

ギリシャ国債の自発的な債務交換とECBの最後の貸し手機能

発表日：2011年6月10日(金)

～資金繰り危機に陥るギリシャの一部銀行をECBは見捨てることできない～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 7日のECB理事会では、インフレリスクに「強い警戒」が必要との文言が復活。次回7月7日の会合では、4月に次ぐ追加利上げが行なわれる方針であることが示唆された。周辺国景気は低迷しているものの、ドイツなど中核国に牽引されユーロ圏全体では順調な景気回復が持続。コア物価の上昇率も高まる方向にある。財政危機による市場の動揺、周辺国景気の低迷、世界的な景気変動の兆し、原油相場のピークアウトも、ECBに利上げ継続を思いとどまらせる理由にはならなかった。
- ◇ 今後も四半期に1回程度の利上げ継続が基本シナリオとなろう。エネルギー価格上昇による物価の押し上げ効果が剥落し、賃上げや価格転嫁の動きが一段と加速しなければ、利上げは2012年前半で打ち止めになると予想する。一方、賃上げや価格転嫁の動きが一段と加速すれば、2012年後半以降も利上げが継続されることになろう。
- ◇ ギリシャへの追加支援での民間投資家の関与を巡っては、ECBとドイツ政府との対立が続いている。ECBは完全に自発的な債務のロールオーバー以外には、クレジット・イベントに該当する可能性がある債務再編や元本のヘアカットなどを一切認めない方針であることを改めて強調。ギリシャ国債がデフォルトに認定された場合、資金供給オペの適格担保から除外する方針であることを示唆。自身が保有するギリシャ国債について、自発的なロールオーバーに応じる考えがないことを表明した。
- ◇ 民間投資家の保有するギリシャ国債の自発的な債務交換が、格付け会社からクレジット・イベントに該当するとされた場合、ECBは資金繰り危機に陥るギリシャの一部銀行をそのまま見捨てることができるのだろうか。金融システムの安定を確保することは中央銀行に求められる責務の1つであり、結局は国債担保とは別の手段で最後の貸し手機能を果たす必要に迫られるのではないだろうか。

■ 「強い警戒」という文言が復活、次回7月会合での利上げ継続を示唆

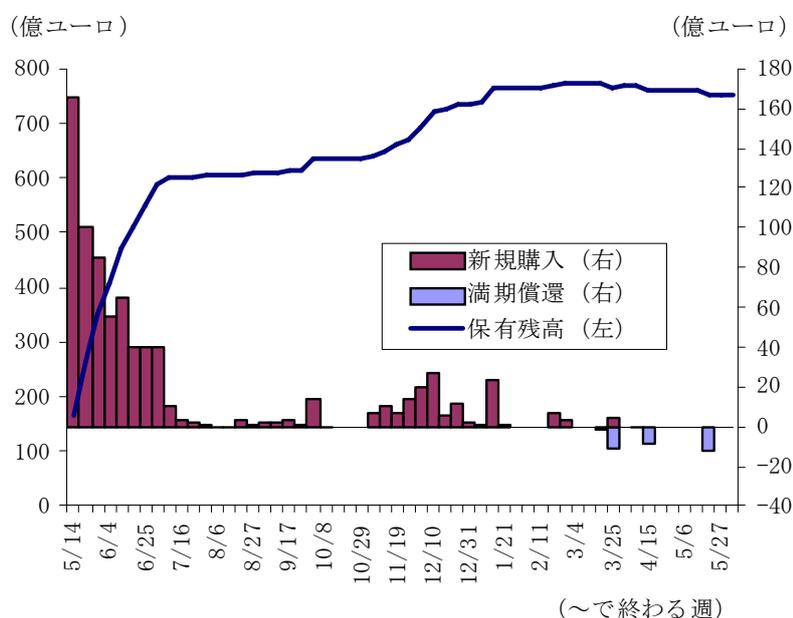
4月に2年9ヶ月振りに利上げを再会したECBは、6月7日の理事会で政策金利を据え置くとともに、物価安定見通しに対するリスクは上向き方向にあると指摘。次回会合での利上げを検討していることを示す「強い警戒」が必要との文言が復活した。7月7日の会合で追加利上げを行なう方針が示された。

