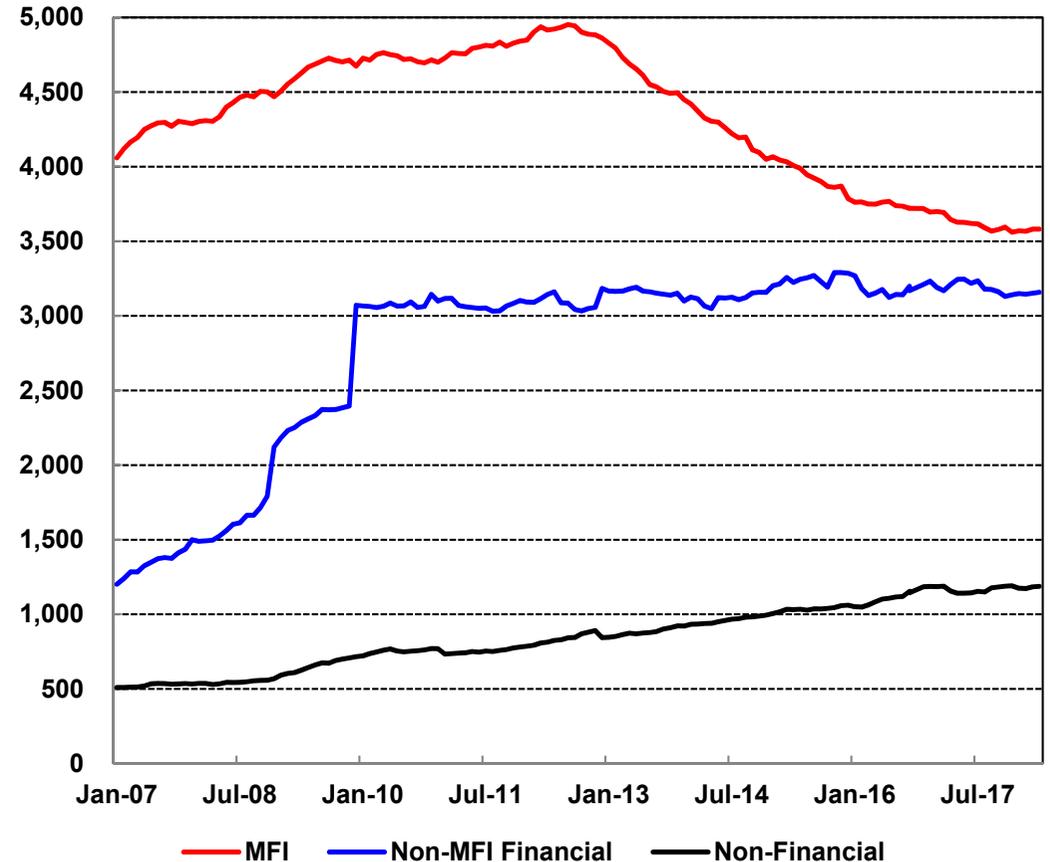
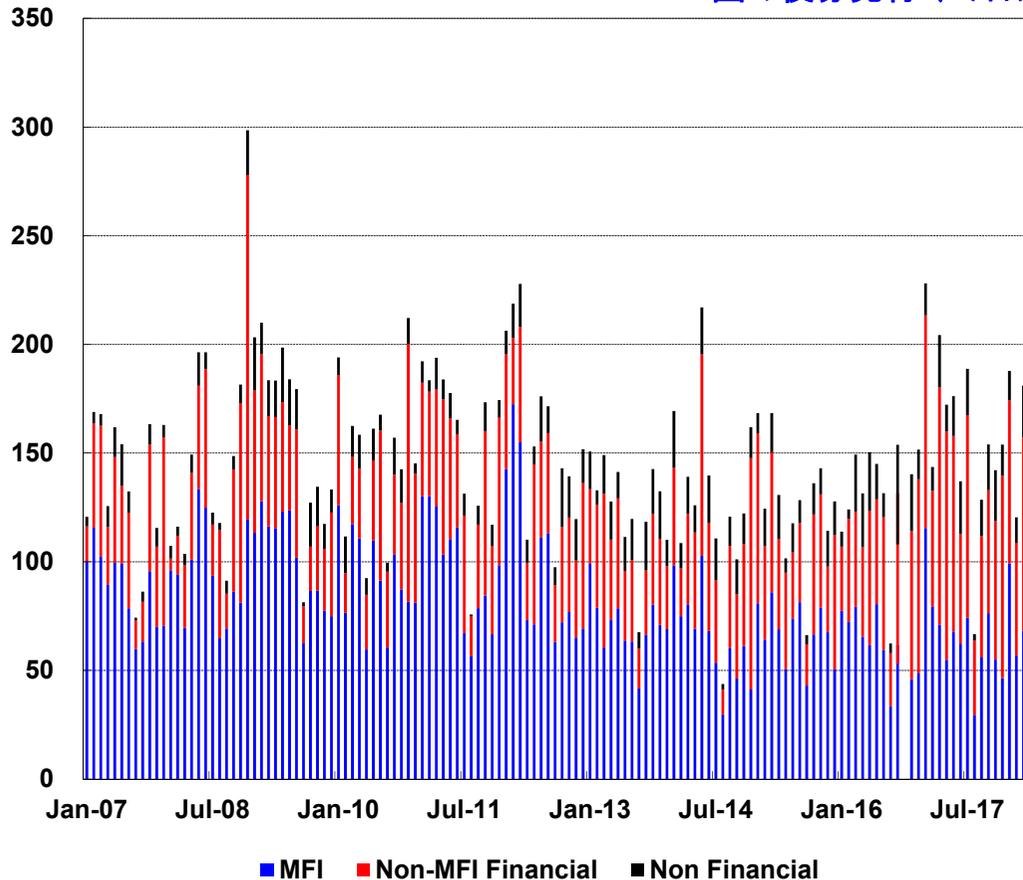
3. ユーロ圏の金融環境

■ ユーロ圏の社債発行

資料: ECB

- ユーロ圏全体の債券発行は引き続き堅調に推移しており、直近のピークである2012年に近い状況にある。主体別には預金金融機関による発行は停滞気味であったが、ノンバンクや事業法人の発行が堅調であった。残高をみても、預金金融機関は2012年後半からの減少にようやく歯止めの兆しがみられる一方、ノンバンクも概ね横這いであるが、事業法人は緩やかな増加を続けている。

ユーロ圏の債券発行（＜右＞発行額・＜左＞残高・10億ユーロ）



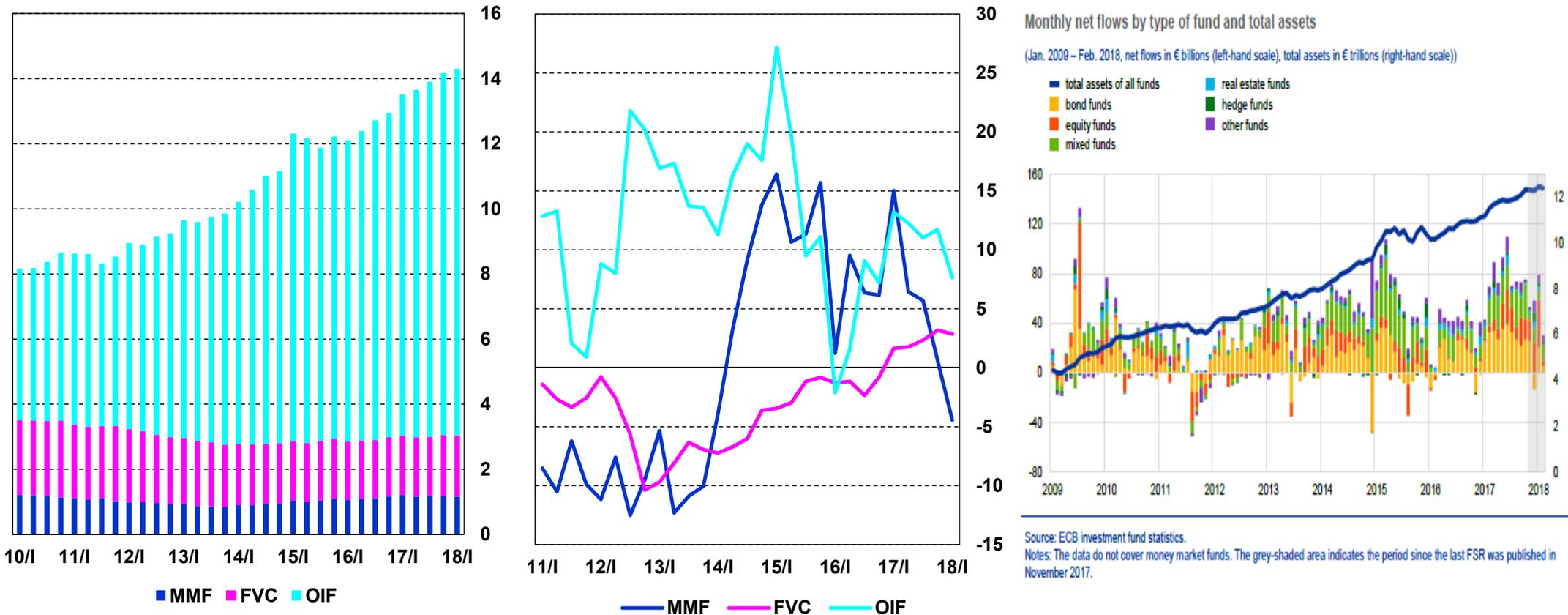
3. ユーロ圏の金融環境

■ ユーロ圏のshadow banking

資料: ECB

- 狭義のshadow bankingのうち、MMFは低金利と証券化の低迷のためにむしろ減少している一方で、FVC (Financial Vehicle Corporations)の残高は漸増し、OIF (Other Investment Funds)は、投資家のsearch-for-yieldの高まりを映じて、残高を大きく伸ばしている。
 - OIFの種類別には債券ファンドや混合ファンドの増勢が目立つ。

各種のファンドの推移(＜左＞残高(兆ユーロ)、＜中央＞残高前年比(%))、＜右＞OIFの月次フロー(10億ユーロ)



3. ユーロ圏の金融環境

■ 金融システムのリスク(概観)

資料: ECB

- ECBのFSR(5月)は当面(2年程度)のリスク要因として次の4つを掲げている。

	内容
Spillovers from a disruptive re-pricing of term and other risk premium in global financial markets	<ul style="list-style-type: none"> ・国際金融市場におけるリスク評価の急激な調整 －主として米国の金融政策の正常化に伴う影響を意識 －ユーロ圏の金融政策の先行きに関する過度な楽観も考慮 →financial conditionを急激にタイト化
Hampered intermediation capacity of banks amid weak performance and structural changes	<ul style="list-style-type: none"> ・低収益の下にある銀行による金融仲介機能の低下 －低成長や低金利が主因 －競争環境の変化も考慮 →与信供給を質と量の双方の面から制約
Public and private debt sustainability concerns amid historically high debt levels	<ul style="list-style-type: none"> ・政府部門および民間非金融部門の債務の維持可能性の低下 －国によって非金融企業と家計のいずれかに問題が存在 －低金利が主因(家計に関しては金融構造の変化も関係) →景気後退や金利上昇によって債務危機を誘発
Liquidity risks in the non-bank financial sector, with contagion to the broader system	<ul style="list-style-type: none"> ・シャドーバンキングにおける流動性リスクの顕現化と影響の波及 －主として拡大している投資ファンドを意識 －非金融企業に対する与信のプレゼンスが拡大 →与信供給の逆回転とwholesaleの資金市場へのストレス

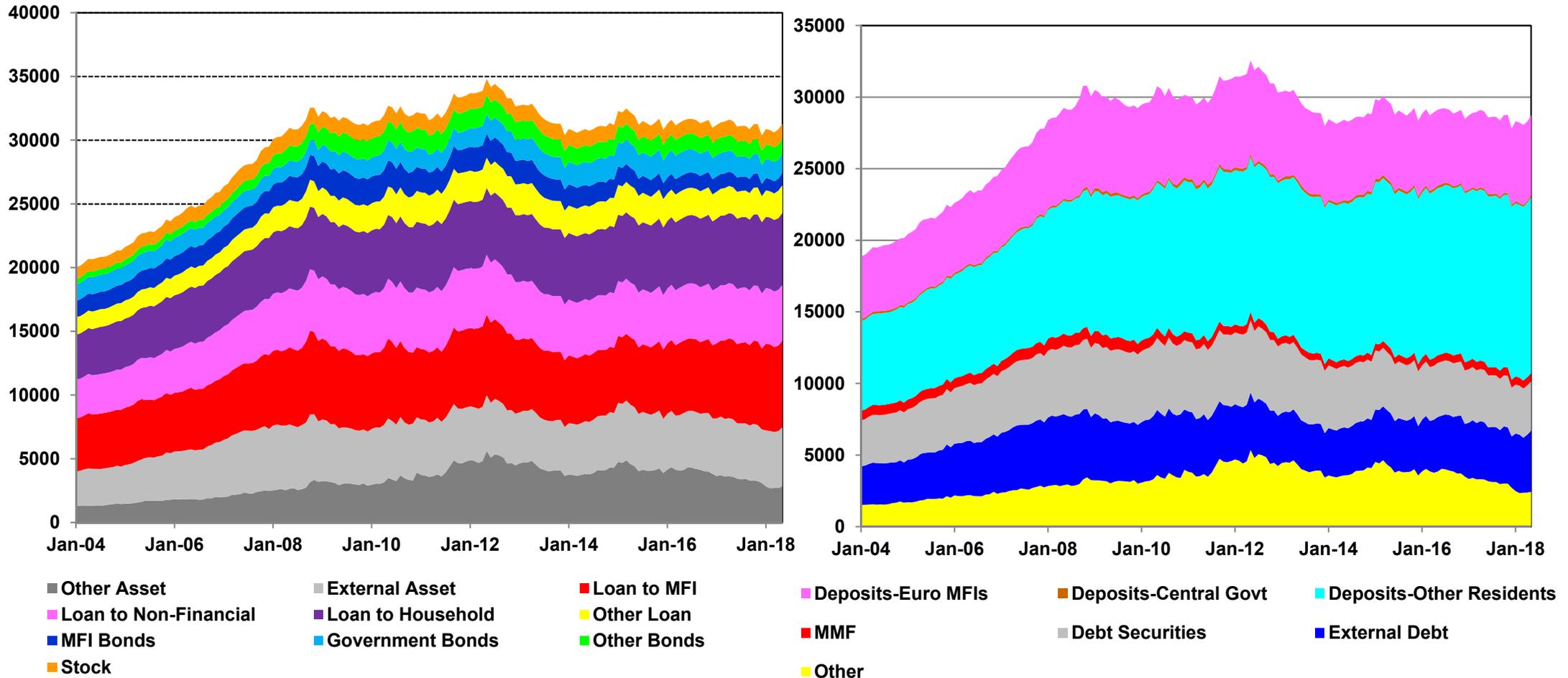
3. ユーロ圏の金融環境

■ ユーロ圏銀行のバランスシート(概観)

資料: ECB

- ・ 銀行の総資産をユーロ圏全体で見ると、2014年以降は横ばいの動きとなっており、現在の水準は2008年前半頃と同じである。内容面では、金融機関向け与信が再び拡大していることが注目される。
- ・ 預金は、国内の一般預金の増加が一段と顕著になり、流動性リスクの点で安定化の動きが続いている。

<左>総資産、<右>資本を除く負債(10億ユーロ)



