

ECBの国債購入策の賞味期限

発表日：2012年9月18日(火)

～ECBがポケットに忍ばせているのはバズーカ砲か？～

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

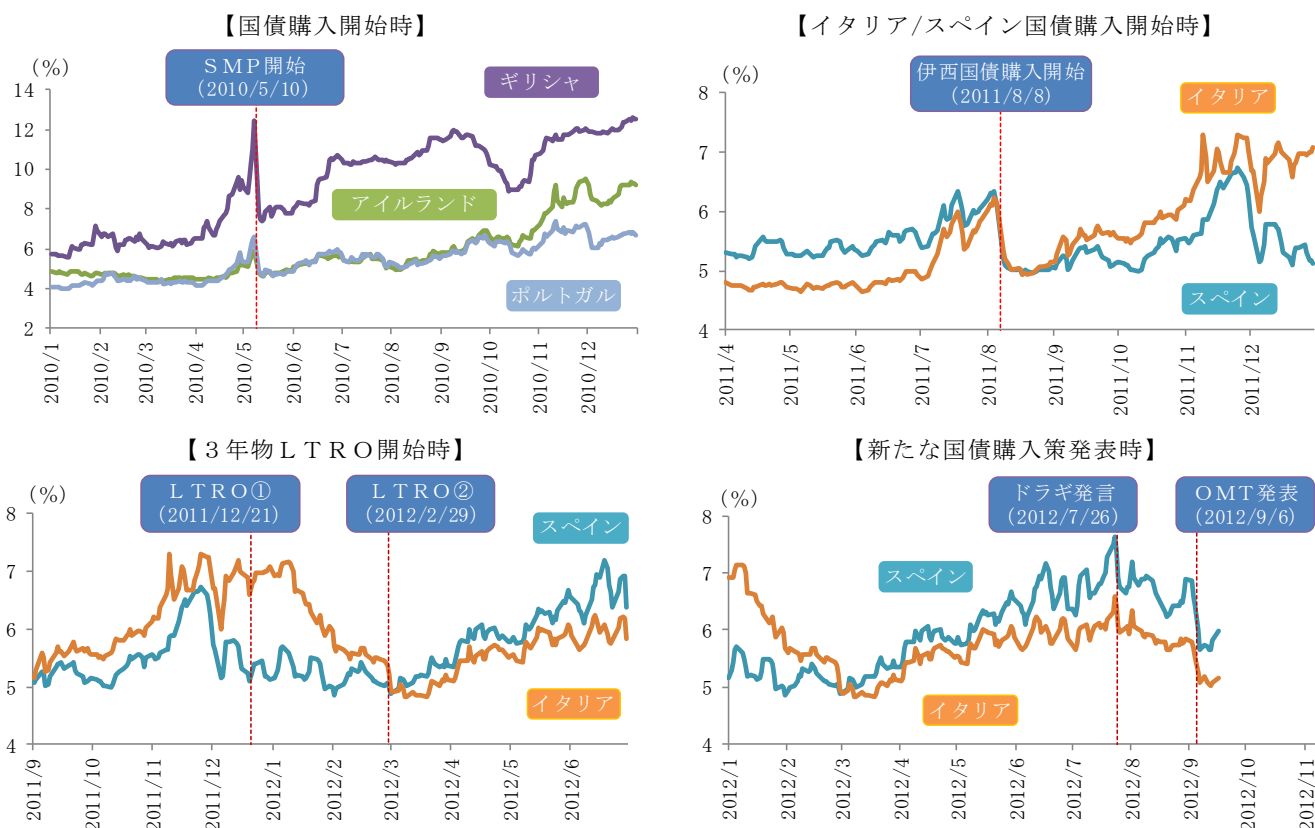
- ◇ ECBによる無制限の国債購入方針とドイツ憲法裁判所でのESMの合憲判断などを受け、金融市場で欧州の債務危機に対する不安心理が後退している。過去のECBの市場安定化策は概ね2～3ヶ月程度で政策効果が息切れした。新たな国債購入策は当面の危機封じ込めに成功しようが、その持続力にはやはり限界があると見るべきだ。
- ◇ 新たな国債購入策(OMT)は、①財政再建・構造改革の履行を条件としている、②優先弁済順位を設定していない、③情報開示を強化している、④無制限購入を約束している点で、既存の国債購入策(SMP)よりも優れている。だが、市場の機能不全の解消という政策目標は似通っており、自発的な債務交換時の優先弁済の問題も未解決、国債購入の開始後に問題国がコンディショナリティを履行するかも不透明だ。事実上の無制限購入と銘打っているものの、SMPも事前に購入金額の上限や目標を設定していなかった点では何ら変わりがない。結局はユーロ解体を阻止するECBの決意をどこまで信じるかに掛かっている。
- ◇ スペインは年内に国債購入での支援要請に追い込まれると予想する。ECBの国債購入策による市場心理の改善を受け、スペイン政府は支援要請を回避したいと考えている。だが、一段の景気悪化、財政健全化の計画未達、地方自治州の財政難が予想されるなか、国債利回りに再び上昇圧力が及ぶのは時間の問題だ。今はスペイン政府が早期の国債購入での支援要請を決断すべきかで意見が割れているユーロ圏各国も、市場利回りの上昇圧力が強まるにつれて、「ECBの稼ぎ出した時間を無駄にすることなく、早期の国債購入要請をすべき」との圧力を強めよう。

