

# 経済・金融 フラッシュ

## 4月ECB政策理事会:25bp の利上げを 実施／ポルトガル、EU・IMFに支援を 要請

経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行（ECB）は7日に4月の政策理事会を開催、先月、事実上予告した通り、政策金利を25bp 引き上げ、1.25%とした。声明文は、先月に比べればトーンダウンしたが、利上げの余地があるとの認識とインフレ警戒を示す内容であった。当面、25bp ずつ3カ月程度のペースで利上げが実施される可能性が高い。

金融政策と流動性供給は連動しないとの方針どおり、ECBは4～6月期も固定金利・金額無制限で流動性供給を継続することをすでに決めている。検討中のギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどのECB資金への「依存症」に対する対策の公表は今月も見送られた。

トリシェ総裁は、ポルトガルに、EU・IMFへの支援要請を勧めたことを認めた。国債買い入れについてはコメントを避けたが、データからはECBが国債市場への介入を行わなかったことがわかる。

### （ 事前予告通りの 25bpの利上げ、今後については明言せず ）

欧州中央銀行（ECB）は7日に4月の政策理事会を開催した。先月の理事会後の記者会見でトリシェ総裁が「次回理事会での利上げ決定もあり得る（an increase in interest rates at the next meeting is possible）」と述べて事実上予告したとおり、25bp の利上げを決めた。2009年5月以降、1%で据え置かれてきた政策金利（オペ金利）は、今回の利上げで1.25%となった。今回の決定は全員一致であった。

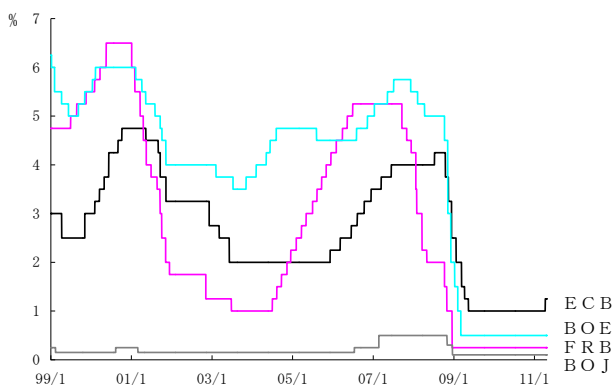
ECBの利上げの背景には、周辺国では厳しい状況が続いているものの、ユーロ圏全体ではドイツ主導の景気の順調な回復基調が続いており（図表2）、エネルギー・食品価格の上昇による物価の一時的な上振れが、製品への価格転嫁や賃上げを通じてもたらす二次的影響を牽制する必要があるとの認識がある。ユーロ圏のインフレ率（CPI）は、2010年12月以降、ECBの物価安定の定義である「2%以下でその近辺」を上回る推移が続いており、3月には前年比2.6%へとさらに上昇した（図表3）。

事実上の利上げ予告となった先月の声明文では、金融政策のスタンスを「とても緩和的（very accommodative）」とし、足もとの物価の上振れが広範な物価の上昇圧力につながらないよう「強い警戒（Strong vigilance）が正当化される」といった強いトーンが目立った。今月は、先月に比べればトーンダウンしたものの、金融政策は「なお緩和的（remains accommodative）」、「インフレ・リスクも引き続き上振れ」、インフレの上振れリスクを「とても注意深く監視する（monitor very closely）」など利上げの余地があるとの認識とインフレ警戒を示す内容であった。また、声明文に

は、インフレに関して新たに「金融危機前に積み上がっていた潤沢な流動性」、「新興国の力強い成長が世界的に潤沢な流動性に支えられて一層の商品価格の上昇をもたらす」リスクにも言及、物価の上昇が一時的なものに留まらないリスクへの警戒を強めている様子が伺われる。

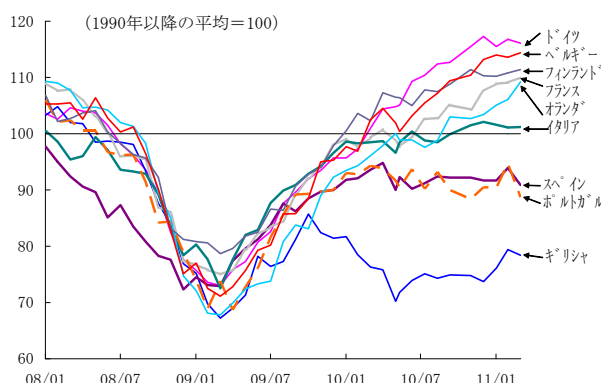
トリシェ総裁は、質疑応答の中で、「今回が連続利上げの1回目という決定はしていない (not decided that it was the first in a series of interest rate increases)」と繰り返し述べたが、前回の利上げ局面と同様に(図表1)、しばらくの間は25bpずつ3カ月に1回程度のペースで利上げが実施される可能性が高い。