3. ユーロ圏の金融環境

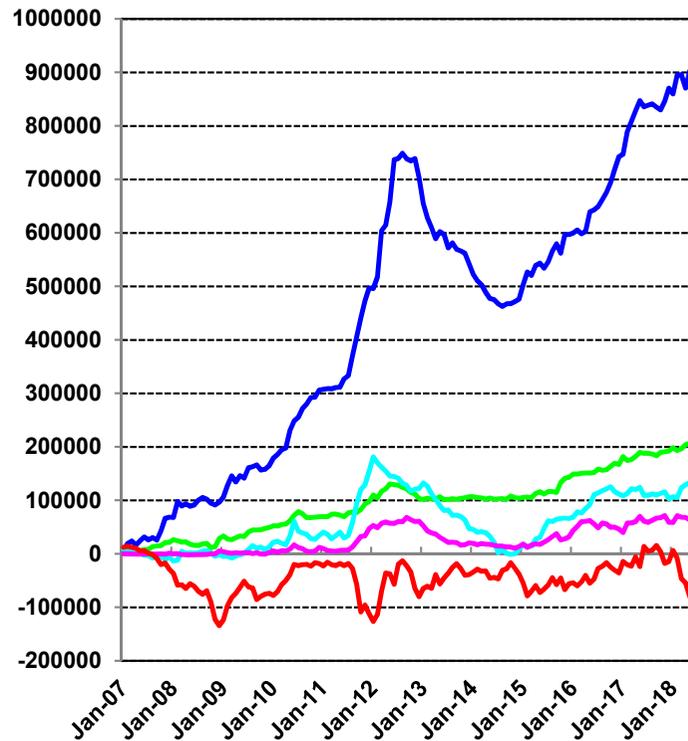
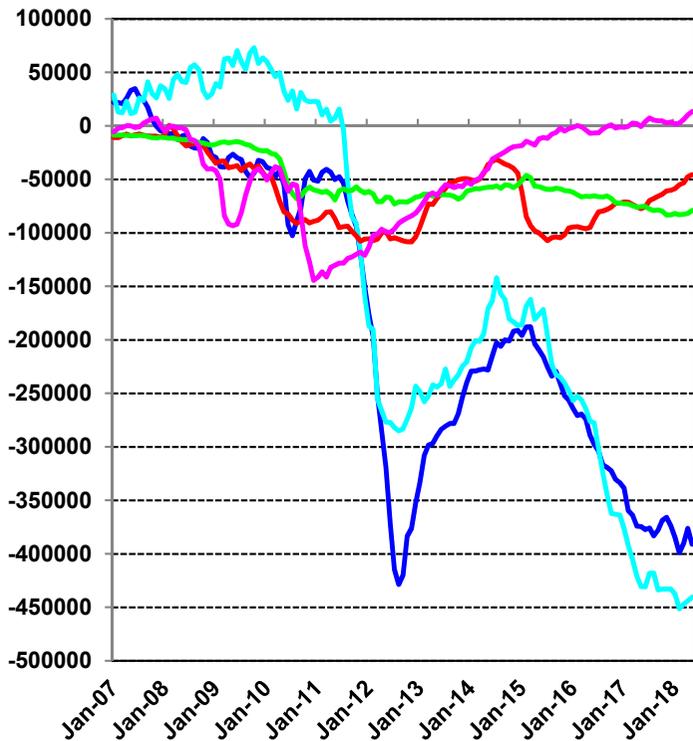
■ 国別の当座預金残高

資料: ECB

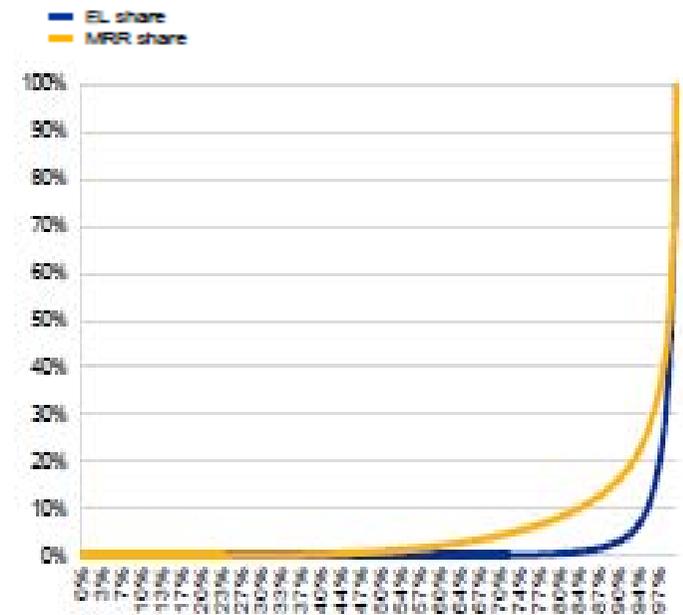
・ECBの多様な手段による資金供給の結果、主要国の対Target残高は以下のように推移しており、「南北問題」は再び顕著になっている。

ーこの点に関してECBは、2014年までは金融機関のリスク回避的な行動が主因であった一方、その後は資産買入れ(に伴う資金移動)による面が強いと説明している(例えば、L. Baldo et.al(2017), ECB Occasional Paper No.200)。本ペーパーは同時に特定の金融機関による保有の集中も明らかにしている。

主要国の対Target残高(百万ユーロ)



所要準備と超過準備(Lorenz curve)



Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

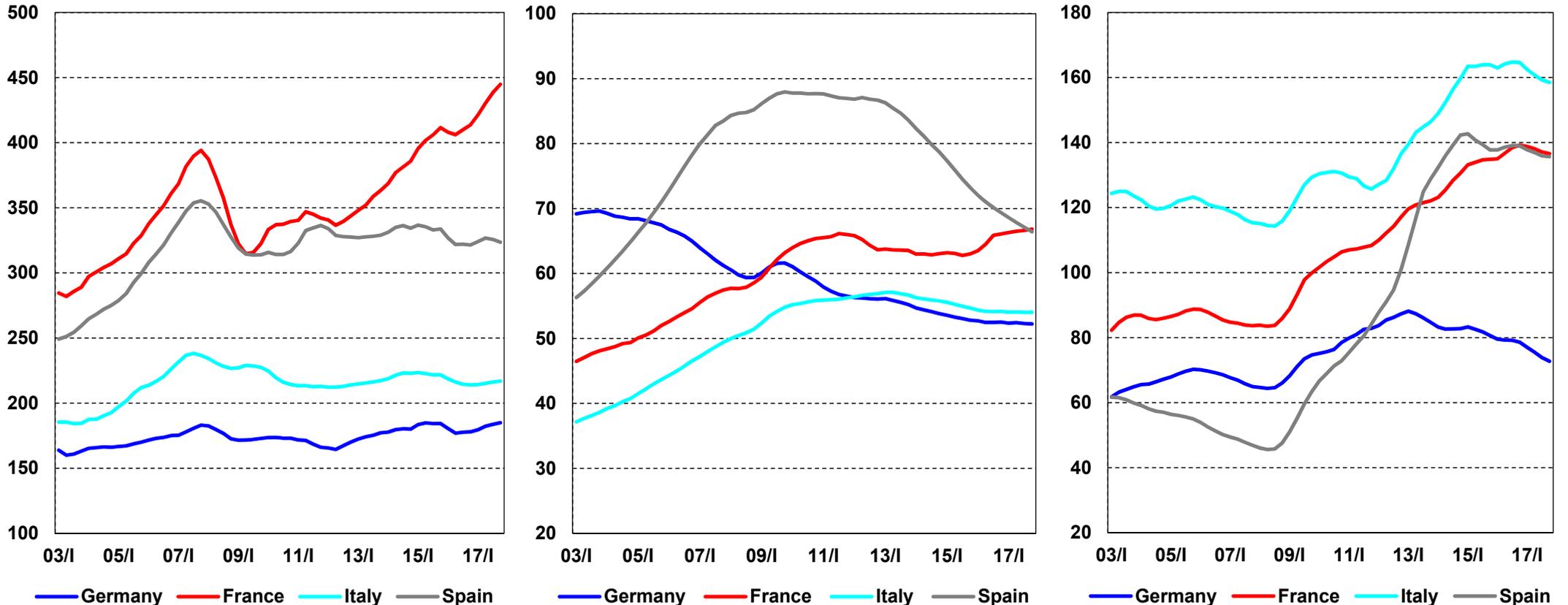
3. ユーロ圏の金融環境

■ ユーロ圏の主体別債務残高

資料: ECB

- ・ ユーロ圏のグロスの債務残高は、全体としてみれば、引続き高水準で推移している。
 - － 非金融法人は、フランスで明確な増加が続いている一方、他の国々は横這い圏内となっている。家計はスペインで減少が目立つほか、イタリアやドイツも漸減している一方、フランスは緩やかに増加している。この間、政府は、ドイツを除く各国で顕著に増加したが、足許では頭打ちの兆しも見られる。

＜左＞非金融法人、＜中央＞家計、＜右＞政府(グロス債務の残高:対GDP%)



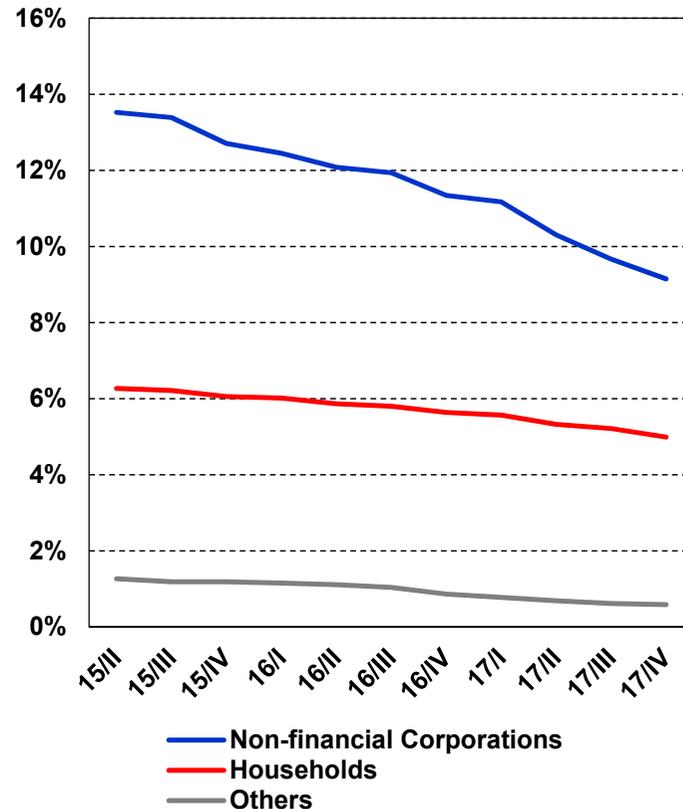
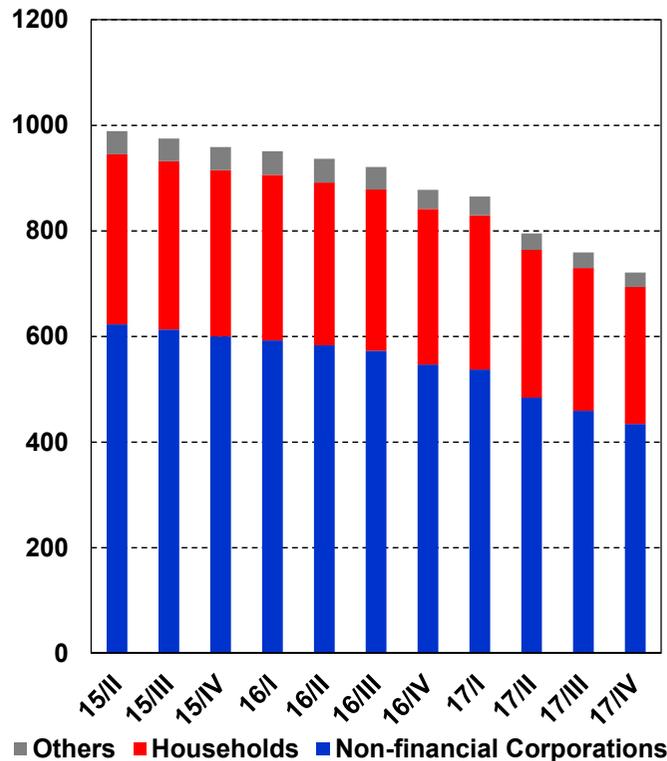
3. ユーロ圏の金融環境

■ 不良債権の状況(その1)

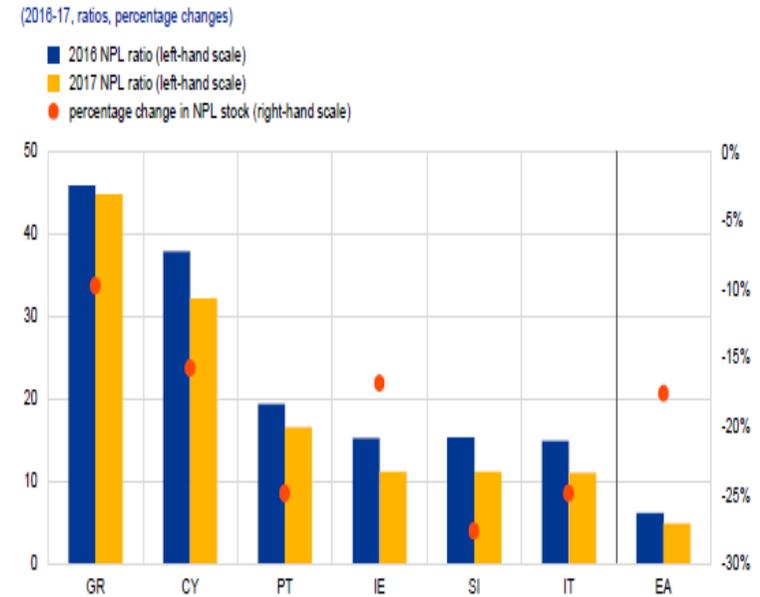
資料: ECB

- ・ユーロ圏銀行の不良債権残高(ただし、SSMでECBによる直接の監督を受ける先のみ)は着実に減少している。種類別には、ウエイトの大きい非金融法人向けの改善が目立つ。
- ・ECBのFSR(5月)によれば、主要国の中ではイタリアでの不良債権比率の低下が目立つ。
- ―昨年夏にかけて主要行の一角が不良債権のバルクセールを実施したほか、事実上経営が破たんした中堅2行がbad bankによって不良債権を切り離すなど、「流動化」の効果が大きい。

ユーロ圏のNPL(<左>残高(10億ユーロ)、<中央>比率(%)、<右>1年間の変化)



Change in NPL ratios and stocks in high-NPL countries between 2016 and 2017



Source: ECB.

Notes: Based on country-level aggregates for SIs. In line with FINREP reporting on non-performing exposures, loans and advances also include cash balances at central banks and other demand deposits.

