

情勢判断

海外経済金融

ECB の新たな国債購入策と今後のユーロ圏

～ 危機対策のボールは政治指導者の手に～

山口 勝義

要旨

ECBは9月の理事会で新たな国債購入策であるOMTの導入を決定した。これにより財政危機対策の主な責任は政治指導者側に移ったが、ユーロ圏はもはや後戻りできない段階に達しつつあり、各国間の見解の対立を越えたより本質的な対応が迫られている。

はじめに

夏休みシーズンの終了とともに材料が目白押しとなったユーロ圏で（図表1）まず注目されたのは9月6日の欧州中央銀行（ECB）理事会であった。

ドラギ ECB 総裁は、まず7月26日の講演で、国債利回りの高止まりが金融政策の効果浸透の妨げとなっている限りそれへの対処はECBの責務の範囲内にあるとし、必要ないかなる措置をも取る用意があると発言した。さらに、8月2日の理事会後の記者会見では、欧州金融安定ファシリティー（EFSF）等が国債の購入を開始することを条件に、ECBも短期ゾーンに焦点を当てた国債購入を検討するとした。こうした発言により、8月中の欧州市場ではECBによる積極的な政策に対する期待感が強まり、財政悪化国の国債利回りは低下した。

しかし、その後9月6日の理事会を前にしてドラギ ECB 総裁と ECB 理事であるバイトマン独連銀総裁の見解の対立が鮮明になったことで（図表2）、新たな国債購入策が最終的にどのような内容で決着するかについて大きな注目が集まった。

結局のところ、ECBはOutright Monetary Transactions（OMT）と名付けた次の内容の政策の導入を決定した。

- ・ 購入対象は償還期限が1～3年の国債
- ・ 金額の上限は設けず流通市場から購入
- ・ EFSF/ESMに支援を要請し、厳格な財政改革計画を実行することが条件
- ・ 財政改革を怠れば購入を中止
- ・ 購入後は不胎化措置を実施
- ・ ECBは民間債権者に対し優先弁済権を持たない
- ・ 国別の保有残高を月次で開示するなど透明性を向上
- ・ 従来为国債購入策であるSMPは廃止

確かに、条件付きながらもECBがユーロ圏における最後の貸手としてコミットしたことで、OMTは限定的な運用にとどまったSecurities Markets Programme（SMP）に比べ大きな意義を持っている。しかし一方で、OMTには実際の運用に当たった限界や懸念される点も残されており、留意が必要となっている。

図表1 9月以降の当面の主要材料

・ ECBによる新たな国債購入策の内容(9月6日)
・ ESM等にかかるドイツ連邦憲法裁判所による判断(9月12日)
・ オランダの総選挙結果(9月12日)
・ スペインの支援要請動向
・ スペインの銀行の資産査定結果
・ スペインの自治州の支援ニーズと中央政府の指導力
・ スペインに対するムーディーズの格付け判断
・ ギリシャに対する次回支援融資実行にかかる事前審査結果
・ ポルトガルに対する次回支援融資実行にかかる事前審査結果
・ モンティ首相後に向けたイタリアの政局
・ 銀行監督一元化に向けた協議の動向
・ 財政統合へ向けた検討の進捗状況

(資料) 農中総研作成。

図表2 ドラギECB総裁とバイトマン独連銀総裁の見解の相違(要点)

