

シリーズ「欧州債務問題長期化のからくり」(中) 『異例のオペ』と担保政策－ECBの政策運営

(株)日本総合研究所主任研究員 河村小百合

2012年10月23日

IMF・世銀総会が残したもの

ヨーロッパ | 世界経済 | 財政 | 金融

2 retweet | 0

前回、ユーロ圏加盟各国がユーロ・システム内で相互に行っている資金決済は、危機下の現在、いかなる状況に陥っているのかを説明した。ただし、欧州債務問題の長期化を可能ならしめている『からくり』は、「加盟各国が、ユーロ・システムの決済システムであるTARGET2によって相互に接続されていること」だけでは機能しない。そのまま放置すれば、国際収支上の資金ショートを起こしかねない問題国に対して、「ユーロ・システムがオペ等を通じて潤沢な資金供給を継続的に行う」ことが同時に行われてはじめて機能する、という性質のものだ。



2012年10月13日に東京で開かれた世界銀行・IMF合同開発委員会＝ロイター

拡大

中央銀行の立場からすれば、通常、そのような問題国への資金供給は、「いつでも」「いくらでも」供給できる、というものではない。では、ユーロ・システムにおける金融政策運営の意思決定機関であるECBは、今次危機下、いかなる政策運営によって問題国への所要資金供給を継続し、『からくり』を機能させてきたのか。今回は、この点を詳しくみてみよう。

1. ECBによる政策運営の二つの柱

ECBによる危機対応の政策運営としては、2011年12月と2012年2月の2回にわたり、LTRO（長期リファイナンス・オペ）が実施された、ということが、わが国においてもよく報道されている。これは、中央銀行のオペとしては異例の3年という長期間にわたり、しかも金額無制限で、ユーロ圏内の民間金融機関に資金を供給しているものだ。

しかしながら実際には、LTROに代表されるような「異例のオペ」の枠組みを整えるだけでは、問題国の資金不足は埋められない。中央銀行による資金供給は通常、有担保方式で行われる。中央銀行が行う無担保の資金供給（いわゆる「特融」）は、特定の民間金融機関が経営困難に陥り、そのまま放置すれば、金融システム全体にシステミック・リスクが及びかねないケースに限って許される、というのが先進各国の中央銀行に共通する考え方だ。その「担保政策」をいかに運営するかも、今回の危機に対応するうえで重要な鍵を握っている。ECBによる今回の危機対応の政策運営には、?異例の資金供給オペの導入、?それを行うに際して有担保原則を維持することを目的とした適格担保基準の緩和、という2つの柱があるのだ。

2. ECBの担保政策運営

まず、2つめの「適格担保基準の緩和」について、先にみてみよう。「異例の資金供給オペ」には、上述のLTRO以外にも、「緊急流動性支援」や「短・中期国債買い切りオペ」があるが、これらはいずれも、オペで資金供給を受ける民間金融機関の担保繰りの問題と密接に関係するからである。

ECBは、従来はMRO（メイン・リファイナンス・オペ）、2011年末以降はLTROをオペの主力に据え、危機対応としての潤沢な資金供給を行ってきた。しかるに、今次危機においては、資金供給を受ける民間金融機関がユーロ・システムに差し入れる担保の主力である各国の国債が、民間格付会社によって軒並み格下げされる展開となった。そこでECBは当初、適格担保基準における最低格付ラインを、トリプルBマイナスにまで引き下げる対応を採った（**図表1**）。

〈図表1〉ECBの適格担保基準の主な変更状況

年月日	最低格付けライン もしくは 主な基準の変更状況
～2008年10月24日以前	A-
2008年10月25日	BBB-
2010年5月3日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年3月31日	アイルランドの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年7月7日	ポルトガルの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2012年2月28日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。「緊急流動性支援(ELA)」で流動性を供給
2012年3月8日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を認め、バイバック・スキームを稼働
2012年7月20日	7月25日のバイバック・スキームの期落ちに伴い、ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。トロイカ調査団の結論を基に、適格性を再検討。流動性は、ギリシャ申請から、「緊急流動性支援(ELA)」で供給。
2012年9月6日	ユーロシステムの流動性供給オペへの取引先のアクセスを確保するため、短・中期国債の買い切りオペ(Outright Monetary Transactions)新プログラムの適格対象国に限り、オペ全般にかかる適格担保基準の最低格付けラインを一時的に停止。ただし、ギリシャ国債については、上記7月20日付けの決定を引き続き有効とする。

〈資料〉ECB, press release各号を基に日本総合研究所作成。

〈注1〉最低格付けライン停止の対象は、各国政府が発行する負債商品および保証。

〈注2〉本表には記載していないが、ECBは各国国債以外にも一定の要件を満たすカード・ボンドやABSを適格担保と認めて、受け入れている。今回の危機に際し、それらの適格基準に関しても、順次緩和する対応を採っている。また、2012年2月には、一部の加盟国に限った一時的な措置として、「追加信用権」という新カテゴリーを容認し、適格担保たり得る金融商品の種の拡大を認めている。

