

ユーロ防衛に必要なあらゆる措置とは？

発表日：2012年7月27日(金)

～ドラギECB総裁は国債購入の再開を示唆～

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

- ◇ ドラギECB総裁は25日、証券市場プログラムに基づき、スペインなど高利回り国債の購入を再開する可能性を示唆した。国債市場の緊張をそのまま放置するのが危険と判断。ESMの始動がずれ込み、救済基金の火力不足の早期解消が難しいうえ、EFSFによる国債購入開始が手続きに時間を要するため、すぐに動けるのはECB以外にはいなかった。夏場の薄商いで政策効果を発揮しやすいとの判断も働いた可能性がある。
- ◇ 国債購入の再開は時間稼ぎに過ぎず、その効果にも限界がある。ただ、前日にノボトニー・オーストリア中銀総裁がESMの銀行免許の付与の可能性を示唆。口先介入の効果が完全に消失する前に、ドラギ総裁が“二の矢”を放ったことで、実際の“矢”の威力以上の市場インパクトを発揮した。
- ◇ 政策効果をさらに高める方法として、例えばECBの国債購入開始とともに、EFSF/ESMも国債購入を開始することが考えられる。流通市場でECBが国債購入を継続することで国債利回りの低下を促し、発行市場ではEFSF/ESMが発行額の50%を上限に国債を購入することで入札失敗のリスクを軽減する。発行・流通市場の双方で国債購入することで相乗効果も期待でき、火力不足への不安感も幾分後退する。
- ◇ ECBやEFSF/ESMの国債購入による時間稼ぎが限界に達した際には、ESMへの銀行免許の付与が検討されることになるだろう。但し、事実上のECBによる財政救済の領域に踏み込む恐れがある銀行免許の付与には、一部の国から反対意見が出ることは確実だ。ECBが柔軟姿勢に転じたとしても、実現までのハードルは引き続き高い。

■ ドラギ発言の真意はSMPに基づく高利回り国債の購入再開

7月25日にECBの政策委員会メンバーであるノボトニー・オーストリア中銀総裁が、「恒久的な財政救済基金である欧州安定化メカニズム（ESM）に銀行免許を与えることを支持する論拠がある」と言及したのに続き、26日にはドラギECB総裁が「ユーロ防衛に必要なあらゆる措置をとる準備がある」と発言した。8月2日にECB理事会を控えるなか、金融市場ではECBの政策対応への期待が膨らんでいる。では、ECBが念頭に置く政策アクションとは一体何であろうか。

ドラギ総裁の発言を改めて確認すると、「国債利回りの上昇が金融政策の伝達経路を阻害している限り、ECBはその責務の範囲で、ユーロ防衛に必要なあらゆる措置をとる準備がある。信じて欲しい、それは十分なものになるだろう。」と述べている。この文言からドラギ総裁が念頭に置いているのは、証券市場プログラム（SMP）に基づく流通市場でのスペインやイタリアなど高利回り国債の購入再開であること

が分かる。「その責務の範囲で」という文言からは、これが量的緩和やE S Mへの銀行免許付与と言った既存の政策フレームワークを超えた対応が出てくる訳ではないことが示唆される。「国債利回りの上昇」や「金融政策の伝達経路の阻害」という文言からは、これが銀行間取引市場の緊張緩和を政策論拠とするL T R Oではなく、国債市場での機能不全を政策論拠とするS M Pであることが示唆される。

ノボトニー発言は国債市場の緊張緩和を狙った口先介入とみられるが、“一の矢”の効果が完全に消失する前に、ドラギ総裁が“二の矢”を放ったことで、市場へのインパクトは実際の“矢”の威力よりも大きくなったと言える。

■ 先には動かないと思われていたE C Bの決断

E C Bは昨年8月にスペイン・イタリア国債の購入を開始したが、年明け以降は事実上休眠状態が続いている。国債購入の開始直後こそ両国の国債利回りが低下に転じたものの、1・2ヶ月が経過した後は利回り上昇が再び鮮明となった。利回りの上昇抑制が短命に終わったのは、E C Bの国債購入開始を受け、イタリアやスペインの政策当局による問題解決への危機感が薄れ、財政再建や構造改革の実行機運が後退したことが一因だ。E C Bは安易に手を差し伸べることが問題解決に向けた各国の対応の後退を招くとの反省に立ち、昨年12月と今年2月のL T R O開始にあたっては、欧州の各国政府に対して財政規律を強化する「財政協定」での事前行動を促した。最近のE C B関係者の発言からは、欧州金融安定基金(E F S F)やE S Mに国債購入の仕組みが整っている現在、国債市場安定化での主導的な役割を果たすのはE C Bではないとの趣旨のものが目立つ。では、今回のドラギ発言は、E C Bのこうした行動原理に何らかの変化が現れたことを意味するのだろうか。

