

---

# 金融市場パネル(Financial Markets Panel)

## 第3回会合 資料

### 欧州における金融政策の動向等

2009年7月6日

---

株式会社野村総合研究所  
金融フロンティア事業本部  
金融市場研究室  
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル



# 目次

---

## 1. 欧州金融市場の状況

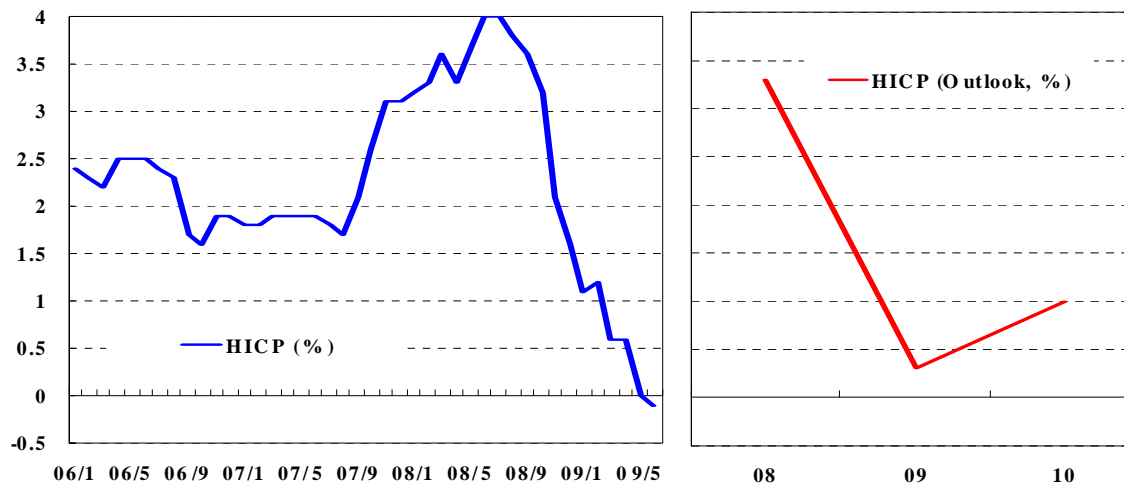
## 2. 政策運営に関する論点

# 1. 欧州金融市場の状況

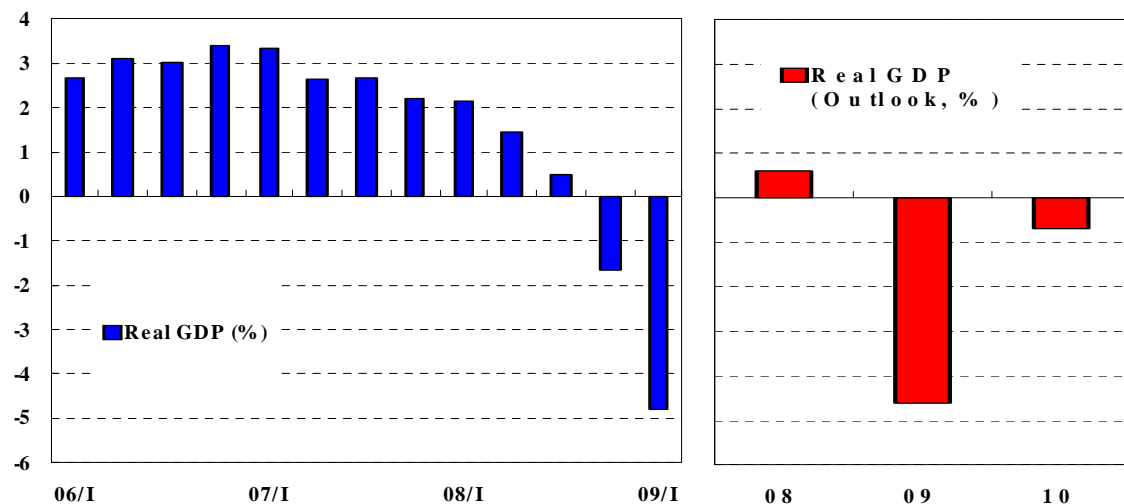
資料: ECB, Eurostat

## ■ EU

インフレ率 (年率)



実質経済成長率 (年率)

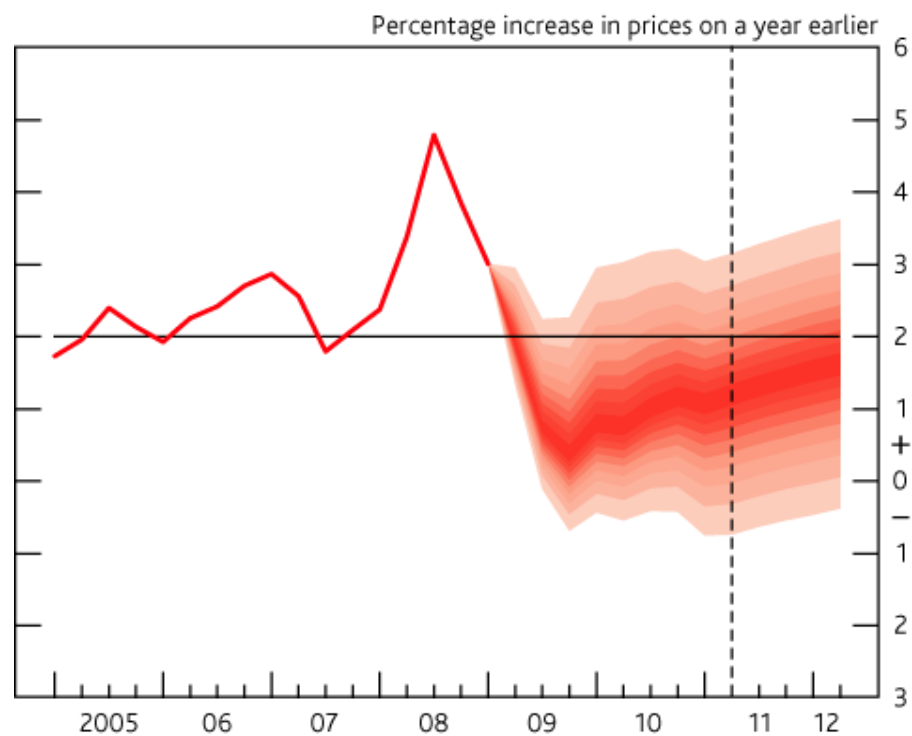


# 1. 欧州金融市場の状況

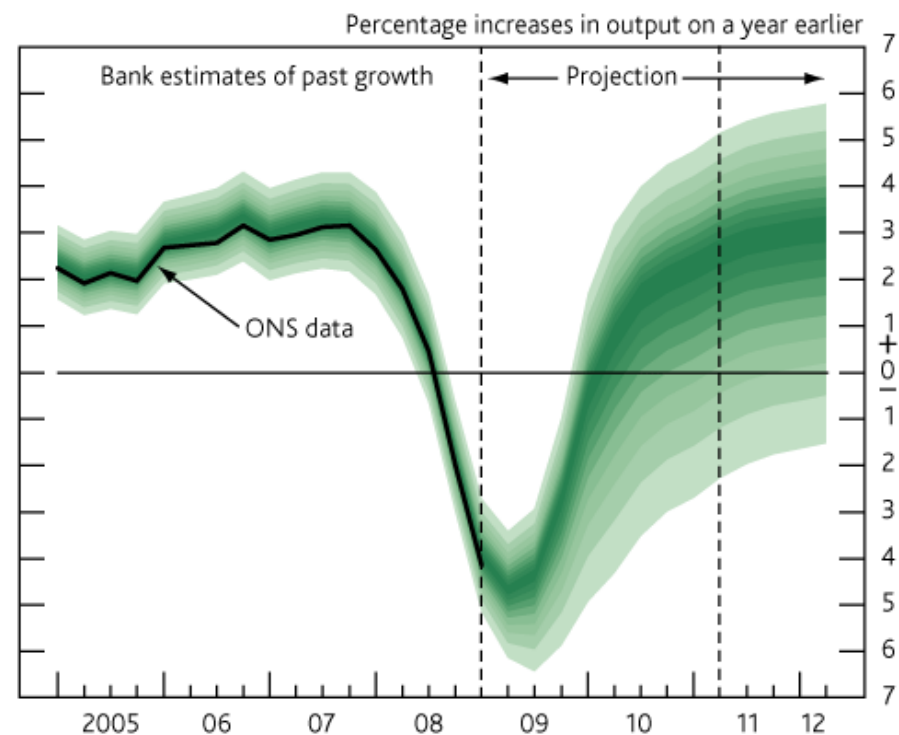
資料:BOE

## ■ 英国

### インフレ率（年率）



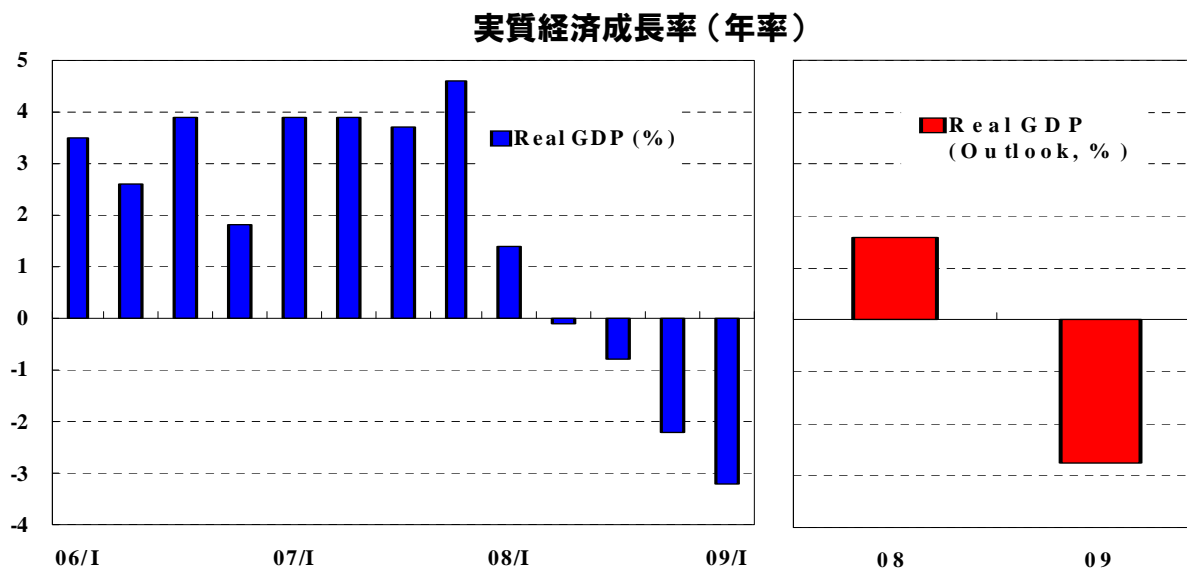
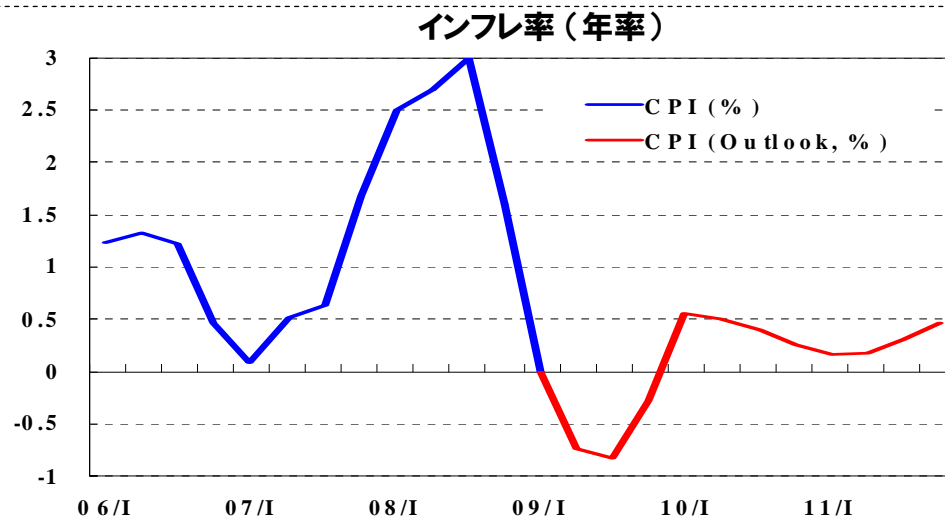
### 実質経済成長率（年率）



# 1. 欧州金融市場の状況

資料:SNB

## ■ スイス

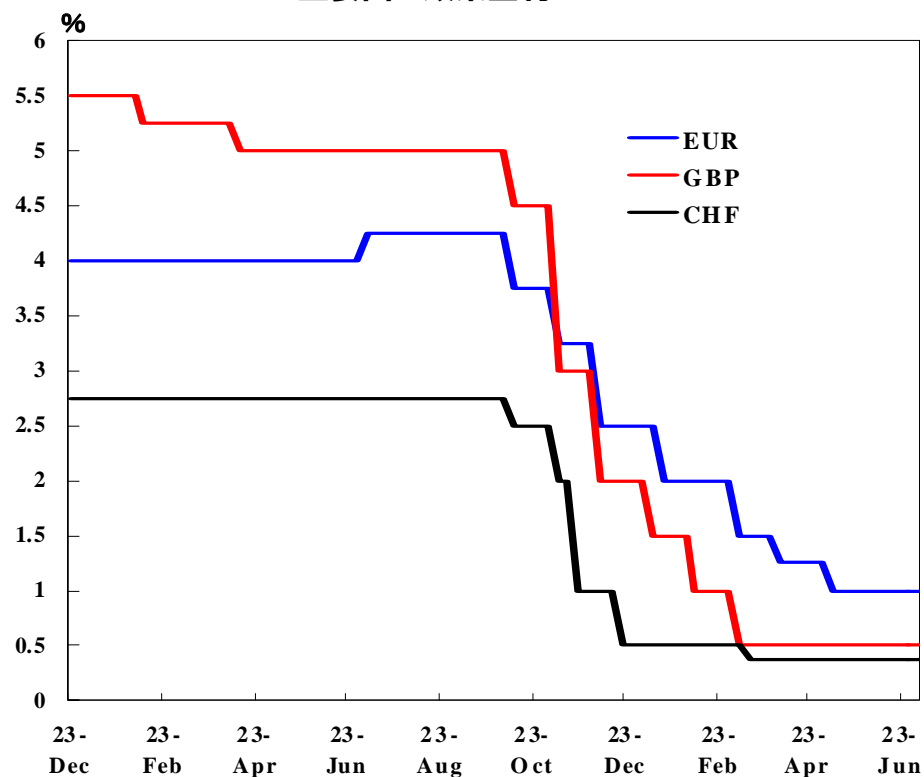


# 1. 欧州金融市場の状況

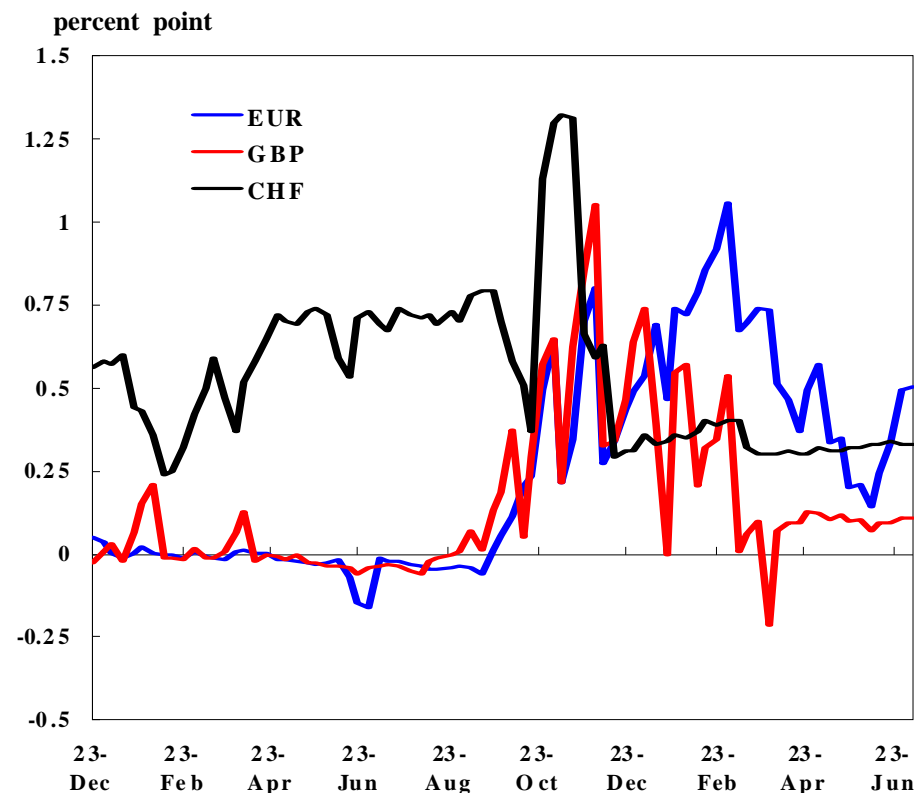
資料: ECB, BOE, SNB, Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