■ ECBの新たな国債購入策で市場心理が改善、政策効果の賞味期限は？

9月危機説との見方もあった欧州の債務問題は、ECBのドラギ総裁による“ユーロ防衛宣言”と新たな国債購入策の発表、ドイツ連邦裁判所でのESMと財政協定への合憲判断、オランダ総選挙での親ユーロ派政党の勝利、米FRBによる量的緩和第3弾の発表を受け、市場での不安心理が後退している。ギリシャの支援継続協議の行方は10月下旬まで結論が出ないことが確実で、9月中は金融市場での大きな混乱はないだろう。ただ、ギリシャの支援継続・見直し協議の難航、スペインの財政健全化目標の未達と国債購入での支援要請の有無、イタリアの政局不安、ポルトガルの市場復帰に向けた追加支援協議の開始、銀行監督一元化での合意実現の難航、内外景気の一段の下振れリスクなど、今年の年末から来年初にかけて市場の動揺を誘うイベントが控えている。このまま債務危機が小康状態を保てるかは、ECBによる新たな国債購入策への市場の信認が継続するかに掛かっている。

債務危機の発生以降にECBが実施した主な市場安定化策は、①2010年5月のギリシャ救済前後の国債購入策（SMP）の開始、②2011年8月のイタリア・スペイン国債の購入開始、③2011年12月と今年2月の3年物資金供給オペ（LTRO）、④そして今回の新たな国債購入策（OMT）の発表で4回目となる。過去の政策の開始/発表後に関連の国債利回りは一旦低下に向かうが、概ね2～3ヶ月後には国債利回りが元の水準に戻ってしまうか、利回りの上昇が始まっている（図表1）。つまり、これまでの政策効果の賞味期限はせいぜい数ヶ月に過ぎなかった訳だ。では、今回の新たな国債購入策も過去の政策効果と同じ運命を辿るのだろうか。それとも今回はこれまでと異なり、債務危機の封じ込めにつながるゲーム・チェンジャーとなるのだろうか。

（図表1）ECBの政策対応と危機国の10年物国債利回りの推移



出所：Reuters資料より第一生命経済研究所が作成

■ ECBによる新旧の国債購入策、今回は違う？

ECBによる新旧の国債購入策を比較すると、幾つかの相違点がある。新たな国債購入策（OMT）が既存の国債購入策（SMP）と比べて優れているのは、①財政再建・構造改革の履行を条件としている点、②優先弁済順位を設定していない点、③情報開示を強化している点、④無制限購入を約束している点が挙げられよう（図表2）。もっとも、以下で述べる通り、こうした諸点が現実の運営上で期待された効果を発揮できるかは未知数だ。新たな国債購入スキームがこれまでのものと大差ないと受け止められた場合、ドラギ・マジックの効果は消失しかねない。

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。

(図表2) 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
対象国	E C Bに裁量	E F S F / E S Mに国債購入での支援要請を求めた国で、E C Bが必要と認めた場合
政策目標	金融政策の正常な伝達メカニズムを回復	ユーロ解体への根拠のない不安に起因した国債市場の歪みに対処し、ユーロ圏の全ての国で金融政策の正常な伝達メカニズムを確保
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」)
購入実績	残高は最大で2,195億ユーロ(現在は2,090億ユーロ)、週毎の最大購入額は220億ユーロ	なし
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、I M Fの関与も求める、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