拡大 

しかしながら、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国に関しては、その後、ユーロ圏やIMFから支援を受ける事態に至り、これら各国の国債の格付けは最低格付けラインをさらに下回ったため、ECBはこれらの3カ国の国債に関して、適格担保基準の適用を一時的に停止した。これらの国々の民間金融機関は、引き続き自国債をユーロ・システムに担保として差し入れ、オペで低利の資金供給を受けることが可能となった。

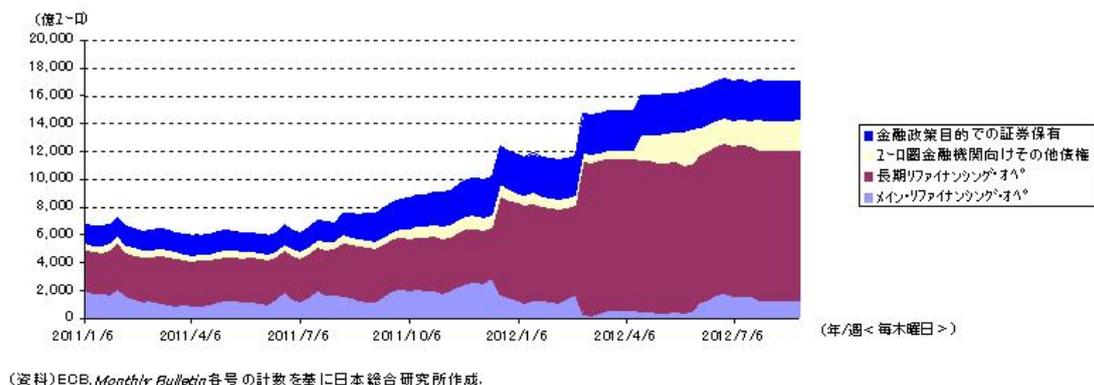
3. 緊急流動性支援(ELA)

ただ、欧州の金融市場は、極度に緊張した状態が続いた。民間金融機関は「相互不信」状態に陥り、通常であれば、資金余剰の民間金融機関が資金不足の機関に与信を行うインター・バンク市場が十分に機能せず、各国中銀(ユーロ・システム)がやむなく、各行に相対で所要資金を供給するような状態が続いている。そのような状況下では、資金の効率的配分の実現は望むべくもなく、結果的に、金融システム全体としての所要資金の金額は、平時よりも大きく上振れせざるを得ない。そのため、一部の問題国の民間金融機関においては、ECBがこのように適格担保基準を緩和してもなお、所要資金の供給を受けるのに必要な担保の玉が払底状態となった模様である。

そこで、一部の問題国を対象に、緊急流動性支援(ELA)の枠組みが活用されている。これは、ユーロ・システムの発足時から、システムック・リスクが差し迫った際に用いる、いわば「特融」として用意されていたものだ。詳細は非公表であるが、報道等によれば、2011年夏の時点では、少なくともアイルランドとギリシャの2カ国を対象に、このELAが活用されていた。担保は徴求せず、代わりに各国政府の保証を得る形で、アイルランド中銀およびギリシャ中銀が各国

内の民間金融機関に、オペよりも高利で、基本的にオーバー・ナイト方式で資金供給を行っていた模様である。ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳をみると(図表2)、ELAを含むとみられる「ユーロ圏金融機関向けその他債権」の形での資金供給は、2012年2月頃から増勢が強まっている。

(図表2) ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳



拡大

4. 追加信用債権

ECBは2011年12月の理事会で、3年物LTRO導入と合わせ、適格担保基準をさらに緩和すべく、新たに「追加信用債権 (additional credit claims)」を打ち出した。背景にはやはり、民間金融機関側の担保不足状態がある。

これは、2012年2月に実施に移され、特定の加盟国(アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オーストリア、ポルトガルの7カ国)を対象に、一時的な措置として、各国中銀が適格担保基準を独自に設定することが許容された。

詳細を公表している国の事例から具体的にみると、(イ)一定の要件を満たす住宅ローン(フランス中銀)、(ロ)一定の要件を満たすファイナンス・リース、ノン・リコース・ファクタリング契約、特定保証会社による保証ローン(イタリア中銀)、(ハ)一定の要件を満たす住宅モーゲージローンや、事業法人向け無担保ローン等(アイルランド中銀)などが適格担保の新たなカテゴリーとして許容されている。ユーロ・システム全体として、「有担保原則」だけは死守すべく、通常の中銀ではあり得ないカテゴリーにまで、適格担保の範囲を広げている様子がみてとれる。

ちなみに、日銀が現在、民間金融機関から受け入れている担保の内訳は図表3の通りである。ECBによるこのような担保政策運営は、危機対応ゆえやむを得ないとはいえ、かつてのユーロ・システムを含む主要国の中央銀行の担保政策のあり方とは、大きな差異が生じていることが理解できよう。

5. 短・中期国債買い切りオペ(OMT)の導入と担保政策

ECBは2012年9月6日の理事会で、「異例のオペ」の一環としての新たな枠組みである、短・中期国債の買い切りオペ(OMT)の導入を決定した。そのポイントは、(1)異例のオペとしてのスキーム面、(2)合わせて実施される適格担保政策の変更、の2つの側面がある(図表4)。