主要国の政策金利



政策金利の市場予想(政策金利-OISレート)

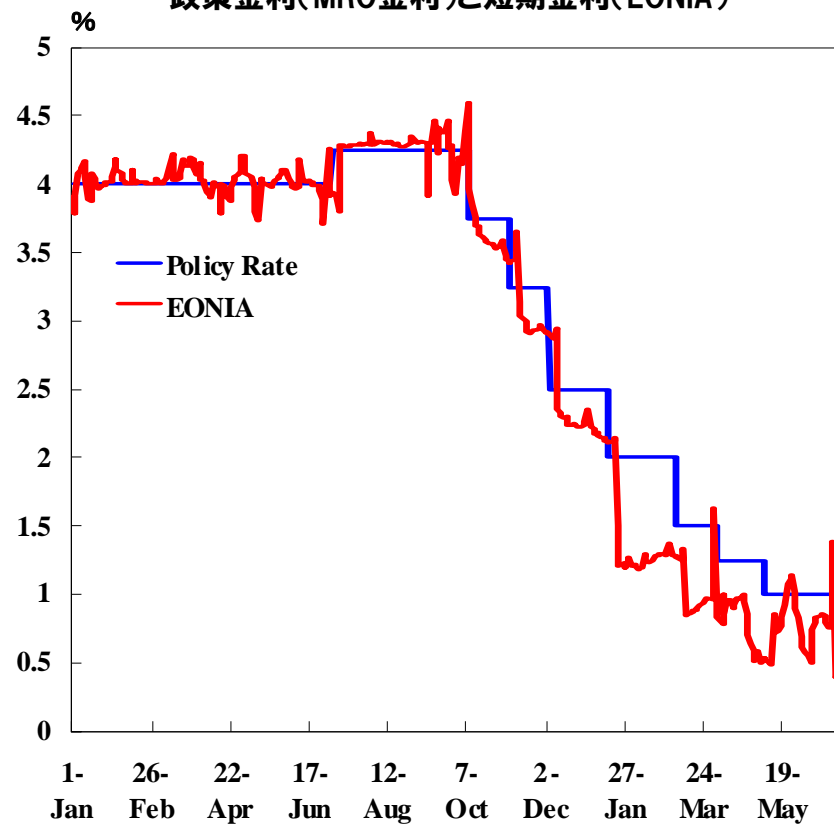


# 1. 欧州金融市場の状況

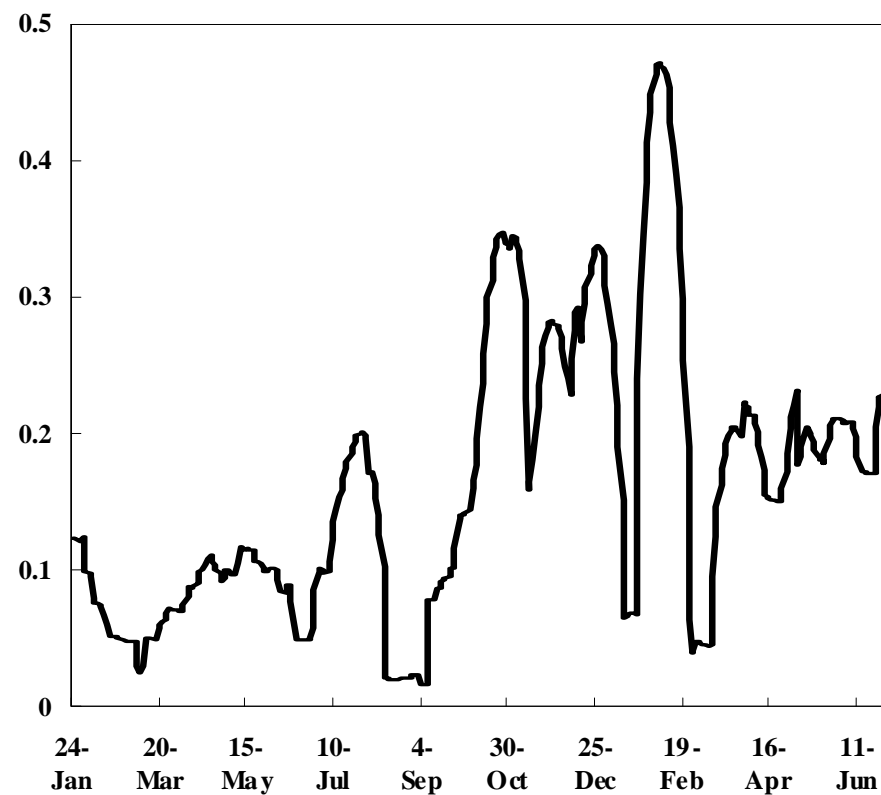
資料: ECB, Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

政策金利(MRO金利)と短期金利(EONIA)



EONIAの変動(25営業日標準偏差)

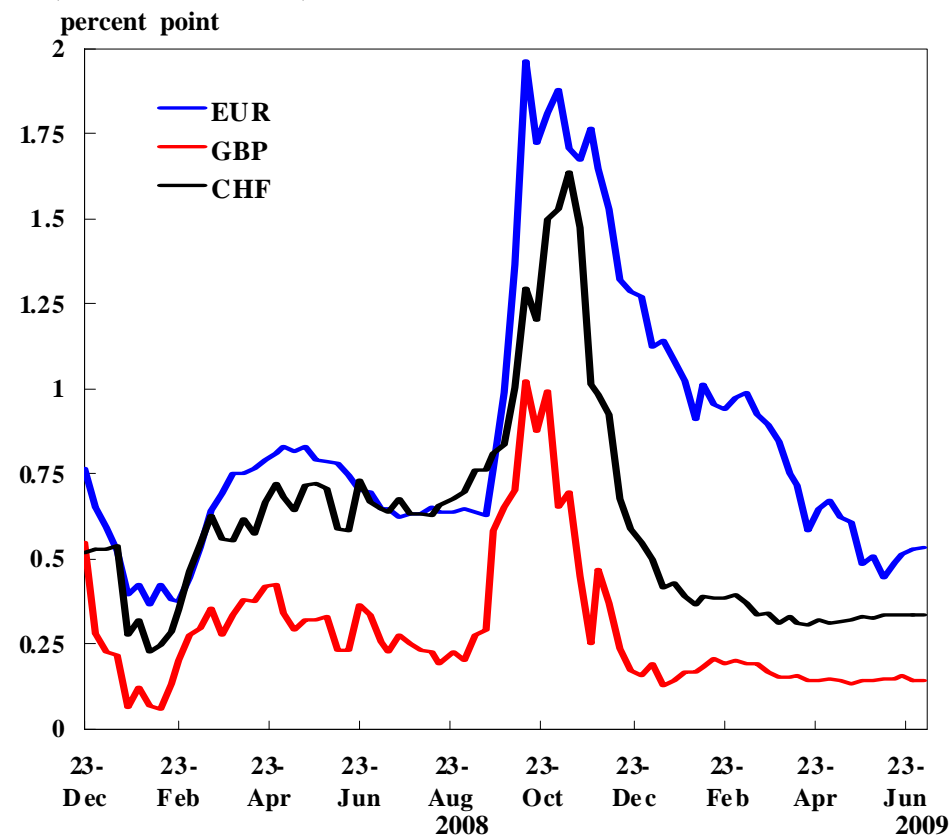
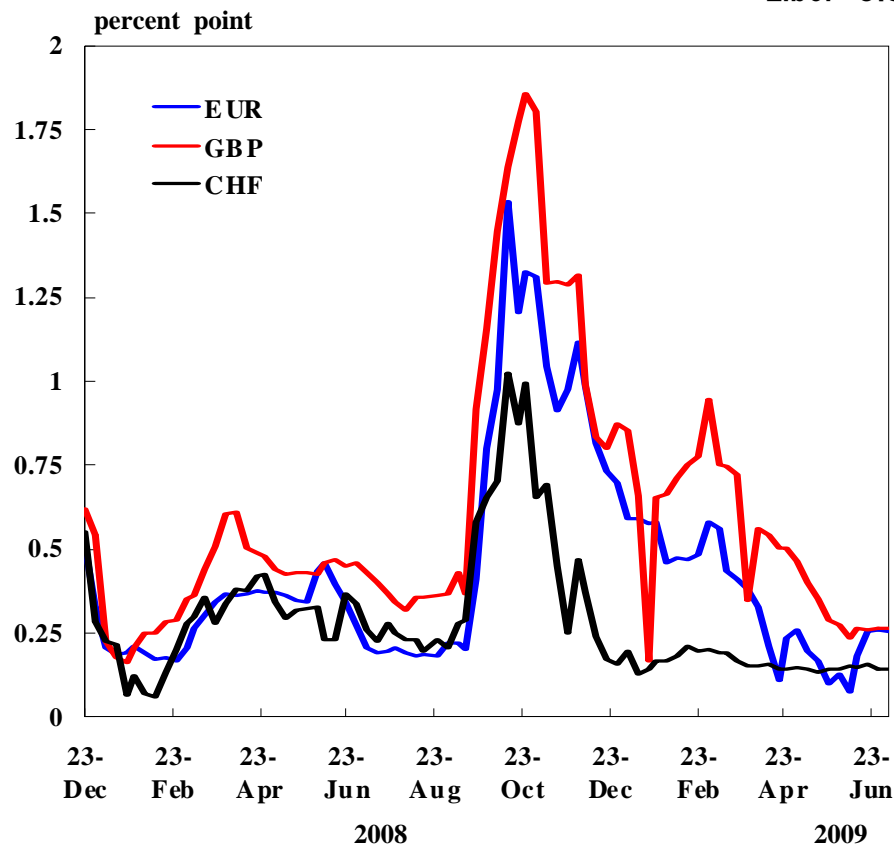


# 1. 欧州金融市場の状況

資料: Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

Libor-OIS スプレッド(1ヶ月物・3ヶ月物)



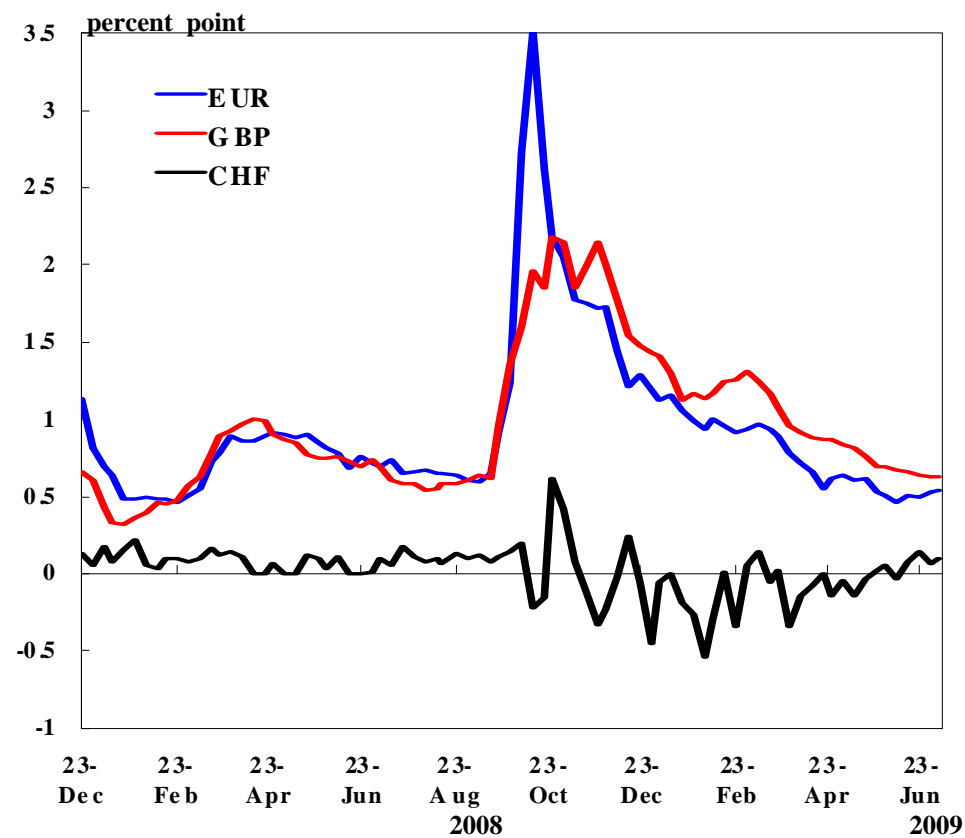
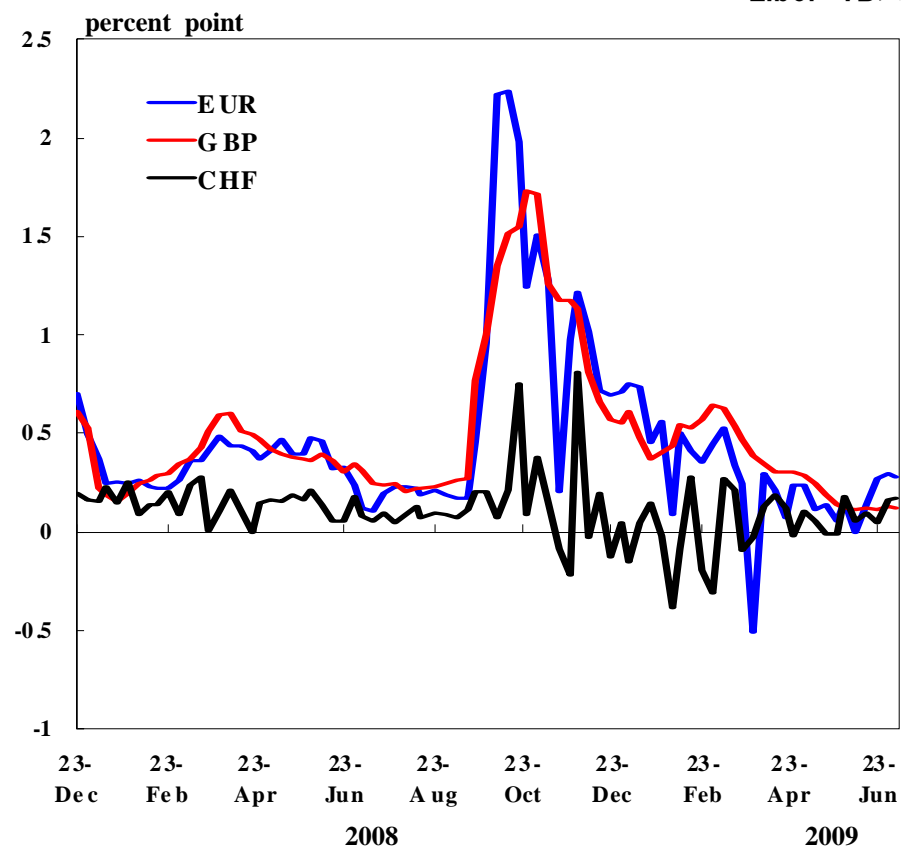


# 1. 欧州金融市場の状況

資料: Thomson Reuters

## ■ 短期金融市場

Libor-TBスプレッド(1ヶ月物・3ヶ月物)

