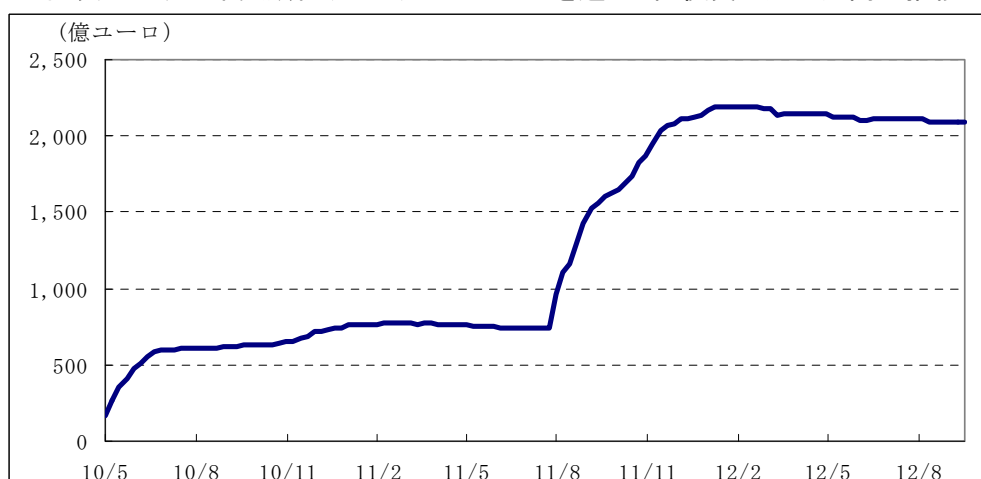


(金融政策)：欧州中央銀行 (ECB) の新たな国債買い入れプログラム・OMT

ECBが導入を決めた新たな国債買い入れプログラム・OMTは、財政ファイナンスとの批判はあるが、金融安全網の支援能力不足を補い、対象国政府が改革に取り組み、ユーロの制度設計を強化するために必要な時間を稼ぐ効果がある。ECBの決断を積極的に評価すべきだろう。

欧州中央銀行 (ECB) は 12 年 9 月の政策理事会で新たな国債買い入れプログラム・OMT (Outright Monetary Transactions) の導入を決めた。ECBは、ギリシャの債務不履行 (デフォルト) 懸念が高まった 10 年 5 月に SMP (Securities Markets Programme) を立ち上げ、流通市場での国債買い入れを開始した。SMPを通じた国債買い入れ残高はピーク時の 12 年 2 月でおよそ 2200 億ユーロに達していたが、3月中旬以降の新規買い入れはなく、残高は償還によって減少に転じていた (図表 1)。9 月の政策理事会では、OMTの立ち上げとともに SMPを通じた買い入れ停止も正式に決めた。

図表 1: 欧州中央銀行 (ECB) による SMP を通じた国債買い入れ残高の推移



(資料) 欧州中央銀行

こうした ECB の決断に対する評価はおおむね好意的だ。最も評価されている点は、OMT を買い入れ額の上限を事前に定めない金額無制限としたことだ。ユーロは、99 年に導入されたものの、参加国の財政危機を想定していなかったため、過去 3 年余りは危機国支援と危機の域内伝播を阻止するための 3 年期限の欧州金融安定ファシリティー (EFSF) など金融安全網の立ち上げ・強化に追われてきた。

この間の努力が実を結び、10 月 8 日には EFSF を引き継ぐ常設の金融安全網となる欧州安定メカニズム (ESM) が始動、国債市場における介入も含めて、総額 5000 億ユーロの新規支援が可能な体制が築かれつつある。

それでも、金融安全網への不安は消えなかった。仮に、危機がスペインに留まらず、名目 GDP 比で見た政府債務がギリシャに次いで大きく、国債発行残高が 1 兆 6336 億ユーロ (2012 年 8 月末時点) に達するイタリアに波及した場合の力不足は明白であったからだ。

ECBの決断は、金融安全網の支援能力が足りないために、支払い能力の問題がないはずのイタリアが追い詰められて、危機が制御不能な状態に陥る「破壊的なシナリオ」が現実のものとなるリスクを封じ込める意味がある。

もう1つ、OMTが評価されている点は、買い入れ対象の国債が、ギリシャ国債のように債務不履行となっても、返済優先権を求めないとしたことだ。ギリシャが12年3月に債務交換を通じて民間投資家に損失負担を求めた際には、ECBには返済優先権が認められた。その結果、SMPを通じた国債市場への介入が、却って民間投資家の劣後化のシグナルになり、民間投資家を萎縮させてしまった。返済優先権の適用除外の取り扱いは、SMPの失敗を修正したものだ。

金額無制限、返済優先権の適用除外による国債の買い入れは、半面で、対象国が財政健全化、競争力の回復に十分な成果を挙げることができなければ、ECBが損失を負い、ユーロの信認が揺らぐリスクを伴う。このため、OMTでは、対象をEFSFないしESMによる支援を受け、且つ、財政健全化や構造改革などの支援条件を遵守している国の償還までの期間が1年～3年の国債に絞り込み、対象国が金融安全網と約束した支援条件から逸脱した場合には買い入れを停止するとしている。

このようにOMTは条件付きのプログラムではあるものの、ドイツ連邦銀行のバイトマン総裁は、「中央銀行による財政ファイナンスに相当する」とし、ECBの政策理事会のメンバーでただ1人、反対を主張した。

実際、OMTは、それ自体では財政構造や過剰債務問題の解決策になる訳ではない。対象国政府の改革努力とユーロ圏政府による支援と監視がかみ合わなければ、ECBが国債買い入れを停止せざるを得なくなり、財政危機が増幅する事態も想定できる。

そうは言っても、ユーロ圏政府の金融安全網の能力を直ちに拡張することは難しく、まして、ユーロ参加国政府の債務共通化という問題解決策、いわゆるユーロ共同債の導入となれば、高格付けの北のユーロ圏と低格付けの南のユーロ圏との見解の隔たりは大きく、法整備にも時間を要する。

OMTには、支援能力不足への不安をとりあえず緩和し、危機国と支援国がそれぞれの課題に取り組み、ユーロ圏の制度設計を強化するために必要な時間を稼ぐ効果が期待できる。ECBの決断は積極的に評価すべきだろう。

(伊藤 さゆり)