

2015年1月21日 全6頁

ECB 量的緩和へのカウントダウン

通貨ユーロの存続をかけた重要な試金石となるか

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 35

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

- 1月14日に発表された OMT (国債買い入れプログラム) に関する欧州司法裁判所 (ECJ) の仮判断は、1月22日の ECB 理事会で協議される国債買い入れ型の量的緩和 (以下、QE) の実施を確実のものとした可能性が高い。欧州司法裁判所の法務官による見解によると、OMT の施行は異例の金融政策であるとしながらも、EU 法上の適法性についても条件付きで合法であるとの見解を示した。
- 直近の ECB 理事のコメントからは、QE 実施に対する理事会内での賛成派と反対派の熾烈な駆け引きが展開されている状況が読み取れる。反対派の急先鋒であるドイツ連銀バイトマン総裁は1月15日のスピーチの中で、「国債買取りについての姿勢は従来通り (購入対象を最高格付けの国債に限定するなどの代案を示すも基本的には反対) であり変化はしていない」と、一貫した姿勢を示している。
- 1月22日の ECB 理事会では、QE の開始の決定だけでなく、①どの国を (Where)、②どれだけ (What amount)、③どのように (How)、④いつまでに (When) という具体策の採択が出てこなければ市場では失望に変わる可能性も高い。1月25日に控えるギリシャの総選挙や、ドイツ連銀への配慮を優先してキプロスで開催される3月5日の次回理事会にプログラムの詳細案の発表がずれ込むこととなると、ドラギ総裁の ECB 理事会内での手腕が疑問視されてもおかしくはない。
- 今回の理事会で最も大きなリスクは、全会一致を好む理事会において結果的に意見が集約できず“通貨ユーロの規律破綻”を招き各国の関係修復が不可能になることに他ならない。一部の理事の根強い反対意見から生じる1票は、ユーロ域内の分断化を決定づける恐れがあり、単一通貨存続に対する否定的なインパクトの大きさは計り知れないといえるであろう。カウントダウンが始まった ECB の QE 実施には、世界中の市場関係者が注目していると同時にユーロ存続の将来を占う試金石となることが予想される。

量的緩和の障害が外れた欧州司法裁判所の仮判断

1月14日に発表された欧州司法裁判所（ECJ）の仮判断は、1月22日のECB理事会で協議される国債買い入れ型の量的緩和（以下、QE）の実施を確実のものとした可能性が高い。これは昨年（2014年2月7日）、ECBが導入したOMT（危機時にECBが国債を買い入れするプログラム¹）が財政ファイナンスに該当するか否かの合憲性について、ECJの法的見解をドイツ憲法裁から付託されて求められたものである。欧州司法裁の法務官による見解（意見陳述）によると、OMTの施行は異例の金融政策であることしながらも、「必要（necessary）」であり、そしてまた「厳密な意味で適切だ（proportionate in the strict sense）」と述べ、EU法上の適法性についても条件付きで合法であるとの見解を示した。

今回の意見陳述に法的拘束力はないが、年央に下される最終判断もOMTが合憲となる可能性が高い。またドイツ憲法裁からの質問状にはECBが事前に金額の上限を定めず介入することを問題視する「国債買い入れの無制限性」に関する質問も含まれていたが、こちらも特段問題視されることはなかった。一方、付随された条件に関しては、ECBがOMTで支援を受ける国の特定の支援プログラムに直接かかわらないことなどが挙げられている。これは今後QEを発動した場合においても、ECBがギリシャやキプロスの支援策に参画することはできなくなることを意味し、ECJがトロイカ体制（欧州委員会、ECB、IMF）の終わりを示唆するものとなった。