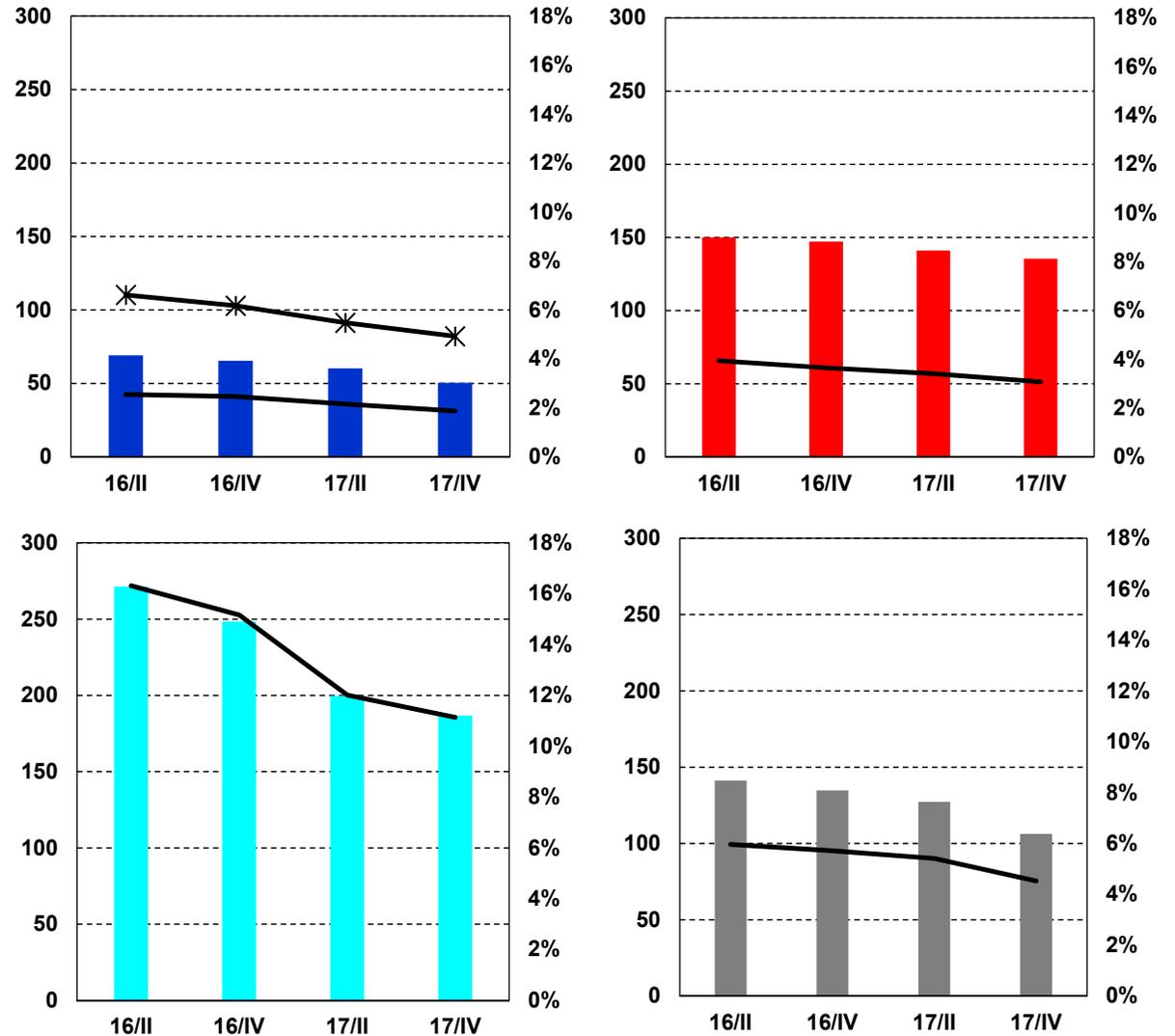
3. ユーロ圏の金融環境

■ 不良債権の状況(その2)

資料: ECB

- ・不良債権残高(同様にSSMでECBによる直接の監督を受ける先のみ)を主要国別にみると、SSMの導入以降も、ドイツやフランスでは大きな変化はみられない。
- ・これに対し、イタリアは1年間で約850億ユーロ削減し、対総貸出比率も11.1%へと5%ポイント強低下させたことが目立つ。また、スペインも残高を漸減させ、対総貸出比率は約4.5%と、ユーロ圏の平均を下回るどころまで改善した。

ユーロ圏主要国のNPL残高と比率(10億ユーロ、%: *はユーロ圏平均)
(左上)ドイツ、(右上)フランス、(左下)イタリア、(右下)スペイン



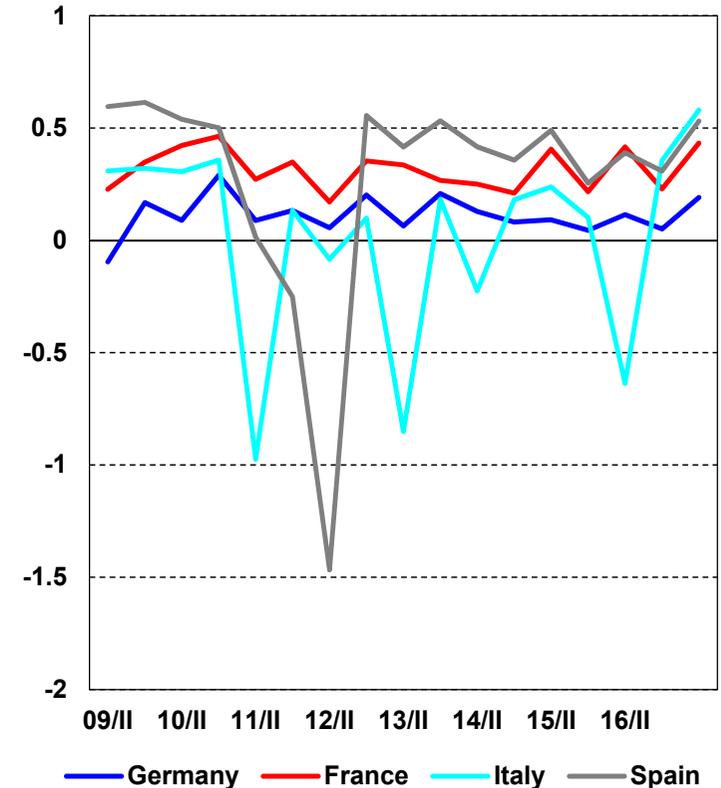
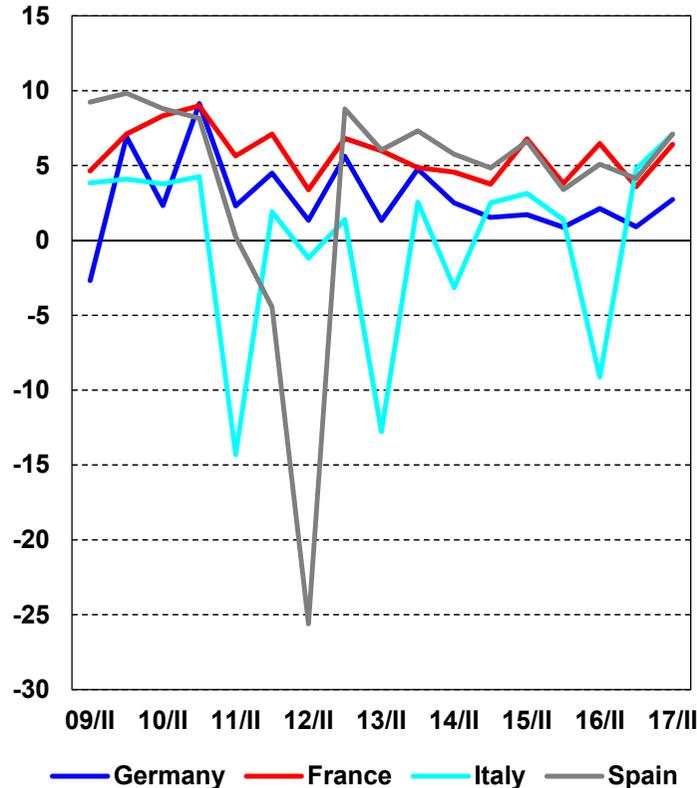
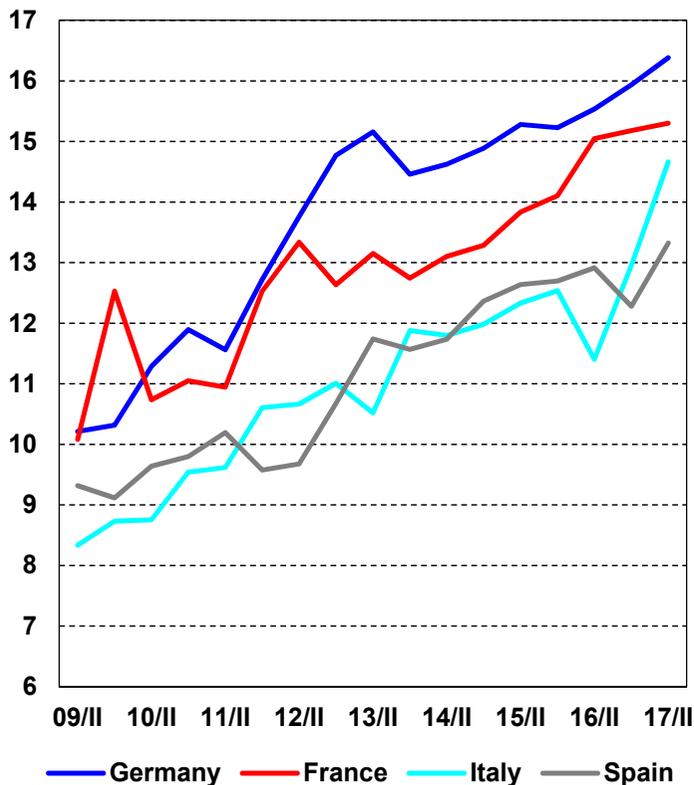
3. ユーロ圏の金融環境

資料: ECB

■ ユーロ圏の金融機関の頑健性

- ・ユーロ圏の主要国金融機関の自己資本比率は、債務危機以降に一貫して改善を続けている。もっとも、国別には、フランスやスペインでは足許で改善が停滞している一方、イタリアの改善がモメンタムを高めている。
- ・この間、ROEについては大きな振れを伴いつつ推移し、現在の水準は債務危機前とあまり変わらない。同様にROAも均してみれば横這いの動きであるが、水準は各国とも0.5%以下に概ね収まるなど低位である。

<左> 主要国銀行のTier1比率(%), <右> ユーロ圏の主要国銀行のROEとROA

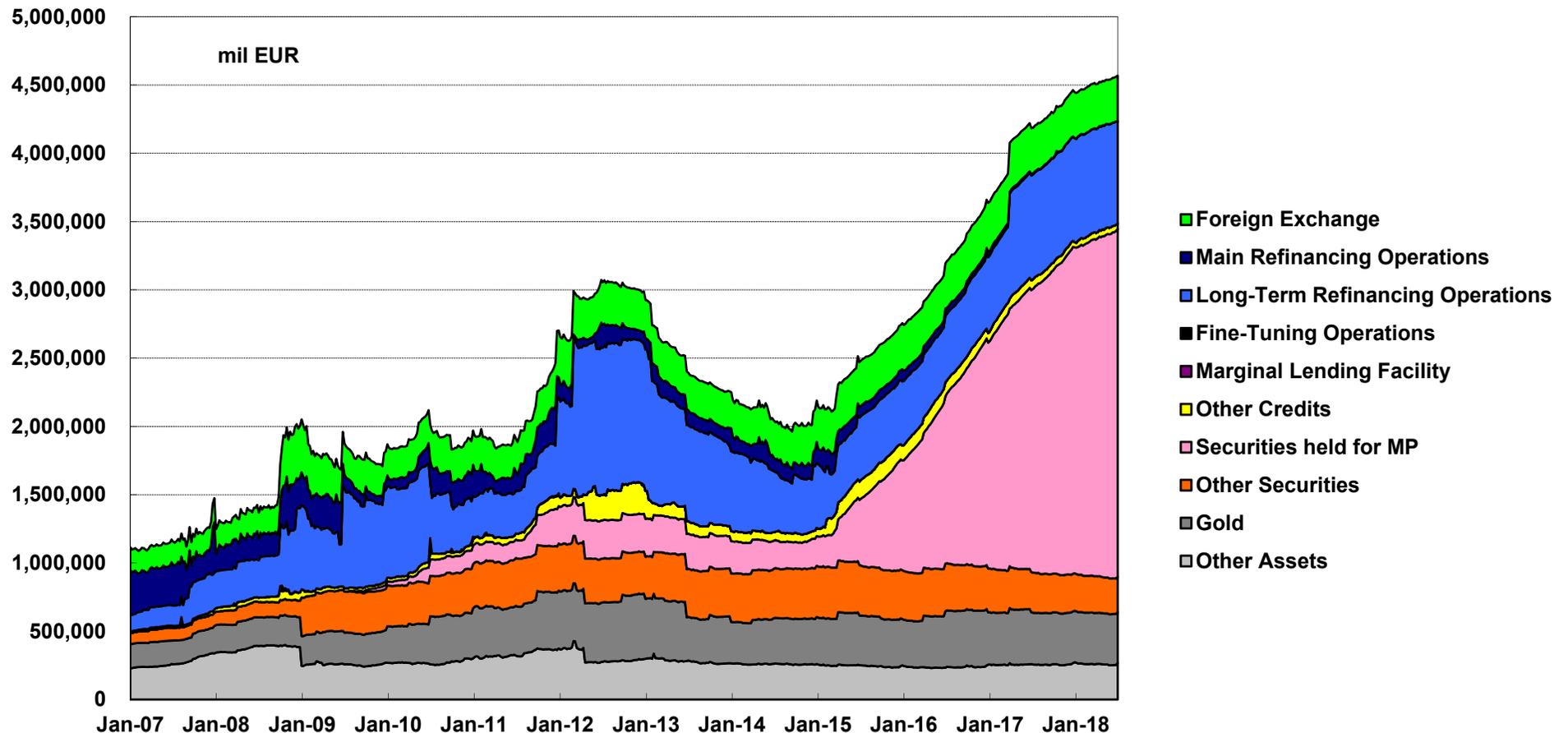


4. ECBの金融政策

■ バランスシートの推移

資料: ECB

- ・ ECBは、量的緩和の議論の中で事実上の目標として掲げた総資産規模の回復(2012年初のピークに回帰)を想定より早く2016年6月頃に達成した。
- ・ 直近の総資産残高は約4.5兆ユーロ強に達し、かつてのピークの1.5倍近くになっている。その意味では、ECBも文字通り未踏の領域に入っている。



4. ECBの金融政策

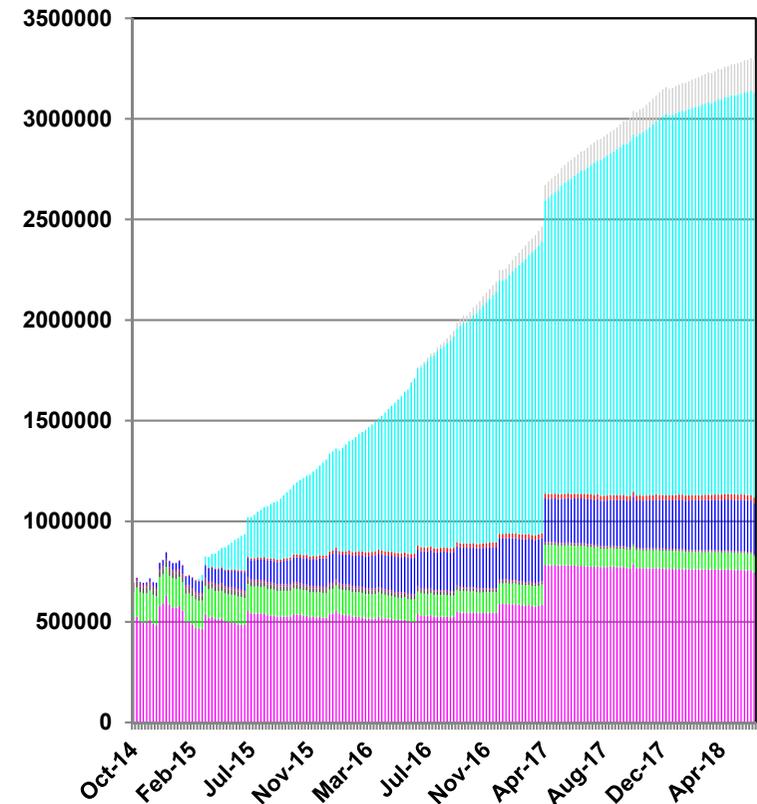
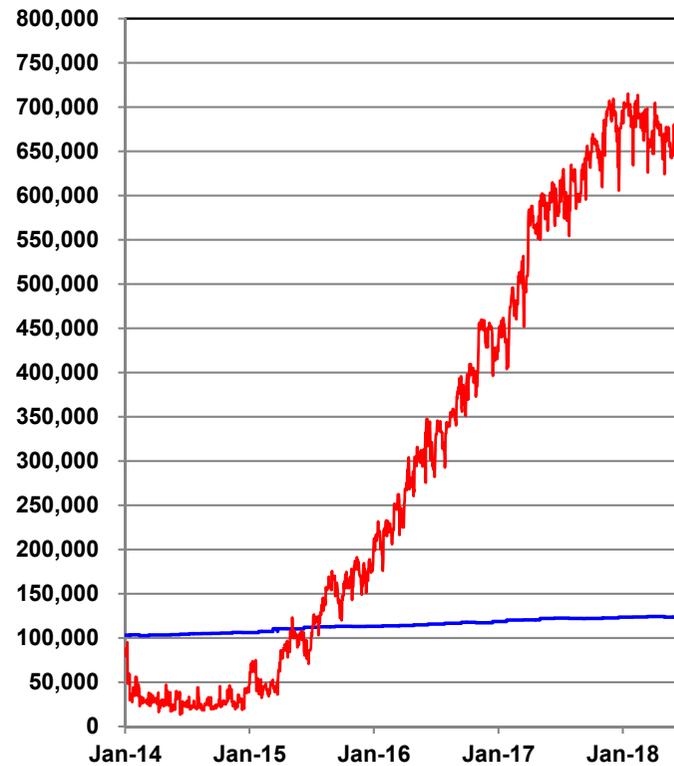
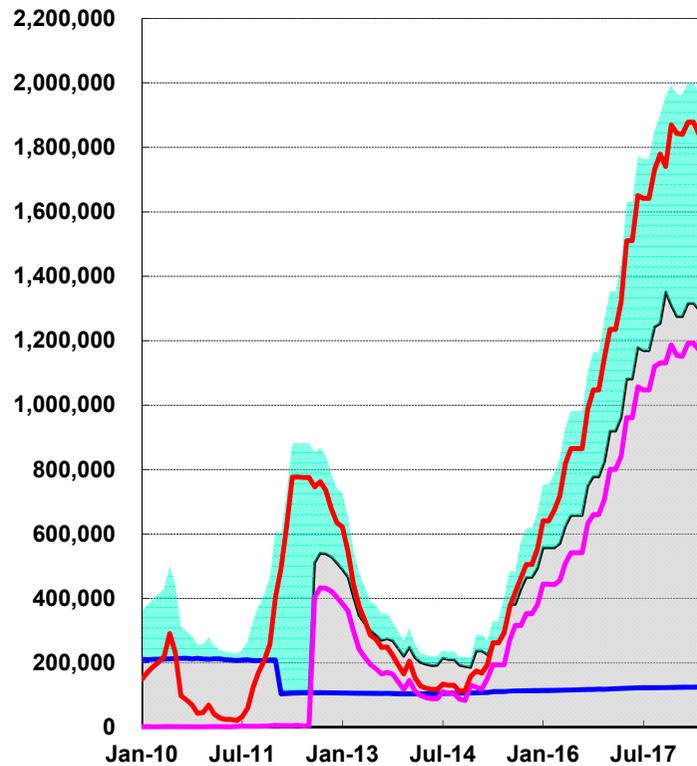
■ ECBの資金供給(その1)

