

ＥＣＢは新たな国債購入策を発表

発表日：2012年9月7日（金）

～ユーロ防衛の本気度は実際の国債購入時に試される～

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

- ◇ 6日のＥＣＢ政策理事会では、①金額/金利目標を設定しない、②優先弁済順位を設定しない、③厳格なコンディショナリティの履行を条件とする、④残存期間1～3年の国債を流通市場で購入する新たな国債購入策（ＯＭＴ）が発表された。枠組みが整ったことで、今後は政府サイドの対応待ちとなる。
- ◇ 事前リーク通りで新味のある内容ではなかったが、既存の国債購入プログラム（ＳＭＰ）と比べて、①問題国の財政再建や構造改革の履行を促すインセンティブ設計を重視している点、②民間投資家が国債購入を敬遠する一因となっていた優先弁済順位を設定しない点、③購入した国債の対象国と平均残存期間を事後的に公表することで透明性を向上させる点で優れている。一方で、厳格なコンディショナリティを要求することでスペインやイタリアが国債購入要請に二の足を踏む恐れがあるうえ、ＳＭＰの利点である機動力を失うことになる。
- ◇ 前回会合後の景気指標の悪化、ＥＣＢスタッフの景気見通しの下方修正にもかかわらず、事前予想で五分五分とみられた利下げは見送られた。景気低迷の長期化が予想されるもと利下げ余地が少なくなっていることや、新たな国債購入スキームを通じて国債利回りの低下が促せれば、事実上の金融緩和の効果が得られるとの判断が働いた可能性がある。
- ◇ 新たな国債購入策が不胎化措置にとどまることへの失望も聞かれるが、国債購入スキームの目的は、ＥＦＳＦ／ＥＳＭの救済能力不足を補い、スペインやイタリアが市場アクセスを確保することにある。マネー供給量を拡大し、景気浮揚や資産価格の上昇を促す量的緩和策とは本質的に異なる。ＥＣＢが国債購入を通じた量的緩和の領域に踏み込むのは、適格担保基準の一段の緩和、追加利下げ、マイナス預金金利、ＬＴＲＯ再開などの政策対応を試み、いよいよ万策尽きた後となろう。

■ 枠組みは整った、果たしてスペインやイタリアは手を挙げるか

注目を集めた6日のＥＣＢ政策理事会では、ユーロ圏内の高利回り国がＥＦＳＦ／ＥＳＭによる国債購入支援を要請し、財政再建・構造改革に関する厳しいコンディショナリティを履行することを条件に、金額の上限を設定しない残存期間3年未満の国債を購入する新たな枠組みを決定した。ドイツ連銀のバイトマン総裁がＥＣＢによる国債購入に強硬な反対姿勢を貫くなか、ドラギ総裁が多忙を理由にジャクソンホール会議を直前でキャンセルしたことからは、ＥＣＢ内部の意見集約や各国政府との事前交渉が難航していた可能性も示唆された。そのため、今回の会合で新たな国債購入スキームの具体策の公表に漕ぎ着けられるかは一抔の不安もあった。ドイツ連銀総裁が反対票を投じた模様で、全会一致の決定にはならなかった。

が、ドラギ総裁は反対票を1票にとどめる多数派工作に成功したことは、ひとまず評価できる。

Outright Monetary Transactions (OMT) と名づけられた新たな国債購入策は、概ね会合前日にリークされていた通りの内容となった(図表1)。すなわち、金利目標/金額目標の設定はなし、3年未満の国債を流通市場で購入、優先弁済順位は設定せず、資金供給量に影響を及ぼさないように不胎化する、E F S F/E S Mによる救済に付随したコンディショナリティの履行が条件となる。前日のリークは、市場の反応を見極めると同時に、一部の観測報道をきっかけに浮上した金利目標の設定など、過大な期待が膨らむことを阻止する狙いもあったのだろう。