財政危機による市場の動揺、周辺国景気の低迷持続、世界的な景気変動の兆し、原油相場のピークアウトも、ECBに利上げ継続を思いとどまらせる理由にはならなかった。賃金が物価に連動して決定され、労働組合による賃金決定の影響力が依然として大きい大陸欧州の国々では、エネルギー価格など需給動向に必ずしも依存しない物価上昇であっても、より広範な物価上昇につながりやすい。既にユーロ圏のコア消費者物価の上昇率が高まる方向にあり、継続的な利上げ実施で物価上昇を抑制する姿勢を示し、家計や

企業のインフレ期待が高まることを防止する狙いがある。周辺国景気の低迷は懸念材料となるが、ドイツなど中核国の好調を支えにユーロ圏全体では順調な景気回復が持続している。経済全体でみても、景気失速懸念が拭い去れない英国や米国が利上げ再開を思いとどまっているのとは事情が異なる。

財政危機による市場の動揺が続くなかでの利上げ継続を不安視する見方もあるが、財政危機の克服は各国の財政当局の責務であり、ECBは潤沢な流動性の供給という形で側面支援を続けるとのスタンスを貫いている。今回の会合では、7-9月期中の資金供給オペの運営方針についても合わせて発表し、これまで同様に1週間物、1ヶ月物、3ヶ月物オペについては、金融機関からの申し出の全額を政策金利と同率で供給する方針を継続する。政策金利の変更と非伝統的な流動性供給策とでは、前者が物価安定の確保に対し、後者が金融市場の機能不全に対処することであり、政策目標が異なる。したがって、利上げと出口戦略の判断は別物という二元論を展開している。一方、昨年5月に開始した証券市場プログラム（SMP）は、過去数ヶ月は新規買い入れを打ち切っており、事実上停止状態にある（図表1）。

（図表1）証券市場プログラムによるECBの国債購入額



出所：European Central Bank

■ 7月以降も四半期に1回程度の利上げペースが続くのか？

4月の利上げ再開から3ヶ月後の7月会合での利上げの可能性が濃厚となったが、このことは先行きの利上げサイクルが3ヶ月置きとなることを意味するのだろうか。この点について問われたトリシェ総裁は「ECBが政策変更を事前に約束することはない」と回答。利上げペースに関して何らかの指針を示すことで先行きの政策判断が縛られることを嫌った。財・労働需給の逼迫度合いや物価の上昇圧力は今のところ軽微で、四半期に1回程度の比較的穏便な利上げペースがひとまずの基本路線となろう。

但し、四半期毎に公表するECBスタッフの経済見通しでは、2011年の景気・物価見通しが前回から引き上げられた一方で、2012年の見通しが引き下げられた（図表2）。4-6月期入り後の内外の各種指標に見られる世界的な景気変調の兆しや5月初旬以降の原油相場のピークアウトを受け、ECBの先行きの景気・物価判断はやや慎重化している。10月の利上げを判断する9月初めの時点で、さらなる景気減速の兆しやエネルギー価格の沈静化の動きが広がっていれば、10月会合での利上げ継続を見送る可能性も出てこ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

よう。ちなみに、10月の政策理事会は10月末に退任するトリシェ総裁にとって最後の会合となる。次期総裁に内定しているドラギ氏が就任直後の利上げ継続でタカ派姿勢を演出することを望むのならば、7月会合の次の利上げは10月ではなく、11月の会合になる可能性もある。

足許の景気変動や原油相場の軟化が、世界的な景気の二番底を意味する訳でない場合、ECBは年明け以降も利上げを継続することになるろう。エネルギー価格による前年比でみた表面物価への押し上げ圧力は少なくとも来年前半にかけて継続する公算が大きい。2011年中の物価上昇が賃上げ交渉で反映されるのは2012年以降になると考えられるためだ。エネルギー価格による表面物価への押し上げ効果が剥落し、賃上げや価格転嫁の動きが一段と加速しなければ、利上げは2012年前半で打ち止めとなる可能性がある。一方、賃上げや価格転嫁の動きが加速すれば、2012年後半以降も利上げが継続されることになるろう。

(図表2) ECBスタッフによる経済見通しの新旧比較

		2011年		2012年	
		今回(3月)	前回(3月)	今回(3月)	前回(3月)
実質GDP成長率	レンジ	+1.5~+2.3%	+1.3~+2.1%	+0.6~+2.8%	+0.8~+2.8%
	中央値	+1.9%	+1.7%	+1.7%	+1.8%
統一基準CPI	レンジ	+2.5~+2.7%	+2.0~+2.6%	+1.1~+2.3%	+1.0~+2.4%
	中央値	+2.6%	+2.3%	+1.7%	+1.7%

