

は▲0.2%とすることを表明している（第2-2-12表）。14年10月から購入プログラムを実施している資産担保証券（ABS、Asset-backed securities）とカバードボンドも含め月額600億ユーロの資産購入を実施するとしている。

第2-2-12表 公的部門購入プログラムの概要

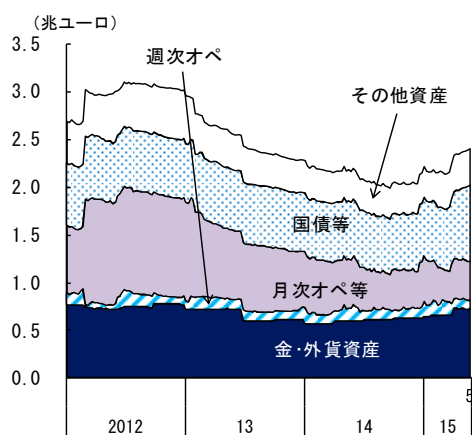
公的部門購入プログラム（PSPP）の概要	
期間	15年3月9日～16年9月末（中期的な物価目標である2%近傍に即した物価の持続的な動きが確認されるまで購入継続を示唆）
購入対象資産	国債（インフレ連動債含む）、政府機関債、EU機関債
購入額	ABS、カバードボンドを含め月額600億ユーロ
購入割合	ECBの資本金出资比例に基づき購入
購入対象債券	残存期間2～30年かつ債券金利が預金ファシリティ金利（▲0.20%）を上回ることが条件

（備考）欧州中央銀行より作成。

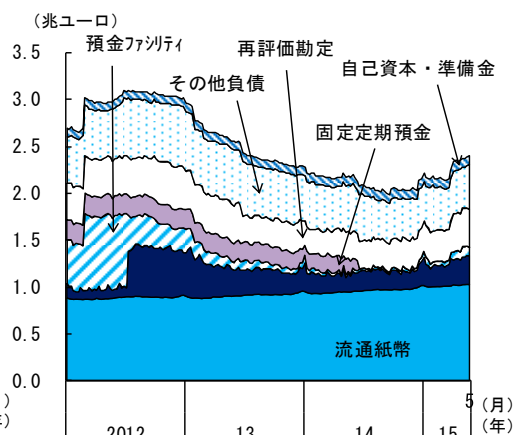
ECBは中銀預金金利を▲0.2%としていることから、ECBに対し商業銀行が保有する債券を売却するインセンティブが低下し、量的緩和がスムーズに運用できない可能性も懸念されたが、15年5月現在、ECBによる量的緩和は順調に進んでおり、総資産は既に13年末の水準を超えている（第2-2-13図）。このペースで資産購入が進めば、量的緩和終了期限のめどとしている16年9月より前にECBが目安としているバランスシートの資産残高3兆ユーロに達する見込みであるため、量的緩和が期限前に終了するとの観測もある。これに対し、4月15日のECB理事会でドラギ総裁は、量的緩和の縮小や早期終了の見方は時期尚早であるとして、物価上昇率が2%近い水準で持続的に安定することが確認できるまで量的緩和を継続することを強調している。