図表1 ECB、FRB、BOJ、BOE政策金利



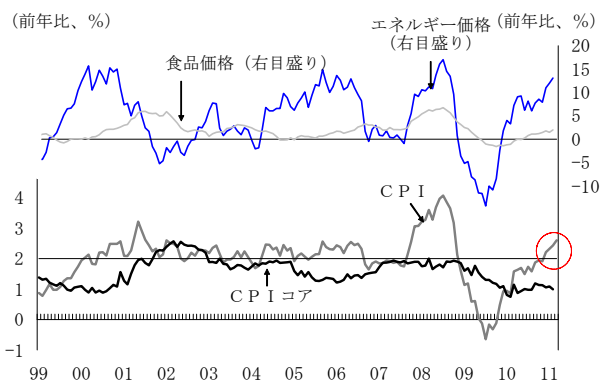
(資料) 各中央銀行

図表2 ユーロ参加国の景況感指数



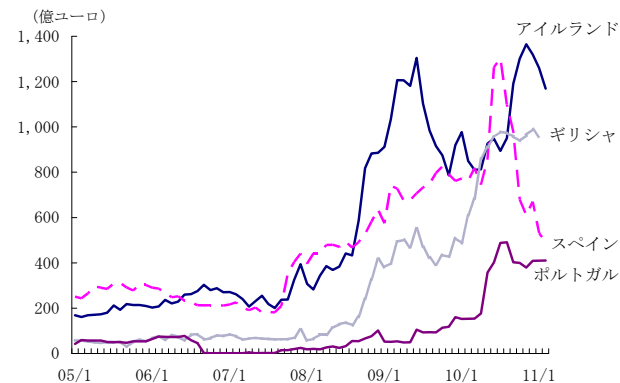
(資料) 欧州委員会景況感調査

図表3 ユーロ圏のインフレ率



(資料) Eurostat

図表4 周辺国に対するECBの資金供給残高



(資料) 各中央銀行

**( 流動性供給は固定金利・金額無制限で継続 )**

トリシェ総裁は、従来から「物価の安定のための金融政策」と証券市場プログラム (SMP) を通じた国債買い入れや固定金利・無制限の資金供給など「金融政策の波及経路を改善するための非標準的手段」は「連動しない」としてきた。資金供給については、3月の政策理事会で、1週間物の主要リファイナンス・オペ (MRO) と1カ月物の特別オペは少なくとも7月12日まで、3カ月物の長期リファイナンス・オペ (LTRO) は6月29日実施分まで固定金利・金額無制

限で行うことを決めている。

EU・IMFの支援下にあるギリシャ、アイルランド、6日に支援要請の方針を表明したポルトガルの3カ国については、財政と金融の問題が相互に影響を及ぼす悪循環に陥っており、銀行がインターバンク市場で資金調達できない状態が続いている。これらの国々にとって政策金利の引き上げは悪材料であるものの、小幅な引き上げの影響は、市場からの圧力の大きさに比べれば限定的と言え、EU・IMFからの支援条件やECBからの流動性供給の継続が持つ意味が遥かに大きいと言える状況にある。

### （アイルランドのストレステストを歓迎。依存症銀行のための新たな流動性供給方式の決定は見送り）

周辺国の中で、ECBからの資金供給額が最も大きいアイルランド（図表4）は、3月31日にEU・IMFからの支援条件の優先課題であった厳格な資産査定と厳しい前提条件に基づく銀行の特別検査（ストレステスト）の結果を公表した。

今年1月末に共同の再建計画を提出したアングロ・アイリッシュ銀行とアイリッシュ・ネーションワイド・ビルディング・ソサエティ（INBS）を除く<sup>（注1）</sup>4大銀行の増資必要額は総額240億ユーロで、銀行が自力調達できない場合に利用することになるEU・IMF支援の銀行改革のための資金の350億ユーロ（175億ユーロのアイルランド政府の資金を含む）の枠内におさまった。