資料: ECB

- 当座預金残高は本年初以降に初めて頭打ちとなり、超過準備も直近で約1.8兆ユーロ(預金ファシリティを加えた実質ベース)に向けて緩やかに低下している。手段別の資金供給を週次で見ると、PSPPが緩やかな増加を続ける一方で、その他の手段の多くが徐々に減少していることがわかる。

当座預金等の推移(百万ユーロ)

手段別の資金供給残高(百万ユーロ)



■ Deposit Facility plus Current Account
 Current Account Balance
— Required Reserves
— Excess Reserves
— Excess Reserves plus Deposit Facility

— Required reserve — Deposit facility

■ Operation ■ SMP ■ CBPP I ■ CBPP II
■ CBPP III ■ ABSPP ■ PSPP ■ CSPP

4. ECBの金融政策

■ ECBによるCSPP(概観)

- ・ ECBは、資産買入れの政策効果を波及メカニズムを強化するため、2016年3月の政策理事会で社債買入れの開始を決定した。実際の買入れは6月中に開始された。

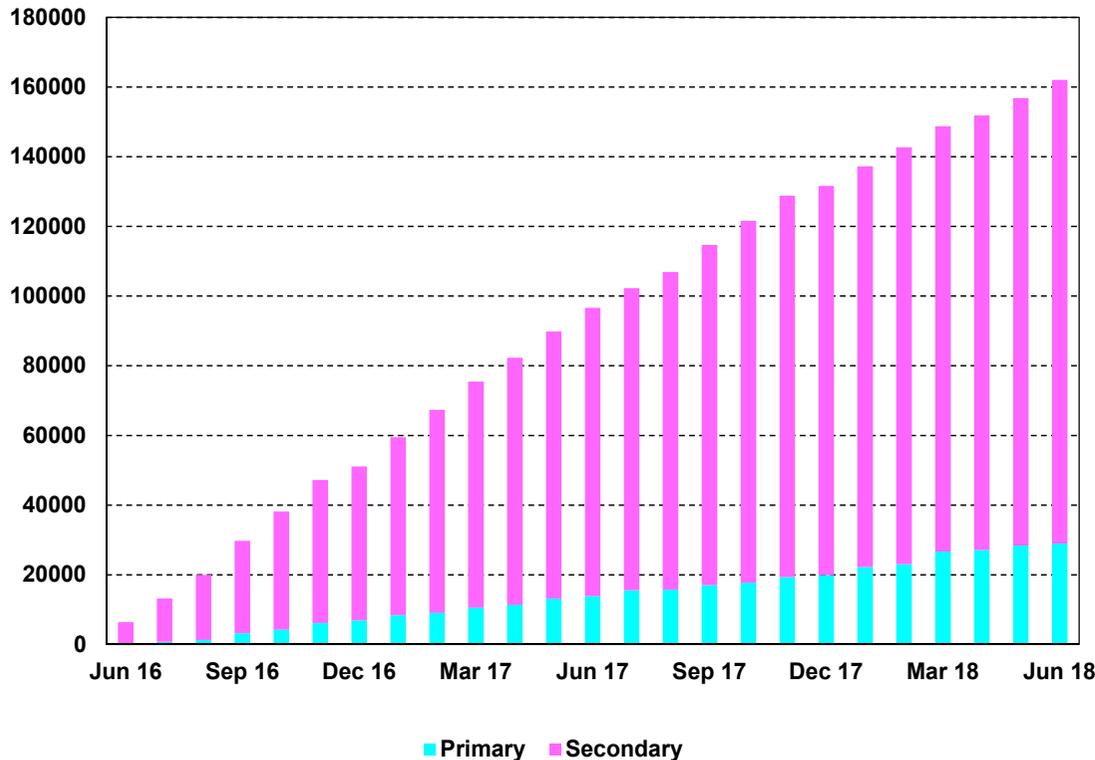
主な要素	内容
買入れ規模と期間	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産買入れ全体(毎月600億ユーロ)の内枠 — 足許では国債と政府機関債で540億ユーロを買入れており、CSPPは60億ユーロが目途か ■ 2016年6月～2017年12月(18か月) — その後も、インフ率が目標達成に沿った経路に乗るまで継続 ■ 償還分の再投資を実施 ■ 保有社債の詳細を月次で公表
買入れ対象と方法	<ul style="list-style-type: none"> ■ ユーロ圏所在の非金融法人が発行する社債 — 金融機関ないし資産運用会社は除外(親会社が金融機関であるケースも除外) — 残存期間半年～30年が対象 — 発行市場および流通市場から買入れを実施 ■ 投資適格の格付け取得など、適格担保に準じた条件を満たすものが対象 ■ 預金ファシリティの利回り以上が対象(国債・政府機関債の扱いと同じ) ■ 各ISIN当たり70%の上限を設ける
その他	<ul style="list-style-type: none"> ■ 6つのNCBがECBの代理として買入れを実施 — Banque Nationale de Belgium(対象国:ベルギー、キプロス、ギリシャ、ルクセンブルグ、マルタ、ポルトガル、オランダ、スロベニア、スロバキア)、Deutsche Bundesbank(対象国:ドイツ、オランダ)、Banco de Espana(対象国:スペイン、オランダ)、Finlandes Bank(対象国:オーストリア、エストニア、フィンランド、アイルランド、リトアニア、ラトビア)、Banque de France(対象国:フランス)、Banca d' Italia(対象国:イタリア、オランダ)

4. ECBの金融政策

■ 社債買入れ(CSPP)(その1)

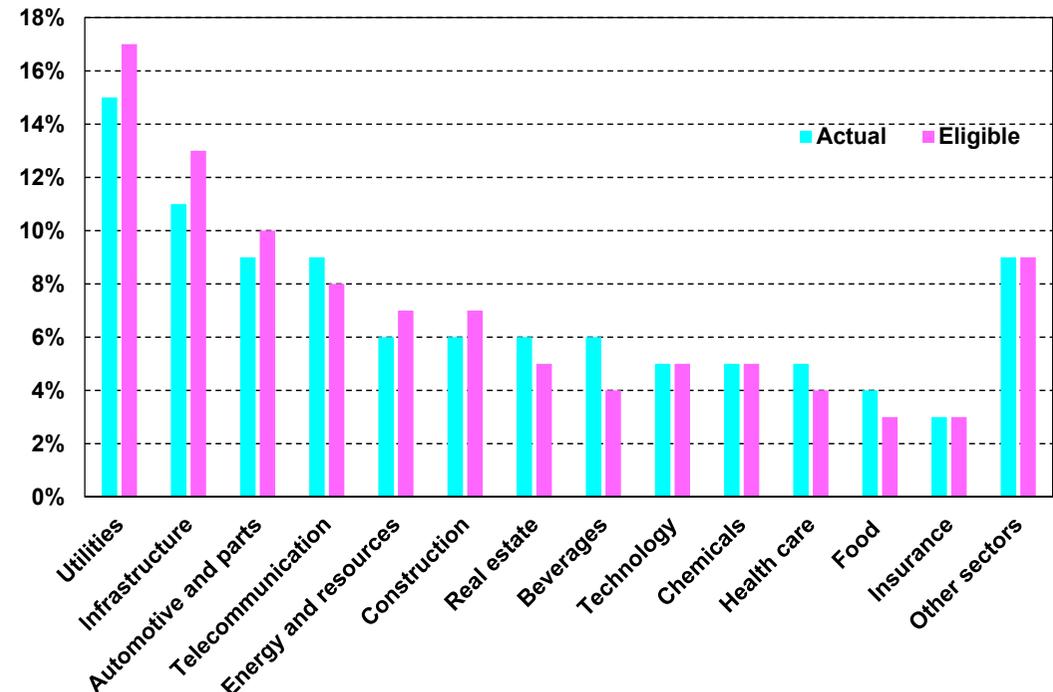
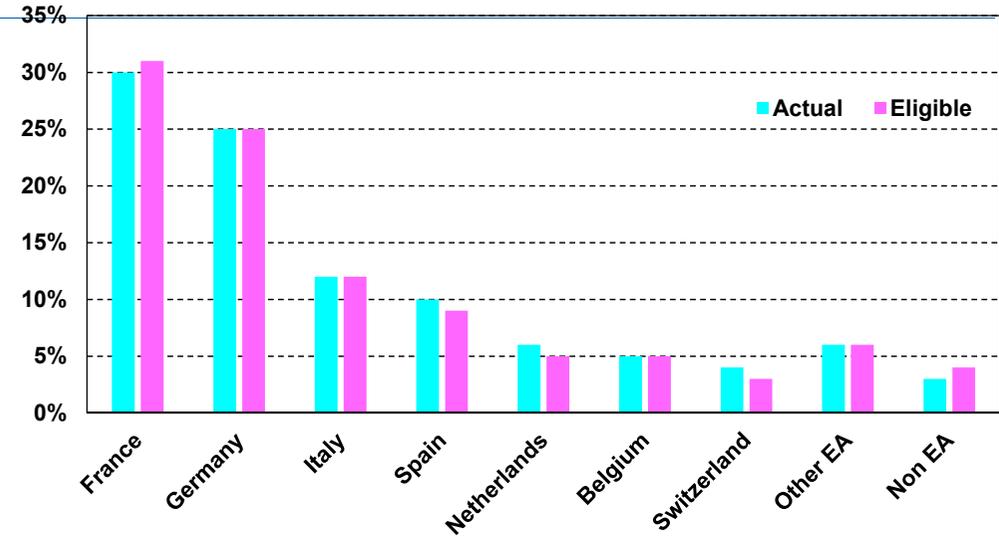
- ECBによる社債買入れは、毎月80~90億ユーロの実績で推移してきた。この間の買入れを発行国別および業種別にみると、現時点(2018年6月末)で右のようになり、買入れ適格債券の母集団と概ね整合的な分布になっている(ECBの買入れは市場中立的になっている)。

CSPPの買入れ残高(百万ユーロ)



発行国別(上)と業種別(下)のシェア(%)

資料: ECB



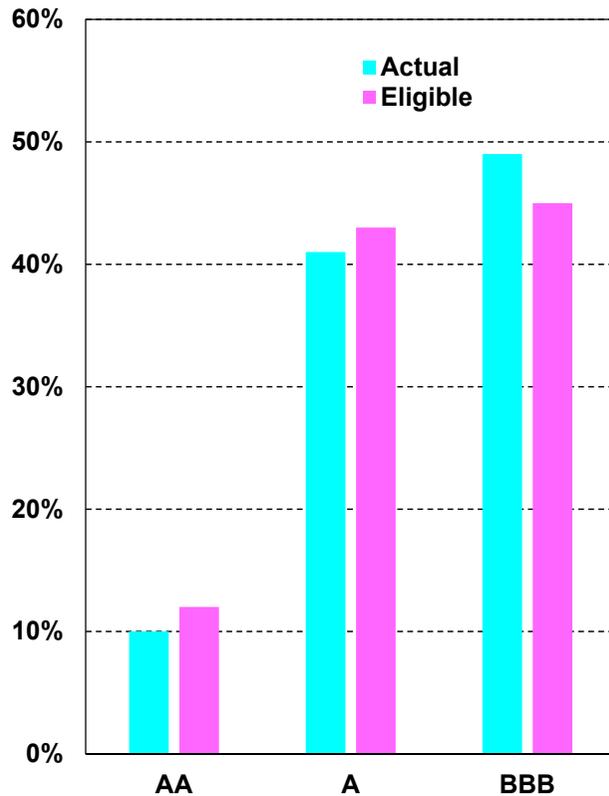
4. ECBの金融政策

■ 社債買入れ(CSPP) (その2)

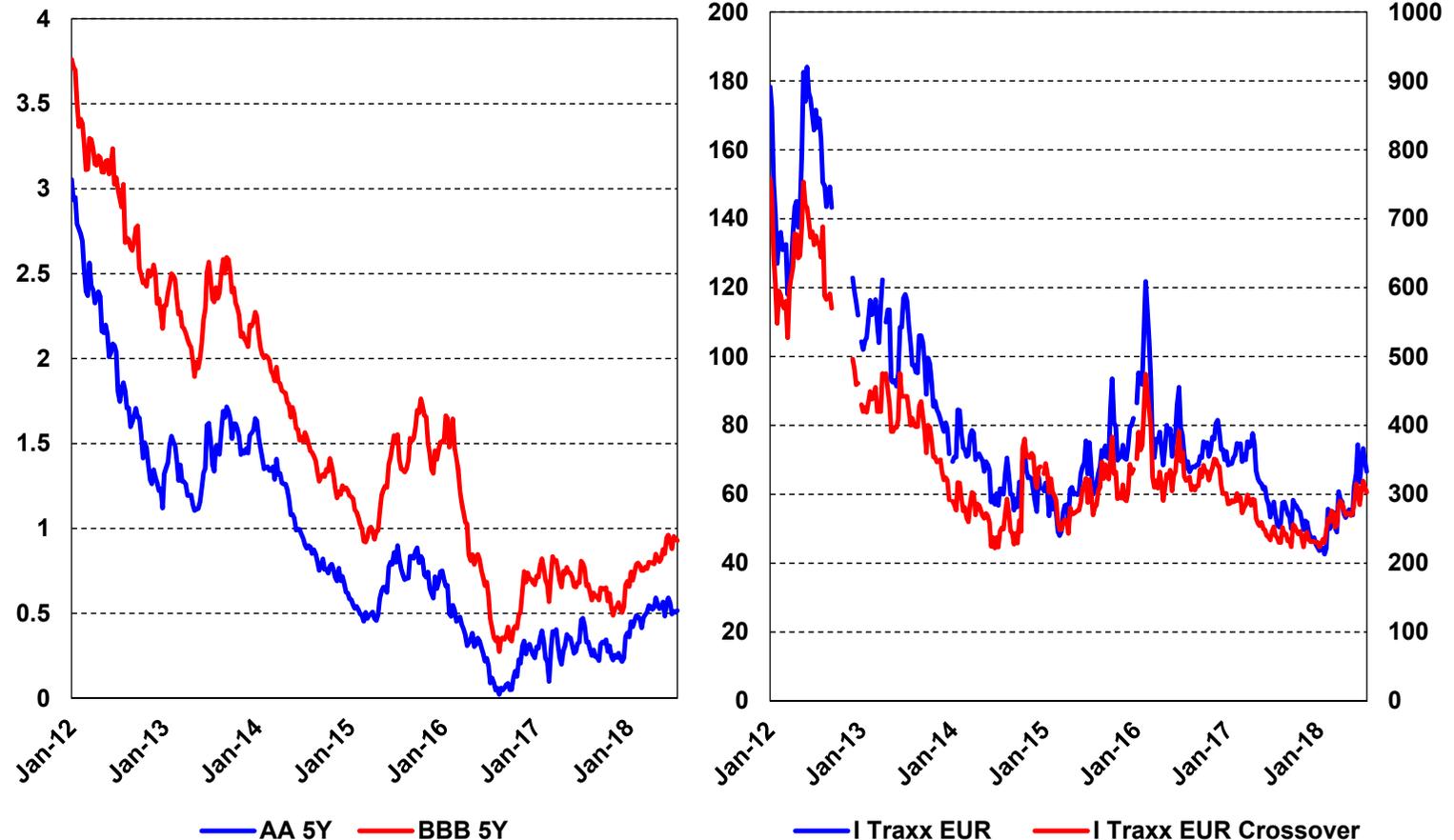
資料: ECB, Thomson Reuters

- ECBによる社債買入れについては、絶対規模が必ずしも大きくないにも拘らず、現地では低格付け社債を中心に利回りを引き下げるとともに、対外債券投資の活性化という点でポートフォリオ・リバランスの効果を持っているとの指摘が聞かれる。実際、買入れの中ではBBB格以下の債券が5割近くを占めている。

