EU Trends

ＥＣＢはイタリア国債の購入を開始

発表日：2011年8月8日（月）

～段階的な利上げ姿勢から様子見に転じることを意味する～

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

◇ 米国債格下げによるリスク回避姿勢の高まりと世界的な株安、イタリア政府による財政健全化の計画前倒しと憲法規定化の決定を受け、ＥＣＢは近くイタリア国債の購入に踏み切る方針。スペイン政府の追加対応次第で、スペイン国債の購入も開始する可能性がある。ＥＦＳＦが流通市場での国債購入を開始するには、９月に予想される各国議会での承認作業が必要。現時点で財政危機のイタリアやスペインへの波及リスクを封じ込めることが出来るプレーヤーはＥＣＢ以外にいない。

◇ だが、イタリアとスペインの国債市場の規模は、過去にＥＣＢが国債を購入したギリシャ、アイルランド、ポルトガルとは桁違いに大きく、利回りを持続的に押し下げることは困難と見られる。イタリアとスペインの両国政府やＥＵの政策当局は市場の不安心理を封じ込めるために必要な追加措置の導入に追い込まれよう。当面はＥＣＢによる国債購入を通じて、財政危機の瀬戸際でのコントロールを続けることが求められる。

◇ 財政危機がイタリアやスペインに波及すれば、実体経済への影響も無視できない。ＥＣＢが両国の国債市場の安定に深くコミットする必要性が増した現在、アクセル（流動性供給）とブレーキ（利上げ）を同時に踏むことは難しくなった。ＥＣＢはこれまでの段階的な利上げ姿勢を改め、財政危機がイタリア・スペインに波及する懸念が一服するまでは、様子見に転じると予想する。

■ ＥＣＢは危機波及を食い止めるためイタリア国債の購入に踏み切る模様

８日未明のＧ７財務相・中銀総裁の緊急電話会議で金融市場安定と流動性確保の協調対応を確認したことに加えて、ＥＣＢも同日、イタリアやスペインへの財政危機の波及懸念を協議し、証券市場プログラム（ＳＭＰ）を通じた流通市場での両国債の購入を近く開始する方針を固めた模様だ。７日にＥＣＢが公表した声明では、①イタリア・スペイン両国の財政・構造改革での取り組みを歓迎、速やかな実行を求める、②ユーロ圏の各国政府が約束した財政計画を達成し、経済の成長余力を高めることが重要、③７月21日のＥＵ首脳会議での合意事項の早期実施が重要で、９月末までの合意実施を求めるドイツとフランス首脳の共同声明を歓迎、④金融安定化に必要と判断した場合、ＥＦＳＦによる流通市場での国債購入を実行可能にすることが重要、⑤上記判断に基づき、ＥＣＢは国債購入プログラムを積極的に活用する方針、を明らかにした。

声明は国債購入の対象を示唆したものではないが、イタリア・スペインの改革への取り組みを冒頭で指摘したことからも、両国の国債利回りの上昇を念頭に置いたことは明らかだ。市場の緊張緩和を目指し、ＥＣＢは先週末に約４ヶ月振りとなる国債購入を再開済み。だが、買い入れ対象は懸案のイタリアやスペインではなく、既に財政支援下にあるポルトガルとアイルランドに限られ、市場では失望が広がっていた。

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。

折りしも米国債の格下げによる市場でのリスク回避姿勢の高まりも重なり、世界的な株安が進行。ＥＣＢもイタリアやスペインの国債購入に踏み切ることが市場安定化に不可欠と判断した。これに先駆け、イタリア政府は財政赤字削減の基準達成年を当初計画の2014年から2013年に１年前倒しする方針に改め、財政均衡化を憲法上の規定に盛り込むことを約束。ＥＣＢが国債購入の条件とする各国の財政再建・構造改革での追加方針を明らかにしたことも、国債購入の開始を可能にした。但し、スペインについては６日にゴンサレスパラモ理事が財政再建・労働市場改革の強化の必要性を訴えており、国債購入を条件にさらなる取り組みを求められる可能性がある。

■ **段階的な利上げ姿勢を改め、危機波及懸念が収まるまでは様子見に転じる公算が大きい**

問題はイタリアとスペインの国債市場の規模は、過去にＥＣＢが国債を購入したギリシャ、アイルランド、ポルトガルとは桁違いに大きく、ＥＣＢの国債購入が需給環境に与える影響が限定的と見られる点。市場規模の小さい３ヶ国でさえも、購入直後こそ利回りは低下したが、長続きはしなかった。ＥＣＢには両国の国債市場を支えるだけの大規模な国債購入に踏み切る資本バッファーがなく、市場マインドを浮揚させる起爆剤となることは望むべくもない。だが、７月21日の首脳会議で合意したＥＦＳＦによる流通市場での国債購入を開始するためには、９月中に予定される各国議会での承認作業が必要となる。現時点で国債市場の不安増幅を抑えることが出来るのはＥＣＢ以外にいないのが実情だ。そのため、イタリアとスペインの両国政府は市場の不安心理を封じ込めるために必要な追加措置の導入に追い込まれ、ＥＵの政策当局はＥＦＳＦの融資機能の一段の拡充などを検討するとみられる。それでも、イタリアやスペインへの危機波及懸念は燻り続けよう。したがって、当面はＥＣＢによる国債購入を通じて、財政危機の瀬戸際でのコントロールを続けることが求められる。

こうしたシナリオがＥＣＢの金融政策に与えるインプリケーションは、政策金利の変更と非伝統的な流動性供給策とは政策目標が異なるとの二元論がもはや通用しなくなることだ。ユーロ圏内で比較的経済規模も小さく、金融機関の与信残高も限られた３ヶ国であれば、財政危機がユーロ圏全体の実体経済に与える影響も限られ、ユーロ圏全体の物価上昇リスクに応じて利上げを続ける一方、個別国・個別銀行に対しては潤沢な流動性供給を続けるとの対応が可能であった。だが、財政危機がイタリアやスペインに波及すれば、実体経済への影響は無視できない。ＥＣＢが両国の国債市場の安定に深くコミットする必要性が増した現在、アクセル（流動性供給）とブレーキ（利上げ）を同時に踏むことは難しくなったと言えよう。加えて、財政危機による金融市場の動揺や銀行の資本悪化が実体経済を下押しすること、海外景気の減速懸念や財政危機の深刻化を受けて足許で企業マインドが一段と慎重化していることから、年後半の景気回復ペースは当初想定を下回る公算が高まっている。したがって、当社ではＥＣＢがこれまでの段階的な利上げ姿勢を改め、財政危機がイタリア・スペインに波及する懸念が一服するまでは、様子見に転じると予想する。両国への危機封じ込めに成功するかは政策対応次第だが、ＥＣＢの国債購入が支えとなるなか、今回の様にいよいよ危機波及が現実味を帯びる段階では当局からの政策対応が予想され、システミックな金融危機に発展する事態はどうにか避けられると考えている。

以上

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。