第2-2-13図 ECBのB/S：総資産は13年末の水準に増加

(1) 資産側



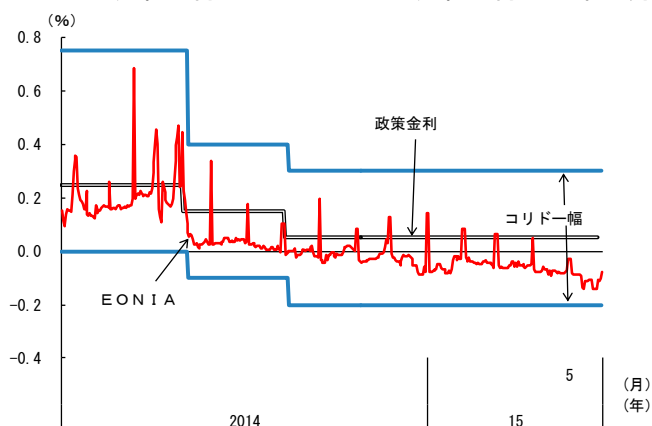
(2) 負債側



（備考）欧州中央銀行より作成。

政策金利の動向をみると、14年9月以降、政策金利(主要リファイナンス金利)0.05%、限界貸出金利0.3%、中銀預金金利▲0.2%に据え置いている(第2-2-14図)。前述のとおり中銀預金金利のマイナスは量的緩和の阻害要因になり得るとの議論がある中、1月22日のECB理事会の会見でドラギ総裁は、「中銀預金金利がマイナスの場合、銀行がECBに国債を売って得た資金を預金ファシリティに置かず、民間部門への貸出に振り向けるインセンティブになる」としており、ECBは取り得る政策をすべて行うとの姿勢をみせることで民間金融機関からの実体経済への信用供与拡大を期待していることがうかがえる。

第2-2-14図 ECB政策金利とEONIA：政策金利は14年9月以降据置き



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
 2. ECBの政策金利は1週間物資金供給オペに係る金利。コリドーの上限が、限界貸出金利、下限が中銀預金金利。  
 3. EONIA (Euro Overnight Index Average) は、ユーロ圏の銀行間市場における無担保翌日物金利を平均したものの。

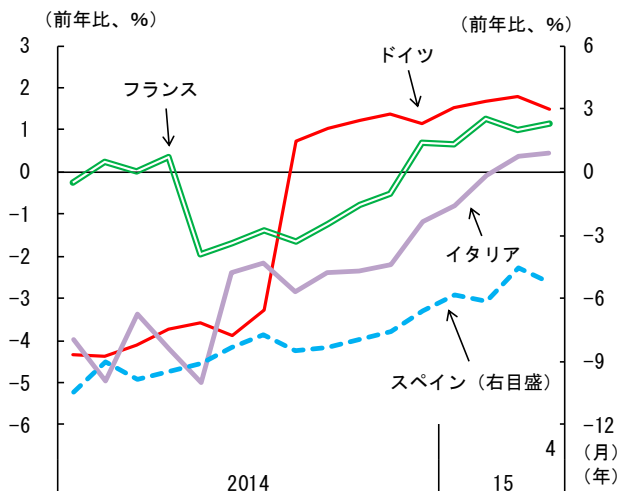
## (ii) ECBの金融政策の効果

### (ア) 企業向け貸出残高の動向

ECBは域内の民間金融機関を通じた企業の設備投資等への貸出拡大を目指して、14年6月に個人向け住宅ローンを除く、非金融民間部門への貸出を促進する目的でTLTRO(目的型資金供給オペ)の導入を決定するなどの措置を行った。ユーロ圏内民間金融機関の企業向け貸出残高の推移をみると、ドイツ、フランス、イタリアでは前年比プラスとなり、スペインでもマイナス幅が縮小するなど、増加傾向にある(第2-2-15図)。14年9月及び12月に域内民間金融機関に対して行われたTLTRO利用の入札での利用状況は芳しくなかったが、15年3月19日に公表された第3回TLTRO利用の入札結果は市場予想の約400億ユーロを大きく上回る978億ユーロの供給となった。15年1月22日のECB理事会においてTLTROの適用金利を従来の主要金利オペ金利+10bpsから上乗せ金利分を廃止したことに加えて、中銀預金金利がマイナスとなっていることが企