ドラギECB総裁の見解	バイトマン独連銀総裁の見解
<ul style="list-style-type: none"> ・ ECBの立場からすれば、次の3点が堅持されなければならない。ECBの責務は物価の安定であること、ECBはその独立性を維持すること、ECBは与えられた責務の範囲内で行動すること。 ・ しかし、その責務を果たすために、ECBは標準的な金融政策の範囲を越えて行動しなければならないことがある。市場が分断されていたり、根拠のない恐れに影響されていたりする場合には、ECBの金融政策の意図した効果がユーロ圏内に浸透しないため、こうした障害を除去しなければならない。この場合の例外的な対策は、ECBの責任の範囲内にある。 ・ ECBは政治に携わる機関ではない。しかし、ECBはEUの一機関としてその責任を果たさなければならない。その場合に、ECBが強固で安定的な通貨を維持するという本来の責務から逸脱することはない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ ドラギECB総裁の提案は、紙幣の発行を通じた国家財政ファイナンスに極めて近いものと考えられる。中央銀行は、このような行動で問題を解決することはできず、新たな問題を発生させる可能性が高い。 ・ ドラギECB総裁案では被支援国が厳格な財政改革を行うことを条件にしており一見良案と見えるが、実際にはEFSF等との協調行動となるわけであり、財政政策と金融政策の連携という結果を招くことになる。 ・ ユーロ圏の中央銀行による国債購入は、最終的には納税者の負担となり得る。このため、こうした政策の是非は中央銀行ではなく議会が判断すべきである。 ・ ECBが国債購入を開始すれば、それを中止することは非常に困難になる。中央銀行によるファイナンスが麻薬のように中毒性を持つことになるリスクを過小評価すべきではない。 ・ 中央銀行は全能ではない。中央銀行は根本的な問題点を解決することはできない。中央銀行に対する信任は、本来の責務の範囲内で行動することによってしか確保され得ない。

(資料) 参考文献、などから農中総研作成。

新たな国債購入策の限界や懸念点

ドラギ ECB 総裁は、8月の理事会後の記者会見で、ユーロ圏では国境をまたぐ金融取引が急減し金融市場の分断化が進行していることが最大の懸念点であると指摘し、これにより国によっては銀行貸出金利が高止まりし、金融政策の効果浸透が妨げられているとした。今回9月6日の理事会後の記者会見でもこの問題点を改めて指摘し、OMTは金融政策の実体経済への均等な浸透を図るための手段であるとした。

しかし、長期リファイナンスオペ(LTRO)により資金繰り懸念は緩和されたものの、インターバンク市場の機能が不十分なままでは銀行の調達コストが高止まりし、貸出金利の低下を阻害する可能性が残っている。このため、財政悪化国の資金繰り負担軽減という付随的效果はともかくも、OMTのみではECBが意図した効果の確保には限界があるものと考えられる。

また、OMTではSMPの経験を踏まえ^(注1)、モラルハザード防止の観点から厳格な財政改革計画の実行を求めている。しかし、

厳格な計画を求める以上は計画未達となる可能性も否定できないが、その場合にECBが現実に国債購入を中止できるのかという基本的な疑問点がある。必然的に大きな市場波乱を招くため、バイトマン独連銀総裁の指摘のとおり購入中止は現実には非常に困難となり、その結果、ECBの独立性が疑われ、それへの信任が損なわれる可能性が懸念される。

この他、OMTがECBによる国家財政ファイナンスを禁じた欧州連合(EU)機能条約第123条に抵触する懸念や、多額の納税者負担を強いる恐れのある仕組みが議会の議決を経ずして導入された点に対する民主主義の観点からの批判も、今後改めて強まる可能性がある。

また、今回のOMTはユーロ圏の財政危機を終息させるための直接的な対策ではなく、あくまでそのための時間かせぎ策でしかない。市場の圧力が弱まれば、財政改革や銀行改革、財政統合への取組みは滞りがちとなる。OMTが単に必要な改革を遅延させる結果にならないよう、政治指導者の責任ある行動が求められる。

