

# 経済・金融 フラッシュ

## 6月3日ECB政策理事会:ギリシャのユーロ圏残留には「強固な合意」が必要

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり

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

欧州中央銀行(ECB)が3日、政策理事会を開催、現状維持を決めた。ドラギ総裁は、金融政策の完全実施の方針を確認する一方、長期にわたる低金利の環境でのボラティリティーの高まりに「なれるべき」との見解を示した。

ギリシャと支援機関との改革プログラムの交渉の進捗状況やECBとしての政策対応については直接コメントしなかったが、「理事会はギリシャのユーロ圏残留を望むが、そのためには強い合意が必要」という基本スタンスを強調した。ギリシャ国債の担保としての受け入れ再開の前提は支援実行の目処が立つことであり、緊急流動性支援(ELA)に適用するギリシャ国債のヘアカット率も状況を考慮して次回会合で見直すとした。

### ( 事前予想通り、政策変更はなし )

欧州中央銀行( ECB )が3日、政策理事会を開催、現状維持を決めた。今回は、事前の段階から、政策変更は予想されておらず、記者会見の質疑応答で、前回理事会(4月15日)以降の長期金利の動きについてどのように述べるか、デフォルトが懸念されるギリシャへの政策対応について何らかの言質が得られるかが注目点であった。

### ( 長期金利のボラタイルな動きへの評価ーボラティリティーの高まりになれるべき )

ユーロ参加国の長期金利は、4月下旬以降、ユーロ圏の経済指標の改善やインフレ率のマイナス圏からの脱却(図表1)などが材料となり、長期金利が量的緩和の決定(1月22日)以前の水準に一気に跳ね上がった(図表2)。その後、クーレ理事やドラギ総裁の発言もあり<sup>1</sup>、上昇に歯止めが掛かったものの、2日公表の5月のインフレ率が前年同月比0.3%へのプラス転化が確認されたことで、再度上昇に転じる気配を見せていた。

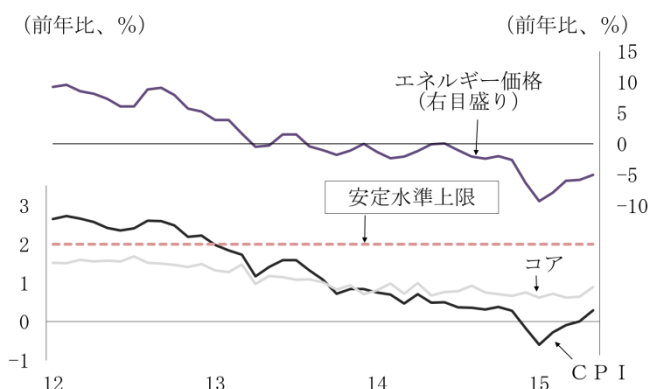
3日は、政策理事会後、長期金利の上昇の勢いが増し、ユーロ相場は対ドル、対円ともにユーロ高が進んだ(図表3)。材料の1つは、ECB/ユーロシステムが3カ月に1度公表するスタッフ経済見通しで、15年のインフレ率の見通しが、ゼロから0.3%と控えめながら上方修正(図表3)されたことにある。ただ、16年のインフレ見通しは、「2%以下でその近辺」というECBが安定的とするレンジに届かない1.5%で据え置かれた。実質GDPの見通しは、15年、16年とも前回

<sup>1</sup> 4月下旬からの長期金利の上昇やECB幹部発言については [Weekly エコノミスト・レター2015-5-22「ECBの量的緩和で何がかわったか」](#) をご参照下さい。

から据え置かれたが、声明文の経済見通しに関する記述は、前回4月15日の「裾野が広がり、徐々に力強さを増す」から、「裾野が広がる」に、幾らか下方修正された。ドラギ総裁は、質疑応答で、経済見通しのトーンの修正について、「域内需要は力強い」ものの「域外経済、特に新興国経済が鈍化」していることによる勢いの鈍化が見込まれるようになったと説明した。