注：中央値は予想レンジの分布が中央値を中心に左右対称と仮定した場合。

出所：European Central Bank

■ 国債のロールオーバーを巡ってECBと欧州各国政府の対立が続く

ギリシャの追加支援策を巡って、欧州各国政府は民間投資家の自発的な関与を求める方向に傾いている。一部報道によれば、EUとIMFは2012-14年中のギリシャの資金不足が約1,700億ユーロに上ると試算し、そのうちの約570億ユーロを昨年合意した救済策の未実施分で、約300億ユーロを国有資産の売却収入で、約300億ユーロを国債保有者によるロールオーバーで捻出するとし、残りの約450億ユーロを追加融資で賄うことを検討しているとのこと。だが、ドイツのショイブレ財務相がギリシャ国債の償還期限を7年延長する債務交換の実施を提案するなど、更に踏み込んだ積極関与を求めている一方、ECBは民間投資家のロールオーバーに慎重姿勢を崩していない。

トリシェ総裁は会合後の記者会見で、完全に自発的な国債のロールオーバー以外には、クレジット・イベントに該当する可能性がある債務再編や元本のへアカットなどを一切認めない方針であることを改めて強調した。また、仮に民間投資家の関与が格付け会社によって選択的デフォルトに該当するとされた場合、ECBは資金供給オペの適格担保からギリシャ国債を除外する方針であることを繰り返した。デフォルト格付けとなったギリシャ国債をオペの担保として受け入れることは、中央銀行の保有資産の劣化を意味し、通貨の信認を守る観点から許容できないと考えている訳だ。その場合、ギリシャ国債を担保にしたECBの流動性供給オペに依存している一部のギリシャの銀行が資金調達術を失うことになる。

ECB自身は、保有するギリシャ国債について、自発的なロールオーバーに応じる考えがないことも明らかにした。ECBが昨年5月以降、証券市場プログラムを通じて購入したギリシャ国債の多くは中期債とみられ、3・4年以内には相当額が満期償還を迎える可能性が高い。だが、ECBが保有するギリシャ国債の自発的なロールオーバーに応じれば、この先10年程度はギリシャ国債を保有し続けることになり、将来的な債務再編のリスクから自らを切り離すことが出来なくなる。

ECBは民間投資家による国債のロールオーバーが完全に自発的なものであれば許容する方針であることを認めたが、大手格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスの担当者は同日、「現在の状況

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

下で民間投資家による真に自発的な関与と言うのは想像できない」と発言。政府の考える自発的関与を求める枠組みが、クレジット・イベントと看做される可能性があることを示唆している。

欧州の各国政府は23・24日のEU首脳会合でのギリシャ救済策の取りまとめに向けて議論を急いでいる。報道によれば、8日にはユーロ圏各国の財務相が電話会談を実施し、元本のヘアカットを除外したソフトな債務再編の仕組み作りを行なう作業部会の設置で合意したとされる。ギリシャ政府は9日、追加の財政措置と民営化の加速案を盛り込んだ中期財政計画を閣議決定し、今月中の議会での採決を目指している。

最良のシナリオは、ECBが受け入れ可能となる完全に自発的な債務交換が行なわれ、それを格付け機関がクレジットイベントに該当しないと判断すること。そうした妙案の具体像は現段階では明らかでない。仮にECBや格付け会社の警告を無視して、各国政府がギリシャの追加支援策での民間投資家の関与を求めた場合はどうなるのだろうか。格付け会社は表向きは自発的と銘打っていても、事実上は半強制的な債務交換であると看做し、ギリシャ国債にデフォルトの烙印を押すことになろう。それを受けて、ECBはギリシャ国債を資金供給オペの適格担保から除外することになる。ここまではシナリオ通りだ。だが、資金繰り危機に陥ったギリシャの一部銀行をECBがそのまま見捨てることが出来るのだろうか。金融システムの安定を確保することは中央銀行に求められる責務の1つであり、ECBは結局のところ、国債担保とは別の手段で最後の貸し手機能を果たす必要に迫られるのではないだろうか。

以上