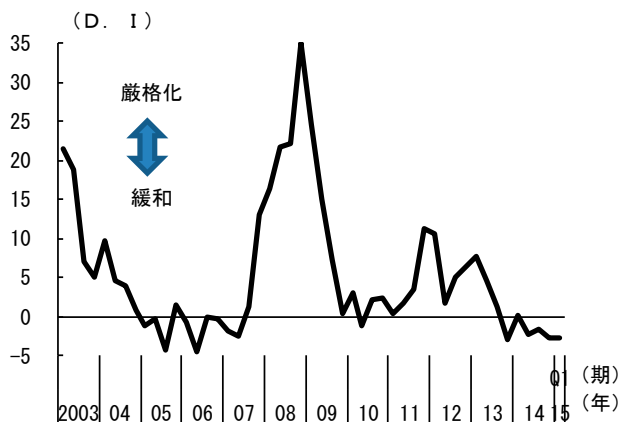
業向け貸出のインセンティブになったとみられる（第2-2-16図）。

第2-2-15図 ユーロ圏主要国の企業向け貸出残高：増加傾向



(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。  
2. 非金融機関 (non-MFIs) に対する貸出。

第2-2-16図 ユーロ圏の企業向け融資貸出態度：緩和基調



(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。  
2. D. Iは「厳格化」－「緩和」で算出。

今後、量的緩和等の措置が、ユーロ圏全体の銀行貸出の増加や物価の安定的な上昇に着実につながっていくか注視する必要がある。

なお、15年3月にECBが発表したユーロ圏の経済見通しでは、エネルギー価格下落による影響により15年の物価見通しを大幅に下方修正されているが、17年は1.8%とされており、ECBが中期的物価目標としている2%に近づくと見込まれている（第2-2-17表）。

第2-2-17表 ユーロ圏の経済見通し：15年の物価見通しは引下げ

(1) 実質GDP成長率

	2015年	16年	17年
今回見通し (15年3月)	1.5%	1.9%	2.1%
	1.1~1.9%	0.8~3.0%	0.9~3.3%
前回見通し (14年12月)	1.0%	1.5%	—
	0.4~1.6%	0.4~2.6%	—

(2) 消費者物価上昇率

	2015年	16年	17年
今回見通し (15年3月)	0.0%	1.5%	1.8%
	▲0.3~0.3%	0.8~2.2%	1.0~2.6%
前回見通し (14年12月)	0.7%	1.3%	—
	0.2~1.2%	0.6~2.0%	—

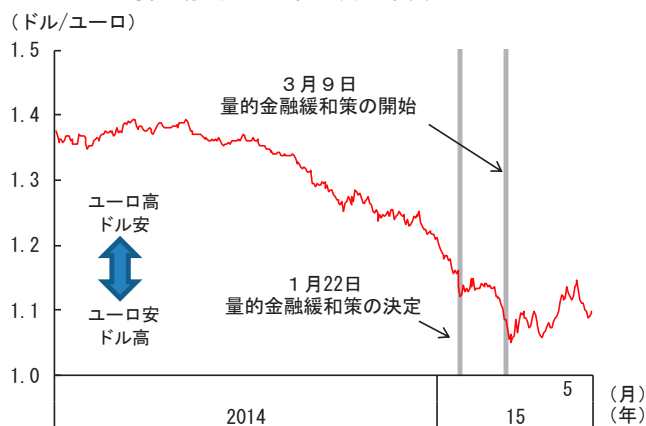
(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。

2. 上段は見通しの平均値。下段は見通しのレンジ。

(イ) ユーロの為替動向

為替動向をみると、14年半ば以降、ドラギ総裁によるアナウンスメント効果で量的緩和期待が市場で高まる一方で、アメリカ連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策正常化に向けた利上げ観測が高まったことから、ユーロはドルに対して大幅に減価していた。その後、量的緩和を開始した15年3月9日以降、ユーロ安が加速したが、4月以降、アメリカの早期利上げ観測が後退したことでユーロ安は一服している(第2-2-18図)。ECBのドラギ総裁は為替動向を政策目標とはしていないものの、ユーロ安による輸出の価格競争力の改善が景気回復につながるとしており、ユーロ圏経済をみる上で今後の為替動向を注視する必要がある。