今回の発表は、2月25日の総選挙で勝利し、3月9日に発足した新政権の銀行システム改革の方針を示すものとしても注目されたが、追加の公的資本注入にあたっては納税者の負担を軽減する措置を採るとしたが、選挙期間中に浮上した政府保証のないシニア債保有者への損失負担については言及を避け、「市場の信認回復にとってマイナス」という理由から反対しているECBなどの意向を汲み取る方針であることを滲ませた。4行には2013年までに大規模な資産圧縮と預貸率の引下げ（2010年：180%→2013年：122.5%）を求め、バンク・オブ・アイルランド（BOI）と、アライドアイリッシュ銀行（AIB）とEBSビルディング・ソサエティの統合行の2つのユニバーサル銀行からなる体制へと改革を進めるとしている。

ECBは、アイルランドの銀行のように、ECBの資金に依存する「依存症」銀行問題に対処するための新たな流動性供給方式を検討しているとされているが、今月の発表は見送られ、トリシェ総裁は「決まり次第、発表する」と言及するに留めた。ECBは、アイルランド政府の発表に歓迎の意を表明、ギリシャ同様にアイルランド国債や政府保証債も、ECBオペの適格担保の最低格付け要件（トリプルB格）の適用対象外とし、今後も資金供給を継続する方針を表明している。

（注1）2行はEU・IMFとの合意内容に従い、今年1月末に共同の再建計画を欧州委員会に提出しており、現在、EUの政府支援の規則との適合性についての審査を受けている。2行についても、5月の段階で追加の必要資本額を算出し、納税者の負担軽減とともに内外の金融システムへの影響にも配慮した資本再構築のスケジュールと手段について外部のパートナーと調整する予定である。

**( ポルトガルはEU・IMFの支援要請へ )**

ポルトガルは4月6日にソクラテス首相が欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）に支援要請する方針を表明した。

3月中旬以降、主要格付け機関によるポルトガル国債の格下げが相次ぎ（図表5）、23日には政府がまとめた財政赤字削減策が議会で否決、これを受けたソクラテス首相の辞意表明（23日）と議会の解散（31日）、財政統計見直しに伴う財政赤字額の上方修正と2010年の財政赤字目標超過（目標：7.3%、実績：8.6%）が明らかになる（31日）など、ポルトガルに関わる悪材料が相次いだ。3月24～25日のEU首脳会議におけるEUの金融支援の枠組みの見直しに関する合意も、現在の支援の枠組みであるEFSF（欧州金融安定ファシリティ）強化策の最終合意が先送りとなり（注2）、2013年半ば以降にこれを引き継ぐESM（欧州安定メカニズム）では民間投資家に負担を求める方針や、ESMの弁済順位を民間投資家よりも優位とするといった点が見直されなかったことも、ポルトガル国債に対する投資意欲を萎縮させる要因となった。

（注2）EFSF強化策について3月11日のユーロ圏首脳会議で①融資可能額の2500億ユーロから4400億ユーロへの引き上げ、②発行市場での国債購入という新たな機能の付加、③融資条件については見直しも可能とすることなどで合意、ギリシャの返済期間の延長（3年→7.5年）と100bpの融資金利の引下げなどで合意した。しかし、3月24日、25日のEU首脳会議では、融資可能額を4400億ユーロに引き上げるための具体的な方法で合意できず、最終合意は6月に先送りとなった。

**図表5 ポルトガルの格付け推移**

	ムーディーズ		S&P		フィッチ	
	Aaa		AAA		AAA	
	Aa1		AA+		AA+	
	Aa2	86/11/18	AA		AA	98/07/14
	Aa3	↓	AA-	05/06/27	AA-	10/03/24
投資適格	A1	10/07/13	A+	09/01/21	A+	10/12/23
	A2	↓	A	↓	A	↓
	A3	11/03/15	A-	10/04/27	A-	11/03/24
	Baa1	11/04/05	BBB+	↓	BBB+	↓
	Baa2		BBB	11/03/24	BBB	
	Baa3		BBB-	11/03/29	BBB-	11/04/01

ポルトガルは今年4月15日に43.4億ユーロ、6月15日の49.3億ユーロの国債償還を控えており、うち4月15日の償還のための資金はすでに手元に確保していた。また、3月31日に議会在解散、6月5日に総選挙が予定されている状況で暫定政権には支援要請をする法的権限はないと見られていたことから、支援要請は総選挙後と見られていた。しかしながら、政治空白で有効な手立てが打てないことへの不安が高じ、これまで国債を消化してきた国内の大手銀行から支援要請を促す意見が出てきたことなどから、10年国債利回りがEU・IMFへの支援要請の目安と見られてきた7%を大きく上回る8%台後半にまで達し、6月の国債償還のための高コストでの資金調達に債

