

2012年9月7日 全3頁

# ECBが無制限の国債購入計画を決定

## 9月6日の金融政策委員会の決定事項

経済調査部  
山崎 加津子

### [要約]

- 9月6日のECB金融政策委員会では、予想された通り国債買取プログラムの刷新計画の具体的な条件が決定された。新しい国債買取プログラムであるOMT発動には、当該国がEFSF/ESMに財政支援を要請し、財政と経済再建のための計画を実行することが条件となる。ECBが購入する国債は残存期間が1年から3年の国債で、国債購入資金はすべて不胎化される。また、ECBは購入した国債に関して優先弁済権を持たないことになった。
- OMTの目的は、分断されたユーロ圏の金融市場を再び統合し、金融政策がきちんと機能する環境を整えることである。OMTを通じた国債買取金額の上限をあらかじめ定めることはしないとされ、「国債利回りが急上昇しているのに打つ手がない」という状態を解消するためにECBは大きな一歩を踏み出したと言える。ただし、この措置を十分に活用し、ユーロ圏債務危機の解決に貢献させることができるかは、今後の政府サイドの対応にかかってくる。

### 新しい国債買取プログラムの詳細発表

9月6日のECB金融政策委員会では、予想通り国債買取プログラムの刷新計画が具体化された。すでに8月2日の金融政策委員会で、従来の国債買取プログラムであるSMP(Securities Markets Programme)の刷新計画が発表されていたが、その具体的な条件が決定されたのである。新しい国債買取プログラムはOMT(Outright Monetary Transactions)という名称で、下記のような条件と内容が発表された。

**OMT実施の条件：**国債買取を希望する国が、EFSF(欧州金融安定化機構)/ESM(欧州安定メカニズム)に財政支援を要請し、その支援プログラムが適用されていること。この支援プログラムは当該国に厳しい財政再建を義務付ける一方、EFSF/ESMが当該国の国債を発行市場で購入することを可能にするものである。

**買取の対象：**残存期間が1年から3年の短期国債とする。記者会見では社債や資産担保証券

が対象となるかが質問されたが、現時点では検討の対象外との回答だった。

**ターゲット**：事前の報道では ECB が国債買取に際して、目標とする金利や金利スプレッドの水準等を設定する可能性も報じられていたが、そのような目標は設定されなかった。他方で、OMT で ECB が購入する金額について事前に限度額を決めることはしないとされた。

**不胎化措置**：OMT による債券買取はすべて不胎化される。このため、OMT は量的緩和ではない。

**優先権**：ECB は OMT を通じて購入したユーロ圏加盟国の国債に関して、優先弁済権を持たず、他の民間債権者と同等の扱いを受け入れる。

**透明性**：OMT を通じて取得した国債に関する情報は、保有金額と取得金額は週次で、国別の内訳等は月次で公表される。SMP では不胎化される金額から、購入された国債の金額がわかるだけだったが、OMT ではどの国債をいくら購入したかの詳細が明らかになるという。

なお、OMT の実施期間に関しては、金利高騰を抑えるという目的を達成するまで継続するとされた。ただし、当該国が財政健全化の取り組みを止めてしまうなど、支援の条件を満たしていないと判断された場合、OMT は中断されるとしている。