格付別のシェア(%)



(右)社債の利回り(%)、(左)CDSスプレッド(bp)



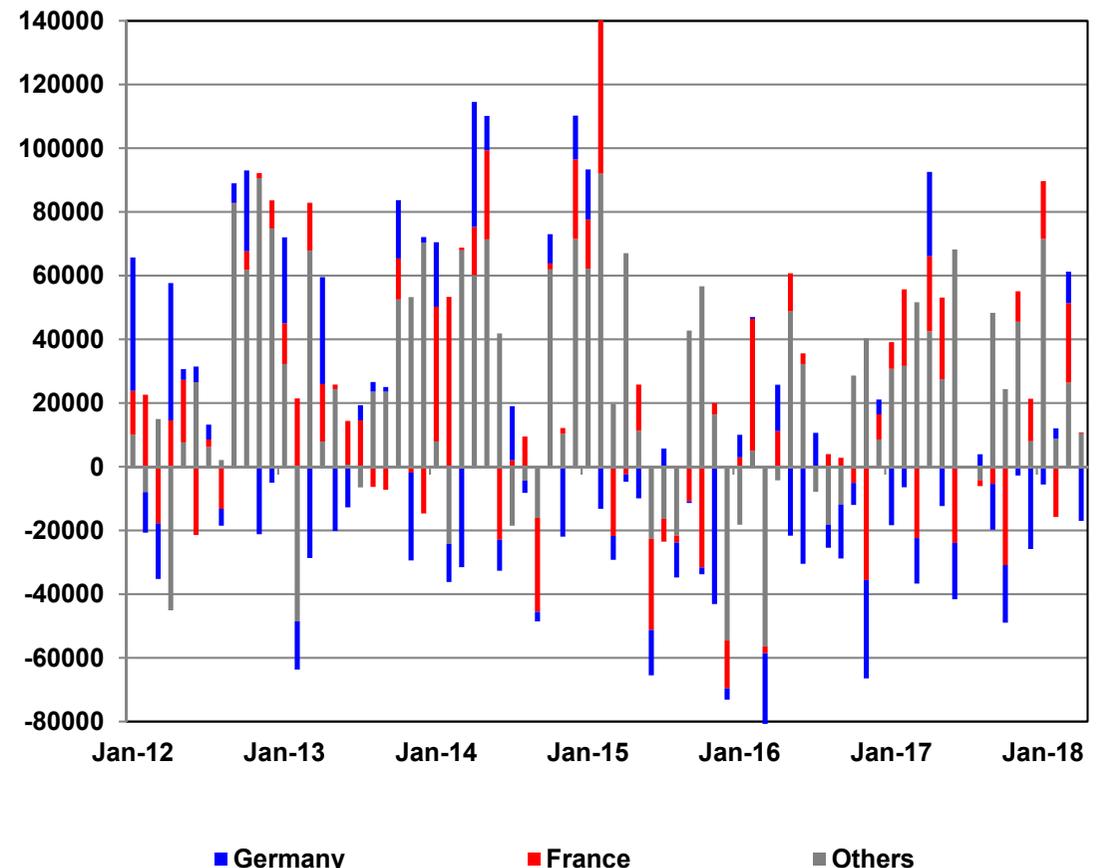
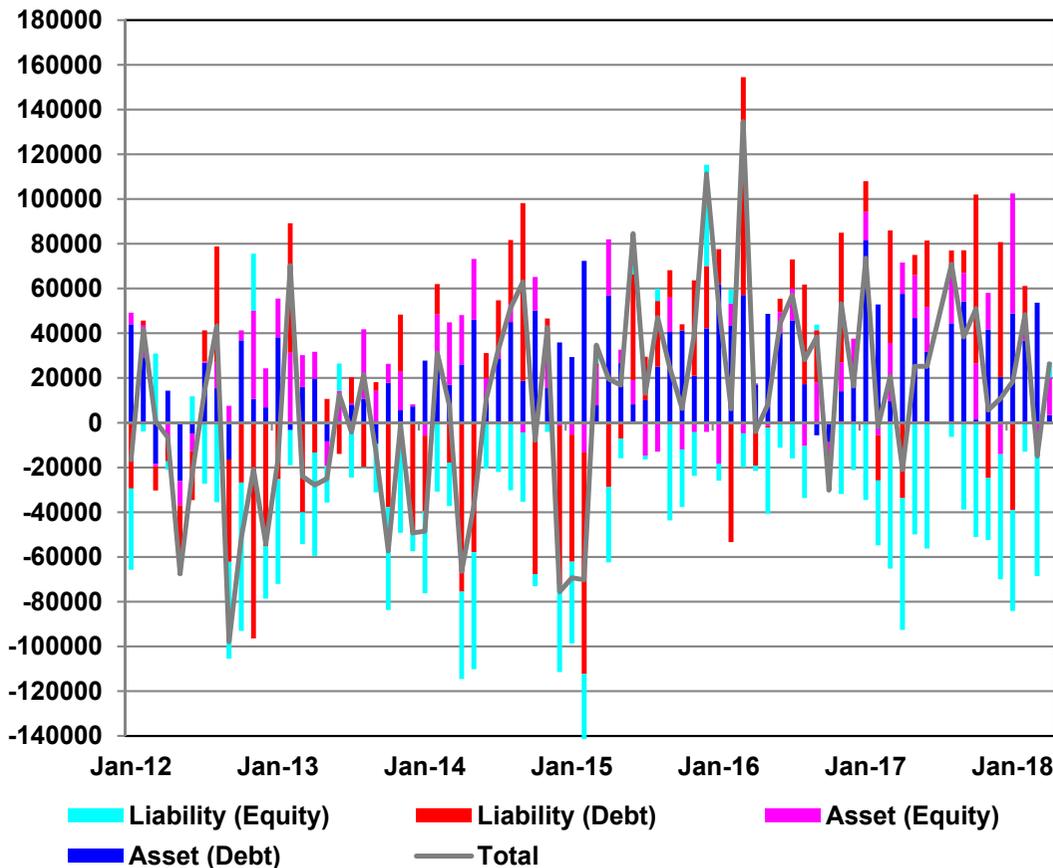
4. ECBの金融政策

■ ユーロ圏の対内外証券投資

資料: ECB

- ・ユーロ圏を巡る対内外証券投資は、昨年後半にはネットの流出超幅が縮小していた。この間、グロスの対外債券投資は横這い圏内で推移したものの、対内株式投資の増勢が目立った。
- ・国別にみると、昨年後半以降はドイツに対する流入が目立ったのに対し、フランスは方向感がはっきりせず、流出入が不安定に展開した。

ユーロ圏の対内外証券投資(流出がプラス:百万ユーロ)

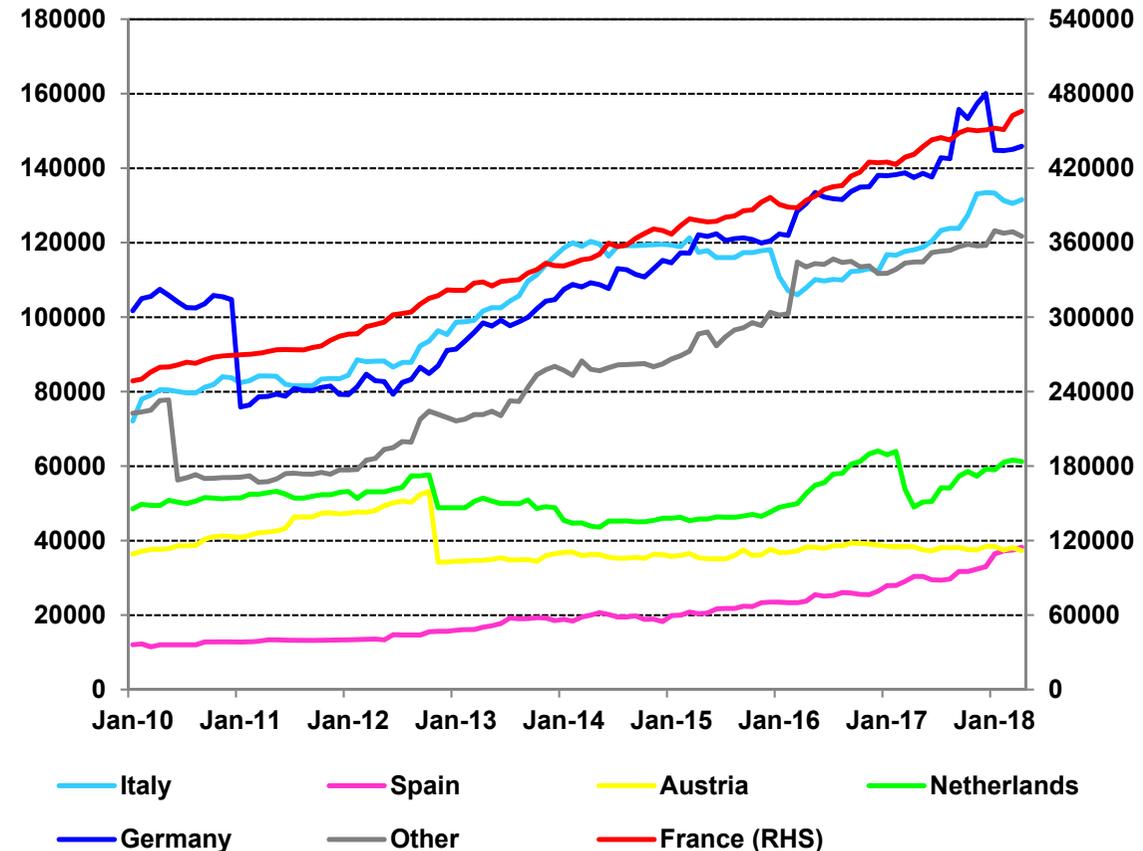
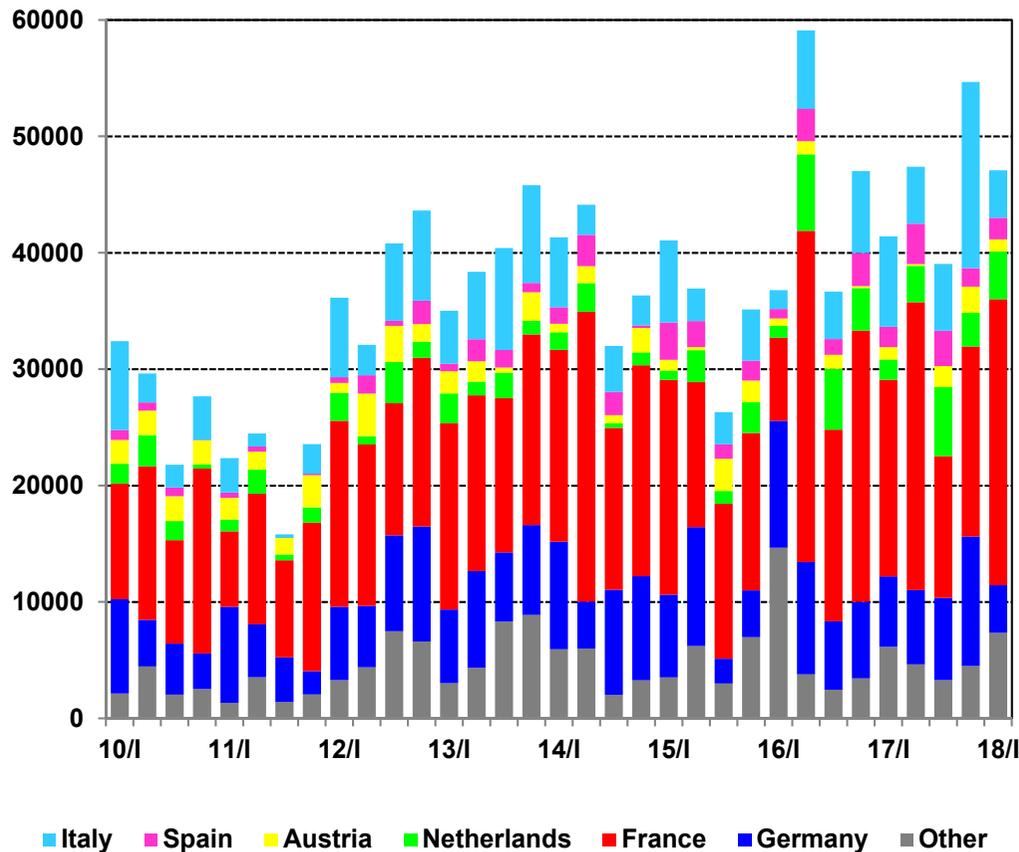


4. ECBの金融政策

(参考)ユーロ圏の事業法人による中長期債発行

- 事業法人による中長期債発行は高水準で推移している。
一国別には、フランスの増加が引続き目立つほか、ドイツやイタリアも相応の規模を維持している。
- 残高でも、フランスの増加傾向は変わらず、ユーロ圏全体(約1兆ユーロ)の5割程度を占める。続いてドイツも増加を続けた一方、スペインやイタリアの増加ペースは足許で緩やかになっている。

ユーロ圏各国の非金融法人による中長期債発行 (<左>発行額・<右>残高・百万ユーロ)