第2-2-18図 ユーロの為替動向：14年5月以降、ユーロはドルに対し大幅減価



(備考) ブルームバーグより作成。

## (2) ギリシャ等政治情勢の影響

### (i) ギリシャの政治情勢とデフォルト懸念

ギリシャでは、大統領の任期が15年3月に満了となることから、次期大統領の選出が14年12月に前倒しで行われたが、3回の議会投票で新大統領の選出ができなかったため、議会が解散され、15年1月に議会総選挙が行われた。

これまでの緊縮政策による失業増加等で国民の不満が増大しており、総選挙の結果、反緊縮を掲げる急進左派連合（SYRIZA）が300議席中149議席を獲得した。

新政権は、2月末まで期限が延長された現行支援プログラム（2次支援）の再延長はせず、債務再編や15年の基礎的財政収支黒字目標引下げ（GDP比3.0%→1.5%）をEU等に要求し、過去の政権が支援の条件として約束した国有企業民営化や公務員削減等の撤回を表明した（第2-2-19表）。

第2-2-19表 ギリシャ第2次支援プログラム（12年3月承認）の概要

支援内容	・EFSF(欧州金融安定ファシリティ)を通じた1,300億ユーロの融資
目標	・13年までに基礎的財政収支の黒字化(13年に実現) ・政府債務残高のGDP比を20年までに120.5%へ圧縮
構造改革	・競争力の強化、雇用増加、持続的な経済成長のために国営企業の民営化促進、労働市場や商品、サービス市場の構造改革の実施
ギリシャの財政状況監視	・トロイカ(欧州委員会、IMF、ECB)の定期的なレビューによる支援プログラム実施状況管理
支援金の分別管理	・支援プログラムの資金がギリシャ政府の債務の元利払いに向かうよう、支援プログラムの資金を専用勘定で管理
中銀の利益還元	・証券市場プログラムに沿って購入したギリシャ国債から各国中銀が得た利益(ECBが得た利益の分配金も含む)はギリシャ政府債務の持続性を高めるために使用 ・各国中銀が投資勘定で保有しているギリシャ国債については、20年までにそこから発生する利益の同等額をギリシャ政府へ還付

(備考) 欧州委員会資料より作成。

支援継続の見通しが立たないことから、ECBは2月4日、ギリシャに対する適格担保規定の特例措置<sup>5</sup>を撤廃した。これにより、適格担保を有しないギリシャ国内の銀行はギリシャ中銀による緊急流動性支援(ELA)によって流動性を確保することになった。なお、緊急流動性支援の上限額は2週間ごとにECB理事会によって判断され、5月20日時点で802億ユーロまで引き上げられたとみられる。

ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)等はあくまでも二次支援プログラムの条件の順守をギリシャに要請したため、結局ギリシャは支援プログラムの延長を要請し、2月下旬には、支援プログラムの6月30日までの延長が正式決定された。

