

MURC Focus

# コロナ対策で ECB は量的緩和を拡大

## ～事実上のイタリア救済に態度を示した ECB

調査部 研究員 土田 陽介

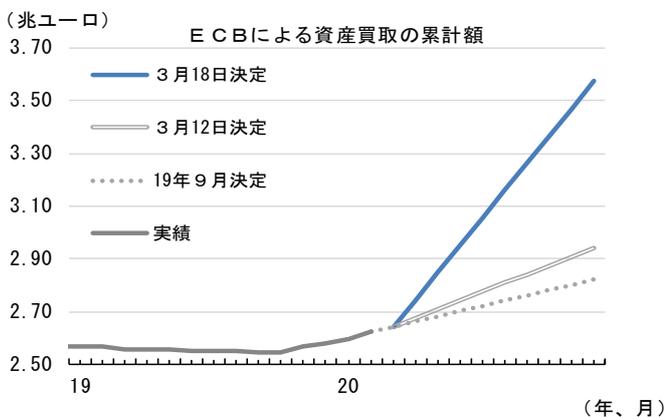
- ECBは3月18日にパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を導入、既往の資産購入プログラム（APP）と合わせて2020年末までに7,500億ユーロの金融資産を購入すると発表した。
- ECBは声明で弾力的な国債の購入の可能性について言及しており、足元で財政悪化懸念から金利が急騰しているイタリア向けに支援のスタンスを見せたものと考えられる。
- ECBが不退転の意思を示した以上、今度は財政当局が危機克服に対する強い決意を示す必要がある。ESMの稼働要件の緩和が、そのカギとなるだろう。

### （1）ECBを連続で強化した ECB

欧州中央銀行（ECB）は3月18日に緊急声明を出し、いわゆる量的緩和に相当する資産買取プログラム（APP）を拡大すると発表した。パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）と名付けられたこの計画に基づき、ECBは2020年末までに購入する金融資産を前回理事会（3月12日）で決定した3,600億ユーロから7,500億ユーロ（約89兆円）まで増額する（図表1）。

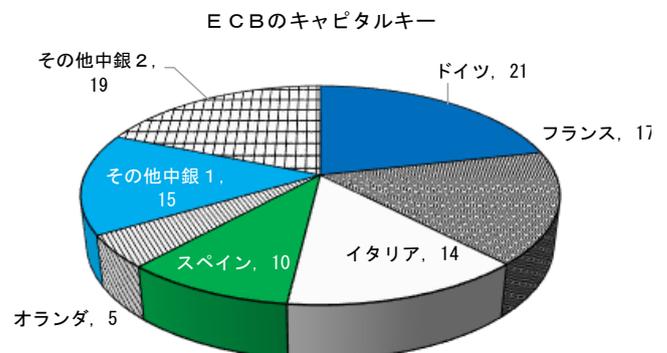
購入対象となる金融資産はこれまでのAPPで購入された国債、社債、CPなどであり、それ自体に変更はない。特筆すべきは、キャピタルキー（図表2）と呼ばれる国債の購入に対する事実上の制限（加盟国の経済規模や出資比率に応じた買い入れ割り当て）の原則を緩和し、特定国の国債を柔軟に買い増すことへの道筋をつけた点にある。

図表1. 資産購入額は倍増へ



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2. 本来ならドイツ債が優先購入対象



(注1) 19年1月末時点

(注2) その他中銀1はユーロ圏の、2は非ユーロ圏のEU加盟国

(出所) ECB

前回3月12日の理事会では、APPの規模を年間2,400億ユーロから同3,600億ユーロに増額したが、その際に買い増しの対象となるのが高格付け社債であることが示唆されていた。キャピタルキーを考慮すると本来なら購入すべきドイツ債やフランス債の建玉が不足しているため、苦肉の策としてECBは社債購入の増額に踏み切らざるを得なかった。

しかし今回、ECBは声明で、原則としてキャピタルキーに応じた国債購入を行うものの、同時により弾力的に対応する（in a flexible manner）と表明した。事実上、キャピタルキーを回避した国債購入への道筋を開いたことになり、ECBが足元で財政悪化懸念から金利が急騰しているイタリア向けに支援のスタンスを見せたものと考えられる。

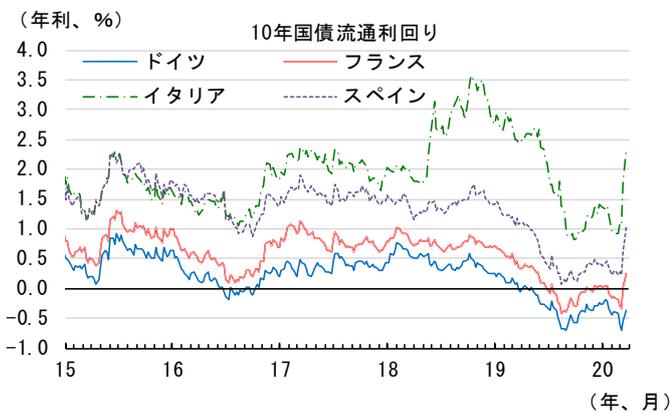
## （2）PEPP導入の背景

前回理事会後の記者会見でECBのラガルド総裁は、市場関係者とのコミュニケーションに失敗、イタリア金利の急騰（図表3）を促す失態を犯した。ECBがイタリア向けにOMTと呼ばれる非常時の国債買取プログラムなどを実施する意思があるのかを問われたラガルド総裁は、原則論に基づく回答に終始し、それが市場の失望につながったのである。