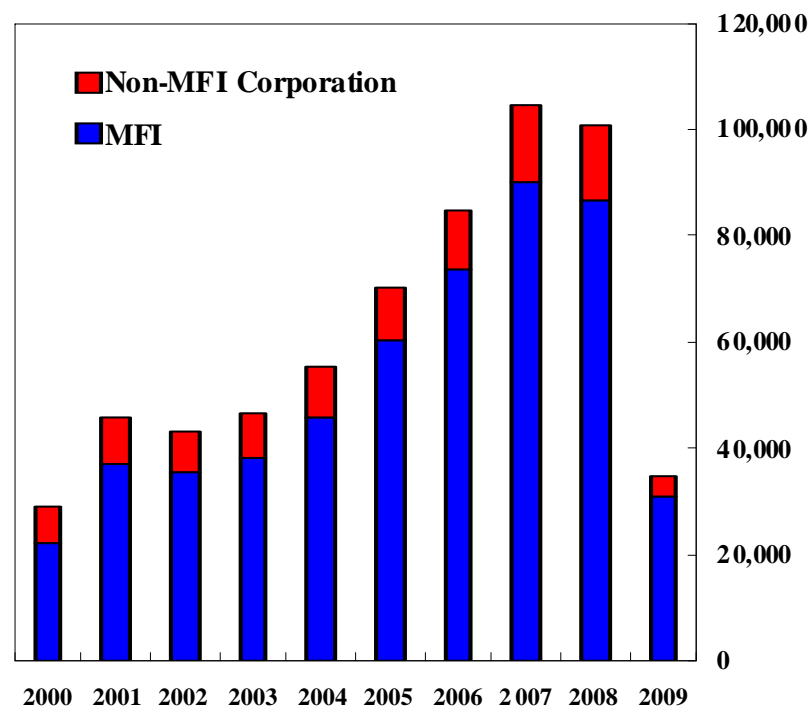
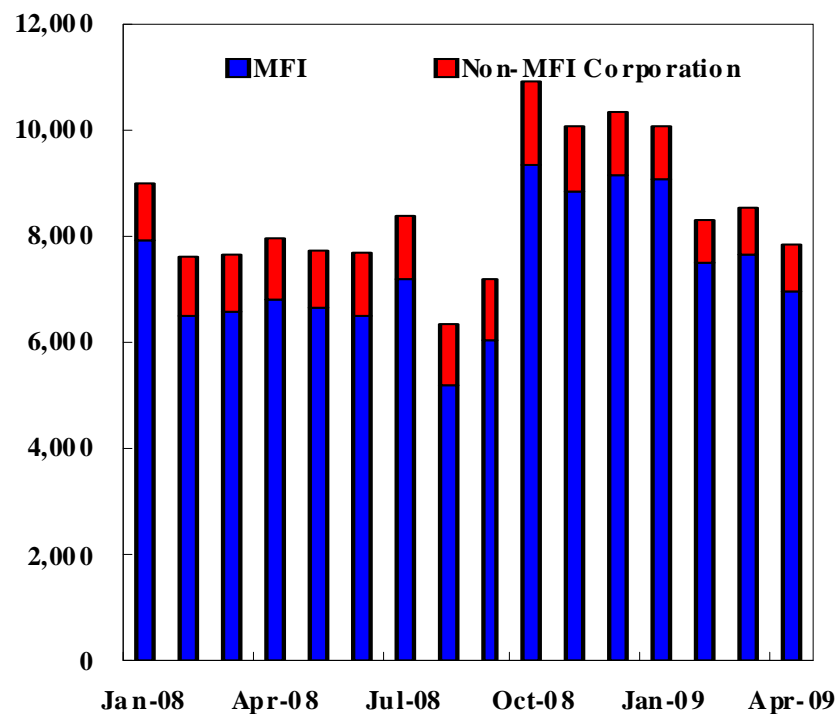


# 1. 欧州金融市場の状況

資料: ECB

## ■ クレジット市場

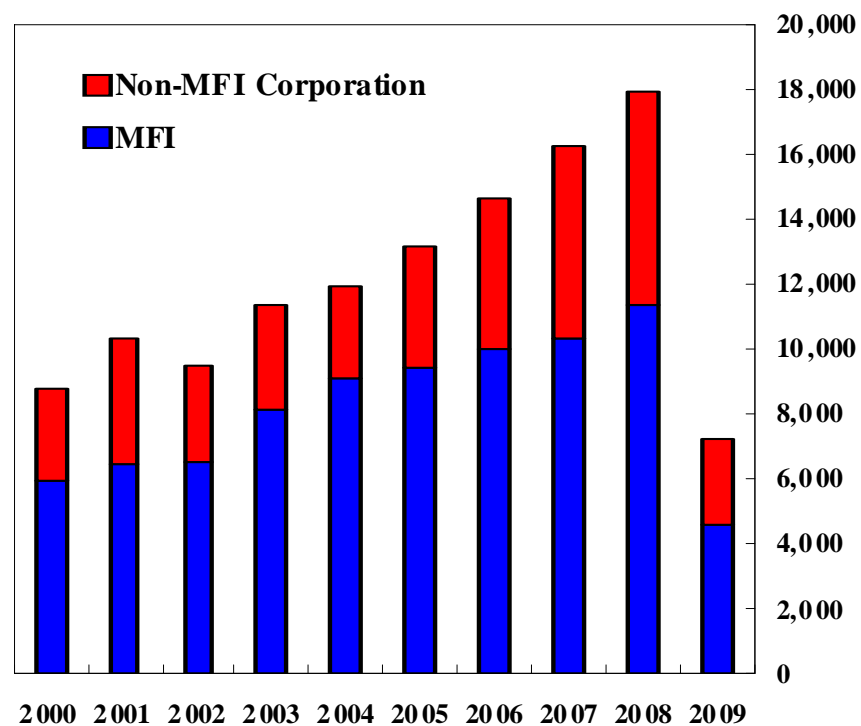
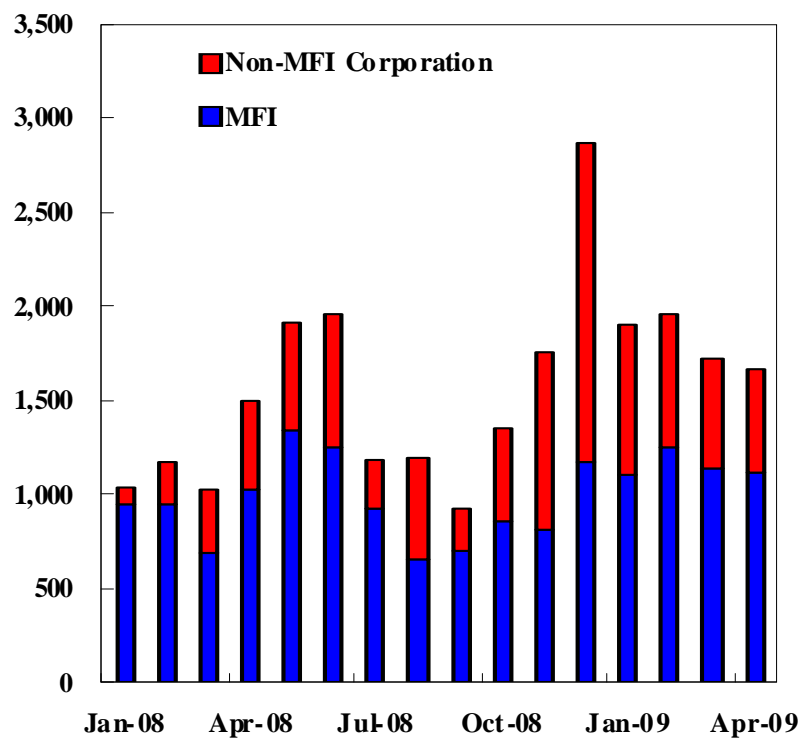
短期債発行額(銀行および非銀行法人) (いずれも単位は億ユーロ)



# 1. 欧州金融市場の状況 資料: ECB

## ■ クレジット市場

社債発行額(銀行および非銀行法人) (いずれも単位は億ユーロ)

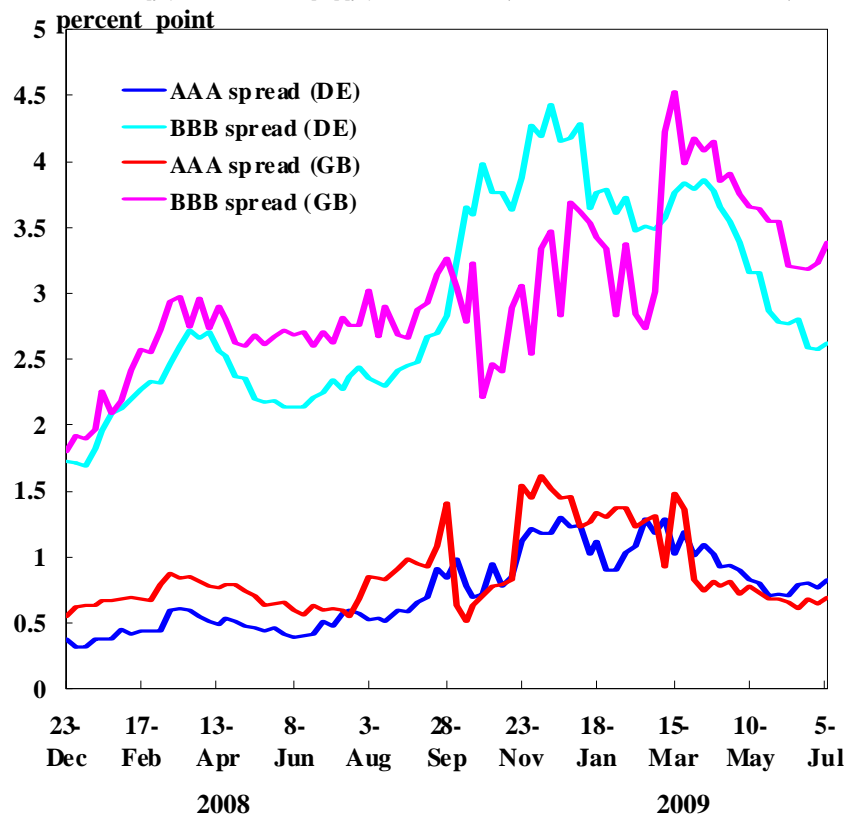


# 1. 欧州金融市場の状況

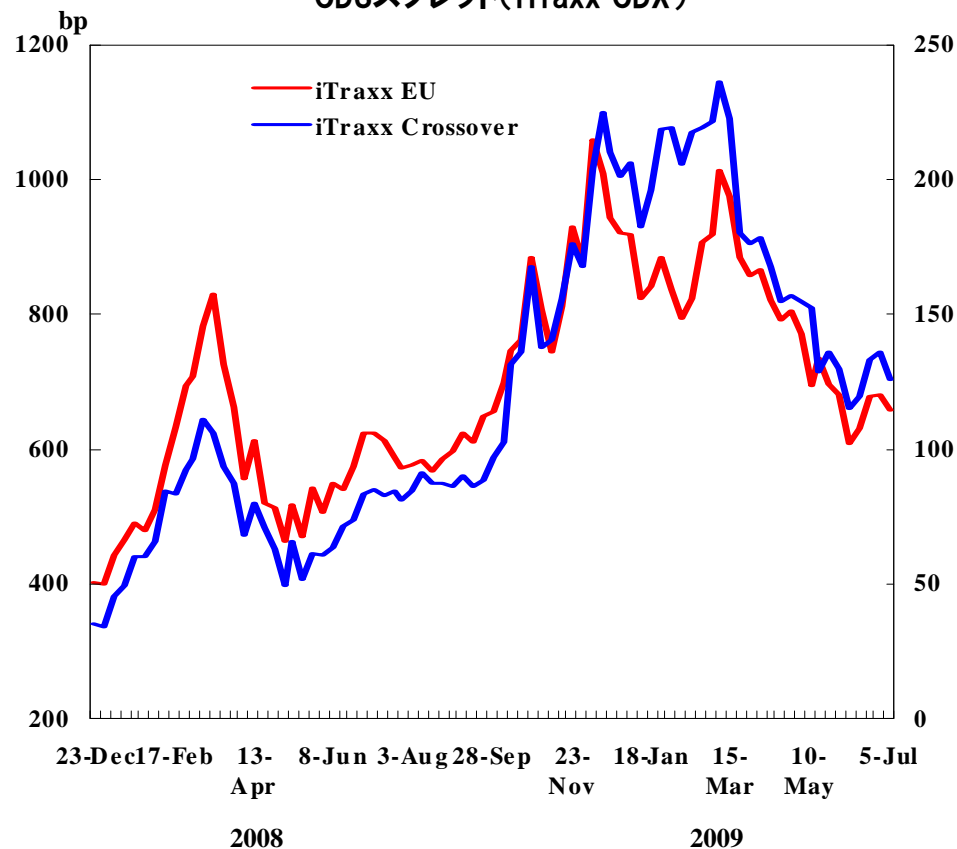
資料: Thomson Reuters

## ■ クレジット市場

社債レート対国債スプレッド(AAA格およびBBB格)



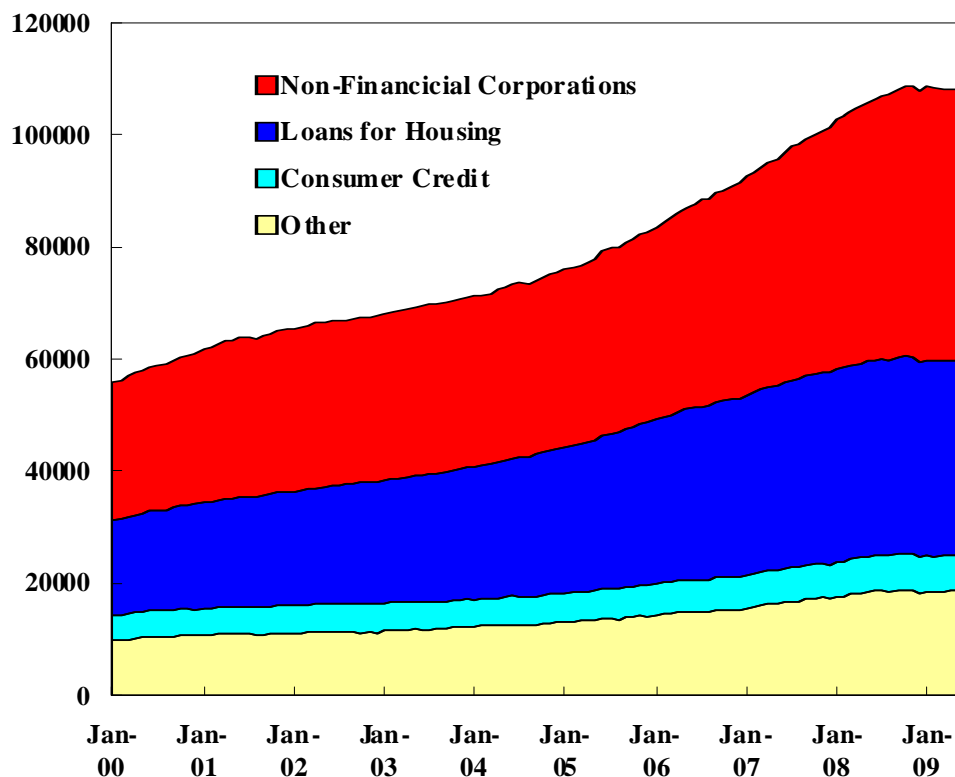
CDSスプレッド(iTraxx CDX)



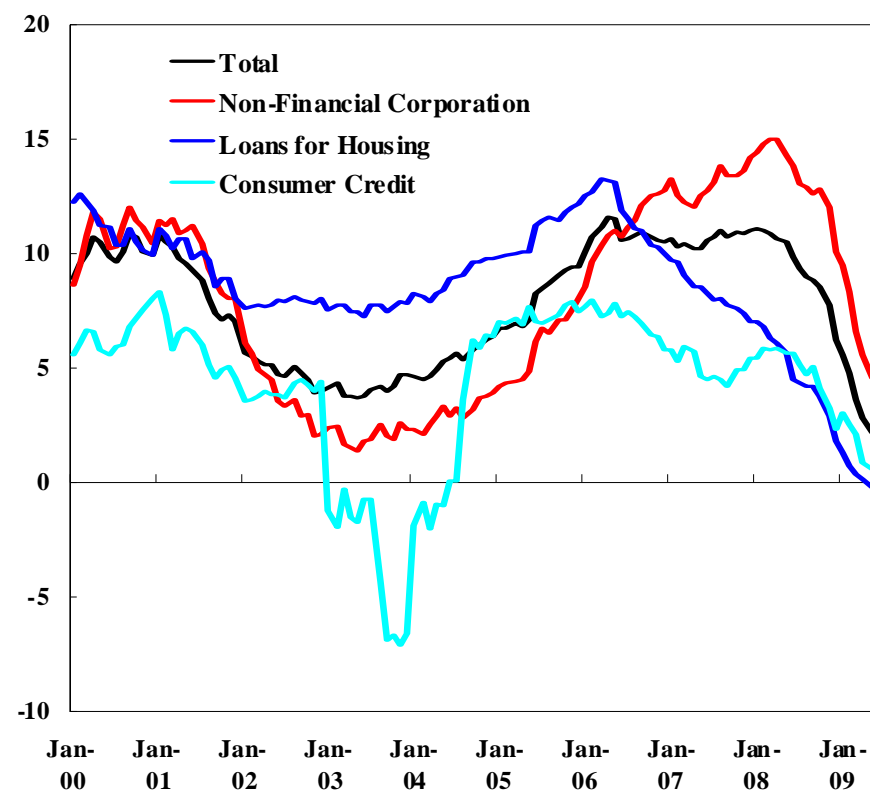
# 1. 欧州金融市場の状況 資料: ECB

## ■ クレジット市場

銀行貸出(種類別:残高<億ユーロ>)