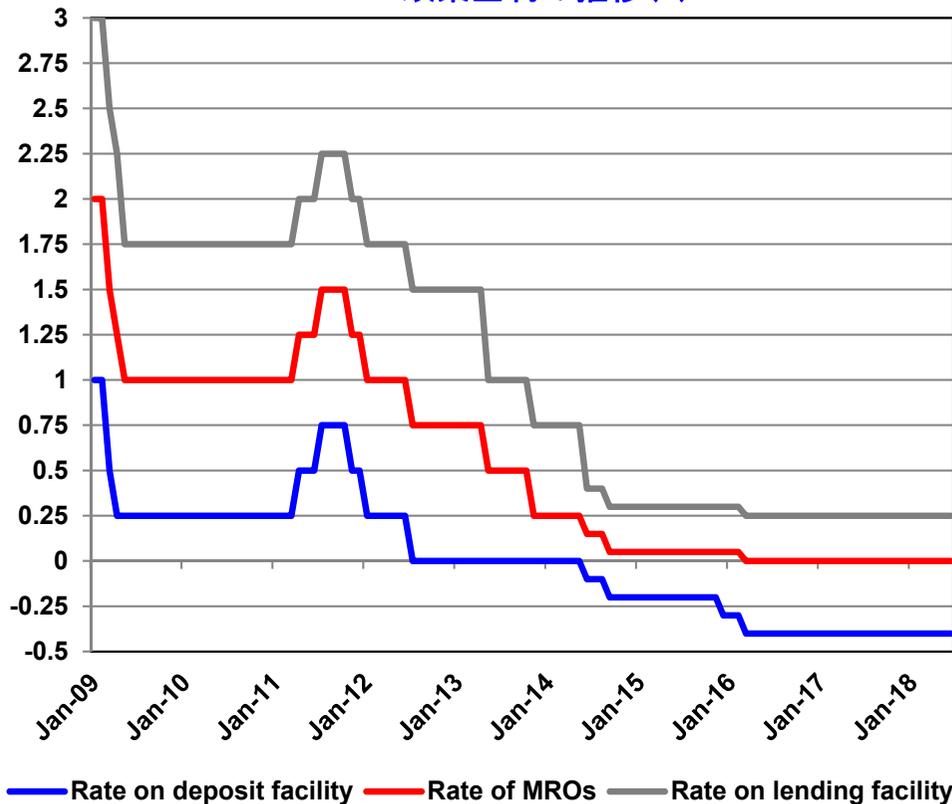
4. ECBの金融政策

■ NIRP

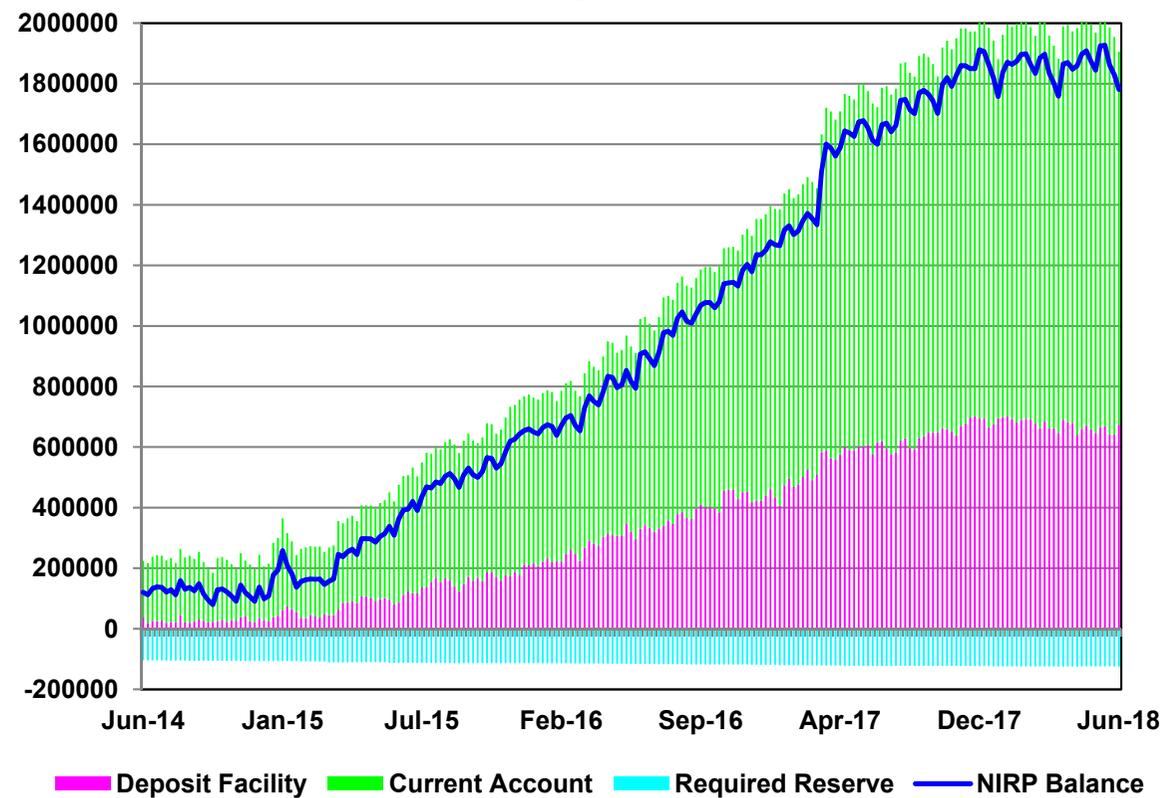
資料: ECB

- ・ ECBは、2014年6月に預金ファシリティの金利を-0.1%とするマイナス金利政策(NIRP)を導入し、その後の一連の金融緩和策の嚆矢となった。
 - － ECBは、その後2014年9月と2015年12月に10bpずつ強化し、2016年3月以降は-0.4%となっている。
 - － ECBのNIRPは預金ファシリティ残高に加え、当座預金残高(所要準備控除後)を基本的な適用対象とするシンプルな仕組みである。直近時点での対象残高は約1.9兆ユーロに達する。

政策金利の推移(%)



NIRP対象残高の推移(%)



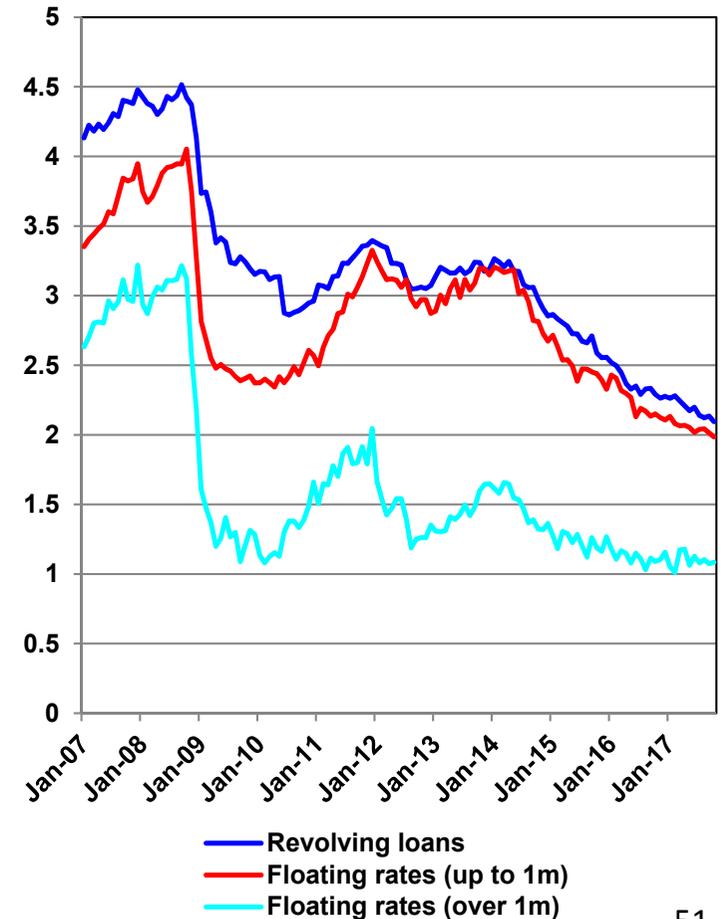
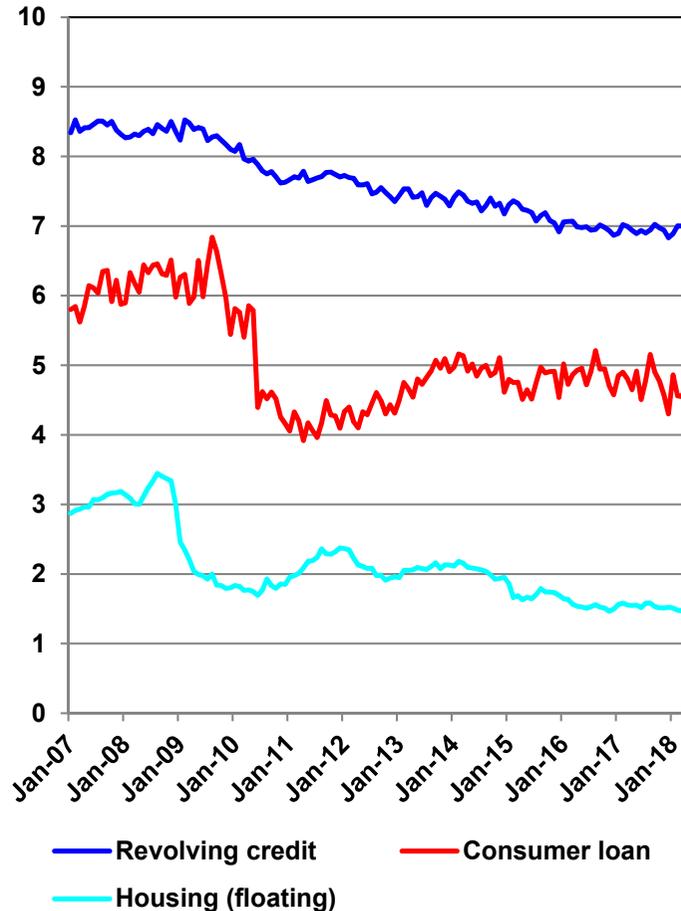
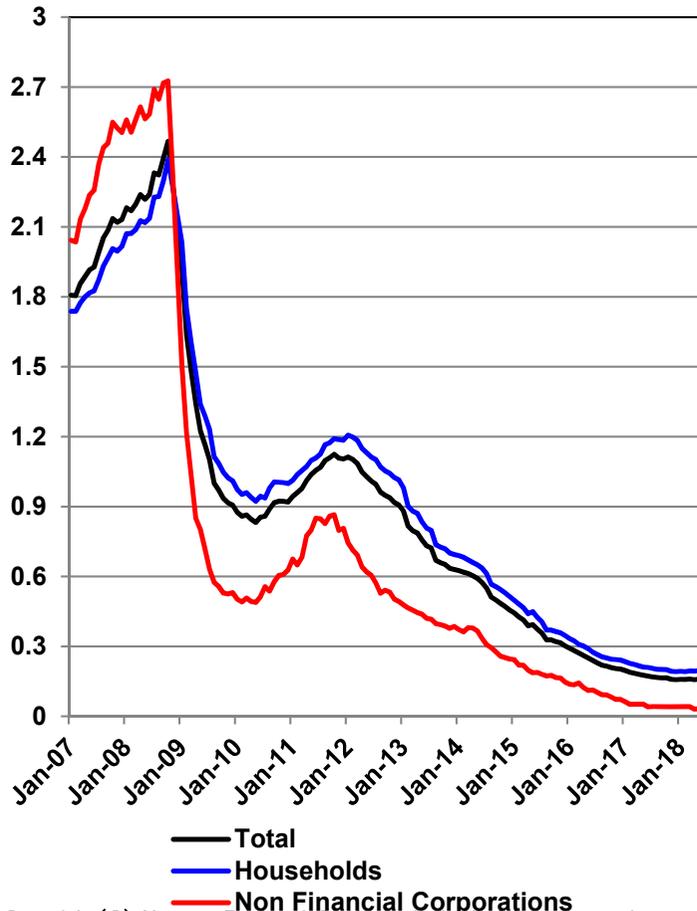
4. ECBの金融政策

■ 預金金利と預貸利鞘

資料: ECB

・ユーロ圏全体としてみた預金金利(加重平均)は、依然として低下を続け、ゼロ金利に近づいている。これをもとに預貸利鞘を推計すると、個人向け貸出では徐々に縮小ペースが鈍化しているように見えるが、法人向けの場合は短期のものを中心に依然として縮小を続けている。

＜左＞ユーロ圏銀行の預金金利、＜中央と右＞個人および法人向けの預貸利鞘:%



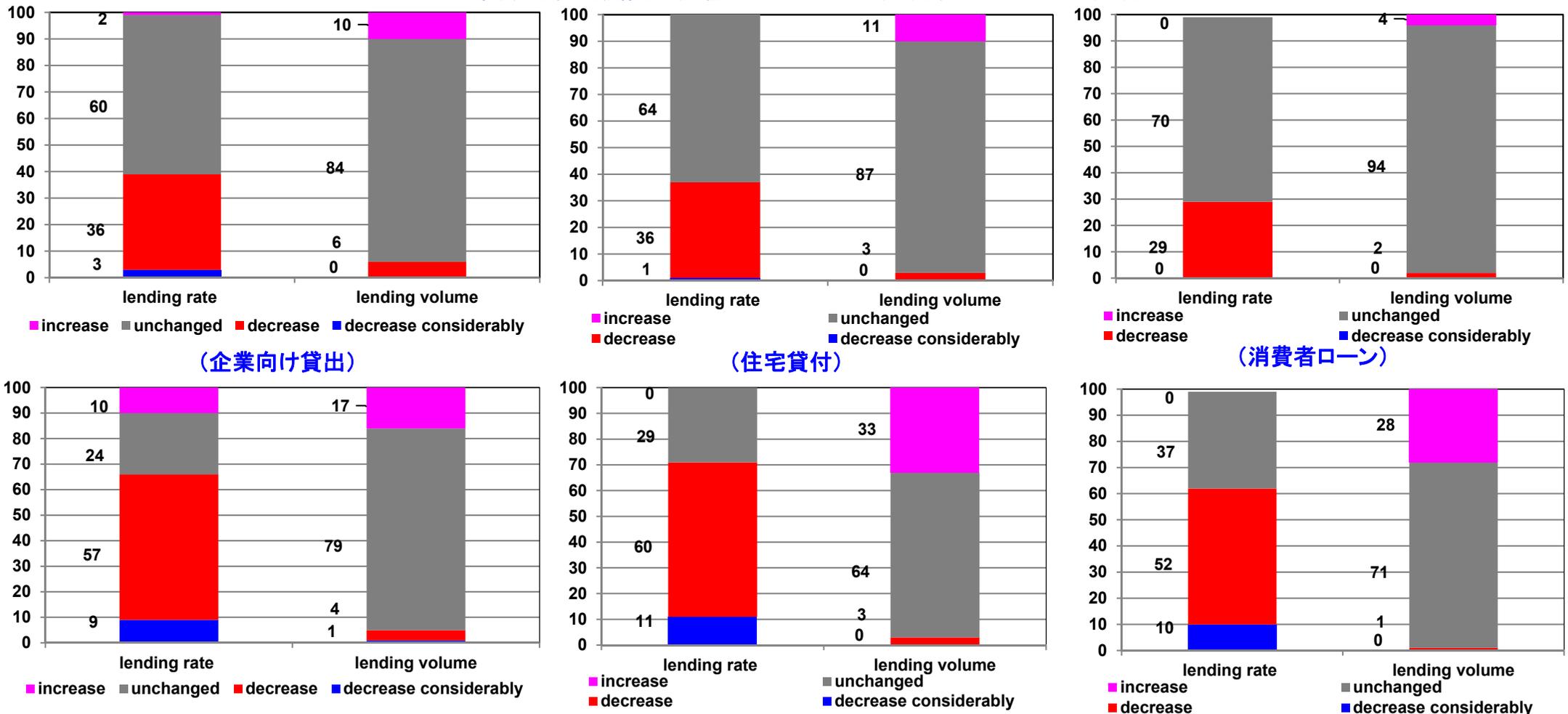
4. ECBの金融政策

■ NIRPの影響(その1)

資料: ECB

- ・ BLSの特別質問への回答を貸出種類別にみると、NIRPの導入当時と比較すると、1)貸出金利の低下が継続していると指摘する先のシェアは明確に減少したが、2) 貸出量が増加したとする先のシェアも顕著に減少した。

NIRPに関する特別質問の回答(<上>2018年5月、<下>2016年1月:%)