【コンディショナリティ】

E C Bによる新たな国債購入策の実施には、E F S F / E S Mによる発行市場での国債購入プログラム(P M P)下にある国が(或いは国債購入での支援要請をした国が)、国債購入支援に付随する財政再建・構造改革の厳しいコンディショナリティを履行(或いは約束)することが条件となっている。なお、E F S F / E S Mによる財政・金融支援は、支援を必要としている国の脆弱性に応じて、①3年間の資金繰り支援を想定した「マクロ経済調整プログラム」、②1年程度の資金繰り支援を想定した「拡張された条件付きクレジットライン(E C C L)」、③同じく1年程度の資金繰り支援を想定しているが、②よりも脆弱性の度合いが低い「予防的な条件付きクレジットライン(P C C L)」の3段階のプログラムに分類することができる(図表3)。

E C Bが国債購入の条件としているのはこのうち①と②で、財政・経済基盤の脆弱度が最も軽微な③は対象外となる。このことは、国債購入での支援要請を検討する国が、比較的厳しめの財政再建・構造改革のコンディショナリティを要求される可能性があることを示唆している。プログラムが想定するのは、既に財政支援下にある国が段階的な市場復帰(市場での国債発行の再開)を容易にする目的で利用するケース(アイルランドやポルトガルを想定)と、現在は財政支援下でない国が市場アクセスを確保する(市場調達を継続する)目的で利用するケース(スペインやイタリアを想定)、の何れかとなる。コンディショナリティが履行されない場合、E C Bは国債購入を停止するとしており、財政再建・構造改革が前進するようなインセンティブ設計が施されている点は評価できる。

一方で懸念材料としては、厳しいコンディショナリティを要求され、支援要請のハードルが高くなったことで、支援が必要となる国は支援要請の決断をギリギリまで先送りする可能性が高まった。市場の緊張が高まってからでは、その後に実際の国債買入れを行ったとしても効果は半減する。かと言って、早期

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。

の支援要請を促す観点から、甘めのコンディショナリティを設定すれば、改革を前進させる制度設計が形骸化してしまう。同様に、改革の約束が履行されない場合に、ECBが実際に国債購入を停止できるかも不安材料だ。ECBが改革の停滞した国の国債購入から実際に手を引けば、市場に大きな動揺が走ることは避けられない。市場アクセスを失う国の財政破綻の引き金を引くことにもなりかねない。だが、約束を履行しない国の国債購入を続けた場合、問題国の改革を実行する誘因は低下してしまう。条件付きの国債購入策が機能するためには、「改革実行のない限り、国債購入での支援はしない」とのECBの脅し文句がどこまで通用するかにかかっている。

(図表3) 欧州救済基金の利用プログラムの分類

	マクロ経済調整プログラム	予防的プログラム		銀行の資本増強
		拡張された条件付きクレジットライン (ECC L)	予防的な条件付きクレジットライン (PCC L)	
対象	流動性に問題のある国	健全な政策とファンダメンタルズを有するが、PCC Lの利用が不可能な脆弱性に直面する国	政策の枠組みが頑健で、経済パフォーマンスのトラックレコードが非常に強い国	マクロ経済調整プログラム下でない国
規模	特段の定めはないが、これまでの支援規模は、ギリシャ二次支援がGDPの67% (プログラム全体では80%)、アイルランドが11% (同54%)、ポルトガルが15% (同46%)	GDPの2-10%	GDPの2-10%	特段の定めはなし
期間	原則として3年間	1年間、半年×2回まで更新可能	1年間、半年×2回まで更新可能	特段の定めはなし
形態	融資、国債購入	融資、国債購入	融資、国債購入	融資、債券提供
条件	厳しい	比較的緩やか	緩やか	銀行のリストラ/ガバナンス/監督に関する条件
目的	一時的な金融支援を提供することで、通貨統合の金融安定を守る	資本市場での資金調達難に直面する以前の国を支援することで、危機的な状況を回避し、プログラム下に入ることによる負のレツテルを防止する		銀行の資本増強資金を持続可能な借り入れコストで提供することで、金融ストレスの伝染を防止する