また、異例の金融緩和策の縮小、いわゆる出口戦略への「道のりはまだ遠く」、金融が意図に反して引き締まる、あるいは成長とインフレの下振れリスクが高まるなど、必要が生じた場合には、量的緩和の規模やタイミング、設計を見直す」とも述べた。

図表1 ユーロ圏のインフレ率



(資料) ECB

図表2 ドイツ10年国債利回り



(資料) ECB

図表3 ユーロ相場の推移



(資料) ECB

図表4 ECB/ユーロシステム  
スタッフ経済見通し

		15年	16年	17年
実質GDP	前回(15年3月)	1.5	1.9	2.1
	今回(15年6月)	1.5	1.9	2.0
	修正幅(*)	0.0	0.0	-0.1
インフレ率 (HICP)	前回(15年3月)	0.0	1.5	1.8
	今回(15年6月)	0.3	1.5	1.8
	修正幅	0.3	0.0	0.0

(資料) ECB

3日の長期金利の動きに、景気やインフレ見通し以上に影響を及ぼしたと考えられるのは、記者会見で、ドラギ総裁が「(長期金利の) ボラティリティーの高まりになれるべき」と発言したことだ。

ドラギ総裁は、最近の長期金利の変動について、経済見通しやインフレ期待の改善とともに長期債での一方向での投資の揺り戻しなどテクニカルな要因が影響しているとの見方を示した上で、超低金利の環境では資産価格のボラティリティーが高まりやすいため、「政策理事会として動向を

注視し、安定した金融政策を維持することで全会一致している」と述べた。長期金利の急ピッチの上昇が続くことを容認する主旨ではないが、市場参加者が長期金利の変動に敏感になっていることから、材料として重視されたようだ。

### （ギリシャ政府との間では「強固な合意」を期待）

記者会見では、ギリシャ政府と支援者側との交渉の進捗状況の評価とECBとしての政策対応に関する質問も多かった。チプラス政権と支援者側は、72億ユーロの支援実行の前提となる改革プログラムに合意できないまま時間が経過、第二次支援プログラムの期限である6月末が迫り、5日を皮切りに6月中に総計15億ユーロの国際通貨基金（IMF）への返済の遅延の懸念が高まっている。

ドラギ総裁は、交渉の進捗状況について、現在進行中との理由から直接コメントせず、「理事会はギリシャのユーロ圏への残留を望むが、そのためには強固な合意が必要」という基本スタンスを強調した。また、「強固な合意」とは「成長を生み出し、社会的に公平であると同時に財政的に持続可能で、金融の安定に資すること」が要件であることも繰り返し述べた。プログラムに関する交渉で、ギリシャ政府側の要望である基礎的財政収支目標の引き下げについては、「経済見通しの下振れに合わせて適宜見直すべき」との判断を示した。

ECBの政策に関わる質問のうち、今年2月以降、停止しているギリシャの短期国債の担保としての受け入れ再開の条件については、合意した改革プログラムの実行が認められ、支援実行の目処が立つことを挙げた。現在、ギリシャの中央銀行が行っている緊急流動性支援（ELA）を、ギリシャの市中銀行が、ギリシャ国債を担保として利用する際のヘアカット率（掛け目）については、交渉の進捗状況や市場の動きを考慮して、次回の会合で見直す方針とした。

この他、今月1日にベルリンでECBを含む支援機関が合意したとされる改革パッケージの受け入れをギリシャ政府が拒否した場合のECBの対応、ギリシャが債権者との合意前にデフォルトした場合にギリシャ中銀に対するELAの認可を打ち切る可能性や、汎ユーロ圏の保証をギリシャの銀行に適用する可能性、ECBが証券市場プログラム（SMP）を通じて購入したギリシャ国債の償還に、ユーロ圏の資金繰り支援の枠組みである欧州安定メカニズム（ESM）が関与する可能性などが問われた。これらについては、「ルールに基づいて行動する」、「憶測はしない」と述べるに留め、ECBとしての方針は明言しなかった。

---

（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。