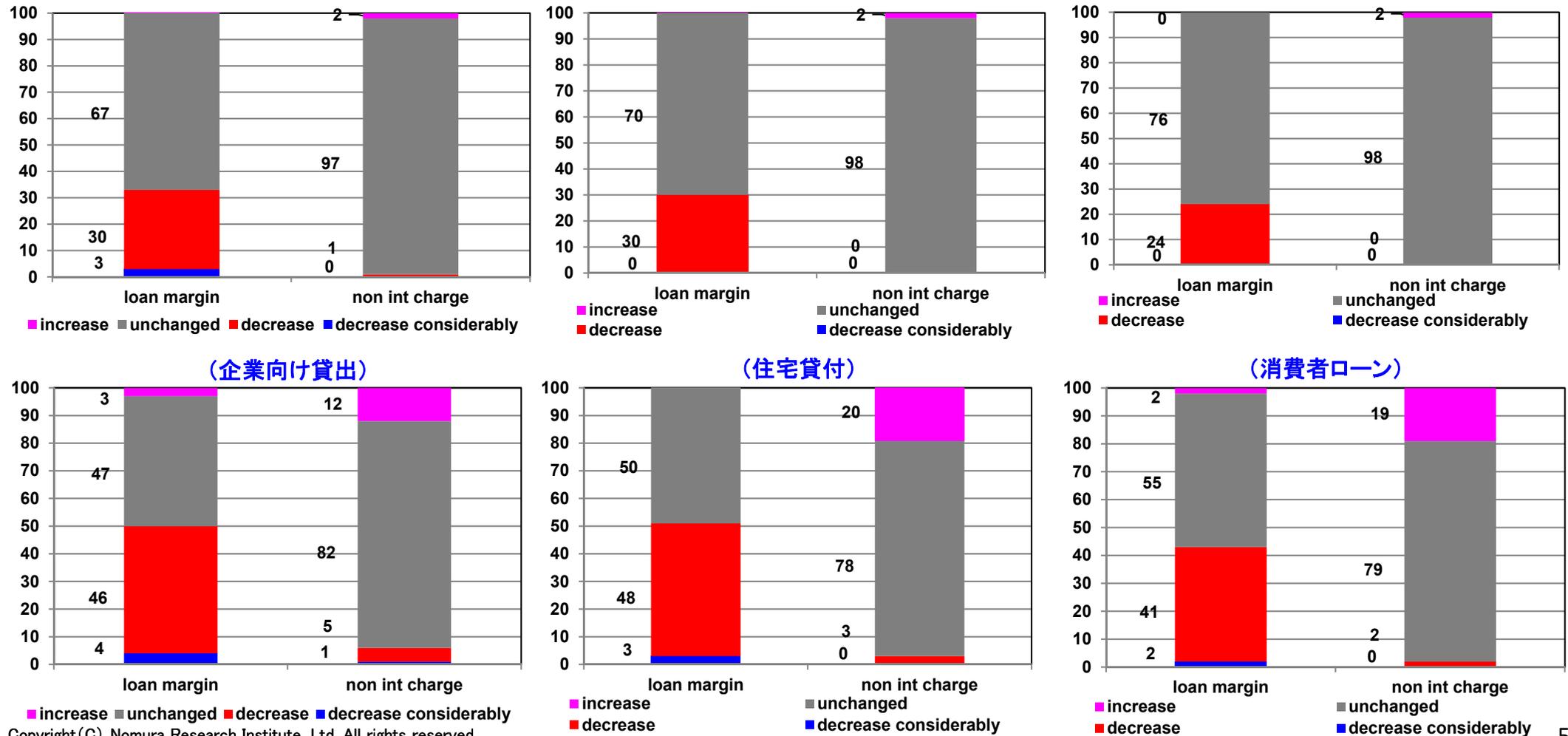
4. ECBの金融政策

■ NIRPの影響(その2)

資料: ECB

- ・ 同じく、BLSの特別質問への回答を貸出種類別にみると、NIRPの導入当時と比較して、1) 利鞘の減少が継続しているとする先のシェアは総じて減少したが、2) 非金利手数料を引き上げたとする先のシェアも総じて減少した、といった特徴が窺われる。

NIRPに関する特別質問の回答(<上>2018年5月、<下>2016年1月:%)



4. ECBの金融政策

<公共債買入れ(PSPP)の推移>

資料: ECB

主要要素	2015年1月に決定された内容	2016年12月に決定された内容	2017年10月に決定された内容	2018年6月に決定された内容
買入れ規模と期間	<ul style="list-style-type: none"> ■ CBPPIII等を含めて毎月600億ユーロ —PSPP分は500億ユーロ程度 ■ 2015年3月～2016年9月(19か月) —その後も、インフ率が目標達成に沿った経路に乗るまで継続 ■ 保有国債の詳細を月次で公表 	<ul style="list-style-type: none"> ■ CSPPを加え毎月600億ユーロ ■ 2017年末まで延長 —その後も、インフレ率が目標達成に沿った経路に乗るまで継続 ■ 償還分の再投資を継続 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2018年1月からはCSPPを加えて毎月300億ユーロ ■ 2018年9月末まで再延長 —その後も、インフレ率が目標達成に沿った経路に乗るまで継続 ■ 償還分の再投資を継続 ■ 毎月の償還見込み額を公表 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2018年10月以降はCSPPを加えて毎月150億ユーロ ■ 2018年12月末で買入れを終了 ■ 政策金利は現行のまま維持(利上げ開始は2019年夏以降) ■ 償還分の再投資を継続
買入れ対象と方法	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国債、政府機関債 —政府機関は国際機関と主な国内機関 —残存期間2年～30年を対象 —流通市場のみから買入れ実施 ■ 各国債の買入れ額はECBに対する出資比率にもとづき配分 ■ 銘柄当たり25%、債務者当たり33%の上限を設ける 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 残存期間を2年以上から1年以上へと短縮 ■ 預金ファシリティ金利を下回る利回りの債券も必要に応じて買入れ(CSPPも同様の扱い) ■ 地方債買入れは未実施 	(変更なし)	(変更なし)
リスク配分	<ul style="list-style-type: none"> ■ 20%をECB経由で分担 —ECBによる国債買入れ分(8%)と各中銀による政府機関債買入れ分(12%)の合計 —残り80%の国債買入れは各中銀が自己のリスク負担により実施 	(変更なし)	(変更なし)	(変更なし)

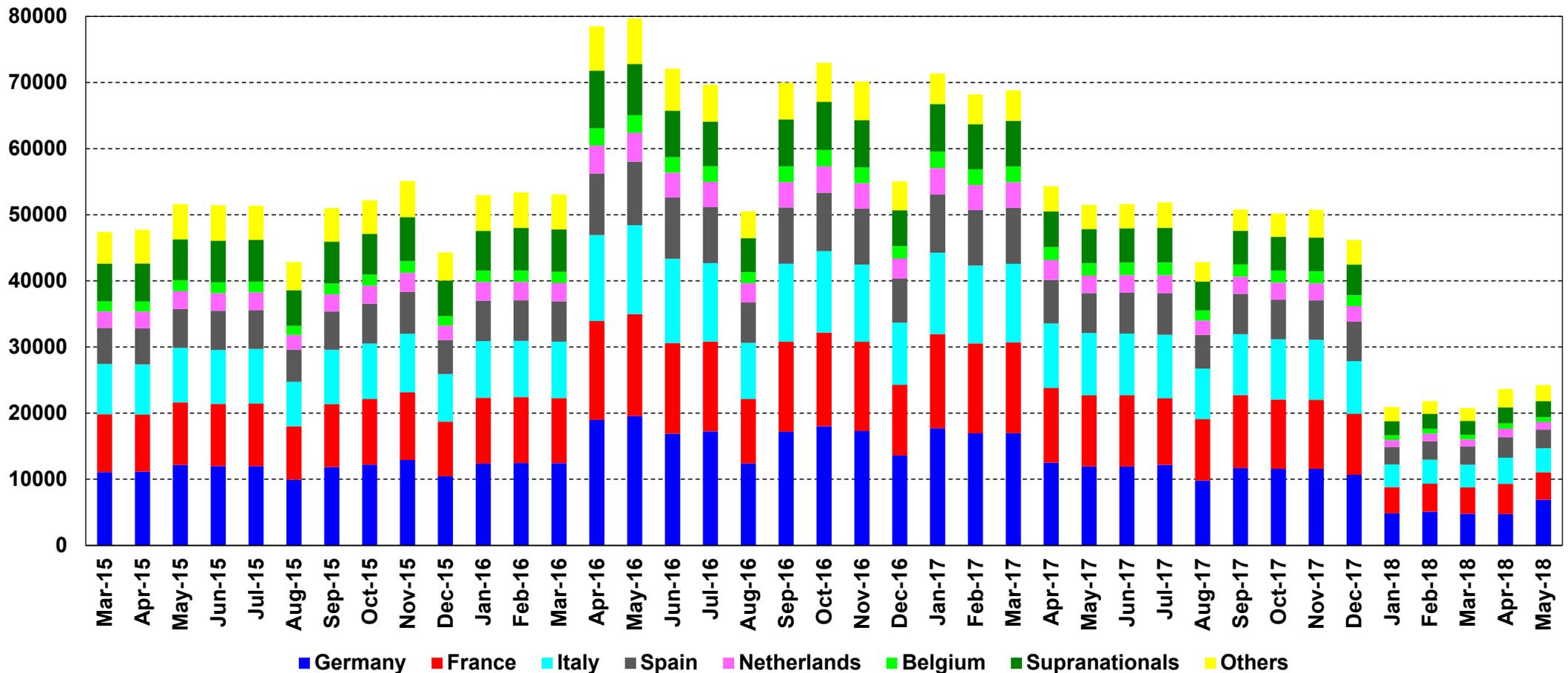
4. ECBの金融政策

■ PSPPの実績(1)

資料: ECB

- ・ PSPPの実績を金額からみると、政策変更に伴い、昨年4月から12月の買入れ額は約500億ユーロとなり（CSPP等を加えて月間600億ユーロ）、さらに本年1月からは実質的に200億ユーロ強（同じくCSPP等を加えて月間300億ユーロ）となった。

PSPPの実績(フロー)



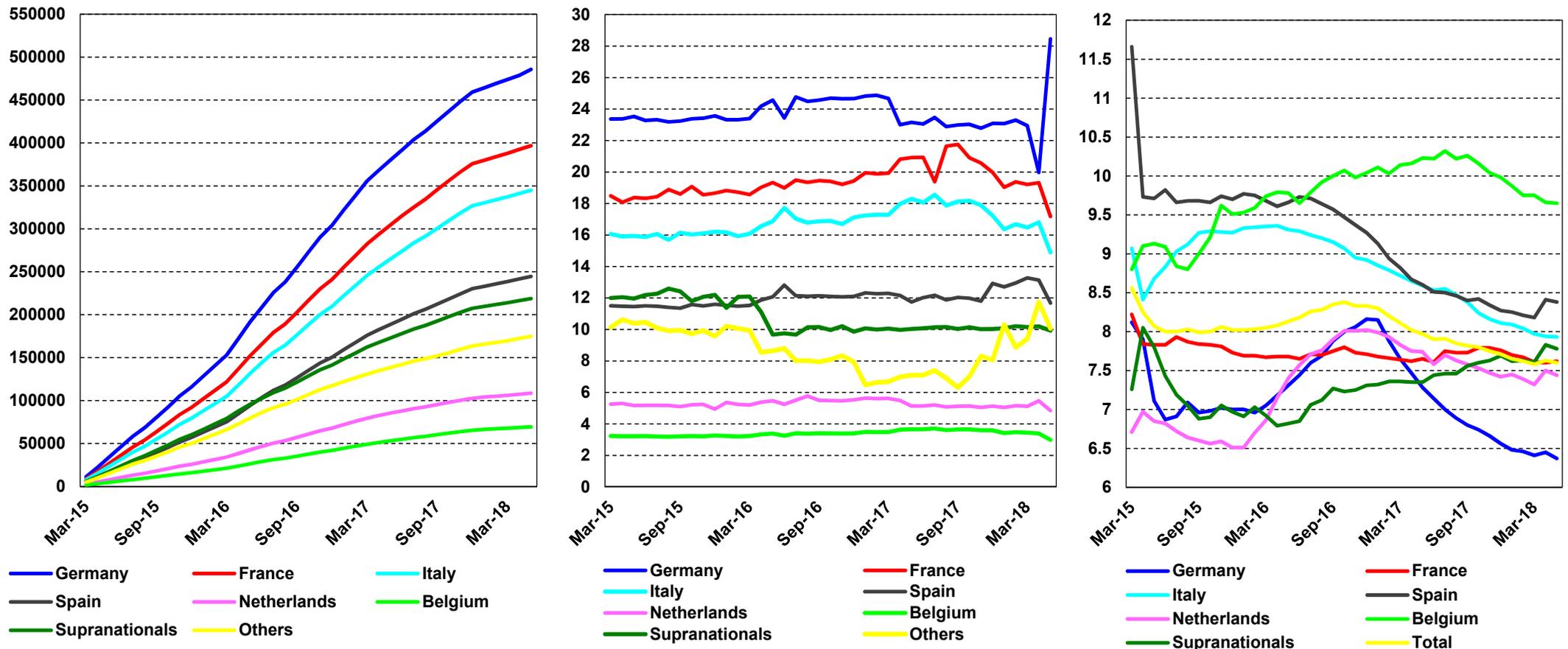
4. ECBの金融政策

■ PSPPの実績(2)

資料:ECB

- ・ PSPPは順調に実施されてきたが、昨年中盤からはシェアの面で毎月のばらつきが目立つようになり、足許ではそうした傾向が一段と顕著になっている。この間、買入れ国債の平均残存年限は多くの国について減少しており、特にドイツやイタリアが目立つ一方、フランスは安定している。

主要国別のPSPPの実績(<左>買入れ残高、<中央>フローのシェア、<右>フローの平均残存年限:百万ユーロ、%、年)



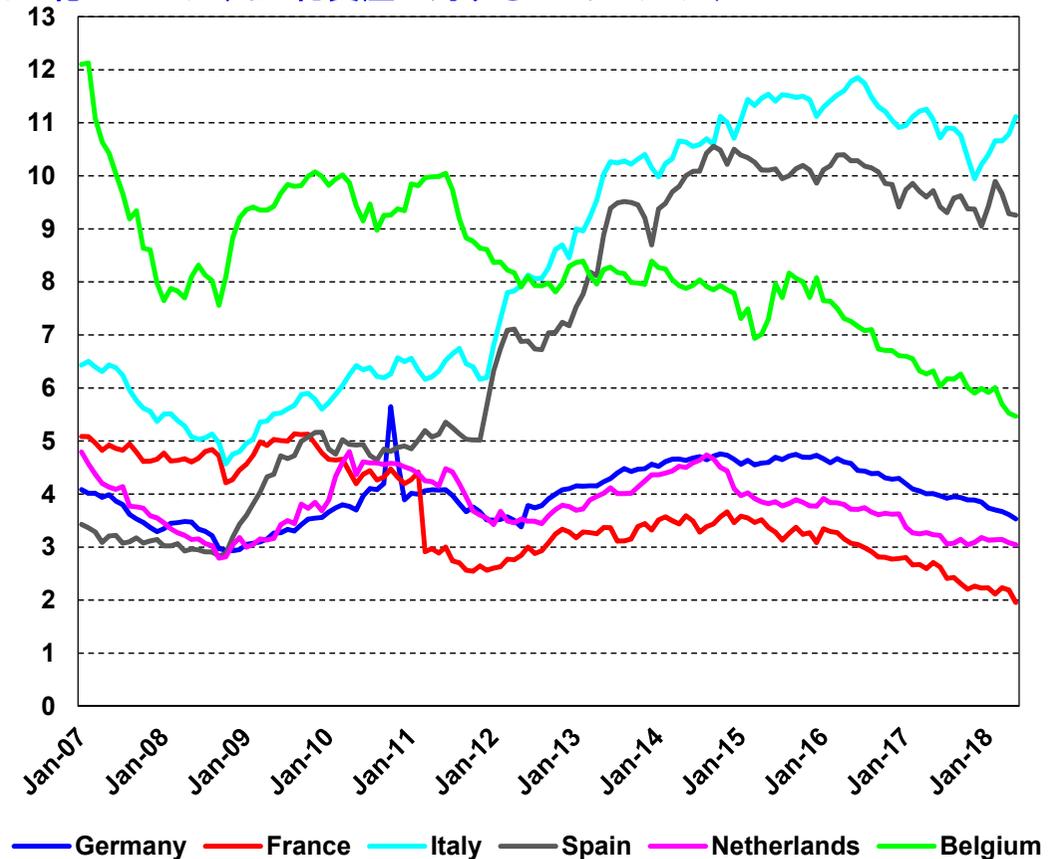
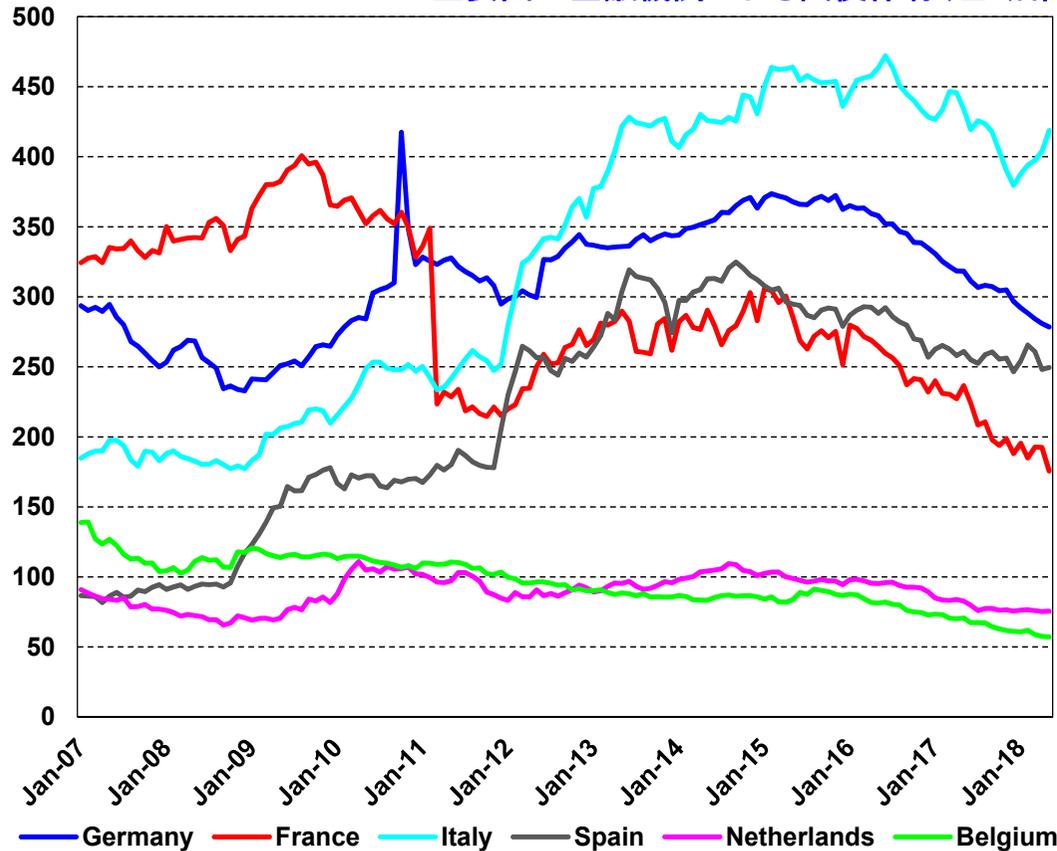
4. ECBの金融政策