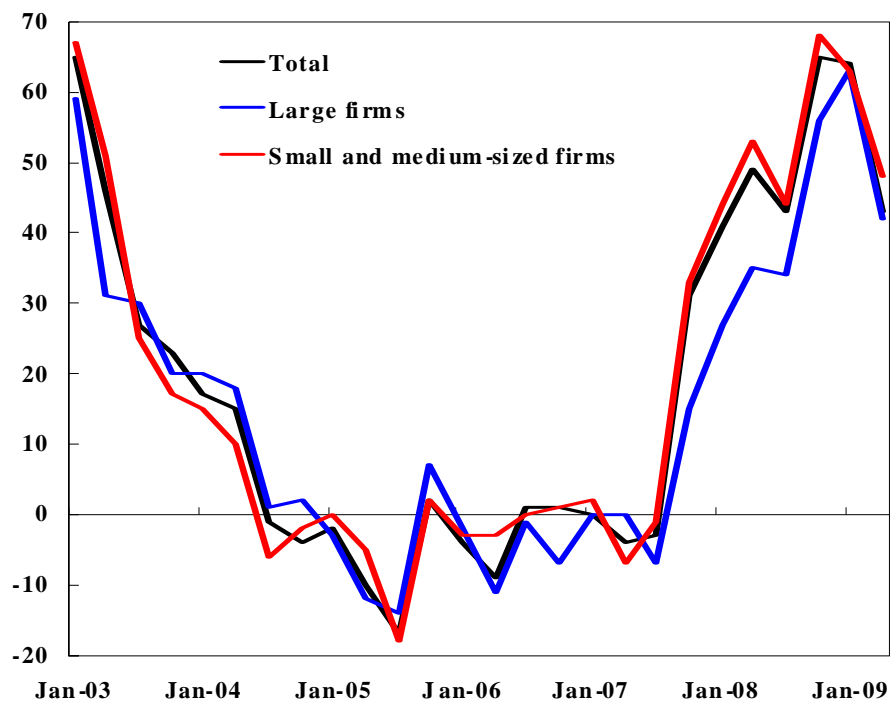
銀行貸出(種類別:前年比%)



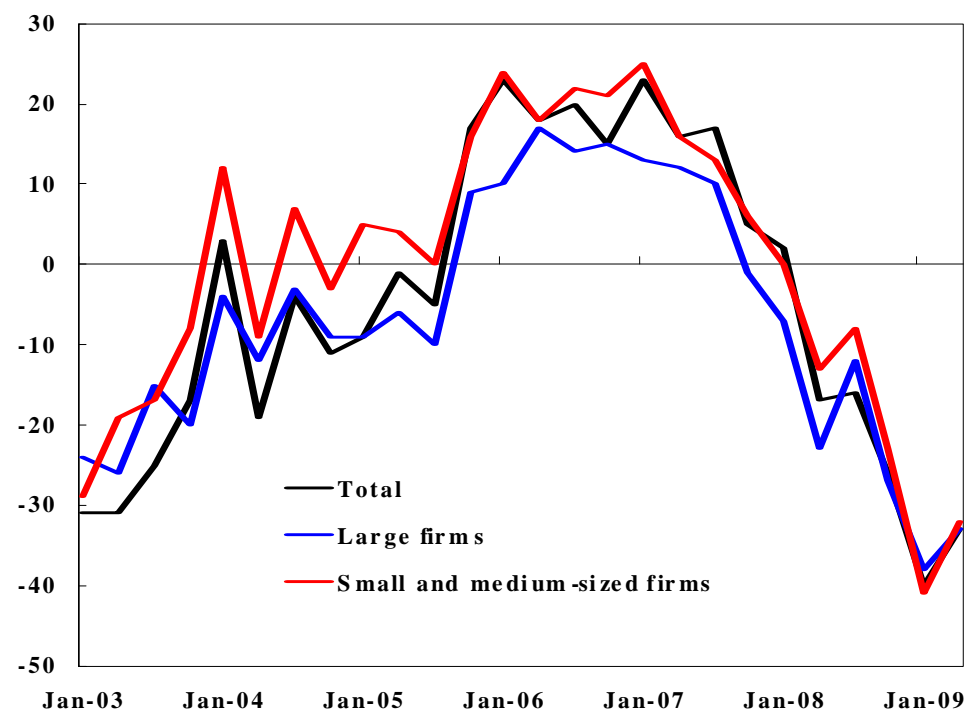
# 1. 欧州金融市場の状況 資料:ECB

## ■ クレジット市場

貸出供給(企業規模別:DI)



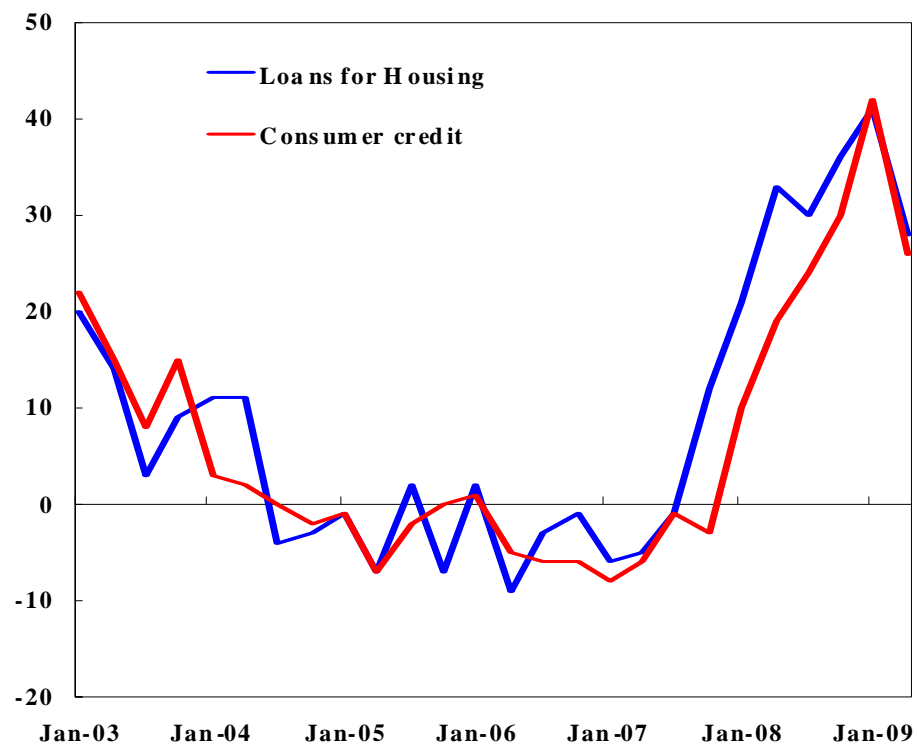
貸出需要(企業規模別:DI)



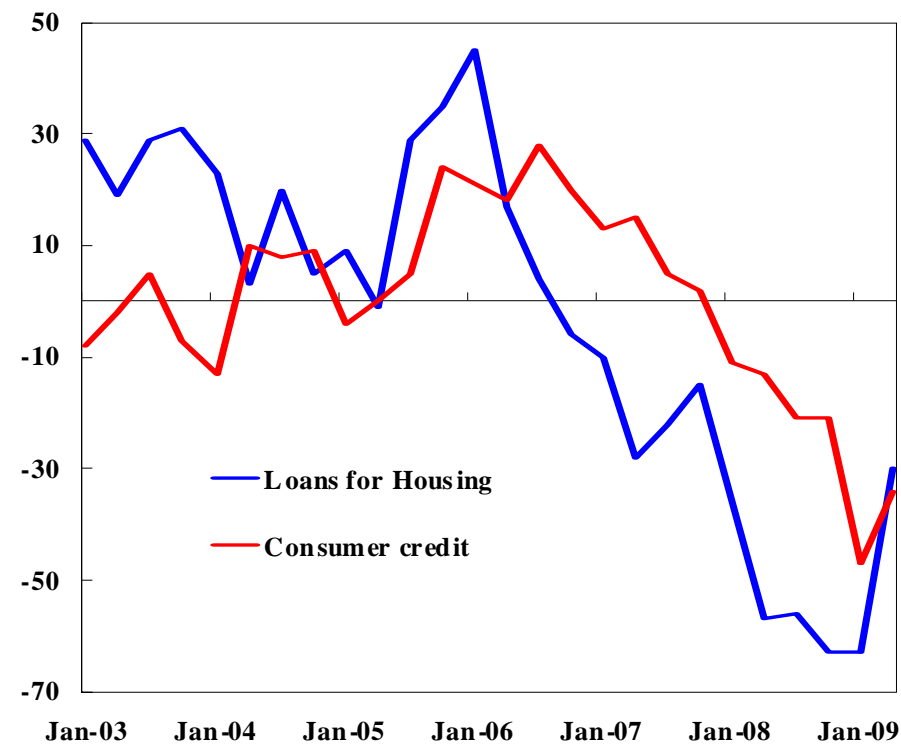
# 1. 欧州金融市場の状況 資料:ECB

## ■ クレジット市場

貸出供給(家計向け種類別:DI)

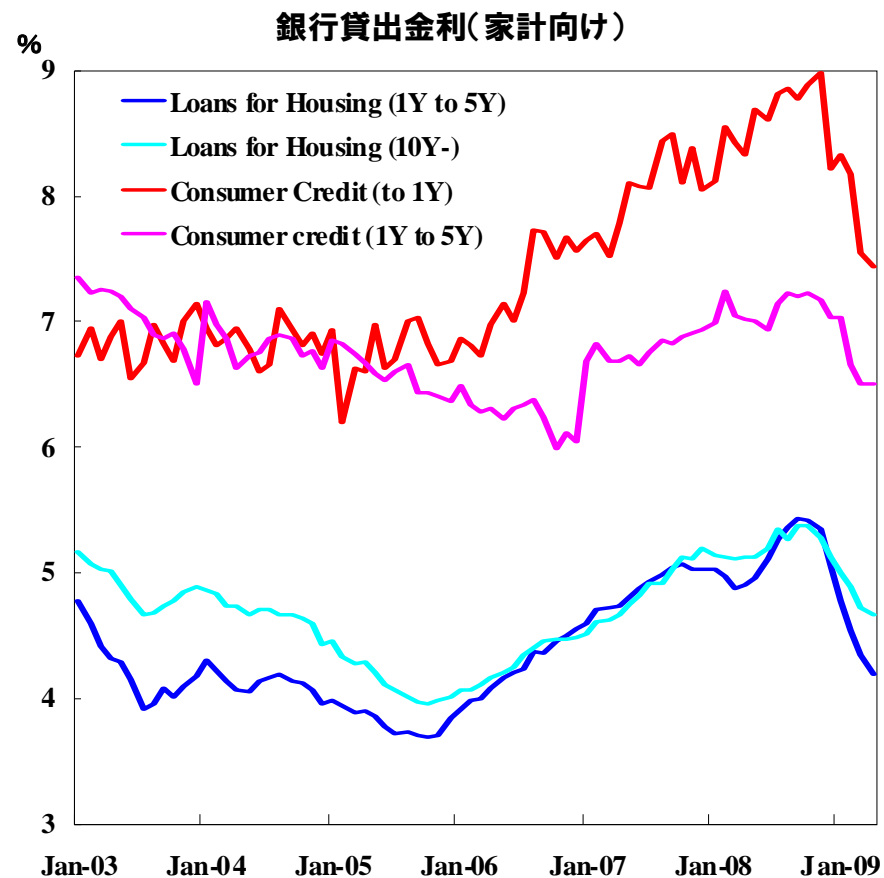
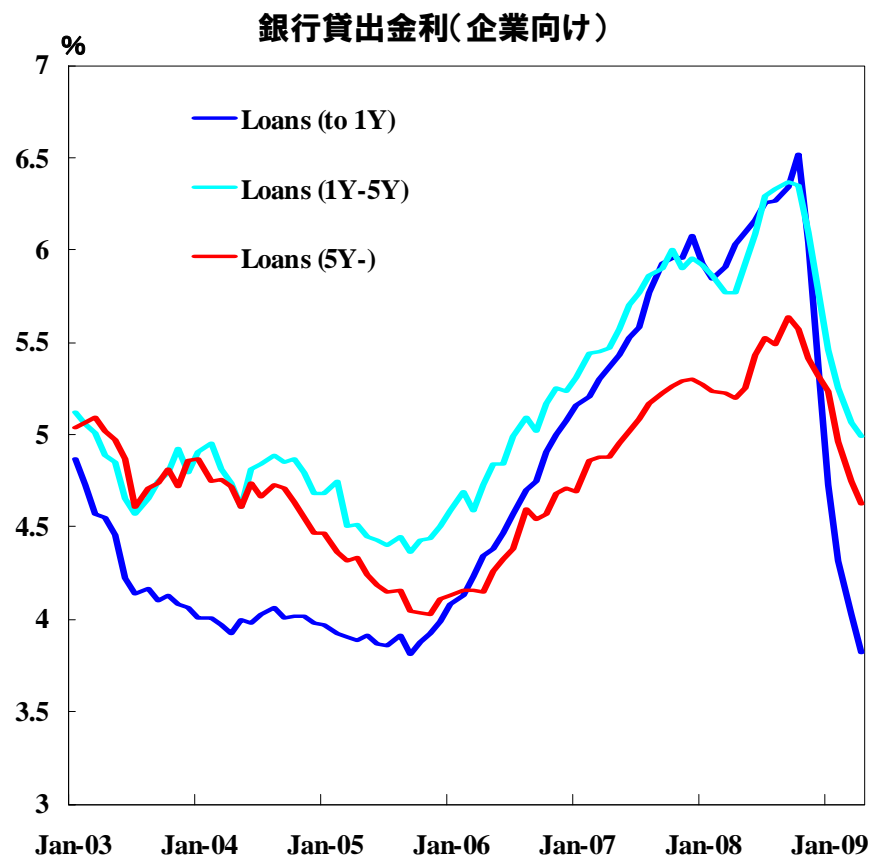


貸出需要(家計向け種類別:DI)



