

2012年8月14日 全5頁

ユーロ圏危機に流動性はもう効かない

スペインの全面支援要請が近づく

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

[要約]

- ユーロ圏の政策主体として、無制限の流動性供給能力を持つ ECB への期待は依然として大きい。しかし他の国からの伝染による国債利回りの上昇などであればともかく、ファンダメンタルズに具体的な弱みを持つ国を救う上で、ECB ができることには限りがある。
- 8月2日の ECB 理事会の後、スペインの短期債利回りが低下しているが、ECB による短期債限定の徹底的な介入にも実効性には疑問が付きまとう。まず問われるのは、民間投資家の完全な離散が予想される中で、孤軍奮闘を続けることができるかという ECB の本気度である。ECB には一段の緩和政策を通じてユーロ安を後押しすることが求められるが、もはやスペインを救うことは困難であろう。

危機対策における ECB の役割

予算制約に服さない ECB への期待は依然根強い。特に、スペインなど財政危機国の国債購入の主体として、意味のある役割を担えるのは ECB、ないしはその資金を裏づけとした ESM（欧州安定メカニズム）しかないという見方はほぼ常識になっている。

巷間、7%超の長期国債利回りは、発行国が資金支援要請に追い込まれる前兆とみなされることが多い。政府債務の維持可能性は、成長率と金利のバランス、及びそれに対する市場の評価で決まり、閾値は国により、時により異なるため、7%に特段の意味があるわけではないが、市場におけるそのような認識が、実際に7%を危険ゾーンとしてしまうことはあり得る。したがって、ECB がその無尽蔵な流動性供給能力を通じて、スペインの金利を例えば5%以下に押し戻すことができるのであれば、同国が資金調達に窮する事態は回避される。スペインが自力での資金調達を継続する上で、ECB の出番が必要条件とみなされていることにはそれなりの根拠がある。

だが同時に、必要条件と十分条件のギャップが、時とともに拡大しつつある感が強い。ユーロ圏危機の深刻化が止まらない中で、ユーロ圏がやるべき処方箋に占める ECB に可能なことの比率が低下していると考えられるのだ。例えばスペインの国債利回りの上昇が、ギリシャやポルトガルからの伝染として生じているのであれば、ECB による流動性の無制限供給、ないしはその宣言は市場沈静化に多大な効果を及ぼすであろう。もちろん、伝染が生じるのは、伝染した

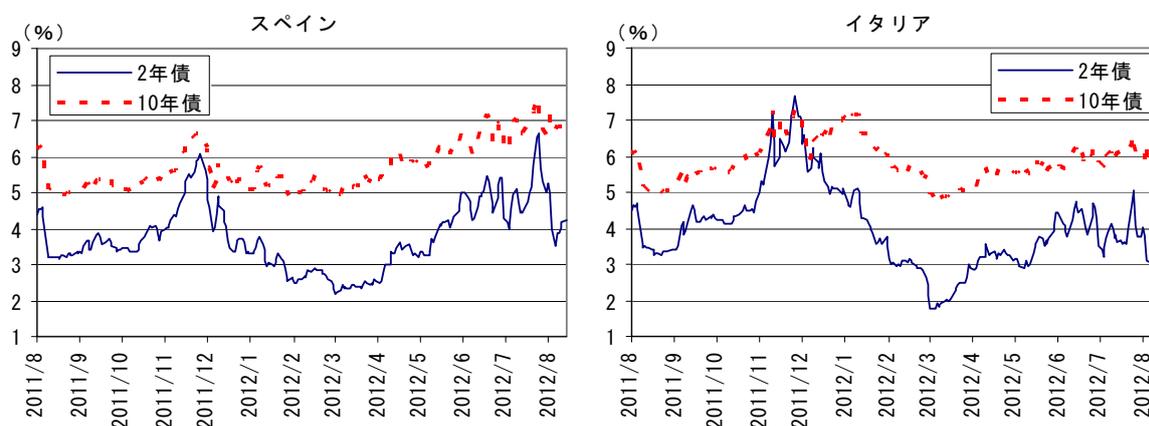
国にファンダメンタルズの弱みがあるからに他ならないが、金利上昇という市場の評価がその弱みを拡大させてしまう（政府の支払い能力をより損なう）ことを防ぐ上で、中央銀行の流動性は大きな効果を発揮し得る。昨年後半の、イタリア、スペインの国債利回り上昇局面は、そのような時期に当たっていたと考えられよう。