■ 国債市場(金融機関の国債保有)

資料: ECB

・ユーロ圏の金融機関は、債務危機の際に積み上げた国債を、ECBによる資産買入れ開始後に削減している。こうした傾向は、ドイツやフランス、スペインに始まり、オランダやベルギーに波及し、イタリアにも到達した。一総資産に対するシェアで見ると、ドイツやフランスでの低下が緩やかになる一方、スペインやベルギーでの低下が明確になっている。もっともイタリアについては、資産残高全体の縮小が始まっただけに、足許でシェアの低下は底打ち気味になっている。

主要国の金融機関による国債保有(左:残高<10億ユーロ>、右:総資産に対するシェア<%>)



4. ECBの金融政策

■ ECB版の「総括的検証」

資料: ECB

・ECBは、2016年12月の政策理事会において金融緩和の検証を初めて行った。

(政策理事会後のDraghi総裁の記者会見<検証に関する説明:2016年10月>)

In December the Governing Council's assessment will benefit from the new staff macroeconomic projections extending through to 2019 and from the work of the Eurosystem committees on the options to ensure the smooth implementation of our purchase programme until March 2017, or beyond, if necessary.

背景

- 当時の資産買入れは、総量の観点も含めて、2017年3月を一応の区切りとしていたので、その後の考え方を示す必要があった(政策的な観点)
- 当時の枠組みには資産買入れの継続に支障を招きうる要素があるため、対応策を示す必要があった(技術的な観点)

趣旨

- 見直し(特に”Committees”による検討)の趣旨は、むしろ資産買入れの円滑な実施の確保(サステナビリティ)にあったと思われる
- 従って、政策金利以下の利回りの国債および残存1~2年の国債も必要に応じて買い入れるとともに、買入れを2017年末まで継続する一方で、毎月の買入れ額を600億ユーロに減額することを決定した

4. ECBの金融政策

■ 「正常化」の開始

資料: ECB

・2017年に入ると、執行部からも金融政策の「正常化」に関する議論が目立つようになった。

背景

- ▶ 景気回復がより安定的かつ広範になったとの認識
→ 需給ギャップ縮小と(インフレ期待が安定的な下での)インフレ圧力上昇の期待
- ▶ 海外リスクが低下したとの理解
→ 海外経済の安定化による外需やユーロ相場に関するリスクの低下
- ▶ 量的緩和の制約に直面しつつあるとの意識
→ 国債市場の分断や社債市場の小ささなどのため、一部の領域で制約が顕在化
→ 同時に、一部の資産市場で副作用の兆候も発生

- ✓ 2017年6月の政策理事会は、追加利下げに向けた用意(緩和バイアス)を声明文から削除することで、「正常化」の第一歩を踏み出した

(2017年5月のPraet理事の講演<抜粋>)

・we are now more confident in the outlook, which is reflected in both the upward revision to the growth path and the upward shift in the balance of risks surrounding that path. Accordingly, we are no longer concerned about deflation risks, which is why the reference to “act[ing] by using all the instruments available within its mandate” was removed from the introductory statement. We no longer perceive a sense of urgency to take further measures to combat adverse tail risks.

4. ECBの金融政策

■ 「正常化」の第二弾

資料: ECB

・続いて、ECBは2017年10月に金融緩和のre-calibrationを行うことで「正常化」を推進した。

声明文

- インフレが徐々に目標に向かう動きを示現
 - ー 頑健で幅広い景気拡大と、金融政策による緩和的金融環境の維持による
- ただし、金融緩和の維持は必要
 - ー 物価の動きは比較的緩やか
- 今後の金融緩和は資産買入れのほか、買入れた資産のストック効果や政策金利に関するforward guidanceにより達成

主な要素	2017年10月に決定された内容	変更点
資産買入れ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2018年1月～9月は毎月300億ユーロ増となるよう運営 ■ 9月以降も必要に応じ、またインフレが目標に向けて持続的に推移するまで継続 ■ 景気が悪化したり、インフレの持続的パスと整合的でない金融環境が生じた場合は、規模や期間の面で資産買入れを強化する用意あり 	<ul style="list-style-type: none"> ・期間を来年9月まで延長 ・その先の柔軟性をコミット
再投資政策	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産買入れの終了後まで、また必要である限り、資産買入れに伴う保有債券の再投資を継続 ■ 12ヶ月先までの償還見込み額を公表 	(変更なし) <ul style="list-style-type: none"> ・バランスシート運営の透明性を強化
資金供給オペの運営	<ul style="list-style-type: none"> ■ MROと3ヶ月物LTROについては、固定利回り・全額落札の運営を2019年最後の積み期間まで継続 	<ul style="list-style-type: none"> ・期間を2年間延長

4. ECBの金融政策

■ 「正常化」の第三弾

資料: ECB

・さらに、ECBは2018年3月の政策理事会で、資産買入れの規模や期間に対するforward guidanceを削除した後、6月には「正常化」を一段と推進した。

声明文

- インフレが目標に向かう動きに自信
 ー物価目標の達成に関する3条件(1. convergence, 2. confidence, 3. resiliency)を確認
 (1.はインフレ見通し、2.は物価上昇メカニズム、3.はインフレ期待を各々念頭に置く)
- ただし、金融緩和の維持は必要
 ー域内でのインフレ圧力の強化が重要
- 買入れた資産のストック効果や政策金利に関するforward guidanceの強化によって金融緩和を維持

主要要素	2018年6月に決定された内容	変更点
資産買入れ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2018年10月～12月は毎月150億ユーロ増となるよう運営 ■ 2018年末で終了(経済が見通しに沿った形で進むことが条件) 	<ul style="list-style-type: none"> ・期間を12月まで延長 ・資産買入れの終了を予告
再投資政策	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産買入れの終了後も長期に亘り、かつ少なくとも良好な流動性と、十分に緩和的な金融政策を維持するのに必要な限り、保有債券の再投資を継続 	<ul style="list-style-type: none"> ・バランスシート運営の条件を明確化
利上げ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 少なくとも2019年夏まで、かつインフレの見通しに沿った持続的な動きを確保するのに必要な限り、政策金利を現状のまま維持 	<ul style="list-style-type: none"> ・利上げのタイミングと条件を明確化

4. ECBの金融政策

■ ECBによる「正常化」に関するコミュニケーション

資料: ECB

- ・これまでの「正常化」においては、コミュニケーションの面で以下のような特徴がみられる。

要素	内容	考え方
Forward guidanceの活用	<ul style="list-style-type: none"> ・「正常化」を進めても緩和的な政策を維持する点をアピール －資産買入れを縮小しても、同時に時間的なコミットメントを付加 －資産買入れ以外の手段の運営についても、むしろコミットメントを強化 	<ul style="list-style-type: none"> ・市場の反応の抑制が主眼とみられる －特にユーロ相場はしばしば「懸念の源泉」となったほか、一部国の長期金利への影響にも配慮した可能性
メッセージの統一化	<ul style="list-style-type: none"> ・議事要旨によれば、執行部代表としてのPraet理事が政策理事会メンバーに対し、政策決定を説明する際のポイントやトーンをしばしば徹底 －それでも、各メンバーは度々異なる意見を表明 －Draghi総裁の発言を執行部が事実上修正する局面も存在(例えば、2017年10月～年末) 	<ul style="list-style-type: none"> ・幅広い経済主体の期待の安定化に加えて、市場の反応の抑制が主眼とみられる －後者は政策の先行きに対する憶測を伴う ・議事要旨から見る限りは、足許にかけて、政策理事会メンバーの意見対立が少なくなった印象もある
資産買入れに関する透明性の制限	<ul style="list-style-type: none"> ・再投資についてはcapital keyの原則のみを説明 －原則の維持は既に困難 －市場中立性との関係も不明確 ・保有国債の今後1年の償還額の推移のみを開示 －SLF対象以外は個別銘柄の保有額を開示せず 	<ul style="list-style-type: none"> ・域内の国債市場が分断されているだけに、詳細な開示は副作用が大きいとの判断とみられる －実際、少なくともこれまでは、長期金利が顕著に不安定化する局面も少なかった

4. ECBの金融政策

■ 「正常化」の今後の展望

資料:ECB

・2018年6月の政策決定(先述)によって、今後の「正常化」におけるsequencingは明確になったが、もちろん現時点では明らかになっていない点も少なくない。

資産買入れ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2018年10月～12月は毎月150億ユーロ増となるよう運営 ■ 2018年末で終了 	・インフレが見通しに沿って動くことが条件
利上げ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2019年秋以降(早ければ9月)に利上げを開始 -緩やかなペースでの利上げも示唆 	・インフレが見通しに沿って持続的に動くことが条件
再投資政策	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産買入れの終了後も長期に亘り継続 	・良好な流動性と十分に緩和的な金融政策を維持することが条件

Sequencingの理由

- 政策金利の調節が本来の政策手段(正常化のコアの発想)
- 超過準備の圧縮が短期金融市場での円滑な金利形成の前提
- 超過準備の圧縮=バランスシートの縮小には時間を要するので早期に着手
- FRBによる先例の活用

不透明な点

- ✓ 利上げのペースや条件
- ✓ 今回の景気拡大における利上げの到達点
- ✓ 再投資政策の運営方針
- ✓ バランスシート削減の条件やタイミングと運営方針

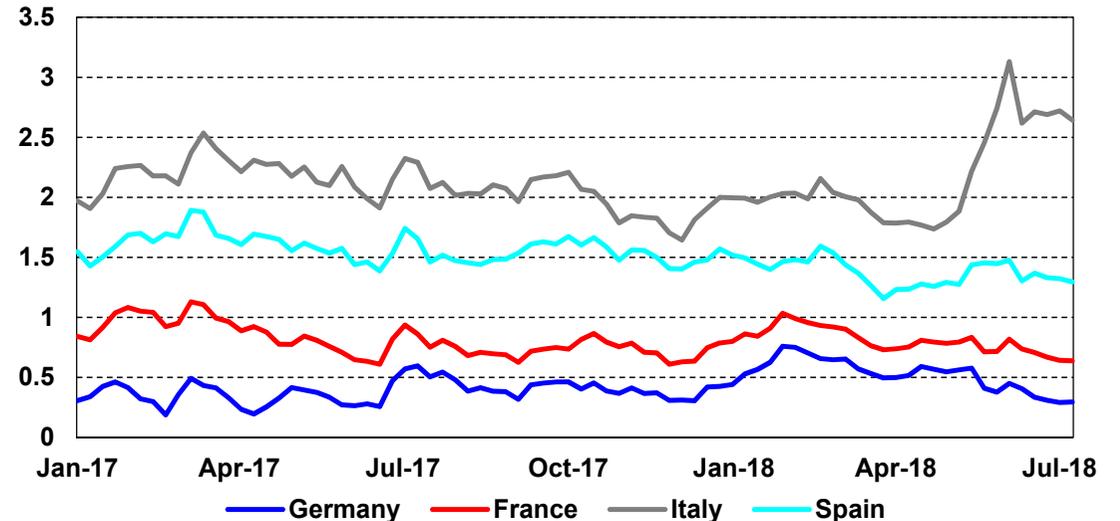
4. ECBの金融政策

■ 市場の見方

資料:ECB

- ・ユーロ相場はECBによるコミュニケーションに比較的敏感に反応した。これに対し、長期金利は別な要因による影響が支配的であった印象も強い。

(左)EUR/USDレート、(右)域内主要国の国債利回り(10年:%)

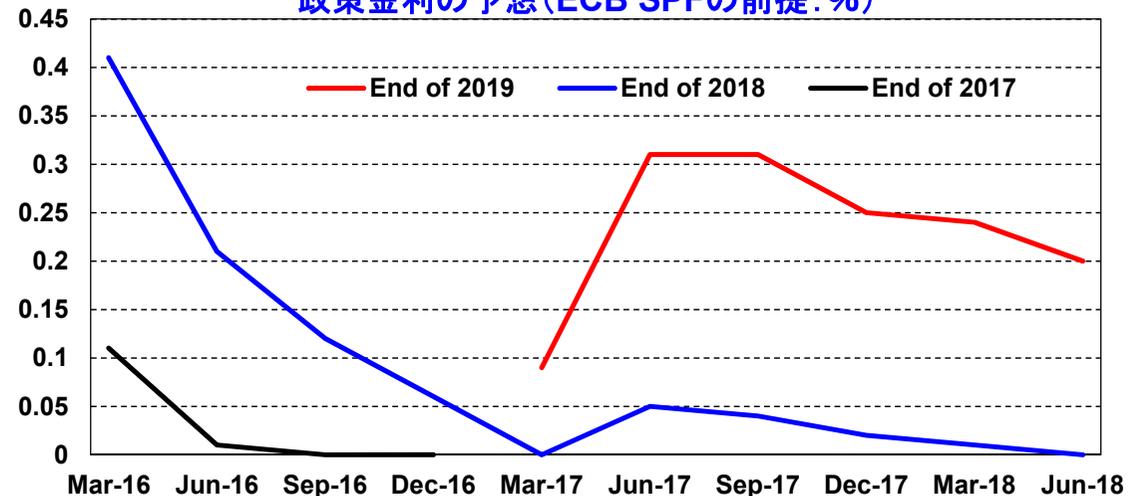


- ・今後の焦点は利上げの開始時期やそのペースにある。

—前者は2018年後半まで早まったこともあったが、ECBのforward guidanceもあり、現在は2019年9月～12月に収斂しているとみられる。

—もっとも、後者はばらつきがあるほか、2020年に入ると景気循環との関係で利上げの継続如何に不透明性が高まる。

政策金利の予想(ECB SPFの前提:%)



本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著作者本人から受領された方限りでご使用いただけますようお願いいたします。

2018年7月

株式会社野村総合研究所
金融イノベーション研究部 主席研究員

井上 哲也

金融ITイノベーション研究部 主任研究員

石川 純子