OMTは既存の国債購入プログラムと比べて、①問題国の財政再建や構造改革の履行を促すインセンティブ設計を重視している点、②民間投資家が国債購入を敬遠する一因となっていた優先弁済順位の設定をしないことを明らかにした点、③購入した国債の対象国と平均残存期間を事後的に公表することで透明性を(十分ではないが)向上させた点で優れている。但し、厳しいコンディショナリティの履行を国債購入開始の前提条件にしたことで、スペインやイタリア政府が購入要請に二の足を踏む可能性もある。財政ファイナンスを禁じる条約抵触の批判をかわす為に、購入対象を短期ゾーンに限定したことで、長めの国債利回りの上昇を持続的に抑制できるかは懸念が残る。また、今回のOMTのスキーム発足で、既存の国債購入スキームである証券市場プログラム(SMP)は終了する。突発的な国債利回りの上昇に対して、機動的に対応できるスキームが一切なくなったことも不安材料だ(但し、E C Bは非常時に限って、E F S F/E S Mを通じた流通市場での国債購入に関して早期警戒を発することが可能)。

(図表1) 欧州中央銀行による国債購入プログラムの新旧比較

	既存の国債購入プログラム (SMP)	新たな国債購入プログラム (OMT)
対象資産	国債	国債
対象年限	残存期間4～5年を中心	残存期間が1～3年
購入市場	流通市場のみ	流通市場のみ
規模目標	なし	事実上の無制限購入を約束(=「政策目標に照らして必要なだけ購入する」)
金利目標	なし	なし
不胎化	する(同額の資金を吸収)	する(同額の資金を吸収)
優先弁済順位	事実上の優先弁済順位(ギリシャの債務交換の対象外)	パリパス(返済時に同順位)とする法整備
コンディショナリティ	なし	あり、ケース・バイ・ケース、E F S F/E S Mの国債購入に付随したコンディショナリティ、不履行時には購入停止も
出口戦略	原則として満期保有	原則として満期保有
透明性	事後的に1週間毎の購入金額を開示、対象資産は非開示	事後的に週毎に購入金額を開示、月毎に平均満期と対象資産を開示

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

OMTの枠組みが明らかになったことで、今後は政府サイドの対応待ちとなる。まずは12日のドイツ憲法裁判所でのE S M関連条約に関する批准差し止め請求の判決の行方、そのうえでスペイン/イタリア/ポルトガル政府がE F S F/E S Mに対して国債購入要請に踏み切るかに注目が集まる。金融市場は新たな国債購入スキームの発表をひとまずポジティブに受け止めたが、「事前に目標金額の上限を設定しない」と述べたに過ぎず、「事実上の無制限購入」という言葉が独り歩きしている感もある。「ユーロ防衛のためにいかなる措置も講ずる」としたドラギ総裁の本気度が試されるのは、高利回り国がE F S F/E S Mに国債購入を要請し、それを受けてE C Bが国債購入を開始してからとなる。

各国の国債購入支援の決断を左右するイベントを整理しておく。スペインでは9月末を目処にクレジットウォッチ・ネガティブの結論を出すとするムーディーズの追加格下げの有無や他の格付け機関が格下げで追随してくるか、10月末に200億ユーロ規模の大量国債償還を控えての長期債入札の行方、9月のVAT引き上げを受けた年後半の景気の一段の冷え込みの恐れ、銀行救済や地方自治州救済の行方などが注目材料となろう。国債購入期待に支えられ、スペインの国債市場では緊迫度が低下しており、9月14・15日のユーロ圏/EUの財務相会合で国債購入要請の是非で結論が出る可能性は遠退いた感がある。ECBの無制限購入宣言を鵜呑みにして、金融市場がスペイン国債への売り圧力をこのまま弱めるか、他の悪材料の噴出と相俟って市場の期待が剥落するか、後者のシナリオの蓋然性が高いと考える。

イタリアは国債利回りの上では早期に購入要請をする段階にはないが、ポスト・モンティ体制を睨んだ改革遂行能力を巡る思惑がカギを握ることになる。来春に総選挙を控えるなか、厳しいコンディショナリティを要求されるであろう国債購入要請に踏み切るのは政治的には極めて難しい決断となる。改革停滞への懸念が国債利回りに再び上昇圧力を及ぼす事態も十分に起こり得る。その一方で、自身の退陣後の改革継続を不安視するモンティ首相が、支援プログラムのコンディショナリティを“外圧”に、総選挙後の改革継続を担保しようと試みる可能性も否定すべきではない。