ECB理事会メンバーの全会一致は未だ険しい（ECB理事の直近のコメント）

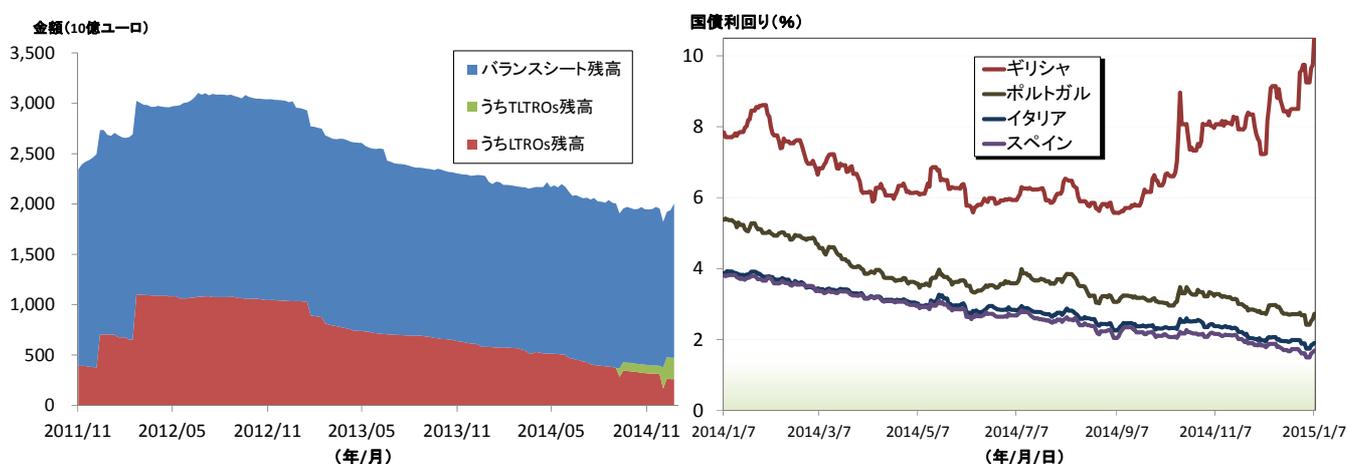
直近のECB理事のコメントからは、QE実施に対する理事会内での賛成派と反対派の熾烈な駆け引きが展開されている状況が読み取れる。賛成派であるECBクーレ専務理事は、1月13日の独紙ウェルトとのインタビューで、QEの協議が1月22日に結果を示せるかとの質問に対して、「協議はかなり進んだ状況にあり、先週、我々はテクニカルな詳細について話し合いを持った。ECBは1月22日に決定を下すことは可能な状況にあるといえるが、実際に合意に至ったというわけではない。」と述べた。さらにドラギ総裁が前回の理事会でECBでの全会一致にこだわらない姿勢を示している点について、「全会一致でなくとも行動しうるが、それは賢明ではない。」と述べている。また一方で反対派である、ECBラウンテンシュレーガー専務理事は、1月10日の独紙シュピーゲルとのインタビューの中で、「大規模な国債の購入に関して、私は反対している。金融政策にとってQEは最後の手段であると考えている。ユーロ圏19カ国を含むこのような政策には利点とリスクの合理的なバランスがあるべきと考える。」とコメントした。また同じく反対派の急先鋒であるドイツ連銀バイトマン総裁は1月15日のスピーチの中で、「国債買取りについての姿勢は従来通り（購入対象を最高格付けの国債に限定するなどの代案を示すも基本的には反対）であり変化はしていない」と、未だ一貫した姿勢を示している。

1月25日に行われるギリシャの総選挙の結果によっては、トロイカ体制によるギリシャへの支援プログラムが崩壊し、ギリシャの債務再編が行われる可能性があるといえるであろう。現時点でも指標金利が他の南欧諸国と比較しても高止まりしているギリシャ国債（図表1）の買

1 Outright Monetary Transactions。2012年9月に導入されたが、現段階では未だ実行されていない。

取りプログラムに関して、ECB 内でも意見が一致しているとは言いがたく、エストニア中銀のハンソン総裁から（1月8日のメディアからのインタビューの中で）ギリシャが政情不安な中でQEが行われることに対し懐疑的な見解が示されている。また一方、ECB クレー専務理事は（先の独紙ウェルトのインタビューの中で）「（ECBの政策決定がギリシャ総選挙の前であることについては）ECBは独立しており、いかなる場所で選挙が行われたとしてもECBの意思決定に関係ない」との意見も述べた。直近のECB理事会メンバーの発言をみると、QEをめぐる足並みは未だ揃っておらず、ドラギ総裁が意図した1兆ユーロのバランスシート拡大に対する、全会一致のハードルは高いといえるだろう。