## OMT のねらい

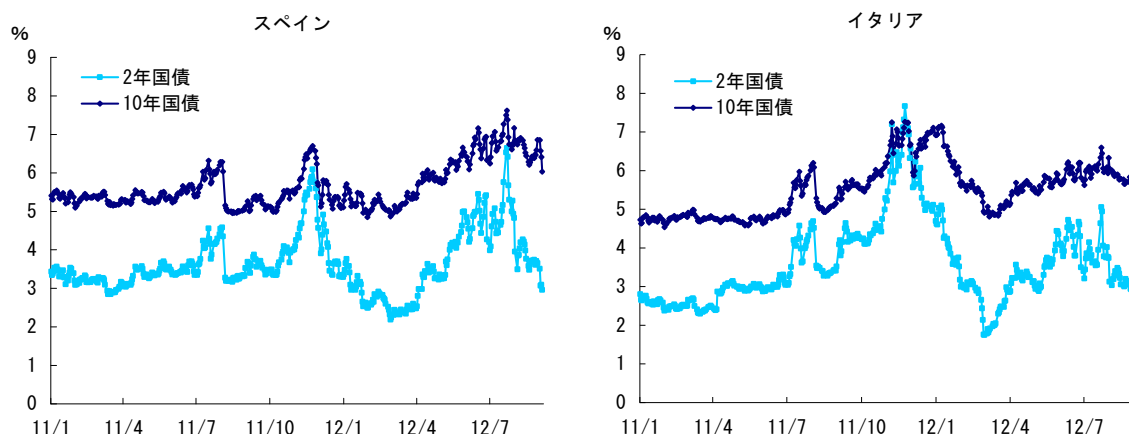
ECB は OMT 導入の目的を、分断されてしまっているユーロ圏の金融市場を再び統合し、金融政策がきちんと機能する環境を整えることとした。金融市場の分断として問題視しているのは、ユーロ圏各国の金利水準が、国ごとに大きく乖離していることである。ECB が決定している政策金利は別として、各国の国債利回りに関しては、それぞれの国の財政状況を反映して差異が生じるのは当然のことである。しかしながら現在の各国の国債利回りは、財政状況の違いだけでは説明できない極端な差がついている。この極端な金利上昇を抑えるために ECB が国債を購入する一方で、各国政府は財政健全化計画と構造改革を推進するという 2 本立ての対策が、ECB が考えているユーロ圏債務危機対策のシナリオである。

## OMT の対象となるのはまずスペイン

OMT の対象となる可能性が高いのは、まずはスペインで、次いでイタリアとみられる。両国の国債利回りは、ECB が国債買取プログラムの刷新を示唆して以降、2 年債、10 年債とも低下傾向にある。それでも金利水準はドイツやフランスと比較してまだまだ高く、たとえば 10 年債の金利スプレッドはスペインが 5%、イタリアが 4%となっている。スペインは追加的な財政健全化計画を強制されることを嫌って、ここまで財政支援の要請を拒んできた。しかしながら、自力での資金調達が困難となった州政府への財政支援の必要性が高まっており、OMT の適用申請の決断を 9 月内にも表明するのではないかとみられる。

すでに EFSF 等から財政支援を受けているアイルランドとポルトガルに関しては、国債発行を再開したあと、必要とあれば OMT の対象となるのが可能との見解が ECB から示されている。

図表1 スペインとイタリアの国債利回りはここ1か月は低下傾向



出所：Bloomberg データより大和総研作成

### 次に行動するべきは政府

ところで、OMT と名前を変えた ECB の国債買取プログラムは、十分な成果を上げなかった SMP とは異なり、ユーロ圏債務危機対策として効果を発揮できるだろうか。OMT と SMP の違いとしてドラギ ECB 総裁は、OMT では国債買取という形で支援を受ける国は EFSF/ESM (+IMF の可能性もあり) による厳しい財政再建計画の遂行を課せられること、また、ECB がどの国債を購入したかが公表され、透明性が向上することを指摘している。

ただ、結局のところ、ECB による国債購入はあくまで、各国が財政を立て直し、競争力向上対策をとるための時間稼ぎの措置である。SMP よりも大胆な国債購入が実現される可能性が高まった OMT を十分に活用できるかは、今後の政府サイドの対応次第と考えられる。まずは 7 月という当初予定から遅れている ESM 設立を迅速に進めることが必要である。また、スペイン政府は財政支援申請をいたずらに引き延ばすのではなく、ECB という後ろ盾を確保して、財政再建計画を進めることが得策と考えられる。さらにユーロ圏諸国には、銀行同盟の推進とその先にある財政統合という大きな課題がある。

### 政策金利は据え置き

ECB の政策金利は 0.75% に据え置かれた。ECB スタッフによるユーロ圏の景気見通しは 6 月予想から下方修正され、2012 年  $-0.6\% \sim -0.2\%$  (6 月予想は  $-0.5\% \sim +0.3\%$ )、2013 年  $-0.4\% \sim +1.4\%$  (同  $0.0\% \sim +2.0\%$ ) となった。一方、インフレ見通しは、2012 年は前年比 2% 台で推移したあと 2013 年には 2% を若干下回り、上振れ (原油価格等の上昇、財政再建に伴う増税) と下振れ (景気悪化で需要後退) のリスクは均衡しているとの予想は据え置かれたが、予想数字は若干上方修正された。もう一段の利下げの可能性は残っているとみるが、それは景気がさらに悪化し、インフレ率下落が予想された場合の最後の切り札として実施されると予想する。