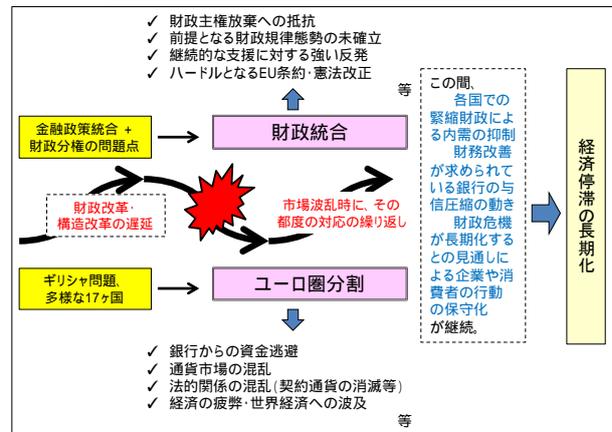
ボールは政治指導者の手に

こうして、OMT 導入により、支援要請の判断も含め危機対策の主要な責任は政治指導者である欧州委員会や各国政府の手に投げ返されることとなった。この間、ここ数ヶ月の動きを振り返れば次のような ECB とこれらの政治指導者の間を巡る経緯があり、この過程の中に今回の ECB による OMT の導入も位置付けられる。

- ・再選挙に伴うギリシャ情勢や銀行財務を巡るスペイン情勢の悪化で危機感が高まった今年5月、ドラギECB総裁は欧州の政治指導者に対し財政統合に向け「勇気ある飛躍」を図るべきであると強く主張した^(注2)。これは、ECBはLTROにより時間の猶予を確保したのに対し、政治面での調整に手間取るとともにECBによる追加政策への期待を高めるユーロ圏の政治指導者に苛立ちを強めた同総裁が、欧州委員会や各国政府に向け、財政統合へ向けた中長期的な工程の具体化を含め、本質的な危機対策の強化を求めたものである。
- ・これに対し、6月にファンロンパイ EU 大統領やバローゾ欧州委員長等が中心となり将来の財政統合等に向けた工程表の素案を取りまとめ、同月の EU 首脳会議において、継続検討を経て10月に中間報告、2012年末までに最終報告を行うことで合意した。
- ・このような動きを経て、9月に ECB が OMT を導入した。

こうしたなか、今後ユーロ圏では、まず欧州安定メカニズム (ESM) による銀行への直接的な資本注入の前提条件である銀行監督の一元化に向けた調整が具体化する。9月12日、欧州委員会はその原案を公表したが、監督の対象とする銀行の

図表3 長期化するユーロ圏の財政危機



(資料) 農中総研作成。

範囲、EU全体を対象とする欧州銀行監督機構 (EBA) と ECB との役割分担、非ユーロ圏の国々の位置付けなど、調整が必要となる事項は多岐に渡り、かつ複雑な要素を含んでいる。

また、同じ9月12日には、バローゾ欧州委員長が、年次欧州議会演説において、EUでは今後一層の統合を推進し「欧州連邦」の実現を目指すこと、そのためにEU条約の改正に取り組むこと、今秋中にその大枠の構想を提示することなど、かなり踏み込んだ内容の方針を示した^(注3)。

しかし、これまで財政統合には主権放棄への抵抗を含む様々な障害から踏み出せず、一方、ギリシャのユーロ圏離脱やユーロ圏分割はその影響の大きさからぜひとも回避したい政治指導者は、市場波乱時にその都度の対応の繰り返しの終始してきた。その間、財政危機が長期化すると見通しが経済成長の停滞を助長する結果ともなり、危機終息を一層困難なものとしてしまっている (図表3)。

今秋にはギリシャの改革頓挫で改めてユーロ圏分裂の思惑が高まる可能性もあるなか、政治指導者が将来を見据えた腰の据わった対応をとることができるのかどうか試されることになる。

おわりに

独連邦憲法裁判所は、9月12日、ESMへのドイツの参加等について独基本法に違反しないとの仮判断を下した。また、同日実施されたオランダの総選挙では、財政悪化国支援に反対する社会党や反EUの自由党の台頭はなく、ユーロ圏での足元の懸念材料はとりあえず軽減された。

