

経済・金融  
フラッシュ2月ECB政策理事会:政策金利変更は  
検討せず。ギリシャ政府債務再編には  
利益分配の範囲での対応は可能

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

9日開催の2月の欧州中央銀行(ECB)政策理事会では、12月の決定を受けた各国中銀の担保要件緩和の承認以外の決定はなく、「政策金利について協議しなかった(ドラギ総裁)」。

信用収縮の懸念は消えていないが、足もとでは景気悪化のペースは鈍りつつある。3年物資金供給の効果を見極めるためにも、ECBは当面、様子見を継続する可能性が高いと思われる。

記者会見ではギリシャ政府の債務再編に関するECBの関与についての質問が相次いだ。ドラギ総裁はユーログループ(ユーロ圏財務相会合)の決定を待つとして具体的コメントを避けたが、ECBへの出資比率に応じて利益を分配する範囲での債務交換は条約に抵触しないとの解釈を示し、限定的な関与の可能性を示唆した。

**( 新たな決定は 12 月理事会決定を受けた各国中銀の担保要件緩和の承認のみ )**

9日に開催された2月の欧州中央銀行( ECB ) 政策理事会では、12月の理事会で決定した各国中央銀行による担保要件の緩和<sup>(注1)</sup>を承認した以外に、新たな決定はなかった。

ECBが12月に実施した3年物資金供給の効果(図表1)もあり、2月3日までの1週間はECBが国債買い入れを行わなかったにも関わらず、イタリア、スペインの10年国債利回りは7%の危機ラインを大きく下回る5%台で推移、市場の緊張は一時期に比べて緩和している(図表2)。

12月の政策理事会で決めた今月末の2度目の3年物資金供給(LTRO)では、今回承認された新たな担保要件が適用されることもあり、4892億ユーロに上った初回同様、高い需要が見込まれている。

景気については、先月から声明文に盛り込まれているように、サーベイ・データ等が「極めて低い水準で安定化の兆しを示す」ようになっている(図表3)。今月の声明文では下振れリスクに関しては「重大な(substantial)」という文言が削除、「2012年を通じて極めて緩やかな回復が続く」との見通しも維持された。そうは言っても、「経済見通しは高い不確実性にさらされている」という慎重姿勢は維持、ドラギ総裁は、12月の貸出統計に見られた一層の減速傾向や今年1日に公表した「銀行貸出サーベイ」で示された銀行の貸出態度の厳格化(図表4)の動きなどを踏まえて、信用収縮リスクを警戒しているとも述べた。

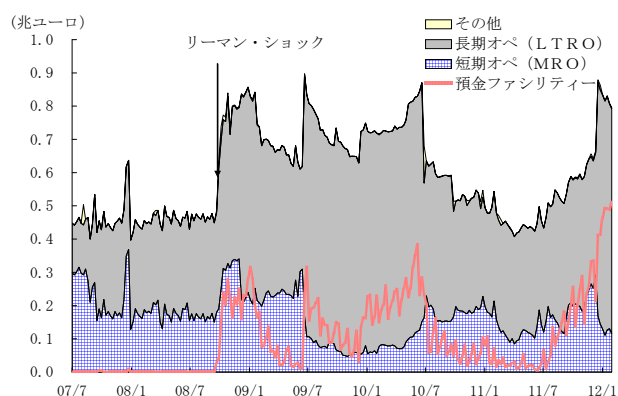
市場の一部では、次回3月が四半期に1度のECB/ユーログループのスタッフによる経済見通しの公表月にあたるため、12月見通しでは2012年0.3%、2013年1.3%としたGDP成長率の下方修正を踏まえた利下げの可能性を示唆するとの観測もあったが、ドラギ総裁が今回「政策金利に

については協議しなかった」ことを明らかにした。政策対応の進展もあり景気下振れリスクが一時期に比べて緩和しつつあること、さらに 12 月に決定した政策の実行段階にありその効果を見極める必要があることから、当面、ECB は史上最低水準への利下げという選択肢は留保しながら、様子見を継続すると思われる。

(注1) 今回、新たな担保要件の承認を受けたのはイタリア、フランス、スペイン、アイルランド、キプロス、オーストリア、ポルトガルの7つの中央銀行。共通のガイドラインに基づき、各中央銀行のリスク判断でヘアカット率などを設定した。