来年後半に国債発行の再開を計画するポルトガルは、段階的な市場復帰を達成する観点から、国債購入での追加支援を要請する可能性がある。9月中に明らかとなるトロイカの審査結果や年末にかけて予定される次回のトロイカの審査報告を受けて、ポルトガル政府は判断を下すことになる。

■ インセンティブ設計に優れているが、機動力を犠牲にした新たな国債購入策

以下では、新たな国債購入プログラムであるOMTについて、今回明らかとなった点を確認しておく。

【コンディショナリティ】

OMTの実施は、EFSF/ESMによる発行市場での国債購入を含む財政救済プログラムや予防的救済プログラムに付随した厳格なコンディショナリティの履行が前提条件となる。コンディショナリティの設定/監視にあたっては、豊富な経験を有するIMFの関与も検討する。金融政策の伝達メカニズムを阻害する債券市場の分断化を解消するとの政策目標が達成された場合や、コンディショナリティが履行されない場合には、OMTを中止する。

【対象】

OMTの利用が検討されるのは、今後EFSF/ESMに国債購入を要請する国や、既に財政支援下にある国が国債発行市場への復帰を確保するために国債購入を要請するケース。対象資産は、残存期間が1～3年の国債。購入規模の目標額が事前に設定されることはない。銀行債や社債は購入対象としない。

【金利目標】

設定しない。債券市場の分断化は、1つの尺度で判断するのではなく、国債利回り、CDSスプレッド、ボラティリティなど様々な要素に基づき総合的に判断する。

【弁済順位】

OMTを通じて購入された国債は、民間の国債保有者や他の債権者と同等の弁済順位を持つような法的枠組みを整える。

【不胎化】

OMTを通じて供給された資金は、同額だけ吸収することで完全に不胎化する。

【透明性】

OMTの総残高は週毎に発表する。購入資産の平均年限と対象国は月毎に発表する。

【SMP】

今回のOMTのスキーム決定に伴い、既存の国債購入スキームであるSMPは中止する。SMPの購入資産は満期まで保有する。一部で期待があったSMPを通じて購入したギリシャ国債についても、優先弁済順位を取り消す（例えば、新たに債務交換に応じる）ことはなかった。

■ 利下げは見送り、量的緩和の領域に踏み込むまでにはなお時間

同時に発表されたECBスタッフの景気見通しは、2012年の実質GDP成長率の中央値が6月：▲0.1%→9月：▲0.4%に、2013年が+1.0%→+0.5%に何れも引き下げられたが、事前予想で五分五分とみられた政策金利の引き下げは見送られた（図表2）。声明文の景気判断は、「景気は低迷が続くとみられ、金融市場での緊張継続と不確実性の高まりが、企業や家計マインドに悪影響を及ぼしている」としたうえで、「金融市場での緊張の一層の高まりは成長と物価のリスクバランスを変化させる可能性がある」と指摘。前回合会后に明らかとなった経済統計は総じて一段の景気悪化を示唆するものであったが、ドラギ総裁は「利下げの可能性は検討したが、現時点では必要ないと判断した。最近の一連の経済指標の悪化は前回合会時に予想されていた」と説明した。

物価面では、エネルギー価格の上昇と一部国でのVAT税率の引き上げを受け、2012年の消費者物価見通しの中央値は6月：+2.4%→9月：+2.5%に、2013年が+1.6%→+1.9%に引き上げられた。ただ、最近のECBの高官発言は、一過性の要因による物価上昇懸念よりも、足元で一段と強まっている景気減速への警戒姿勢を滲ませたものが目立つ。今回の利下げ見送りは、物価見通しの上方修正に理由があると言うよりは、景気低迷の長期化が予想されるもと利下げ余地が少なくなっていることや、新たな国債購入スキームを通じて国債利回りの低下が促せれば、事実上の金融緩和の効果が得られるとの判断が働いた可能性がある。債券市場の分断化により金融政策の伝達メカニズムが阻害されているとのECBの論理展開に従えば、利下げの政策効果は一部の国に限定されてしまう。年間の数字から判断して、新たな景気見通しでは、7-9月期のマイナス成長と10-12月期の緩慢な成長が想定されている模様だ。10-12月期や年明け以降のマイナス成長継続の蓋然性が高まった時点で、改めて利下げ再開が検討されることになるだろう。