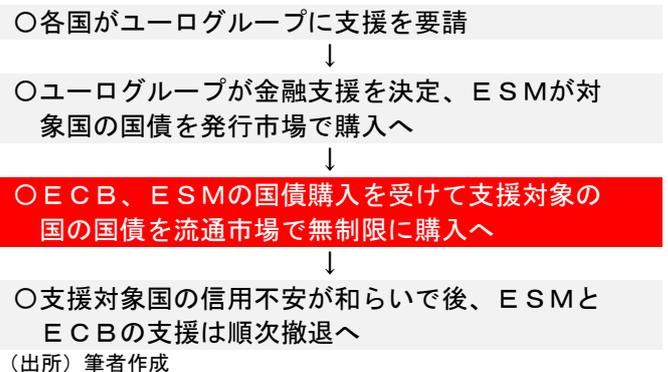
今回のラガルドECBの決断には、市場に対してECBの「不退転の決意」を示し、不安心理を和らげる意図があったとみられる。同時に、ECBとしては既に現状の枠組みでは取り得る手段は取ったというスタンスを見せ、欧州連合（EU）の執行機関である欧州委員会に対して政策対応を拡充するようにプレッシャーをかけたものと理解される。

ユーロ圏諸国は欧州安定メカニズム（ESM）と呼ばれる信用不安国への財政援助のための金融機関を有している。ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）がESM稼働の是非を決めるが、ここでポイントとなるのが支援の方法であり、先の債務危機を経てESMには、信用不安国の国債を発行市場で直接引き受けるスキームが用意されている。

図表3. 上昇が顕著なイタリア債



図表4. ESMとECBの関係



本来、このスキームが発動されて初めて、ECBによる流通市場での無制限の国債買取（OMT）が可能となる（図表4）。ラガルド総裁が先の理事会後の会見でこの原則論に基づく回答をしたことが、市場の失望につながった。二の轍を踏めないECBは今回のPEPP導入で疑似的なOMTの枠組みを整備し、不退転の決意を示さざるを得なかった。

### （3）今後の論点はESM稼働要件の緩和

金融当局（ECB）が不退転の意思を示した以上、今度は財政当局が危機克服に対する強い決意を示す必要がある。具体的には、欧州委員会とユーログループが、イタリアなど信用不安が高まっている国を支援するスキームが準備できていることを、市場に対してアナウンスする必要がある。それはESMの稼働要件の緩和に他ならない。

そもそもESMによる金融支援を仰ぐためには、まず信用不安が深刻であることと、さらに財政再建に対する道筋をつけた計画を策定することが求められる。とはいえESMは、今回のようにパンデミックによって景気が腰折れし財政も悪化した国々の救済を想定していない。従来通りの稼働要件を適用することは、そもそも非現実的である。

欧州債務危機の際は、長期金利7%が支援の目安と言われたが、当時と比べて世界的に低金利が進んだ現状で、長期金利がその節目に達するまでESMの稼働を待つというのは不適切だろう。また今回のコロナウイルスの急拡大は天災的側面が強いため、イタリアに対して厳しい財政再建を課すことが果たして適切なのかという疑問が回っている。

非常事態に際して、欧州委員会やユーログループ（ユーロ圏財務相会合）がどこまでESMの稼働要件を緩和できるかが、欧州債務危機の本格的な再燃を回避するうえで必要不可欠となる。また安定・成長協定（SGP）で決められたEUの財政ルール、特に単年度財政赤字をGDPの3%に抑えることに関しては、弾力的な運用が求められるところである。

### （4）後手に回る欧州のコロナ対策

世界保健機関（WHO）から新型コロナウイルスの世界的流行の「中心地」と名指しされたこともあり、EU各国は感染拡大の抑止に躍起となっている。とはいえ各国政府が実施している国境封鎖に実効性がどこまであるのか定かではないし、また期限を区切らないと、人々や閉塞感が強まり、本格的な社会不安へと転じてしまう恐れが大きい。

ECBの「不退転の決意」も遅きに失したが、さらにESMの稼働要件にまで時間を要するならば、投資家のさらなるマインドの悪化は否めない。既にヒトとモノが回らず、さらにカネまで回らなくなれば、経済危機はより一段と厄介なものになる。過去の債務危機で対応が後手に回ったEUであるが、今回もその二の舞にならないよう、懸命な判断を期待したい。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。