

ECBの「何でもやる」対応第二弾

～コロナ危機対応での緊急資産購入プログラムを発表～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL:03-5221-4527)

◇ イタリアの国債市場の緊張に対処する機動的な手段を持たなかったECBは、コロナ危機対応の緊急資産購入プログラムを新たに創設した。形式上は資本金構成比で国債を購入するが、購入のタイミングや対象は柔軟に運営するとし、緊張が高まった国債を重点的に買い入れることが可能となる。これまで買い入れ拡大の障害となってきた国債の33%ルールも必要に応じて見直すことを明言。CPを新たな購入対象に加え、信用リスクにも対処する。これはラガルド総裁にとって「何でもやる」に相当する措置。市場安定の起爆剤となりそうだが、コロナ危機との困難な戦いに臨むには、ESM・OMTを含めた財政・金融政策の総動員が必要となる可能性がある。

■これがラガルド総裁の「何でもやる」対応

新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大が続くイタリアでは、感染封じ込めを目指した政府による外出・移動制限の長期化と景気の下振れ、失業や倒産増加を防ぐ財政出動の拡大が嫌気されるなか、期末の現金化需要と相俟って、国債利回りが大幅に上昇している。イタリアの信用リスク悪化と金融市場の緊張が高まるなか、ECBは18日に緊急でイタリアの国債市場に介入したとされる。詳細は明らかにされていないが、既存の資産購入プログラム（APP）を通じて、イタリア国債を購入したとみられる。その後、緊急理事会を開催し、日本時間の19日朝にパンデミック緊急資産購入プログラム（Pandemic Emergency Purchase Program：PEPP）を創設することを発表した。

これは新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融政策の波及メカニズムへのリスクに対処するため、既存の資産購入プログラムに加えて、新たに設置される緊急資産購入プログラムだ。既存のAPPが対象とする全ての資産を対象に、年末までに総額7,500億ユーロの買い入れ枠を設定する。コロナ危機が終息したと判断された段階で終了し、何れにせよ年末までは継続する。

国債購入プログラム（PSPP）の購入割合は従来通りECBの資本金構成比（キャピタルキー）とするが、購入のタイミング、対象年限、国別構成は、柔軟に運営する。つまり、今回のようなイタリア国債の急激な利回り上昇に対しても、同プログラムを通じて機動的な買い入れを行うことが可能となる。さらに、これまでAPPの購入対象外だったギリシャ国債も対象に加え、イタリア同様に緊張が高まるギリシャの国債市場の安定化も目指す。また、社債購入プログラム（CSPP）の対象にコマーシャル・ペーパー（CP）を追加。短期の資金繰り支援を補完し、CP市場の緊張緩和も同時に目指す。ECBの資産購入プログラムには、債券市場の価格形成を歪めない目的で、1つの債券・1つの発行体当たりの自主的な買い入れ上限が設定されている（国債の33%ルールなど）。今回、責務達成に必要な行動を阻害する恐れがある場合、直面するリスクに応じた範囲で、買い入れ上限の見直しを検討することも明かしている。

公表されたプレスリリースによれば、ECBはその責務の範囲で必要なあらゆる措置を講じると

し、規模・期間ともに必要な限り、資産購入プログラムの規模拡充や買い入れ構成の見直しに着手する準備があること、コロナ危機に直面する経済を支えるため、あらゆる政策手段に取り組むことを示唆した。そして、ユーロ圏の全ての国で金融政策の波及経路が阻害される事態を放置しない強い決意を示唆し、プレスリリースを締め括っている。

■機動的な市場介入ツールを手に入れた

ECBの市場介入ツールとしては、2012年に欧州債務危機がイタリアやスペインに波及する不安が広がった局面で導入された金額の上限を定めない国債購入策（OMT）がある。ドラギ前ECB総裁の有名な言葉「ユーロ防衛のためにはいかなる措置も行う」を具体的な政策に落とし込んだものがこのOMTで、これをきっかけにユーロ危機は終息に向かった。ドラギ総裁がユーロ危機克服の立役者と言われるが由縁である。当時の金融市場は、EUの救済基金である欧州安定メカニズム（ESM）の支援能力不足が不安視され、無限の火力を持つECBが国債購入を約束することで、市場の不安を封じ込めた。

ECBがOMTを導入する以前には、ギリシャ危機時の2010年5月に開始された別の国債購入策・証券市場プログラム（SMP）があった。SMPは国債市場の緊張が高まった際に、ECBの裁量で国債を自由に購入することができた。機動的な対応が可能な反面、購入開始後も債務不安を抱える国の財政再建や構造改革が進まなかったため、モラルハザードを招くとの批判もあった。そこでOMTを創設するにあたっては、国債購入を希望する債務不安国がまずEUの救済基金（ESM）を通じた財政支援下に入ることを、OMTによる国債購入を開始する条件とした。EUの救済基金を利用するには、ギリシャやポルトガルがそうであったように財政再建や構造改革の厳しい支援条件（コンディショナリティ）が課せられる。

イタリアの国債市場の緊張が高まった後も、今のところ資本市場での国債発行から締め出されるような状況にはない。コロナ危機対応を理由に全面的な財政規律の柔軟運営が約束されたイタリアにとって、国債市場の緊張緩和を目的にEUの財政支援下に入り、財政再建や構造改革の支援条件を課されれば、コロナ危機対応の趣旨と矛盾する。場合によっては、イタリア国民の間でユーロ批判が再燃しかねない。ECBはこうしたイタリア国債市場の緊張に対し、イタリアが市場調達を締め出され、ESMを通じた財政支援下に入るまで、直接介入する手段を持たなかった。APPを通じた昨晚の市場介入はあくまで非常手段で、いつまでも続ける訳にはいかない。今回、機動的に市場介入ができるツールを手に入れたことは、国債市場の緊張を緩和するうえで評価できる。さらに今回の措置には、量的緩和を通じたマネー供給を強化し、景気を下支えする役割や、CP市場での緊張を和らげる効果も期待できる。ただ、感染封じ込めを目指した外出・移動制限により、イタリアのみならずユーロ圏のほぼ全域で多くの経済活動がストップしており、今後ユーロ圏景気には急ブレーキが掛かることが予想される。緊張緩和を目的としたPEPPだけでなく、ESMとOMTの発動が必要となる可能性もある。欧州各国政府は現在、ESMを通じた協調的な財政出動の可能性を検討しているが、今のところまだ結論が出ずにいる。協調的な財政政策を呼び掛けるラガルド総裁の呼びかけに応じられていない。目に見えない脅威（ウイルス）との闘いに備え、欧州は財政政策と金融政策の総動員で臨むことが求められる。

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調査研究本部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、第一生命保険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。