出所：欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

【優先弁済順位】

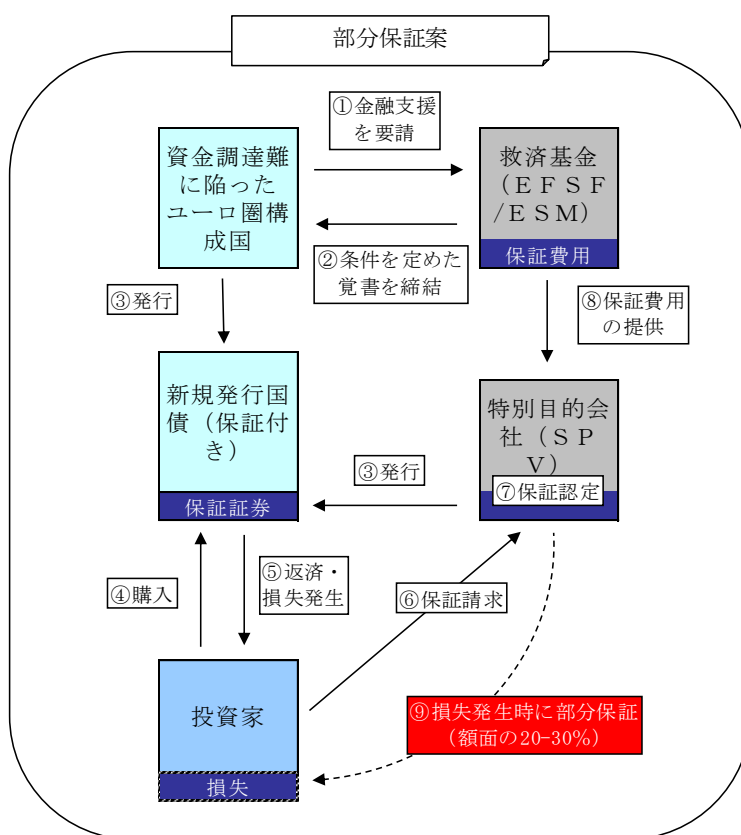
ECBはギリシャの債務交換時にSMPを通じて購入したギリシャ国債を債務交換の対象外とした。代わりに、ECBの保有するギリシャ国債は満期まで保有し、取得時の国債価格と満期償還で受け取る額面の差額のキャピタルゲインは傘下中銀に割り当てることとした。それらは各国政府にさらに再配分され、各国政府は還元されたキャピタルゲインをギリシャ救済に用いることが出来る。こうした取り扱いにより、ECBの保有する国債は事実上の優先弁済順位を有すると受け止められ、民間投資家の国債購入意欲を削ぐ一因とみられてきた。そこで、OMTを通じてECBが購入した国債は、民間の国債保有者や他の債権者と同等の弁済順位を有するような法的な枠組みを整える方針を明らかにした。なお、SMPを通じてこれまでに購入した国債については、今回の決定が適用されない。

今回の方針決定を受け、OMTに基づいて新たにECBが購入する国債については、強制的な債務交換の際に一般の債権者と同等の取り扱いを受けることになる。ただ、先のギリシャの債務交換時と同様に、

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。

自発的な債務交換の際にECBが債務交換に応じる可能性は低いだろう。ECBが自発的な債務交換に応じた場合、財政ファイナンスを禁じたEU法に抵触する恐れがあるためだ。したがって、ECBの保有する国債は、今後も事実上の優先弁済順位を持つことには変わらない。自発的な債務交換時にもECBの優先弁済順位の設定を回避する方法としては、例えばEFSF/ESMによる国債の部分保証案を利用するなどが考えられよう。部分保証案とはEFSF/ESMのレバレッジ案（外部資金を呼び込み、救済基金の支援能力の限界を補う方法）の1つで、ECBが購入した国債に損失が発生した際に、EFSF/ESMが損失の一部（例えば額面の20～30%）を保証するものだ（図表4）。財政救済に当たるかどうかの法解釈の余地は残るが、部分保証案を併用すれば、ECBは損失発生を受け入れることで優先弁済順位の設定を回避すると同時に、ECBのバランスシートが毀損することは避けられる。但し、既存の部分保証案は新発債を対象としており、既発債を対象としたECBの国債購入に用いるには制度改革が必要になる。