# 1. 欧州金融市場の状況 資料:ECB

## ■ クレジット市場



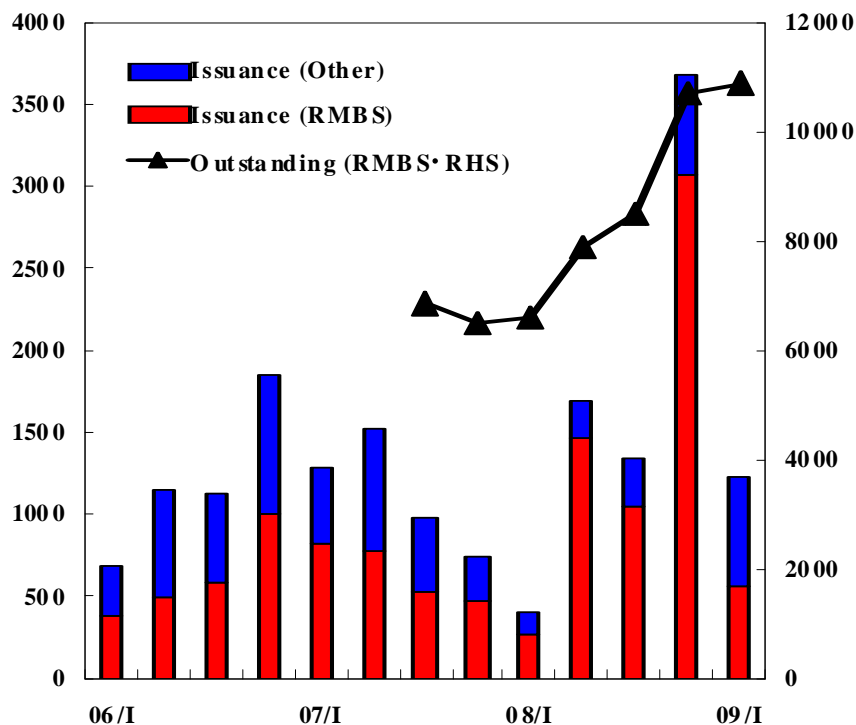


# 1. 欧州金融市場の状況 資料: Sifma Europe, ECBC

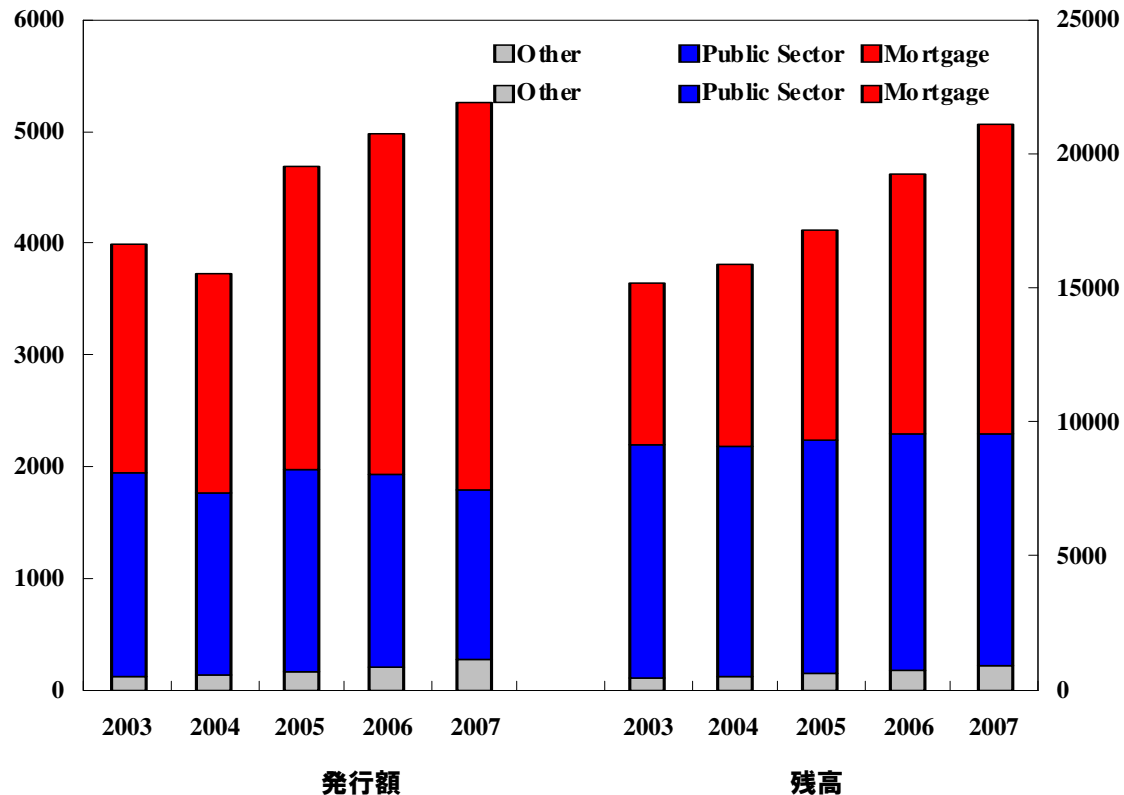
## ■ クレジット市場

証券化商品の発行状況

(単位は億ユーロ)



カバードボンドの発行状況



# 1. 欧州金融市場の状況

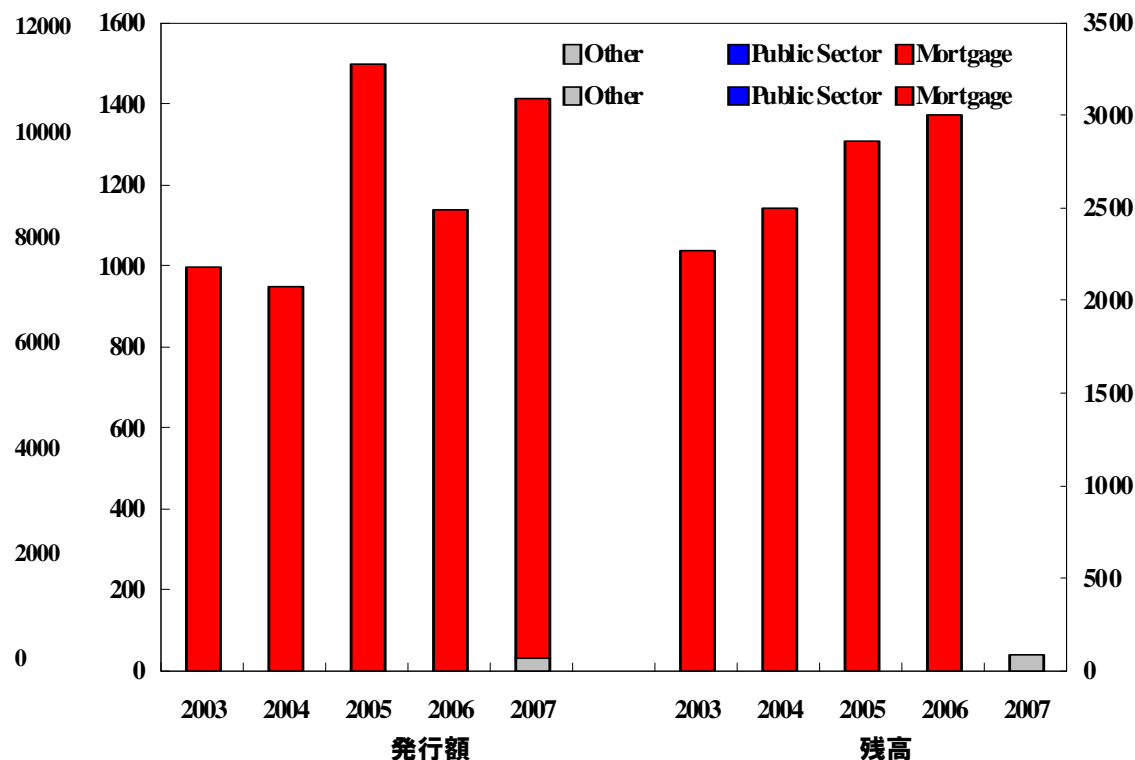
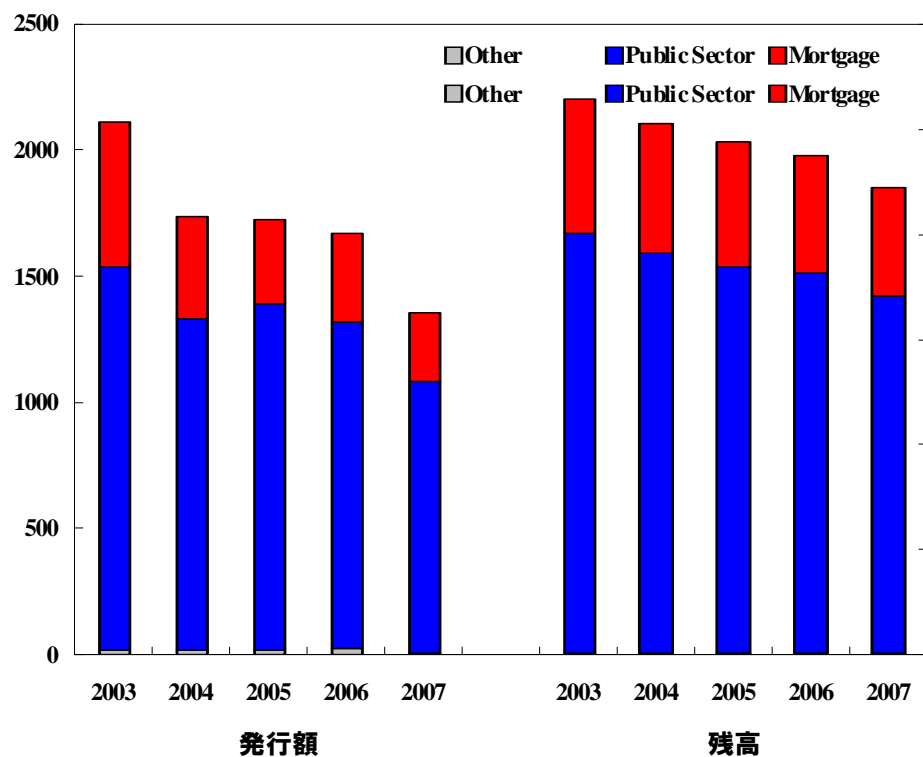
資料: ECBC

## ■ クレジット市場

カバードボンドの発行状況(ドイツ)

(単位は億ユーロ)

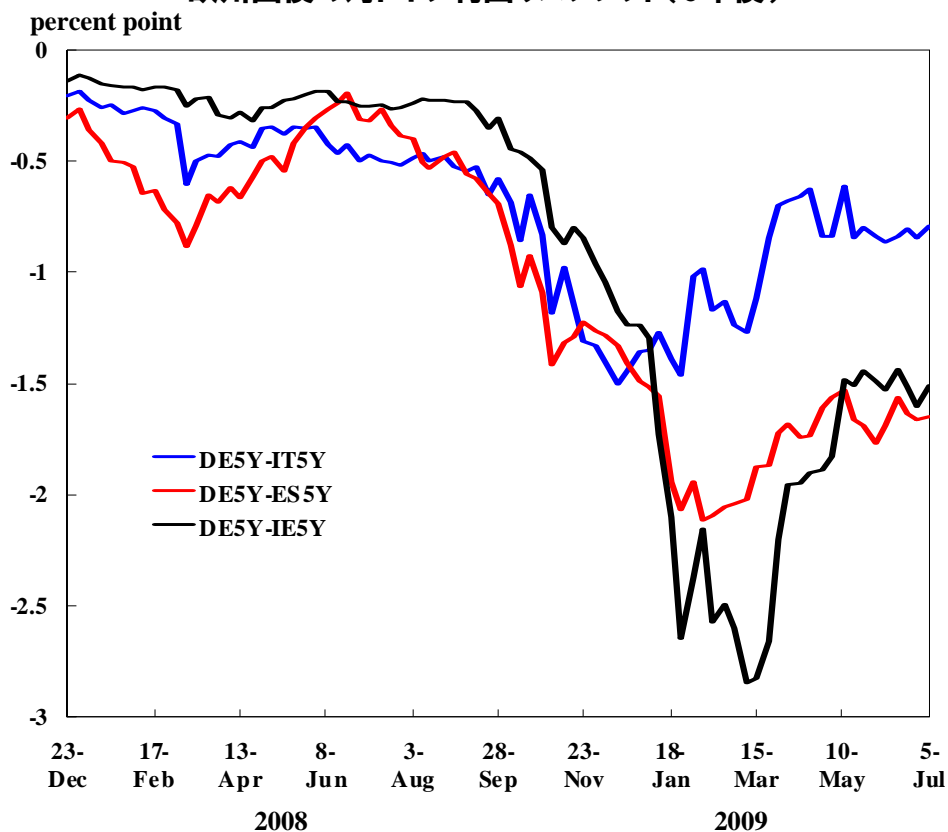
カバードボンドの発行状況(デンマーク)



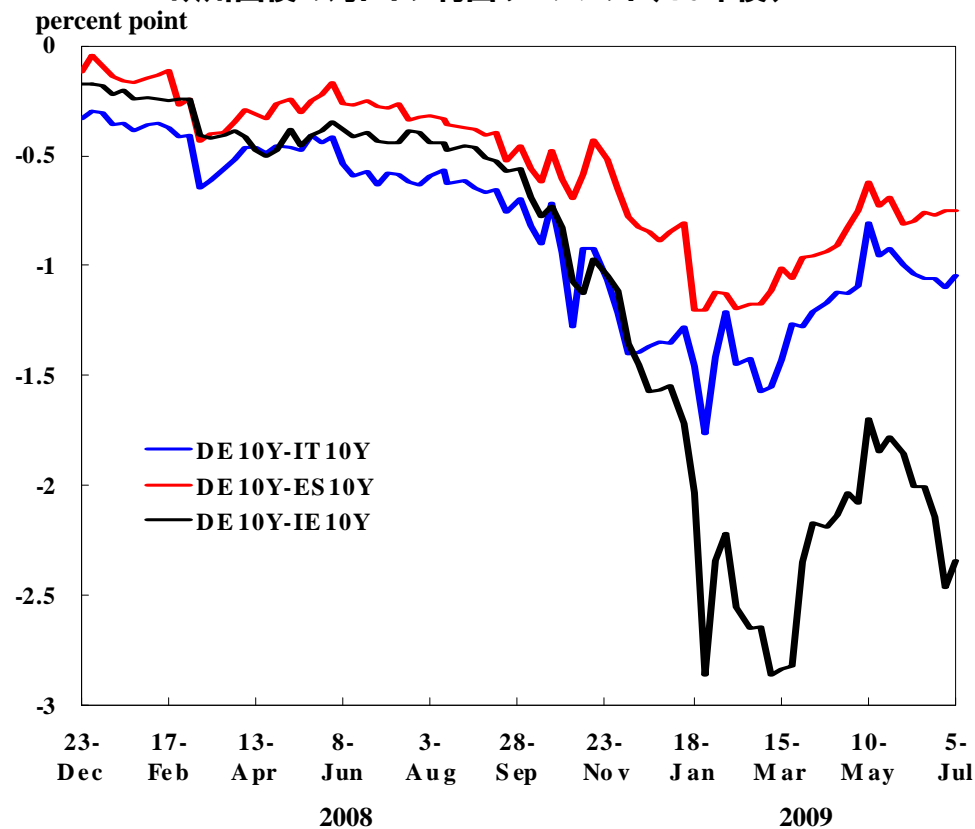
# 1. 欧州金融市場の状況 資料: Thomson Reuters

## ■ クレジット市場

欧州国債の対ドイツ利回りスプレッド(5年債)



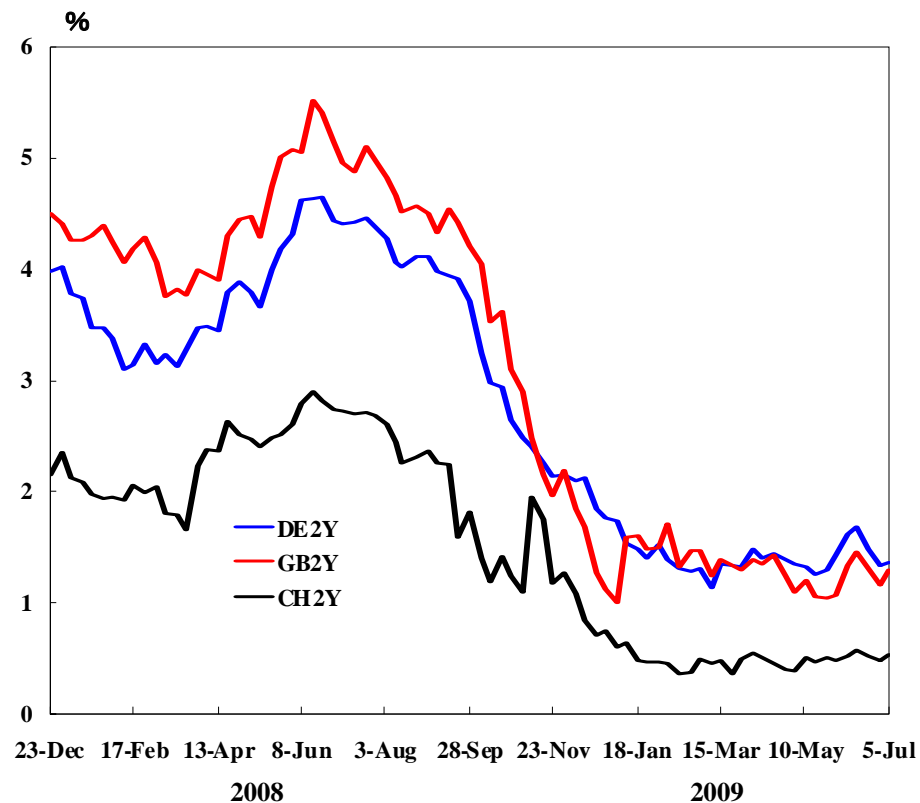
欧州国債の対ドイツ利回りスプレッド(10年債)