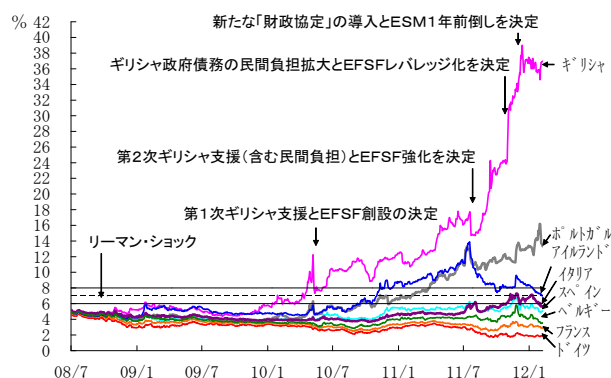
(注2) 声明文では「3年物資金供給は実行段階にあり直近の銀行貸出サーベイの結果には十分に反映されていない。」とし、「今後の詳細な分析が不可欠である」としている。

図表1 ECBの資金供給と  
預金ファシリティ残高



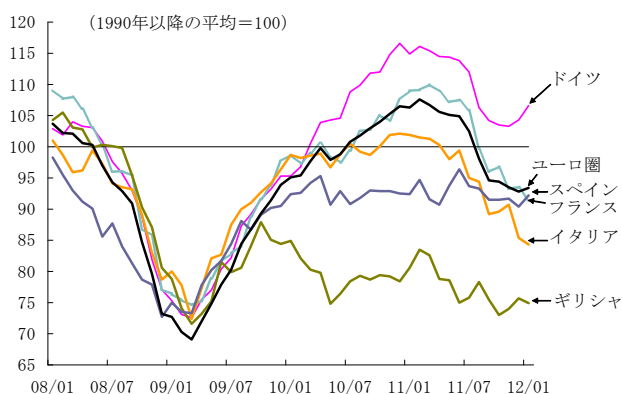
(資料) ECB

図表2 独仏、危機国、重債務国の  
10年国債利回り



(資料) Datastream

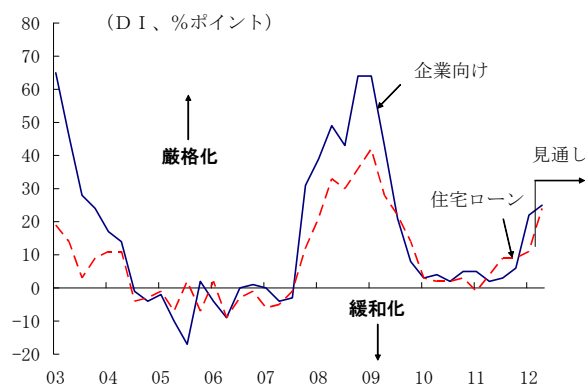
図表3 欧州委員会景況感指数



(注) 製造業、サービス業、消費者、小売業、建設業の5つのDIを加重平均した1990~2010年の長期平均を100とする指数

(資料) 欧州委員会

図表4 銀行貸出サーベイ(貸出条件)



(資料) ECB

### （ギリシャ政府債務再編には利益の分配の範囲での対応は可能との判断）

9日午後2時半に始まった記者会見では、ギリシャ政府の債務再編に関するECBの関与についての質問が相次いだ。同日午後6時からのユーログループ（ユーロ圏財務相会合）を控えた段階にあったため、民間関与（PSI）による債務再編を含む追加支援の前提条件となる構造改革プログラムについて、パパデモス首相と連立与党3党党首が合意に達したとの連絡があったことを明らかにしたが、「ユーログループ会合が終わる前に言えることはない」との立場を貫いた。

しかしながら、ドラギ総裁は、ECBのギリシャ政府の債務再編への関与の障壁とされるマネタリー・ファイナンスを禁じたEU運営条約123条の解釈について、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）にECBがギリシャ国債を売却することで「損失を負う」場合は同条約に「抵触」するが、ECBへの出資比率に応じて「利益を分配する」範囲であれば「抵触しない」との見方を示した。

9日のユーログループは、構造改革プログラムについてのギリシャ議会で承認を待ってから追加支援について最終決定を下すとし、結論を15日開催の会合に持ち越した。議会承認を終えるまでは予断を許さないが、追加支援の最終決定にあたっては民間投資家の損失負担とともに、ECBの限定的な関与も盛り込まれることになりそうだ。

---

（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。