

## ECBは国債購入と資金供給オペの拡充を再開

発表日：2011年8月5日(金)

～政策二元論を覆す可能性のあるスペインやイタリアへの危機波及懸念～

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

- ◇ ECBは資金供給オペの拡充と国債購入の再開を決断した。財政危機がスペインやイタリアに飛び火する懸念が高まるなか、銀行の資金調達難の解消と国債市場での緊張緩和を促す狙いがある。ただ、購入対象は危機波及が懸念されるスペインやイタリアの国債ではなく、金額も小規模にとどまる。実際上の効果よりも、ECBが必要に応じて国債購入措置を実施する準備があることを示すアナウンスメント効果に主眼が置かれているようだ。
- ◇ 今回ECBが国債購入の再開を決断したことに加え、財政危機の波及懸念の高まりと金融市場での動揺の広がり、世界的な景気減速懸念の台頭、消費者物価の上昇一服などの足許の環境変化を受けて、市場ではECBの追加利上げ観測が後退し、ユーロ安が加速している。ただ、声明文では、「金融政策スタンスは緩和的な状況にある」、「物価見直しには上振れリスクがある」との判断を維持しており、今のところECBは追加利上げの可能性を排除していない。
- ◇ ECBはこれまで政策金利の変更と非伝統的な金融政策とは別個の判断に基づくものであるとの二元論を展開してきた。こうした二元論は財政危機が实体经济にネガティブ・フィードバックを引き起こさない限りにおいて成立する。スペインやイタリアへの危機波及が現実のものとなれば、こうした仮定が崩れ、追加利上げどころではなくなる。財政危機の波及を食い止めることが出来るか、今後数週間のEUの政策対応に注目が集まる。

### ■ ECBは出口戦略を中断し、資金供給オペの拡充と国債購入の再開を決断

ECBは4日の政策理事会で政策金利の据え置きを決定した一方、昨年5月を最後に新規供給を打ち切った固定金利・非入札方式による6ヶ月物資金の無制限供給オペを再開する方針と、今年の3月以降中断していた流通市場での国債購入措置（証券市場プログラム：SMP）を同日中に再開したことを示唆した。また、10-12月期の1週間物・1ヶ月物・3ヶ月物オペの運営方針についても、9月会合で予定されていた発表タイミングを1ヶ月前倒しし、少なくとも年末までは現行の固定金利・非入札方式による無制限の資金供給を続けることを明らかにした。

こうした措置は、財政危機がスペインやイタリアに飛び火する懸念が高まるなか、財政不安国を中心に広がる域内銀行の資金調達難の解消と国債市場での緊張緩和を促す狙いがある。但し、同日実施された国債購入の規模は小額で、購入対象も足許で金利上昇が懸念されるスペインやイタリア国債ではなく、既に財政救済下にあるアイルランドとポルトガルにとどまった模様だ（購入対象は発表されないが、購入規模は翌週月曜日に発表される）。

スペインやイタリア国債の購入に即座に踏み切れば、ECBが事態を相当深刻に考えていると受け止められ、結果的に市場の不安心理を増幅しかねないとの判断が働いた可能性がある。また、実際上の効果よりも、アナウンスメント効果に主眼が置かれている模様だ。ギリシャの二次救済を決定した7月21日のユーロ圏の首脳合意で、EFSFによる流通市場での国債購入に道が開かれたが、①その後もECBによる国債購入スキームが終わった訳ではないこと、②金融市場での緊張が高まれば機動的に対処する準備があること、を市場に知らしめる狙いがあったと考えられる。

EFSFの機能強化策は現段階では首脳レベルでの合意に過ぎず、実際の効力発生には9～10月に予定されるユーロ圏各国の議会の承認作業が必要となる。つまり、現時点で市場の緊張緩和に柔軟に対処できるのは、ECB以外にいなかった訳だ。しかも、各国の承認を経て国債購入の役割がECBからEFSFに引き継がれた後も、EFSFによる国債購入は、ECBとユーロ圏の全ての国が危機波及防止に必要と判断した場合に限って認められる。ユーロ圏各国政府が拒否権を持つことで、機動的な対応が出来なくなる恐れもあり、ECBには最後の切り札として国債購入プログラムを制度として存続しておく必要がある。

### ■ スペインやイタリアへの危機波及が現実となれば、追加利上げどころではない

4月に約3年振りとなる利上げを開始したECBは7月に追加利上げを実施。筆者もこれまで、3ヶ月に1回程度のペースでの利上げを想定し、10月に追加利上げが行なわれると考えていた。だが、今回ECBが国債購入の再開と流動性供給オペの拡充という非伝統的な金融政策に回帰したことに加え、財政危機の波及懸念の高まりと金融市場での動揺の広がり、世界的な景気減速懸念の台頭、消費者物価の一段の上昇加速に歯止めが掛かっているなどの足許の環境変化を受けて、市場ではECBの追加利上げ観測が急速に後退し、ユーロ安が加速している。

ただ、今のところECBは追加利上げの可能性を排除していない。理事会後の記者会見の声明文では、「金融政策スタンスが緩和的な状況にある」、「中期的な物価見通しには上振れリスクがある」など、前月までの判断を踏襲。景気の不確実性に関するトーンが若干強まった（「景気の不確実性が増している」→「景気の不確実性がとりわけ高い」）点を除けば、物価上振れへの警戒姿勢を崩していない。

ECBはこれまで政策金利の変更と非伝統的な金融政策とは別個の判断に基づくものであるとの二元論を展開してきた。こうした二元論は財政危機が実体経済にネガティブ・フィードバックを引き起こさない限りにおいて成立する。だが、スペインやイタリアへの危機波及が現実のものとなれば、こうした仮定が崩れる。また、世界的な景気減速懸念がソフトパッチに終わるのか、それとも二番底に陥るのか。そして、ユーロ圏経済が世界景気の減速からデカップリングできるのかも、金融政策判断に大きな影響を及ぼす。

こうした疑問について、今回の会合時点でECBは明確な回答を持ち合わせていないようだ。財政危機の波及を食い止めることが出来るかは、今後数週間のEUの政策対応が鍵となる。景気判断については、次回9月会合でのECBスタッフの景気・物価見通しが1つの材料を提供しよう。

以上