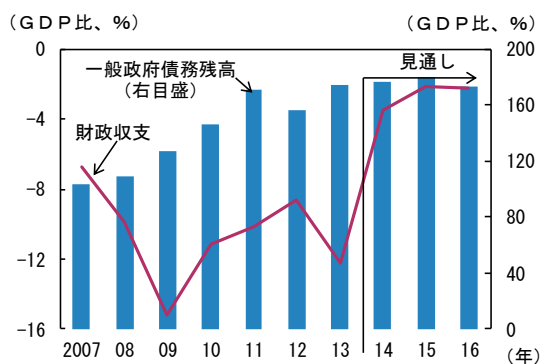
2月の合意では、支援の条件となる改革の詳細を4月末までに具体化し、ユーログル

<sup>5</sup> EUによる支援プログラム実施を条件に、適格担保基準を満たさないギリシャ国債を資金供給オペの担保として受け入れる特例措置が採られていた。

ープの承認を受けることとされたものの、その後、改革案に関する専門家レベルの協議が進展せず、ギリシャ政府の資金枯渇懸念が市場で浮上した。

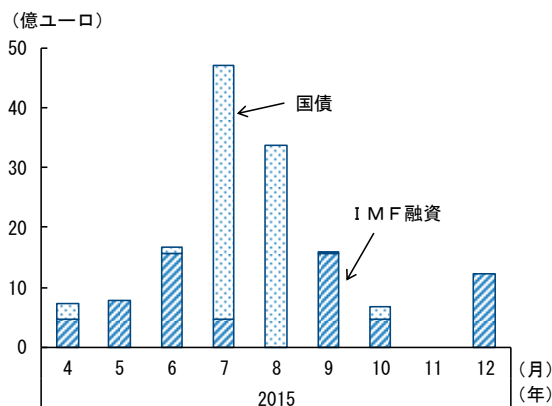
これまでの緊縮政策の成果もあり、ギリシャの基礎的財政収支は目標を上回るペースで改善していたが、選挙による先行き不透明感から税金の滞納が増加し、足下では歳入が減少しているといわれている（第2-2-20図）。支援プログラムによる融資が実施されなければ、7、8月に集中している国債償還ができずにデフォルトすることが市場では懸念されている（第2-2-21図）

第2-2-20図 ギリシャ政府の財政状況：14年は悪化



(備考) 1. ユーロスタット、欧州委員会より作成。  
2. 14～16年は見通し。

第2-2-21図 ギリシャ政府の主な債務返済予定：7、8月に国債償還が集中

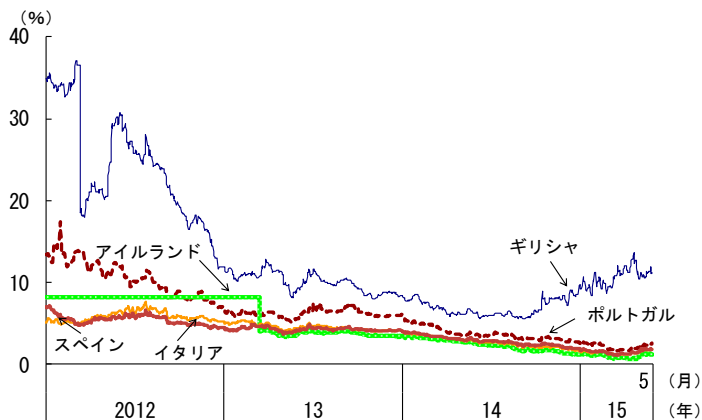


(備考) ブルームバーグより作成。

こうした情勢を受け、ギリシャ国債利回りは14年末以降急上昇している。ただし、3月に開始されたECBの国債購入策の効果もあり、その他の南欧諸国等の利回りは低下

しており、15年5月現在、影響の波及はみられない<sup>6</sup>（第2-2-22図）。

第2-2-22図 南欧諸国等の10年国債利回り：ギリシャ以外は低下



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. アイルランドは11年10月から13年3月にかけて国債（10年物）が流通していない。

3月20日に行われたギリシャ当局、独仏首脳及びEU当局との非公式会合の結果、ギリシャは数日中に具体的な改革案の完全なリストを提出することとされ、ギリシャはその後数回にわたりEU等に対し改革案を提出したが、内容が不十分だったことから、5月11日のユーロ圏財務相会合後も合意には至っていない。

ただし、合意に至った場合も、公約違反となる改革関連法案の採択に際して仮に連立政権内での合意が得られず、再選挙や国民投票を実施することになれば、その間、支援融資は実施されずに資金繰り難が続くこととなる。