（図表2）ECBスタッフによる経済見通しの新旧比較

		2012年		2013年	
		今回（9月）	前回（6月）	今回（9月）	前回（6月）
実質GDP成長率	レンジ	▲0.6～▲0.2%	▲0.5～+0.3%	▲0.4～+1.4%	0.0～+2.0%
	中央値	▲0.4%	▲0.1%	+0.5%	+1.0%
統一基準CPI	レンジ	+2.4～+2.6%	+2.3～+2.5%	+1.3～+2.5%	+1.0～+2.2%
	中央値	+2.5%	+2.4%	+1.9%	+1.6%

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：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

資金供給オペの適格担保基準の一段の緩和措置も同時に発表された。第1に、OMTやEU/IMFの支援プログラム下に入った国の発行/保証する国債、中銀の発行/保証する債券について、BBB-の最低格付け基準を撤廃した。同様の取り扱いは、過去に財政支援下に入ったギリシャ、アイルランド、ポルトガルについても認められ、デフォルト格以外の国債は担保として認められてきた。今後ECBの国債購入スキームを利用する国についても、国債の格付けがBBB-未満に格下げされた場合に備え（スペインの格下げ可能性を念頭に置いている）、金融機関が資金供給オペを使い続けることが可能となる。但し、これは金融機関がオペに利用可能な担保の範囲を拡大するものではない。第2に、ドル/ポンド/円建ての資産もオペ担保として認めることを明らかにした。これは2008-2010年の金融危機時にも実施したもので、担保範囲を拡大することになる。一方、事実上の金融効果が期待できるオペ担保の掛け目の変更は見送られた（図表3）。掛け目を大きくすれば（ヘアカット率を小さくすれば）、それだけ同額の担保で受けられる資金供給額が増加する。

新たな国債購入策が資金供給と同額の資金を吸収する不胎化措置にとどまることへの失望も一部に聞かれるが、今回の国債購入スキームの目的は、EFSF/ESMの救済能力不足を補い、スペインやイタリアなど“大きすぎて救えない”国の市場アクセスを確保することにある。マネー供給量を拡大し、景気浮揚や資産価格の上昇を促す量的緩和策とは本質的に異なるものである点に注意が必要だ。ECBが国債購入を通じた量的緩和の領域に踏み込むのは、適格担保基準の一段の緩和、追加利下げ、マイナス預金金利、LTRO再開などの政策対応を試み、いよいよ万策尽きた後となろう。

（図表3）欧州中央銀行の資金供給オペの担保のヘアカット率（％）
＜市場性資産、固定金利の場合＞

格付け	年限	分類I	分類II	分類III	分類IV	分類V
		国債および中央銀行債	地方債、政府機関債、ジャンボ・カバードボンド	一般のカバードボンド、社債	担保なし金融機関債	ABS
AAA ～ A-	0-1年	0.5	1.0	1.5	6.5	16.0
	1-3年	1.5	2.5	3.0	8.5	
	3-5年	2.5	3.5	5.0	11.0	
	5-7年	3.0	4.5	6.5	12.5	
	7-10年	4.0	5.5	8.5	14.0	
	10年超	5.5	7.5	11.0	17.0	
BBB+ ～ BBB-	0-1年	5.5	6.0	8.0	15.0	不適格 (一部は 26.0/32.0)
	1-3年	6.5	10.5	18.0	27.5	
	3-5年	7.5	15.5	25.5	36.5	
	5-7年	8.0	18.0	28.0	38.5	
	7-10年	9.0	19.5	29.0	39.0	
	10年超	10.5	20.0	29.5	39.5	

注：ヘアカット率＝100％－掛け目

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上