（図表4）欧州救済基金のレバレッジ案の概念図（部分保証案）



出所：欧州金融安定基金資料より第一生命経済研究所が作成

【無制限購入】

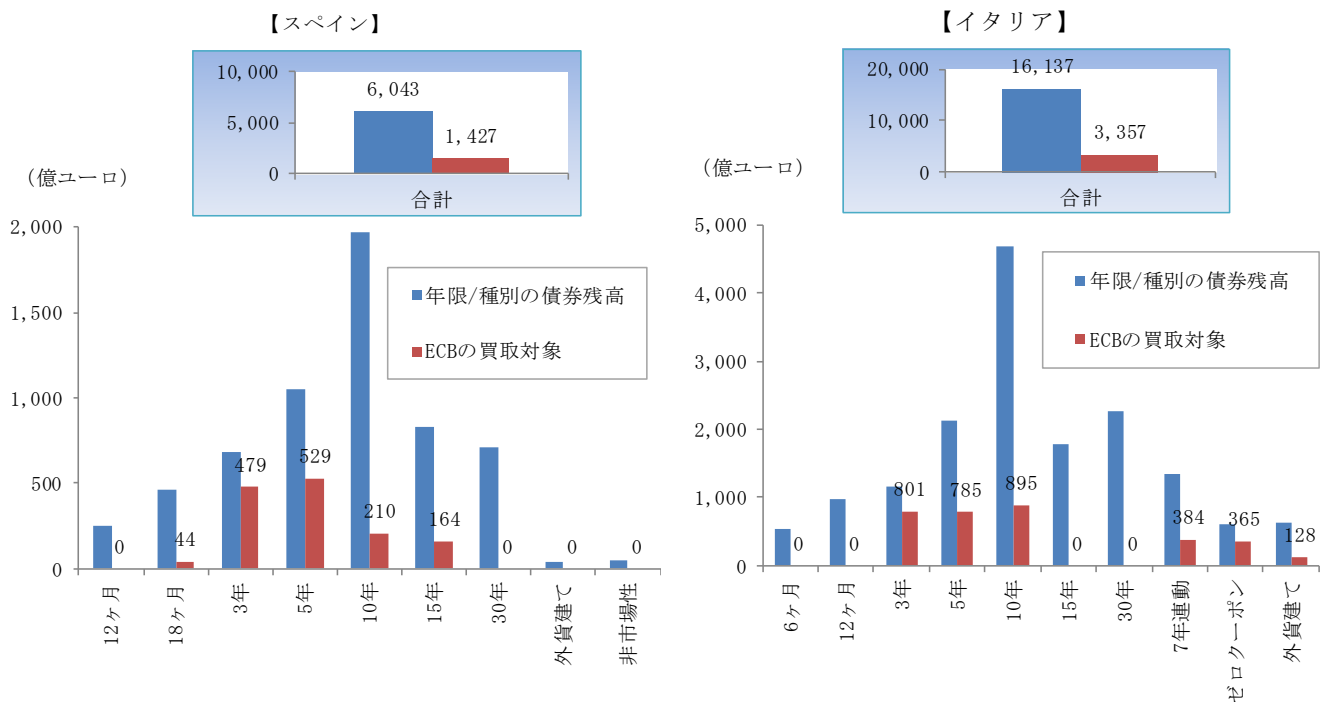
OMTに基づく国債購入の金額に事前の上限は設定しない。ECBがポケットにバズーカ砲を忍ばせていることを知っているならば、市場参加者はユーロ解体のリスクを前提にした国債への売り圧力を弱めると期待される。ECBの政策委員会のメンバーであるキプロス中銀のデメトリアデス総裁は13日、「中央銀行の無制限の火力に対して投機する人間はいない。中銀の政策関与を誰もが信じれば、ECBは最終的に実際の国債購入をしなくて済む可能性がある」と言及しており、これがECBの描くベストシナリオだろう。スペインやイタリアの国債利回りは比較的落ち着いており、今のところECBによる期待誘導はう