図表1 ECBのバランスシート（左図）と南欧諸国の10年国債金利（右図）



(出所) ECB、Bloomberg より大和総研作成

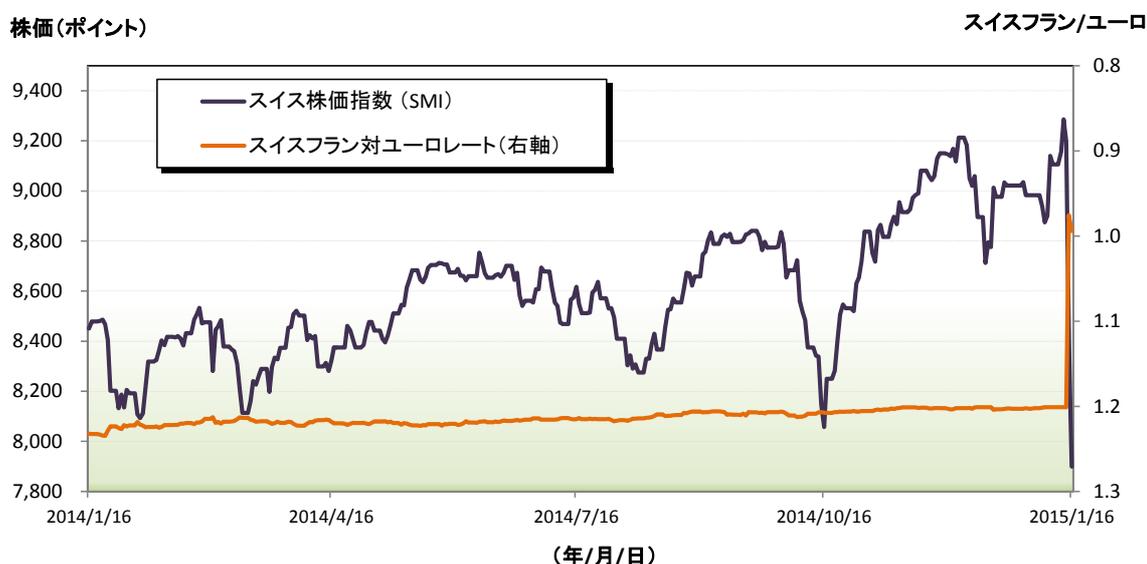
スイス中銀も ECB の量的緩和を警戒して対ユーロのスイスフラン上限を撤廃

ECBのQE実施に対してはユーロ域外の欧州周辺国の警戒も強い。1月15日にはスイス国立銀行が2011年9月に設定した1ユーロ=1.2フランの上限を撤廃し、スイスフランの上昇を抑えるために導入していた外国為替市場での「無制限介入」を終了すると発表した。また同時に政策金利をマイナス0.75%に引き下げたがその効果は乏しく、スイスフランは高騰し、スイス株は全面安となった（図表2参照）。欧州債務危機以降のユーロ安・スイスフラン高に対応する上限設定であったが、スイス中銀は「スイスフランの過大評価は上限設定以降に弱まった（スイスフラン高を一定程度抑制できた）ため役割を終えた」としている。ただし、シティでは、スイス中銀の発言に対して冷ややかな反応が多く、1月22日のECB理事会でQEに突入してこれ以上のユーロ安となる前に先んじて行動した可能性が高いと見ている。今後ともスイス中銀がユーロペッグを維持するメリットは乏しく、自国通貨防衛を意図した今回の決断に至ったともいえるであろう。またスイスが自国通貨高に舵を切る背景として対外債務残高が高止まりしている現状も指摘される。スイスの対外債務残高はユーロ買い介入で膨大に積みあがった外貨準備高と比較しても2倍以上と、特に銀行債務の規模が大きいことが特徴となっている（図表3

参照)。また独自の金融規制強化（スイス・フィニッシュ²）により、スイスに本社を置くグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）は他国以上に規制資本を調達することが求められている現実もある。特に偶発的な事象により、強制的な株式転換や元本が削減される資本性証券（Contingent Convertible Bonds、以下 CoCo 債）の外貨での発行を加速させていることも対外債務を増加させる要因の一つとして考えられる³。また、これ以上のユーロ買い介入による自国通貨安政策は中銀のバランスシートの毀損に加えて、民間金融機関のバランスシートの毀損を回避したいスイス中銀の思惑も見え隠れしているともいえる。

さらに他のユーロ域外国に関しても QE 実施に対する新たな警戒が広がっている。低金利・ユーロペッグを背景に、スイスフラン建ての住宅ローンが東欧諸国（ハンガリー、ポーランド等）などにおいても広く利用されていたため、通貨急騰で資金返済が厳しくなった与信のデフォルトなど、新たな不良債権への懸念が熾り始めている。スイスと同様ユーロペッグ制を導入しているデンマークなどは自国通貨（クローネ）高をけん制する狙いで政策金利の引き下げを発表している（譲渡性預金金利をマイナス 0.2%と従来のマイナス 0.05%から引き下げ）。さらに同国に対しても対ユーロの上限を廃止させるなどの憶測が飛び交うなど、危機の伝播を警戒する動きが未だ止まない状況となっている。