E C Bが政策対応の可能性を示唆したのは、スペインの国債市場での緊張が制御不能な状況に陥る危険性が高まるなか、E C B以外に迅速に動けるプレーヤーが不在であるとの判断が働いた模様だ。ドイツの憲法裁判所からの“待った”が掛かり、7月に予定されたE S Mの始動が9月以降にずれ込んだことで、欧州自前の救済基金の火力不足を早期に解消することはできない。E F S Fが国債購入を開始することは現状でも可能だが、その実現にはスペインやイタリア政府からの求めに応じ、コンディショナリティーなどを設定した覚書を交わし、ユーロ圏各国の経済・財務相の総意と、ドイツやフィンランドなどの議会承認が必要となる。議会も政治家も夏季休暇のこの時期にE Uサイドからどこまで迅速な政策対応が期待できるかも未知数だ。このまま市場の緊張を放置すれば、いよいよ危険な状況に陥りかねないとの判断が働いた模様だ。その意味でE C Bは自身がユーロ防衛の“最後の砦”であることを自覚している。これは先行き、救済基金の火力不足が再び問題視される際、E C Bが柔軟な政策運営を認める可能性があることを示唆しており、E S Mへの銀行免許付与など“ウルトラC”の実現に対する市場の期待をつなぎ止めることにもつながる。

また、夏場の薄商いのこの時期であれば、E C Bによる口先介入や実際の国債購入開始で、国債利回りの上昇抑制にそれなりの効果が得られるとの読みもあったのだろう。ただ、E C BがE Uや欧州各国政府の何らかの政策対応を促すことなく、進んで国債購入の再開に踏み切ったとも考えにくい。恐らく水面下では、国債購入と引き換えに、問題解決の前進につながる政策対応の言質を取っている可能性がある。それが、銀行監督の一元化の早期実現であるのか、E C Bと合わせたE F S F/E S Mによる国債購入開始であるのか、政治統合や財政統合に向けた何からの布石であるのかは、今のところ分からない。

■ E F S F/E S Mによる国債効果との合わせ技で政策効果を高めることも

無論、E C Bが実際に国債購入を開始したとしても、その効果の持続性には疑問が残る。その意味でE

ECBの行動はこれまで同様に時間稼ぎに過ぎない。ただ、時間稼ぎの効果を高める方法として、例えばECBの国債購入開始とともに、EFSFや始動後のESMも国債購入を開始する可能性がある。すでに様々なメディアで、EFSFが国債購入の開始を準備しているとの報道がリークされている。その場合、流通市場でECBが国債購入を継続することで国債利回りの低下を促すとともに、発行市場ではEFSF/ESMが発行額の50%を上限に国債を購入することで入札失敗のリスクを軽減するとの役割分担が最も効果的であろう。発行・流通市場の双方で国債を購入すれば相乗効果も期待でき（流通市場の利回り低下に応じて発行市場の利回りも低下）、火力不足への不安感を幾分弱めることにもなる。

こうした政策効果が尽きた後に、いよいよESMによる銀行免許付与が検討される。銀行免許が付与されれば、ESMはECBの資金供給オペの対象となる。購入した高利回り国債を担保にECBからは無尽蔵の借り入れが可能となり（ECBの資金供給オペは現在、緊急時の対応として、事前に決められた入札額ではなく、銀行が求める全額を提供している）、安全網の火力不足への不安は一掃される。なお、銀行免許付与の議論はまだ煮詰まる段階にはないが、注意が必要な点としては、①銀行免許の付与が認められる可能性があるのは銀行に近い資本形態を有するESMで、既存のEFSFに認められる可能性は低い（ノボトニー発言が目先の対応を示唆している訳ではない）、②銀行免許を付与されたからと言って、ESMの融資能力が直ちに増強される訳ではない可能性があることだ。

いずれにせよ、ESMに銀行免許を付与するためには、ECBの賛成だけではなく、ESMの根拠法令の改正とそれに伴う各国議会の承認作業が必要になる。事実上のECBによる財政救済の領域に踏み込む恐れがある銀行免許の付与には、一部の国から反対意見が出ることは目に見えている。ECBが柔軟姿勢に転じたとしても、実現までのハードルが引き続き高いことには変わりがない。

以上