しかし当然ではあるが、ECBによる流動性供給の効力が発揮されるのは、それが財政危機国の国債購入に向けられた場合、金利上昇に起因する政府財政のサステナビリティ喪失回避においてのみである。その点、現在のスペインは不動産価格の下落がもたらす銀行部門の資産劣化、地方政府の自助努力の限界という、市場のムードの変化などでは解決困難な具体的な弱みを抱えている。「ファンダメンタルズの弱み」が昨年後半などに比較してより明確化してしまっており、もはやギリシャやポルトガルの危機が伝染した国という位置づけは不適切になっている。このような国を流動性で救うことは難しい。

スペイン等の短期国債利回りが低下

しかし金融市場は依然として、ECBの流動性効果に大きな信用を置いているように見える。例えば、8月2日のECB理事会の決定事項については、「期待はずれ」との声が専らだった一方で、スペインやイタリアの短期国債利回りの抑制には確実に効果を発揮している。

図表1 スペイン、イタリアの国債利回り



出所：Bloomberg より大和総研作成

スペインの2年国債利回りは、7月下旬に一時6.5%を上回り、イールドカーブが著しくフラット化した。このような現象は市場における財政破綻の懸念が切羽詰まってきていることを示しており、実際、ポルトガルでは2010年4月の公的資金要請に先立つ3月に2年国債利回りが10年国債利回りを超えた。現実には、ECBが8月2日の理事会で表明したのは、短期国債を中心とした証券市場プログラム(SMP)を再開するという「方針」のみであり、実際の購入は始まっていないし、いつ、どのような規模で行われるのかもはっきりしない。しかし、例えば6月末のEU・ユーロ圏サミットにおいて謳われた、EFSF(欧州金融安定化機構)等による域内銀行

への直接資本提供などの危機対策などに比べれば、同じ「口約束」ではあっても、意思決定の集約化が進んでいるだけ ECB が打ち出す対策には実効性と迅速性で信頼に足ると市場がみなしたのだろう。

短期債限定の意味

もともと、中央銀行の主戦場はマネーマーケット（短期金利）であり、SMP なるの対象となる国債の満期が長ければ長いほど、金利に対する中央銀行のコントローラビリティは低下する。この点は、今回の ECB の決定を考える上で重要なポイントのはずであるが、これまでのところ、ECB による周縁国の国債市場への介入の重要性は広く指摘されながらも、対象となるべき年限についての議論は素通りされることが多かった。

一方、ECB 自身が介入の効果についての検討を尽くしてきたことは想像に難くない。年限を問わない国債買い入れ、特に長期債の買い入れについては、十分な金利抑制効果を長期にわたって持続させることができるかははっきりしない。まずはそのような判断があり、その上に、スペインの短期国債利回りの上昇という環境変化が生じ、ECB が重い腰を上げたというのが実際のところではないか。もちろん、短期国債利回りの上昇自体が危機深刻化の一症状に他ならず、ECB に介入強化の理由を与えるものでもある。だが、そればかりではなく、より着実な効果を見込める短期債市場への介入を促す客観的事象が現れたことが、ECB の背中を押した可能性がある。

短期債限定であれば、ECB が無駄玉を打つリスクは相対的に低くなる。これはひとつのメリットといってよいだろう。一方で、短期債限定の介入には弱点もある。ひとつは、長期金利抑制の担い手として ECB に期待することが、（今まで以上に）難しくなったことだ。既にスペインは長期の資金調達が困難になっているが、遠からず長期資金市場から完全に締め出される可能性がある。その場合、スペインは短期資金の調達に傾斜せざるを得ないが、ここで生じる短期国債の供給増加に対し、ECB が金利の上昇を抑えるべく購入額を増加させるかどうかが焦点になる。もとより、長期資金調達の困難に直面し、短期資金のロールオーバーを繰り返すのは、債務危機に陥った途上国・重債務国の破綻に先立つ典型的な行動パターンである。スペインがこのような状況に陥ったとき、ECB は同国の短期国債を無制限に買い入れ続けるのだろうか。SMP の再開には、スペインによるユーロ圏への支援要請が先立つことが前提とされているが、このような条件がクリアされたとして、次に問われるのは、ECB の金利抑制に向けた本気度である。

なぜ LTRO ではなく SMP か

問題はまだある。ECB が SMP 再開の方針を決め、LTRO (Long Term Refinancing Operation) 第三弾を回避したのは、民間銀行を介したスペイン等の国債購入、金利抑制の限界が、過去 2 回の LTRO 実施によって明らかになったためであろう。もともと LTRO には政府財政と銀行のバランスシートという、スペイン等の病根二つの一体化を進めるという弱点があった。実際、金利抑制効果もごく短期間しか発揮されなかった。