図表 2 対ユーロのスイスフラン、スイス株式の推移

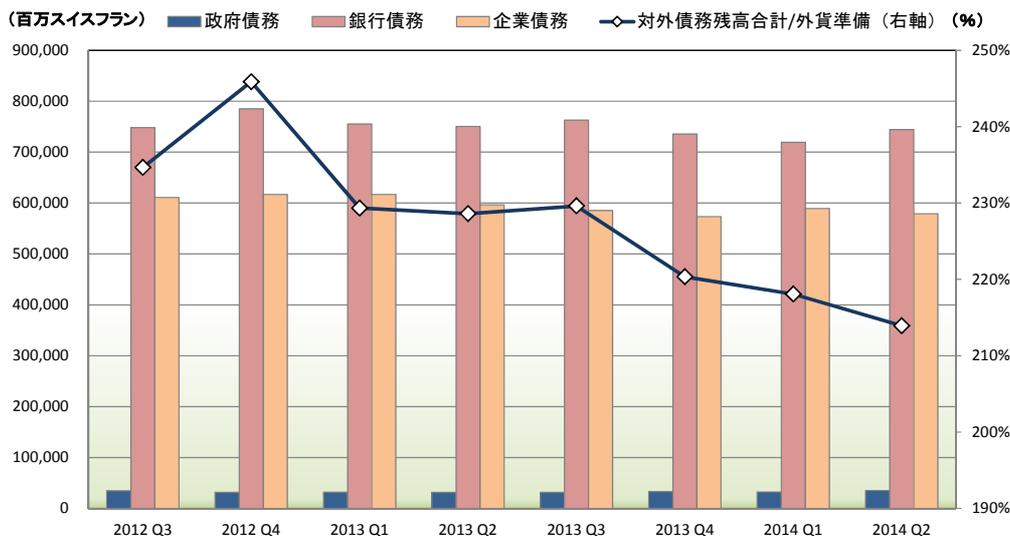


(出所) Bloomberg より大和総研作成

2 スイスでは国際規制よりもさらに厳格化した国内規制を大手 2 行(G-SIBs)に適用している。

3 従来は普通株式等 Tier1 で求められるバッファ等に充当することが可能となり、発行が急増している背景がある。さらに 2018 年から第 1 の柱として正式導入が決定しているレバレッジ比率へ警戒もその要因と言われている。英国の大手行では 2019 年までに 4.05%を下限とすることが BOE の金融行政委員会 (FPC) で提案されており、欧州の G-SIBs も同等かそれ以上が求められる可能性が高い。

図表3 スイスの対外債務残高の推移と外貨準備との比較



(出所) スイス中銀より大和総研作成

ECB 量的緩和のカウントダウン（予想される量的緩和の方向性）

1月22日のECB理事会では、QEの開始の決定だけでなく、①どの国を(Where)、②どれだけ(What amount)、③どのように(How)、④いつまでに(When)という具体策の採択が出てこなければ市場では失望に変わる可能性も高いといえる。1月25日に控えるギリシャの総選挙や、ドイツ連銀への配慮を優先してキプロスで開催される3月5日の次回理事会にプログラムの詳細案の発表がずれ込むこととなると、ドラギ総裁のECB理事会内での手腕（調整力）が疑問視されてもおかしくない。

現段階で予想されているQEの実施手法としては、①ECB出資比率（キャピタル・キー）に応じた国債の買取り（ギリシャ、キプロスは支援プログラムの受け入れが条件）、②国債だけで5,000億ユーロ（+社債、ETF、EIB債等が加われば、1,000億ユーロ程度上振れ）、③各中央銀行ではなくECBが直接買入れ、④1月22日に詳細プログラムが採決されれば買入れ期間は2年、買入れ対象の残存期間は3年～10年程度（短い残存期間では効果が薄いため、できれば7年～10年）、となっている。その他、最上位格付けのみ自国中銀が自ら購入する等などの様々な選択肢がECB内で協議されている模様だが、各国の中銀が個別に買入れるプログラムではECBのバランスシート拡大に無意味ともいえる。また、投資適格のみの買入れ等の観測記事も優勢となっているが、既に利回りが高止まりしているギリシャ国債への影響が避けられないため、出資比率に応じた買入れが求められるといえるだろう。ただし、既にユーロ圏各国の長期金利水準の低さを考慮すると米国や日本の異次元緩和ほどの効果は疑問視されている。不良債権処理で未だ苦しむイタリア等に至っては銀行与信の拡大への効果は限定的であろう。そうなる期待はさらなる金融市場等への流動性供給であるが、既に織り込まれているユーロ安をさらに進めるためには残存期間、量ともに市場予想を超える規模での買入れの決定が求められるといえる。

シティでは、ユーロ存続にこだわるドラギ総裁の威信にかけて、全会一致にこだわらず、既に周回遅れとなっている金融政策を1月22日の理事会で一気に詳細まで採決することを期待する声も多い。ただし、今回の理事会で最も大きなリスクは、全会一致を好む理事会において、結果的に意見が集約できず“通貨ユーロの規律破綻”を招き各国の関係修復が不可能になることに他ならない。一部の理事の根強い反対意見から生じる1票は、ユーロ域内の分断化を決定づける恐れがあり、単一通貨存続に対する否定的なインパクトの大きさは計り知れないといえるであろう。カウントダウンが始まったECBのQE実施には、世界中の市場関係者が注目していると同時にユーロ存続の将来を占う試金石となることが予想される。

(了)