務の返済可能性を一段と低下させるという悪循環に陥り、EU・IMFへの支援要請を選択せざるを得なくなったようだ。

トリシェ総裁は、質疑応答の中で、ECBがポルトガルに支援要請を勧めたことを認めた。ポルトガルの格付けは辛うじてECBオペの適格担保の最低ラインを上回るという水準まで下がっているが、ポルトガル国債の取扱いについては「決定次第、公表する」と述べるに留めた。

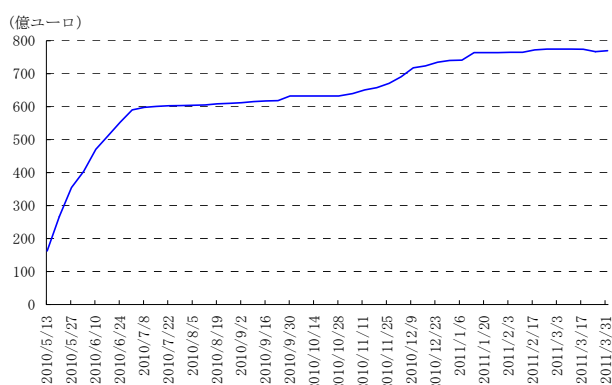
EU・IMFはポルトガルからの正式な支援要請を受けて、支援額と支援条件となる構造改革プログラムを詰めることになる。支援金額はアイルランド（外部からの支援は675億ユーロ）より多く、ギリシャの1100億ユーロよりも少ない金額となる見込みである。総選挙を控えていることから、暫定政権とともに最大野党・社会民主党（PSD）の意向も反映した大枠と最優先課題の設定、総選挙後の新政権によるプログラム実行への確約を取り付けることを目指すことになると思われる。

### （危機拡大の兆候はなく、ECBは静観）

ECBは、昨年5月にギリシャ危機に対応して国債買い入れを開始、アイルランド危機時や年初にポルトガルやスペインの国債入札を巡って緊張が高まった場面では、国債の買い入れを増やす対応をとってきた。しかし、ECBが公表しているデータからは、ポルトガル国債の利回りの急上昇に対して、ECBは国債の買い入れを行わなかったことがわかる（図表6）。

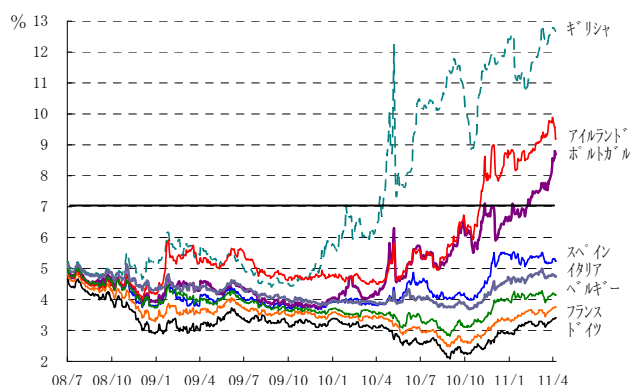
トリシェ総裁は、国債買い入れに対する質問に対してコメントしなかったものの、足もとの国債市場ではギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国とスペイン、イタリアなどを明確に区別するようになっている（図表7）。昨年5月のギリシャ危機や11月のアイルランド危機時と異なり、ポルトガルの危機が他国に伝播する兆候が見られなかったことが、ECBが静観の構えを維持した理由と考えられる。

図表6 ECBの国債買い入れ残高



(資料) ECB

図表7 周辺国と高債務国、ドイツの10年国債利回り



(資料) Datastarem

## 参考 ユーロ圏 17 国の格付け分布

	ムーディーズ		S&P		フィッチ	
投資適格	Aaa	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ	AAA	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ	AAA	オーストリア、フィンランド、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ
	Aa1	ベルギー	AA+	ベルギー	AA+	ベルギー、スペイン
	Aa2	イタリア、スロベニア、スペイン	AA	スロベニア、スペイン	AA	スロベニア
	Aa3		AA-		AA-	キプロス、イタリア
	A1	エストニア、マルタ、スロバキア	A+	イタリア、スロバキア	A+	マルタ、スロバキア
	A2	キプロス	A	エストニア、マルタ	A	エストニア
	A3		A-	キプロス	A-	
	Baa1	アイルランド、ポルトガル	BBB+	アイルランド	BBB+	アイルランド
	Baa2		BBB		BBB	
	Baa3		BBB-	ポルトガル	BBB-	ポルトガル
投機的	Ba1		BB+		BB+	ギリシャ
	Ba2		BB		BB	
	Ba3		BB-	ギリシャ	BB-	
	B1	ギリシャ	B+		B+	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。