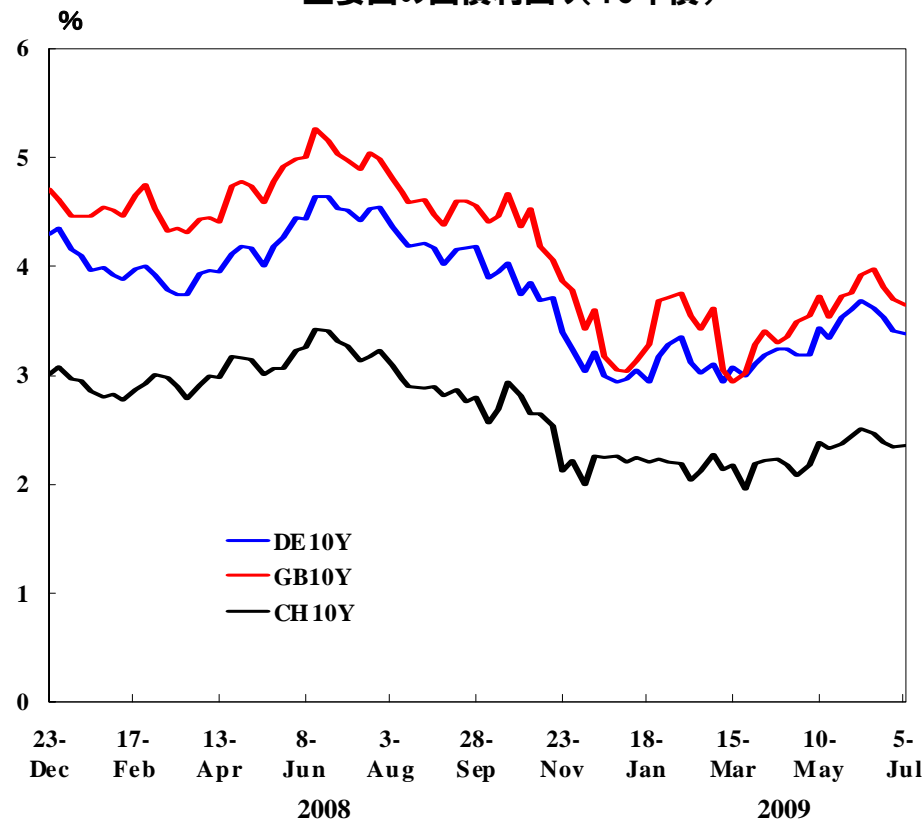
# 1. 欧州金融市場の状況 資料: Thomson Reuters

## ■ 長期金利

主要国の国債利回り(2年債)

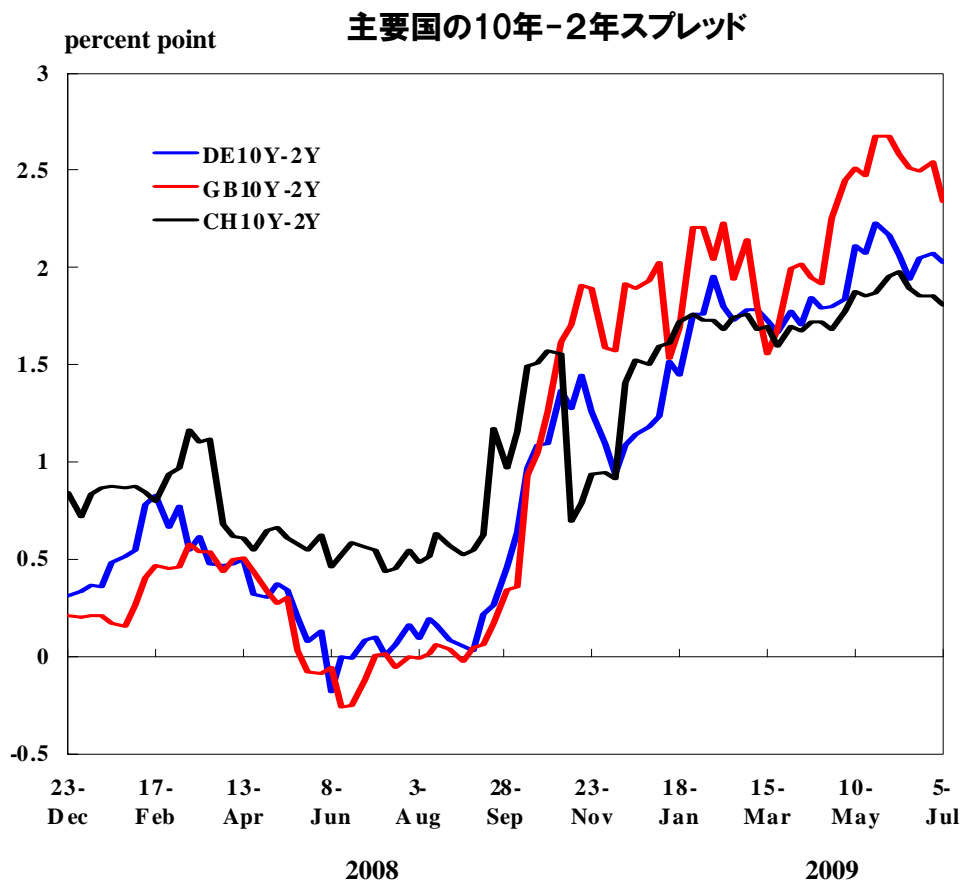
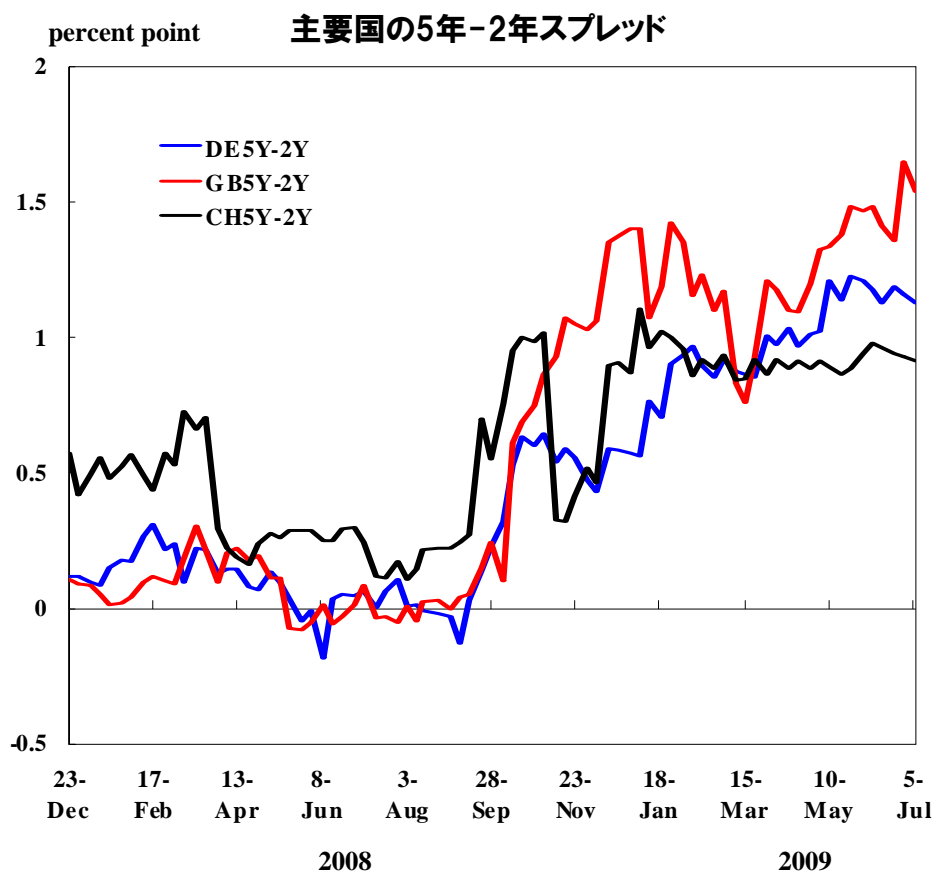


主要国の国債利回り(10年債)