しかし、従来から欧州においては各国間で様々な見解対立のパターンが見られており（図表4）、政策調整の停滞につながっている。ユーロ圏が財政危機に対し主権の移譲やこれにかかる条約改正を含むより本質的な対応策の具体化が求められるステージに至り、また5月のフランスにおける政権交代以降、独仏連携が揺らいでいるなか、今後はこうした対立が一層強く表面化する懸念が残っている。また、ユーロ圏外の英国等ではEUの政治的な統合には批判的な意見が根強く、今後の進展によってはEU脱退論が高まるなど、新たな動きがユーロ圏の取組みに影響を与えることになる可能性もある。

さらに、危機対策の核となるドイツの連立与党内で、ここに来て見解の対立が目立ってきている。6月の首脳会議後にも財政悪化国に対する支援条件緩和を牽制するなどの動きが強まっていたが、ドイツ国民の負担増に反対し独連邦憲法裁判所への提訴を主導する動きともなっている。2013年秋の総選挙が意識される時期ともなり、今後も様々な政治的な駆け引きが調整を複雑化させる恐れがある。

しかし、ECBが生み出した時間的猶予を生かすためには、この間に支援国が支援態勢を強化し、また経済成長に有効な施策の具体化を図る必要がある。そして同時に、財政悪化国は支援の枠組みを適

図表4 EUにおける見解対立の主要なパターン

<結束(solidarity)重視派> ・ フランス、南欧等 ・ 政治的調整を尊重	↔	<規律(discipline)重視派> ・ ドイツ、北欧、英国等 ・ 自動的な罰則適用等を尊重
<各国の主権重視派(nationalists)> ・ フランス、英国等 ・ 各国の立場・判断を重視 ・ 個々の支援策策定を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に抵抗	↔	<連邦化重視派(federalists)> ・ ドイツ等 ・ EUの組織の機能発揮を重視 ・ 管理態勢構築を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に柔軟
<ユーロ圏外10ヶ国> ・ 英国、デンマーク等 ・ 影響力の低下・負担の増加を懸念	↔	<ユーロ圏内17ヶ国> ・ ドイツ、フランス等 ・ 漸進的な財政統合へ向け調整

（資料）農中総研作成。

切に活用しつつ財政再建の成果を上げなければならない。OMTの導入によりECBが大量の国債を抱えたままユーロ圏解体ともなれば各国に多大な損失を分散させることにもなりかねない。ドラギECB総裁がユーロはirreversibleであると強調するとおり、欧州はいよいよ後戻りはできない段階に達しつつある。

（2012年9月21日現在）

<参考文献>

ECB(2012年8月29日)“The future of the euro: stability through change - Contribution from Mario Draghi, President of the ECB, Published in “Die Zeit”, 29 August 2012”

（注）上記は独紙Die Zeit(2012年8月29日)へのドラギECB総裁による寄稿の英訳で、次のアドレスに掲載されている。

<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120829.en.html>

Spiegel Online(2012年8月29日)“Bundesbank President on ECB Bond Purchases, ‘Too Close to State Financing Via the Money Press’”

（注）上記は独誌Der Spiegel(2012年8月27日)によるバイトマン独連銀総裁へのインタビューの英訳で、次のアドレスに掲載されている。

<http://www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-bundesbank-president-jens-weidmann-a-852285.html>

（注1）アスムッセンECB理事が、8月に、昨年イタリアがSMPによる市場安定化で時間の猶予が確保されたにもかかわらず改革を怠った事例を取り上げ、同じ過ちを繰り返してはならないことを指摘している。例えば次を参照されたい。

・ Financial Times(2012年8月27日)“ECB official seeks to ease bond fears”

（注2）例えば次を参照されたい。

・ Financial Times(2012年5月4日)“Draghi challenges eurozone leaders”

・ Financial Times(2012年5月25日)“Draghi tells EU leaders to make ‘brave leap’”

（注3）次を参照されたい。

・ European Commission(2012年9月12日)“State of the Union 2012 Address” (Speech/12/596)