(図表3)日本銀行が受け入れている担保の内訳

担保種類	額面残高(A)		担保価額 (B/A)	
	金額	シェア	(B)	(=掛目)
総計	1,255,371	100.0	1,237,707	98.6
債券計	946,395	75.4	945,299	99.9
国債	860,284	68.5	860,092	100.0
国債短期証券	114,638	9.1	113,447	99.0
政府保証付債券	23,376	1.9	23,335	99.8
政府保証付短期債券	0	0.0	0	-
地方債	25,611	2.0	25,529	99.7
財投機関等債券	11,443	0.9	11,371	99.4
社債	10,668	0.8	10,555	98.9
短期社債・保証付短期外債	14,698	1.2	14,110	96.0
資産担保債券	39	0.0	37	94.9
資産担保短期債券	40	0.0	38	95.0
不動産投資法人債	237	0.0	232	97.9
短期不動産投資法人債	0	0.0	0	-
外国政府・国際金融機関債券	0	0.0	0	-
手形計	2,381	0.2	2,286	96.0
一般手形	2,381	0.2	2,286	96.0
コマニシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
資産担保コマニシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
不動産投資法人コマニシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
証券貸付債権計	306,595	24.4	290,122	94.6
企業向け証券貸付債権	51,831	4.1	43,225	83.4
不動産投資法人向け証券貸付債権	0	0.0	0	-
政府(特別会計を含む)向け証券貸付債権	238,580	19.0	231,255	96.9
政府保証付証券貸付債権	14,834	1.2	14,388	97.0
地方公共団体向け証券貸付債権	1,350	0.1	1,252	92.7
うちソブリン・準ソブリンのクレジット関係(注1)	1,175,478	93.6	1,167,222	99.3
民間クレジット関係(注2)	79,894	6.4	70,483	88.2

(資料)日本銀行金融市場局『日本銀行が受け入れている担保の残高(2012年9月28日現在)』、2012年10月2日、を基に日本総合研究所作成。

(注1)ここでは「ソブリン・準ソブリン」に財投機関債を含めた(明示的な政府保証はなし)。

(注2)「民間」に含めることとした企業向け証券貸付債権には、地方公共団体出資法人向けが含まれる。

拡大

すなわち、(1)対象国が、10月8日に正式に設立されたESM / EFSFのプログラムに従い、財政再建を断行することを条件に、満期1～3年の短期・中期国債に限り、金額無制限でユーロ・システムが買い入れるほか、(2)本OMTプログラムの対象国に関しては、その国債の適格性を、ユーロ・システムとしてオペ全般(LTRO等を含む)を対象に容認する(図表4)とされた。

(2)は、各国国債の担保適格性について、民間格付会社の判断に左右されることなく、ユーロ圏・IMFとして判断することを意味する。ちなみに、ギリシャは2012年2月以降、国債の担保適格性が認められなくなっているが、OMTの枠組みのなかでも、ギリシャは対象外扱いとされた。また、2010年5月から実施されていた証券市場プログラム(Securities Market Programs)による一部の問題国の国債の買い入れオペは、OMTの導入に伴い終了することとなった。

〈図表4〉ECBによる「短・中期国債買い切りオペ(Outright Monetary Transactions)」の概要
(2012年9月6日理事会決定)

条件	対象国がEFSF/ESMプログラムの適用を申請し、それに従って財政再建策を実行すること。
対象	1～3年満期の国債。イールド・カーブの短めの部分が対象。
資金供給額の上限	設定はなし。
債権者の扱い	短・中期国債を買い入れるユーロシステムの地位は、当該国に対する他の債権者と同等(pari passu)。
不胎化	本オペによって創出される流動性は、完全に不胎化される。
透明性	本オペによる保有残高およびその市場価値は、週次で公表。デューレーション、および国別の内訳は、月次で公表。
証券市場プログラム (Securities Market Programme)	本オペ導入の決定に伴い、終了。 SMPによって供給された流動性は、従来同様吸収され、SMPポートフォリオにおいて保有される証券は、満期まで保有される。

〈資料〉ECB, Press Release, 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactionsを基に日本総合研究所作成。



以上みてきたように、今回の危機に際し、ECBは(1)異例のオペの導入、(2)適格担保基準の緩和、という2つの側面で、近来に類例をみない政策対応を積み重ねてきた。前回みたように、ユーロ・システム内で、各国の「TARGET2債権」、「債務」の幅が大きく拡大したのは2011年末以降で、この時期は、ECBが3年物LTROや追加信用債権を打ち出したタイミングと重なっている。

ECBによるこのような政策運営と、ユーロ・システムにおけるTARGET2の枠組みが相まって、危機の長期化を可能ならしめる『隠れた救済メカニズム』が機能しているのである。

河村 小百合(かわむら さゆり)

(株)日本総合研究所調査部主任研究員。1988年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て、現職。専門は金融、財政、公共政策。これまでの執筆論文・レポート等は<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>参照。公職:財務省国税審議会委員、厚生労働省社会保障審議会委員、総務省政策評価・独立行政法人評価委員会委員ほか。