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。

まくいつている。ドラギ総裁が9月6日の記者会見で「無制限 (Unlimited) 」という言葉を使ったのは質問に答える形で「事前に規模の上限を設定しない」と述べた一回だけで、OMTの詳細を記したプレスリリースでも、同様の表現が用いられている。無制限購入という言葉が独り歩きしている感があるが、ECBは市場の政策期待に水を差すことなく、“無制限”という言葉が流布することをあえて容認している。

ただ、OMTは購入対象を残存期間1～3年の国債に限定したことで、実際の買い入れ可能額には限度がある。スペインとイタリアの残存1～3年の国債を買い入れの対象と想定した場合、購入対象となる国債はスペインが1,400億ユーロ程度、イタリアが3,400億ユーロ程度となる(図表5)。無論、時間の経過とともに新たに1～3年ゾーンに入ってくる国債もある。

(図表5) スペイン/イタリア国債の種別残高とECBの買取対象



出所：スペイン財務省、イタリア財務省資料より第一生命経済研究所が作成

一方、SMPに基づいてECBが購入した国債の残高は最大で2,195億ユーロで、内訳は公表されていないが、ギリシャが350億ユーロ、アイルランドが200億ユーロ、ポルトガルが200億ユーロ、スペインが500億ユーロ、イタリアが950億ユーロ程度の模様だ(一部は既に満期償還を迎えており、現在の残高は2,090億ユーロ)。昨年8月以降に購入を開始したスペインとイタリアの国債の多くは、現時点での残存期間がOMTの購入対象となる1～3年に相当する可能性が高い。これら金額を買い入れ対象から除外した場合、OMTの買い入れ可能な国債はスペインが927億ユーロ程度、イタリアが1,407億ユーロ程度で、各々の国債残高の15%程度を占めることになる(図表6)。SMPに基づいてECBが購入したギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債は、各国の国債残高の10%程度とOMTの買い入れ限度額とそれほど遜色はないが、国債利回りの上昇を抑制する効果は限定的であった。買い入れ総額もSMPの最大2,195億ユーロに対し、スペインとイタリア国債の買い入れ上限は3,333億ユーロと1.5倍に過ぎない。OMTは市場の不安沈静化のバズーカ砲と言うより、口径を1.5倍にしたピストル程度と考えた方が良さそうだ。購入対象を拡大するには残存期間1～3年の縛りを外す必要があるが、その場合、短期ゾーン中心の流通市場での国債購入は金融政策の範囲内で、財政救済には当たらないとのロジックを改めなければならない。

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。

このようにOMTはSMPと比べて幾つかの点で優れているが、市場の機能不全の解消という政策目標は似通っており、自発的な債務交換時の優先弁済の問題も未解決、国債購入の開始後に問題国がコンディショナリティを履行するかも不透明だ。事実上の無制限購入と銘打っているものの、SMPも事前に購入金額の上限や目標を設定していなかった点では何ら変わりがない。結局はユーロ解体を阻止するECBの決意をどこまで信じるかに掛かっている。

(図表6) 国債残高に占めるECBの国債購入額

	SMPの購入実績		OMTの対象資産			国債残高 (億ユーロ)
	概算額 (億ユーロ)	国債残高比 (%)	残存1-3年 (億ユーロ)	SMP除外後 (億ユーロ)	国債残高比 (%)	
ギリシャ	350	9.8	-	-	-	3,556
アイルランド	200	11.8	-	-	-	1,693
ポルトガル	200	10.9	-	-	-	1,843
スペイン	500	8.3	1,427	927	15.3	6,043
イタリア	950	5.9	3,357	2,407	14.9	16,137

注：ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債残高は2011年末時点の公的債務残高。

出所：欧州中央銀行、欧州統計局、各国財務省・債務管理局資料より第一生命経済研究所が作成

■ ECBの脅しに市場がこのまま屈するとは思えない、スペインは国債購入要請へ

欧州の債務危機はこれまでも“危機”と“小康”を繰り返してきた。ECBによる新たな国債購入策の発表と金融市場での緊張緩和は、当面の危機を封じ込めることに成功しようが、その持続力にはやはり限界があると見るべきだ。このままスペイン・イタリアへの危機波及と懸念が封印され、欧州の債務危機がシステミックな問題から個別国の問題へと移行すると考えるのは時期尚早だろう。これまでの欧州の政策対応を振り返ると、危機がいよいよ極限まで差し迫った段階で政策対応が打たれ、市場の緊張が弱まった際には、各国政府やEUレベルでの政策対応の歩みも停滞してきた。14・15日のユーロ圏財務相会合で目立った政策の進展が見られなかったことも、市場圧力の緩和と無関係ではない。何れ危機は再燃する。20日にスペイン国債の入札を控えるなか、財務相会合で銀行監督の一元化で各国政府間の意見不一致が改めて確認されたこともあり、スペインの国債利回りは再び上昇の気配を見せている。