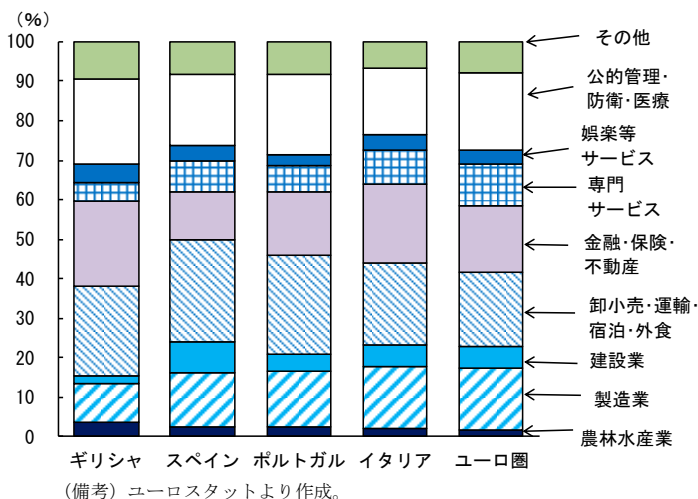
協議がこう着したまま、デフォルトという事態に陥った場合には、ユーロ建てとなっている支援プログラムによる融資やECBが保有するギリシャ国債等の償還が困難となり、ユーロ圏の金融市場の混乱やユーロ圏諸国の財政悪化のリスクがある。他方、ギリシャにとっても、デフォルトは状況をさらに悪化させる。ELAが停止されるため、ギリシャの市中銀行は流動性危機に陥り、預金封鎖や資本規制を導入せざるを得なくなる可能性が指摘されている。また、ギリシャのユーロ圏離脱の可能性も指摘されているが、仮に離脱してギリシャ独自の通貨を採用した場合、独自通貨は対ユーロで大幅な減価となることが想定され、ハイパー・インフレを引き起こす可能性もある。独自通貨の減価によって価格競争力が高まったとしても、ギリシャはほかの南欧諸国等と比較しても製造業の比率が低いため、輸出増による経済再建は困難と考えられる（第2-2-23図）。

なお、ポルトガルやスペインでも、15年中に選挙が行われる予定であり、ギリシャ同

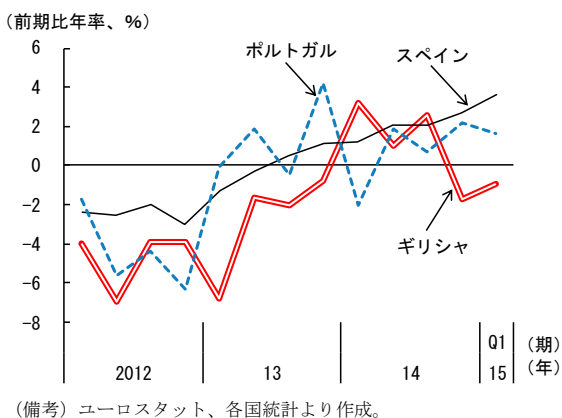
<sup>6</sup> なお、発行体キャップ（1発行体の債券総額の33%以上を保有しない）に抵触するため、ギリシャ国債は現時点ではECBの国債購入プログラムの対象にはなっていない。

様反緊縮を掲げる政党が躍進することによる政治リスクが指摘されている。しかし、両国とも既に支援プログラムを卒業し、財政緊縮ペースが緩やかになっていることに加え、マクロ経済情勢はギリシャよりも良好であるため、ギリシャのような事態に陥る可能性は低いと指摘されている（第2-2-24図）。

第2-2-23図 ギリシャの産業構造（13年）：ほかの南欧諸国と比べ製造業が小さい



第2-2-24図 ギリシャ、スペイン、ポルトガルの実質経済成長率：ギリシャはマイナス



### (ii) 英国の5月総選挙の結果と将来の政治的リスク

英国では、移民の急増による社会的な摩擦の増大や欧州政府債務危機後のEU統合深化により、数年前から反EUの機運が高まっていた。こうした世論を受け、保守党の劣勢を挽回する意図等から、キャメロン首相は13年1月に、15年5月の下院総選挙で政権を維持すれば、EUとの関係見直し協議を行った上で、17年末までにEU離脱の是非を問う国民投票を実施することを表明していた。