# 1. 欧州金融市場の状況 資料: Thomson Reuters

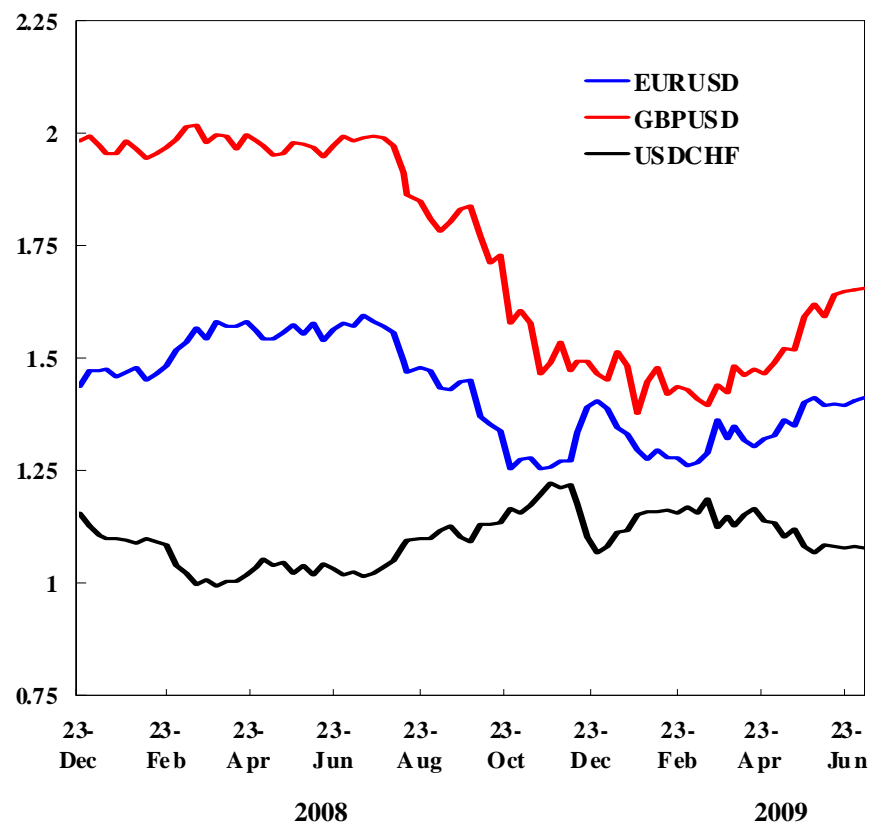
## ■ 長期金利



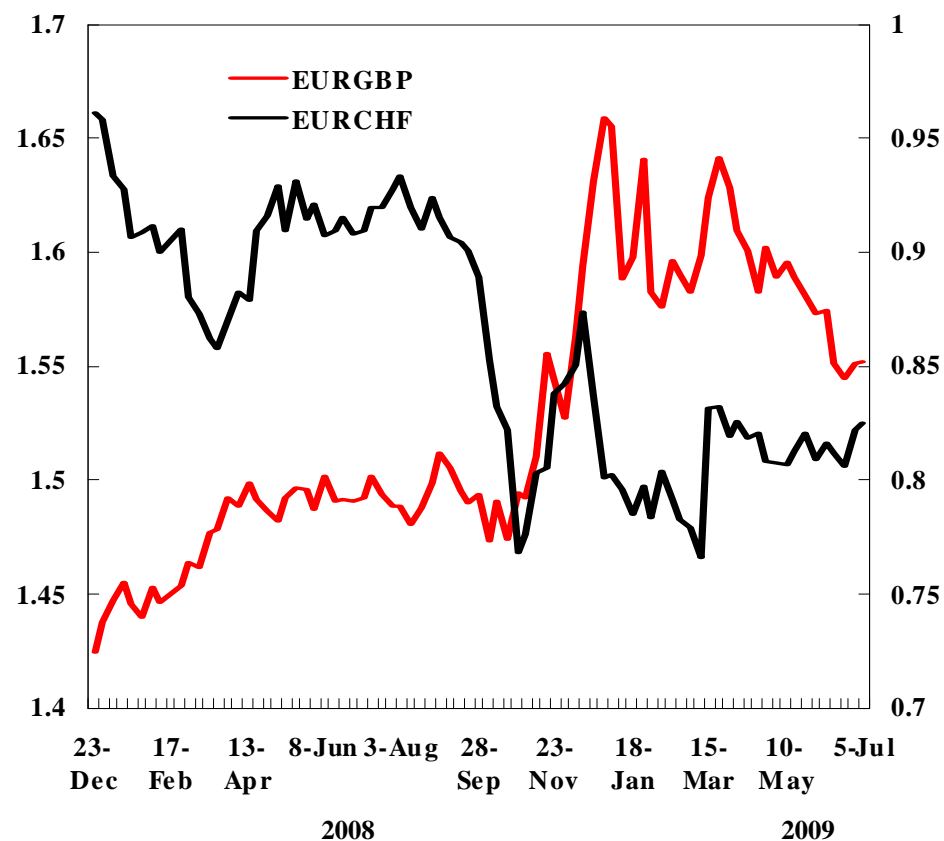
# 1. 欧州金融市場の状況 資料: Thomson Reuters

## ■ 為替市場

主要国の対ドルレート



主要国の対EURレート

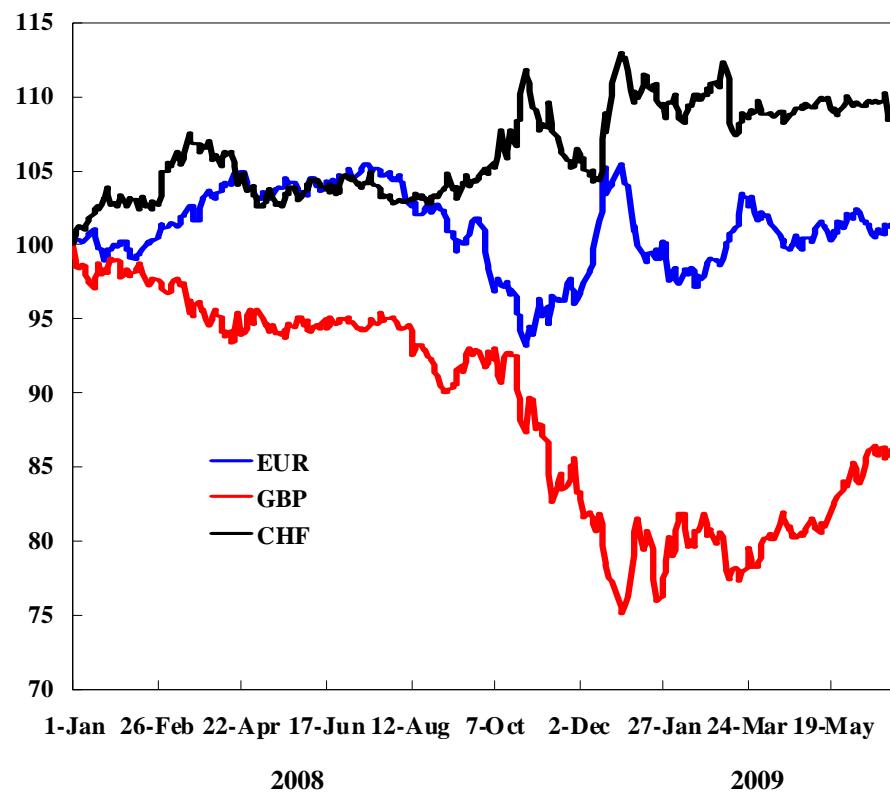


# 1. 欧州金融市場の状況

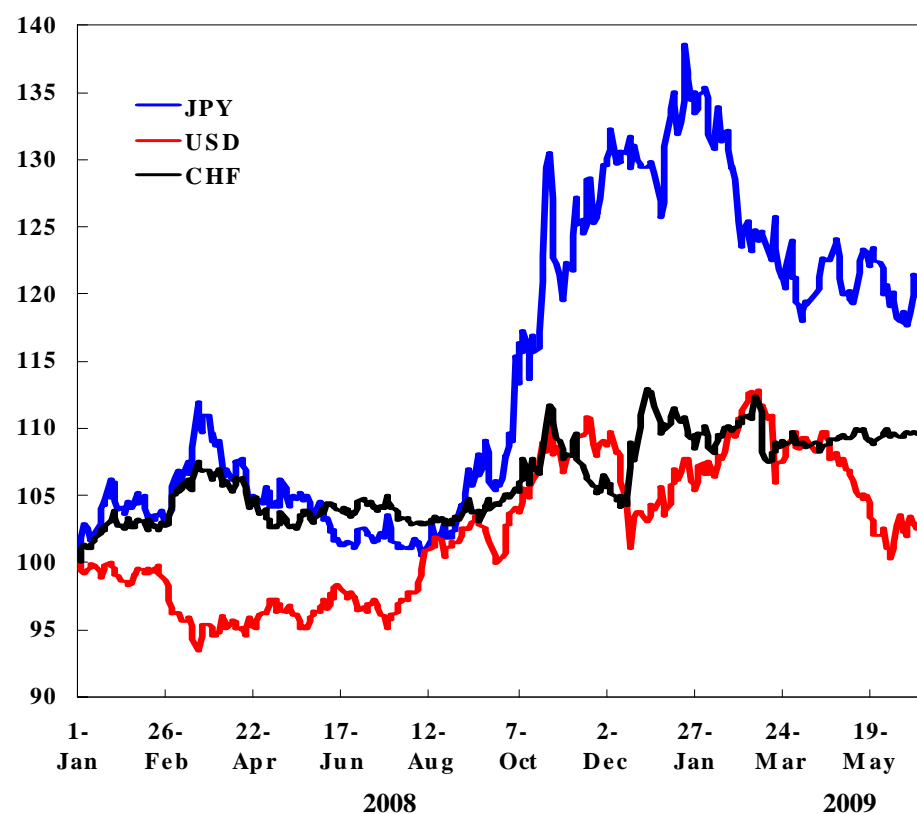
資料:BOE

## ■ 為替市場

主要国の名目実効レート



スイスと米国、日本の名目実効レート

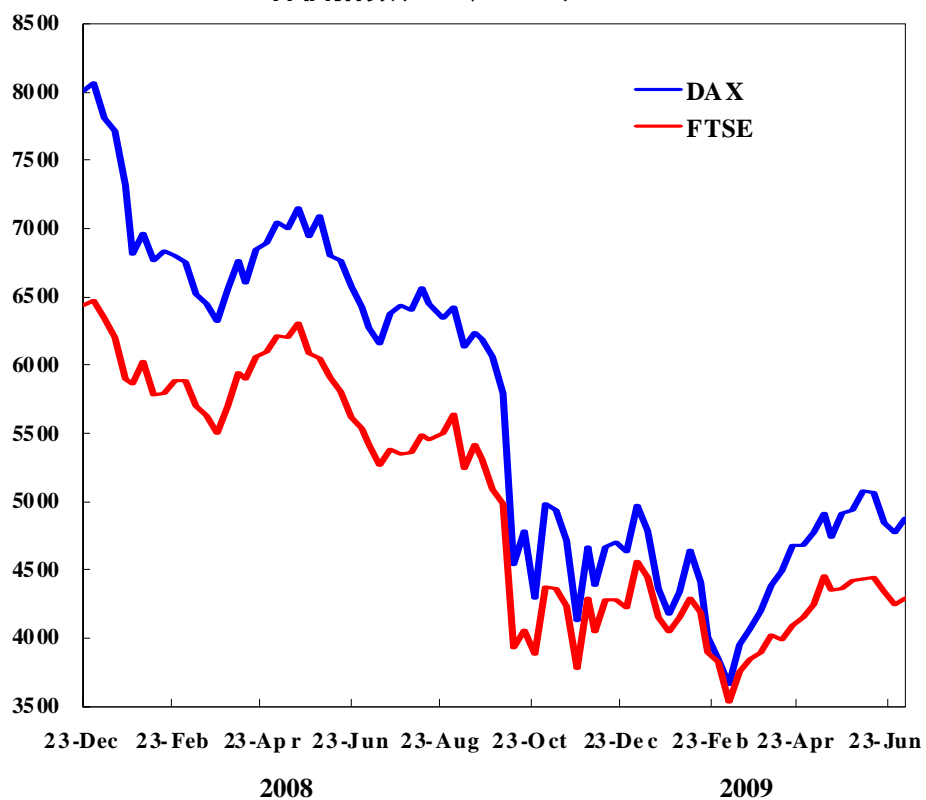


# 1. 欧州金融市場の状況

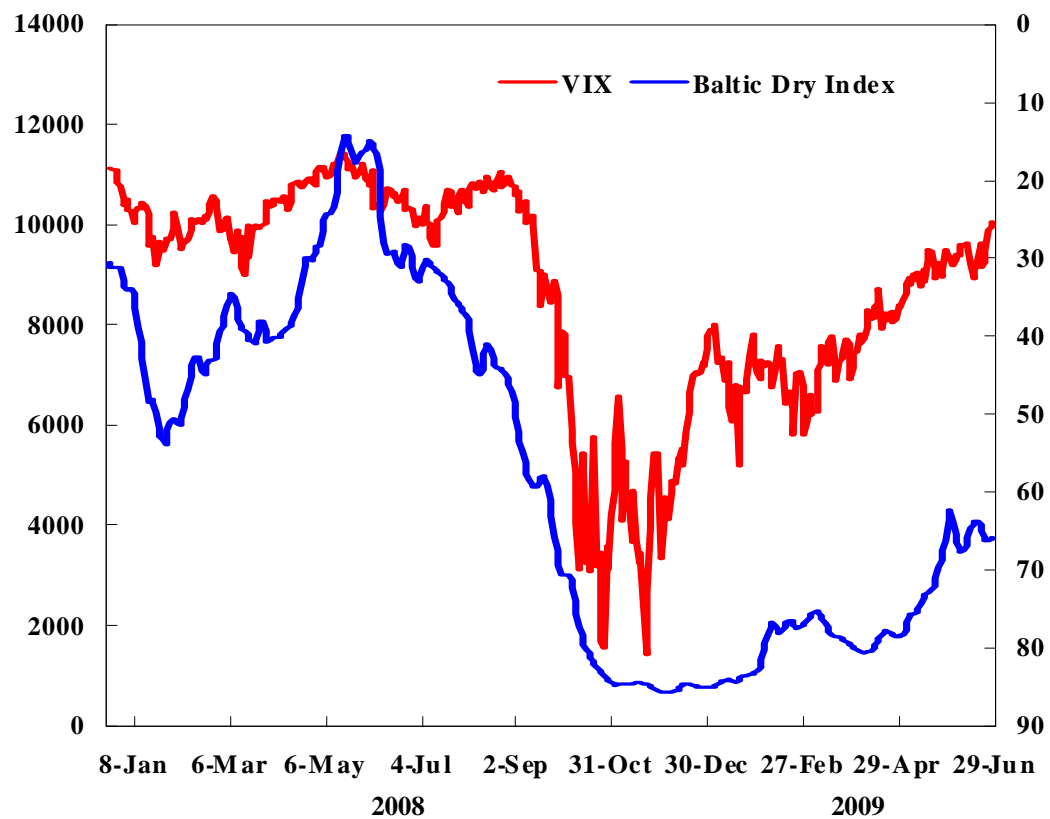
資料: Thomson Reuters

## ■ 株式市場

株価指数(DAX, FTSE)



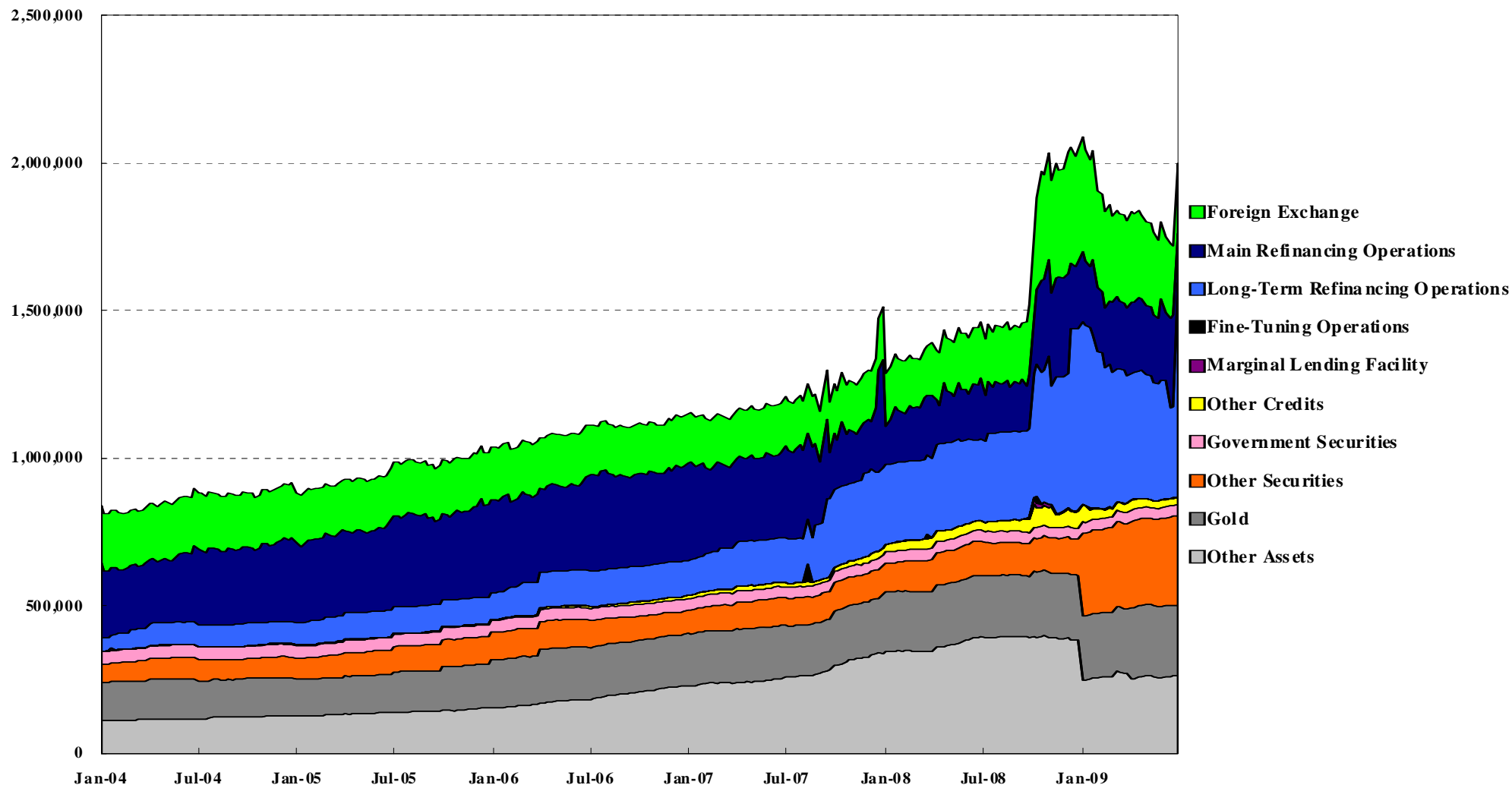
センチメント指標(VIX<逆目盛>、バルチック海運指数)





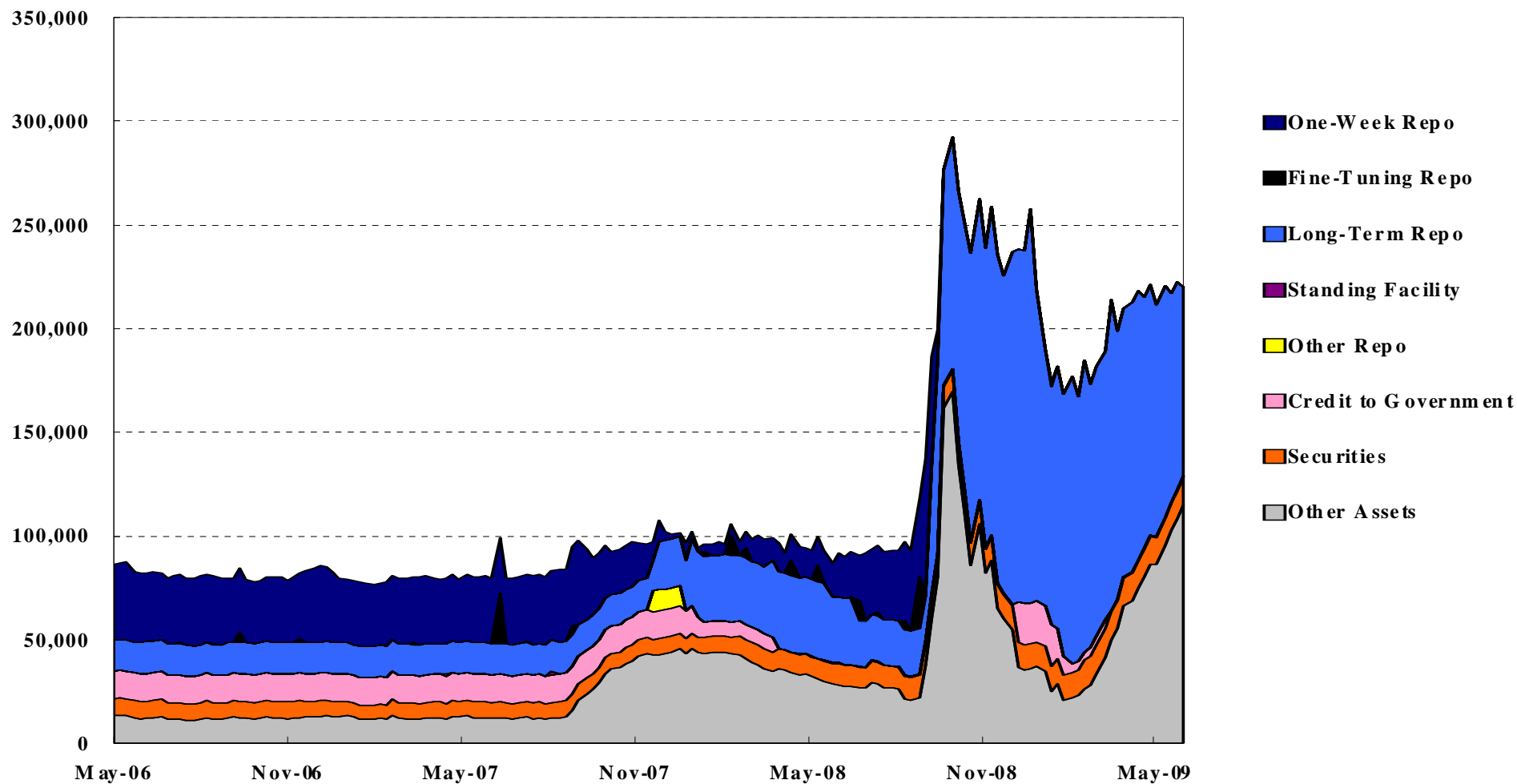
## 2. 政策運営に関する論点 資料: ECB

### ■ ECBのバランスシート (百万ユーロ)



## 2. 政策運営に関する論点 資料:BOE

### ■ BOEのバランスシート (百万ポンド)



## 2. 政策運営に関する論点

### ■ ECBの金融政策：現在までは、銀行システムを通じた波及効果に期待する「伝統的」な発想に立脚

	オペ期間の長期化	流動性供給の強化	その他
Main Refinancing Operation<MRO>	・07年末以降、ストレス時(期末越えなど)には2週間に期間を延長	・08/10月以降は入札で全額を割当て －政策金利での固定レート方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適格担保の拡充(08/10月)</li> <li>－外貨建債券(米英日)の追加</li> <li>－CD(一部)の追加</li> <li>－最低格付のBBB-への引下げ(ABSを除く)</li> </ul>
Supplementary Longer-Term Refinancing Operation<SLTRO>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3ヶ月物として導入(07/8月)</li> <li>・08/3月に6ヶ月物を追加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・08/11月以降は入札で全額を割当て</li> <li>－政策金利での固定レート方式</li> </ul>	
One-Year Long-Term Refinancing Operation<One-year LRO>	・1年物として導入(09/6月)	・入札で全額を割り当て	

#### (参考) BOEによる「伝統的」対応

ターム物オペ(3ヶ月物オペ)		・07/12月以降、実施金額を引上げ	
Special Liquidity Scheme<SLS>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・08/4月に導入(TBの貸出制度)</li> <li>・貸出期間は、当初は11/10月までとされたが、12/1月まで延長</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・実行総額は当初500億ポンド、最終的には1850億ポンドまで増加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・適格担保は、RMBSやABSなどの証券化商品やカバードボンド(いずれもAAA格)等</li> </ul>

## 2. 政策運営に関する論点

- 欧州大陸諸国の場合、国内金融は銀行システムに依存する面が大きいため、「伝統的」なアプローチに合理性が存在

(参考) Trichet総裁の発言

(Speech at Chatham House<4月27日> )

▪ ...there are profound differences in the financial structures...The United States has a primarily market-based financial system; the financial system of the euro area is largely bank-centred...it is natural that their “credit easing” policies mainly target markets for debt securities, whereas our policies of “enhanced credit support” focus on banks.

▪ ...have relied on different channels of transmission...this is justified by the profound differences in the financial and economic structures...In the context of the euro area, guaranteeing steady access to credit for households and companies largely means preserving the viability of the banking system. Banks play such a dominant role in our economy that it was appropriate until now for our non-standard measures to be implemented through the intervention in and with the active participation of the banks.

(Press Conference<6月4日、Q&A session> )

▪ ...(regarding the covered bond purchase) we expect automatic sterilisation. If anything were necessary in order to be fully in line with our monetary policy strategy, we would do it. I don't call what we have decided “quantitative easing”. I would qualify it as further “enhanced credit support”.