しかし、昨年12月にも ECB の直接介入により、イタリア、スペインの国債利回り上昇を食い止めるべしという声は高まっていた。にもかかわらず、LTRO が選択されたのは、それが SMP を上回るメリットを有する（ないしはデメリットが小さい）と認識されていたためであろう。例えば、債権返済の優先順位にかかわる問題がある。ECB がイタリアやスペインの国債を買えば買うほど、これらの国が債務再編に追い込まれたとき、ECB に返済順位で劣後する民間の債権者が蒙る損失は大きくなる。ECB の購入による価格安定化効果が、民間投資家の購入を促す呼び水になるのではなく、むしろ、民間投資家をこれら国債市場から離散させる可能性を持つ。SMP の大きな弱点はここにあり、だからこそ、昨年末の ECB は LTRO を選択したのだろう。

しかし、既述のように、2 回の実施を通じて、LTRO の限界は既に露呈済みである。一方、この返済順位にかかわる SMP の弱点は全く解消されないまま残っている。にもかかわらず、SMP の再開を打ち出したこと自体、危機対策の主体としての ECB の手詰まりを表しているが、ここでも再度、ECB の本気度が問われざるを得ない。すなわち、ECB はスペイン国債の発行が短期債に集中することが予想される中で、その買い手として孤軍奮闘を余儀なくされる可能性が極めて高い。それでも、ECB は徹底介入を継続できるのだろうか。

このような、スペインという大国の要資金調達額を丸抱えで面倒見るに等しい SMP が継続されるには、ECB としてはスペインがギリシャのような債務再編に追い込まれることがないという確信が必要であろう。ひとたび SMP が再開され、民間投資家がスペイン国債市場から離散してしまえば、その債務再編という事態に至ったとき、ギリシャのような民間債権者のみの減免では、再編策として意味がなくなってしまう。ECB がヘアカットを受け入れざるを得なくなるからだ。

当然だが、ECB もユーロ圏危機が財政統合に向けた政治的意思決定によってしか解決されないことは熟知しているはずである。周知のように、ユーロ圏政治はごく目先の問題として、ESM の早期設立、域内銀行への直接資本注入の前提となる銀行監督機能の統一という重大な課題を抱え、それらの解決の目処が立たない状況に陥っている。既に見慣れた光景という他はないが、政治決断が遅れば遅れるほど、SMP を再開することによる ECB のコストも大きくなる。スペインによるユーロ圏への支援要請を SMP 再開の条件としたことは、ECB からユーロ圏政治に向けられた催促メッセージと読めなくもないが、ECB がその実効性（端的には ECB、ユーロ圏政治が一体となりスペインの債務再編を回避する）を信じているかは疑問なしとしない。

スペインの全面支援要請が近づく

ECB が「本気」であることを示さない限り、金利抑制等における効果は得られない。したがって、近く既に触れたいくつかのハードルがクリアされ、SMP が再開されることになれば、ECB はそのメッセージにおいて自らが本気であることを主張するために腐心するだろう。しかし、そのことと、ECB があくまで徹底介入するという本気さとは区別することが肝要であると思われる。

繰り返しになるが、中央銀行の主戦場はマネーマーケットであり、介入対象の国債の満期が短ければ短いほど、金利へのコントロールは効きやすい。しかし、既にリスク資産と認識され

ているスペイン等の国債の利回りを決める第一の要因はリスクプレミアムであり、それに対する中央銀行の制御可能性は間接的なものでしかない。それは短期債であっても同じである。結局、長短金利の大幅なギャップという、財政危機国としてはいびつとしか言いようのない期間構造が長期化することはないだろう。スペインが全面的な公的支援要請を回避するには、長期債利回りの低下によって長短金利差が正常化すること、そのような市場の評価を導く政治決定、ないしは緊縮財政の劇的な成功が必要である。しかし、それよりも長短金利差の縮小が、短期金利の再上昇によって実現する可能性の方がはるかに大きい。

もちろん、ECBにはまだまだできること、やるべきことがある。SMPも量的緩和の側面を持つから、一段のユーロ安に貢献するかもしれない。そしてユーロ安はドイツを基点とした、ユーロ圏経済の持ち直しのきっかけになる可能性がある。それは初期的には圏内の南北格差を一段と明確にしてしまう可能性が高いが、ドイツ等の景気持ち直しは南欧諸国の調整圧力を多少なりとも緩和する。また、ドイツの企業、家計にユーロを維持することのメリットを再確認させることにもつながろう。それは財政統合に向けたドイツの世論を軟化させる可能性を持つ。しかしもはや、ECBにスペインの救済者となることを期待することは難しい。