次の焦点はスペインが国債購入での支援要請をするかだ。9月28日には個別銀行の資産査定結果の公表が予想され、銀行への資本注入の方針が固まる。ムーディーズは銀行査定の結果を待って、スペイン国債をジャンク級に引き下げるかを判断するとしている。地方自治州の間で中央政府に資金繰り支援を要請する動きがさらに広がり、政府が準備した180億ユーロの流動性基金が枯渇する恐れもある(図表7)。こうした不安材料の一方で、デギンドス財務相は9月27日までに新たな改革案を発表する方針を示唆しており、市場心理の改善を促したいと考えている。だが、景気の一段の悪化が進むなか、財政健全化の計画達成は困難とみられるうえ、財政緊縮に反対する抗議デモがスペイン各地で広がっており、スピード感のある政策対応は益々困難となっている。

ECBの国債購入策による市場心理の改善が支えとなり、10年債利回りが再び危険水域とされる7%超に到達する事態は避けられたとしても、利回りに上昇圧力が及ぶのは時間の問題であろう。今はスペイン政府が早期の国債購入での支援要請を決断すべきかで意見が割れているユーロ圏各国も、市場利回りの上昇圧力が強まるにつれて、「ECBの稼ぎ出した時間を無駄にすることなく、早期の国債購入要請をすべき」との圧力を強める公算が大きい。スペイン政府は当面は支援要請を踏みとどまろうが、10月21日のガ

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。

リシア/バスク両州の地方選挙が終わった後、年内中に支援要請に追い込まれる展開を予想する。ECBの新たな国債購入策の真価が問われるのは、実際にスペインなどの国債を買い始めてからだ。「ユーロ防衛のためにいかなる措置も辞さない」とのドラギ総裁の本気度を市場参加者は必ず試してくる。その際に、買い入れ開始当初の購入ペースや国債利回り抑制での断固とした姿勢など、ECBが過去の国債購入策よりも踏み込んだ政策対応を取らなければ、新たな国債購入策への期待は急速に萎みかねない。

(図表7) スペインの地方自治州の財政支援規模

	名目GDP 2011年 億ユーロ	財政赤字		財政支援			発表日
		2011年 億ユーロ	GDP比 %	金額 億ユーロ	GDP比 %	財政赤字比 倍	
アンダルシア	1,455	-13.19	-0.91	10	0.7	0.76	9月3日
アラゴン	341	-1.22	-0.36				
アストゥリアス	232	-1.40	-0.60				
バレアレス諸島	269	-3.92	-1.46				
カナリア諸島	417	-3.04	-0.73				
カンタブリア	133	-0.79	-0.59				
カスティーリャ＝ラ・マンチャ	380	-6.57	-1.73				
カスティーリャ＝イ・レオン	575	-2.89	-0.50				
カタルーニャ	2,003	-12.93	-0.65	50	2.5	3.87	8月28日
エストレマドゥーラ	175	-1.47	-0.84				
ガリシア	577	-1.90	-0.33				
マドリード	1,894	-12.66	-0.67				
ムルシア	282	-2.77	-0.98	7	2.5	2.53	8月29日
ナバーラ	187	-1.31	-0.70				
ラ・リオハ	82	0.00	0.00				
バレンシア	1,029	-9.23	-0.90	35	3.4	3.79	8月29日
バスク	666	-5.61	-0.84				
17自治州計	10,696	-80.90	-0.76	102	1.0	1.26	

← 地方支援の流動性基金の規模
 { うち60億ユーロ 国有宝くじ
 { うち80億ユーロ 銀行部門
 { うち40億ユーロ 国庫抛出

出所：スペイン統計局、財務省、経済競争省資料より第一生命経済研究所が作成

以上