- もっとも、欧州の銀行システムが万全でないとなれば、機能回復を急ぐことが重要

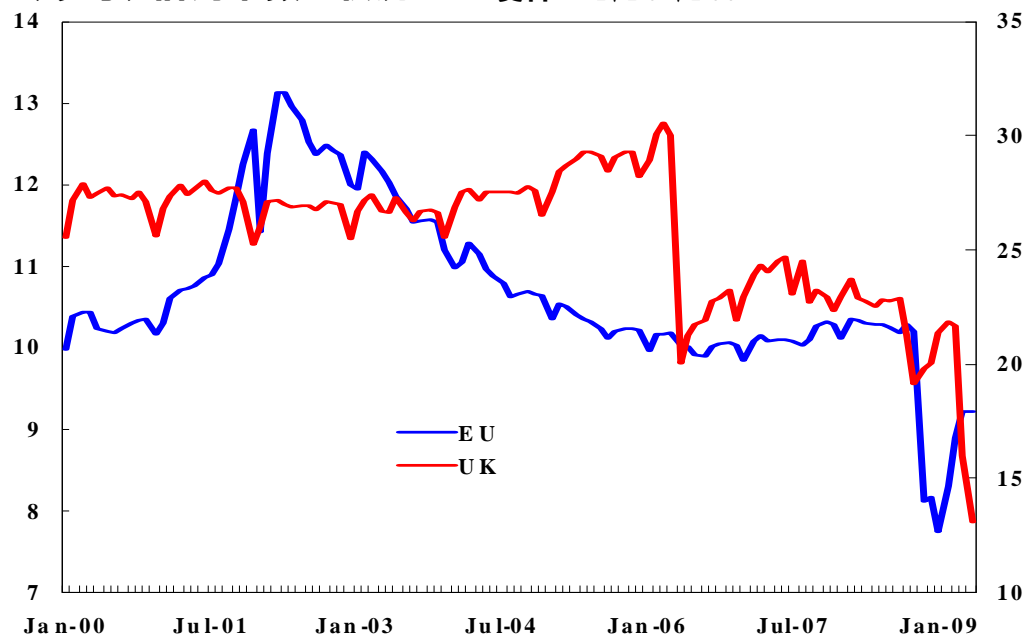
## 2. 政策運営に関する論点

### ■ こうした中で、銀行システムの機能回復の遅延への懸念が存在

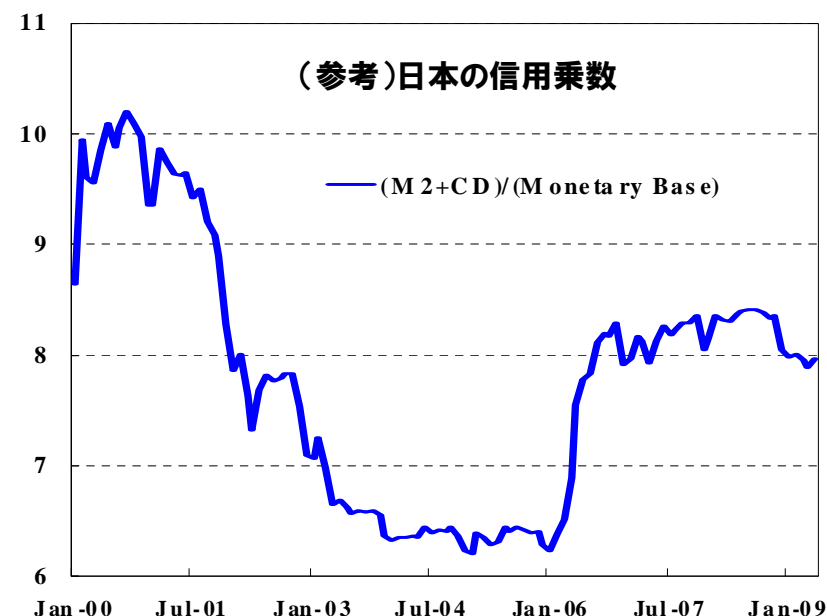
- 市場関係者は、主要金融機関による不良資産処理と増資の動きを歓迎しつつも、銀行システム全体として目立った対応が採られない点を懸念
- 併せて、規制強化を巡る議論が先行しているほか、各国で選挙を前に、①公的資金を活用する対策が難しくなったほか、②貸出増加への圧力が高まっていることも不安視されている

(参考) 信用乗数の状況

資料: ECB, BOE, BOJ



(参考) 日本の信用乗数



## 2. 政策運営に関する論点

### ■ BOEによる資産買入れ(Asset Purchase Facility)

買入れ金額	買入れ期間	対象資産	買入れ方式
<ul style="list-style-type: none"> <li>・09/1月の公表時には750億ポンド</li> <li>・09/5月に500億ポンドが追加され、合計1250億ポンド</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・決められていない</li> <li>－金融市場が安定するまで継続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・09/1月の公表時には民間債務(CP)を主として想定</li> <li>－500億ポンドを民間債務の買入れに充当すると表明</li> <li>・09/3月より国債(ギルト債)と社債を追加</li> <li>－09/5月に増額した500億ポンド分は、大半を国債に充当と表明</li> <li>・CPは3ヶ月以内、A3格以上</li> <li>・社債はBBB格以上</li> <li>－ただし、政府保証付きの銀行社債は条件なし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・BOEのオペ先から購入</li> <li>－新規発行分と既発行分の双方が対象(社債は既発行分のみ)</li> <li>－国債の非競争入札分は、非オペ先(機関投資家等)からの購入も可</li> </ul>

→6月末まで約3ヶ月の間に約1000億ポンドの資金を供給

合計	Gilt	CP	Corporate Bond
990.94億ポンド	963.68億ポンド	19.50億ポンド	7.76億ポンド

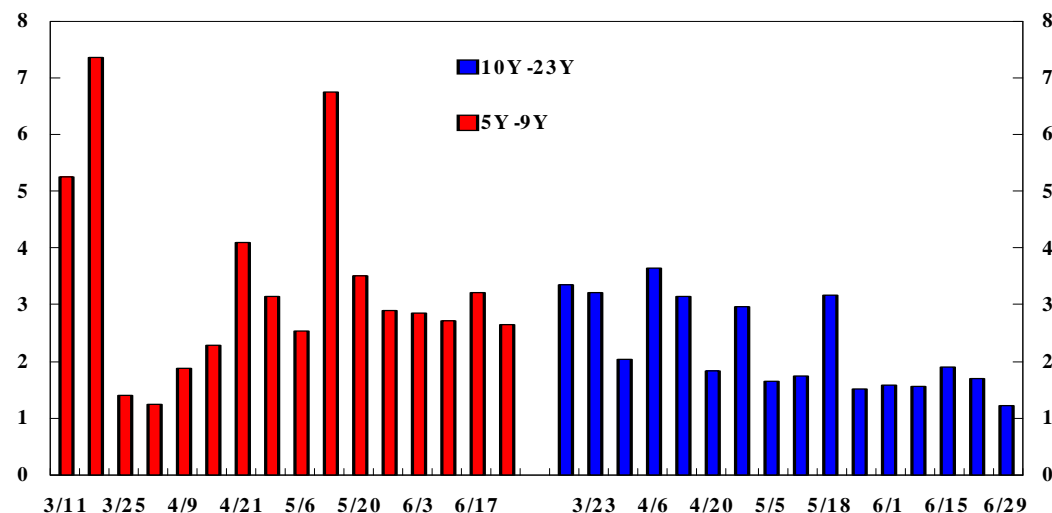
### (参考) ECBの「非伝統的政策」

カバード債券買入れ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・09/5月発表、09/7月～10/6月に実施の予定</li> <li>－買入れ総額600億ユーロ</li> <li>－ECBのオペ先から、新規発行分と既発分の双方を購入</li> <li>－裏付資産は住宅貸付と公的セクター向け債権の双方を含む</li> <li>－ECBの適格担保かつAA格以上に限定</li> </ul>
-----------	---

## 2. 政策運営に関する論点

### ■ 英国の国債買入れに関しては、批判的な見方は強くない印象

(参考) Giltの応札倍率の推移



→理由として考えられる点:

- ① BOEは資産買入れ(国債買入れ)を「量的緩和」の手段として位置づけていること  
—長期金利コントロールとの印象を与えないように配慮した可能性があること
- ② BOEは、英財務省との事前合意に基づいて資産買入れを開始したこと  
—解除の円滑化やBOEにおけるリスク管理に関しても、財務省との協調関係を期待しうるとの印象を与えたこと

## 2. 政策運営に関する論点

(参考) MPC Minutes (March 4-5)

30 The Committee agreed that such purchases were necessary in order to increase nominal spending growth to a rate consistent with meeting the inflation target in the medium term. Such operations were a natural extension of the Committee's usual monetary policy operations...the Committee would instead be focusing more directly on the quantity of money it supplied in exchange for assets held by the private sector.

31 ...Sellers of assets to the Bank would find that their portfolios were now more heavily weighted towards highly liquid, low-yielding assets. To rebalance their portfolios, they would be likely to spend some or all of the proceeds buying other types of asset. This would tend to increase the relative prices of those assets, and hence wealth, and would, by stimulating the demand for corporate credit instruments, improve the supply of funds to the corporate sector...

(参考) King総裁とDarling蔵相の交換書簡(抜粋)

(Darling to King: 1/28日)

- ...I am asking the Bank to set up and operate this facility...including a risk control framework agreed with the Treasury...
- ...The government will indemnify the Bank and the fund especially created by the Bank to implement the facility from any losses arising out of or in connection with the facility.
- ...Having consulted the Bank, I will confirm at each Budget whether I intend to authorize the continued operation of the facility in the following financial year.

(King to Darling: 1/29日)

- ...The Bank will ensure that the operations comply with the terms set out in your letter and the risk standards agreed between the Bank and the Treasury, and will provide Treasury officials with the information necessary for them to monitor the operation and financial performance of the facility.
- ...The Bank will consider the appropriate mechanisms for selling assets, having due regard for the impact of those sales on the prices achieved.



## 2. 政策運営に関する論点

---

### ■ もっとも、英国の国債買入れに関しても、先行きを懸念する声も存在

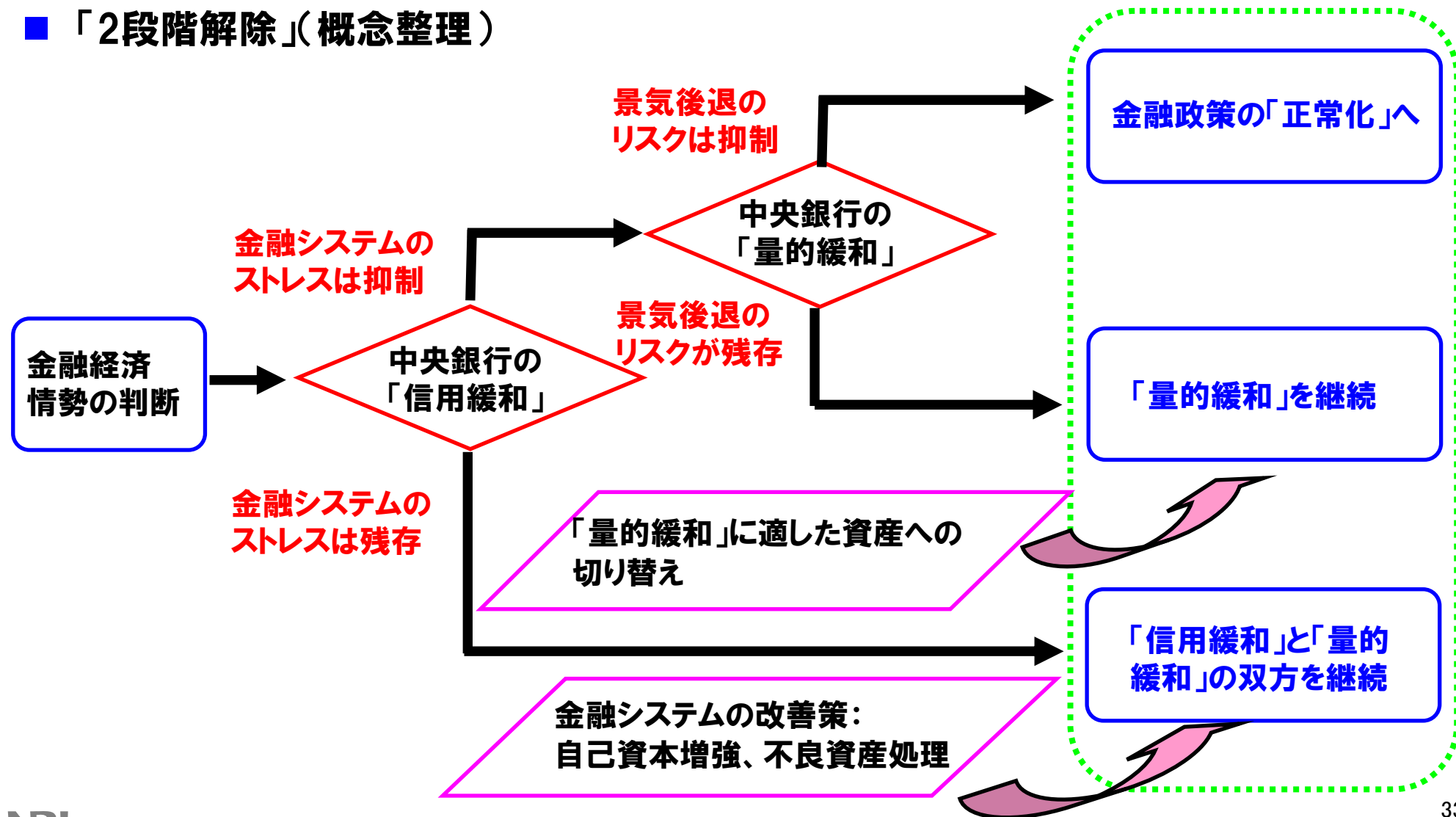
- ① 英政府による財政収支の悪化が顕著であるため、BOEによる国債買入れが、財政規律の弛緩を招くリスクが意識されるリスクが残ること
- ② インフレ率がターゲットレンジの上限(2%)を超えているため、BOEによる国債買入れがインフレ期待を高めるリスクが残ること
  - 景気回復が明確になった段階でも、BOEが国債を売り戻すことが困難となる可能性が存在

→これらの要因によるリスクプレミアムが拡大すれば、長期金利はむしろ上昇するおそれ  
— Giltの場合は、格下げのリスクに加えて、海外投資家の保有比率が高い点も金利上昇リスクを増幅

## 2. 政策運営に関する論点

中央銀行の政策

### ■ 「2段階解除」(概念整理)



## 2. 政策運営に関する論点

### ■ 「2段階解除」の課題

- ① 金融システムの安定と景気回復の頑健さの双方に関する判断
  - －金融システムに起因するフィードバックの影響を含む
- ② 目先のデフレリスクと将来のインフレリスクの双方への対処
  - －インフレリスクが高まった際の、円滑な流動性吸収の可能性
- ③ 「信用緩和」を解除する際の資金供給のあり方
  - －「純粋な量的緩和」に適した手段への円滑なシフト

課題	オプション	留意点
②デフレリスクとインフレリスクのバランス	(解除条件の明示) ・解除条件の明示(事前) ー日本の「量的緩和」におけるCPI基準のようなもの  (資金吸収手段の拡充) ・能動的かつ機動的に活用しうる資金吸収手段の整備 ー日本の売出手形のようなもの	✓ 政策措置を導入した後で解除条件を定めるのは、「時間的非整合性」に近い問題を招く ー現在の政策への信認に影響するおそれ  ✓ 必要な時期までに準備が整うか ー法改正が必要な場合、現実的なハードルは高い
③「信用緩和」から「量的緩和」への転換	(「信用緩和」に係る資産の「オフバランス化」) ・買入れた資産を中央銀行のB/S上から分離 ー政府による一括買入れ(またはレポ)のほか、民間(ないし民間と共同)による買戻しが考えられる  (「量的緩和」の手段の工夫) ・「量的緩和」は、通常のおペ手段を活用して実施	✓ 政府による買入れは、財政赤字の急拡大や公的資金投入に対する強い反発からみて困難 ー民間による買戻しには可能性あり  ✓ 金利リスクを有する国債の扱いは厄介  ✓ ゼロ金利の下では技術的には困難を伴う ーただし、これは政策の必要性が後退したことを意味するため、大きな問題ではない

---

以 上

2009年7月6日

株式会社野村総合研究所  
金融フロンティア事業本部  
金融市場研究室  
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

