

2020年6月8日

## MURC Focus

# パンデミック対応を拡大した ECB

## ～パンデミック緊急購入プログラムが緩和の軸に

調査部 研究員 土田 陽介

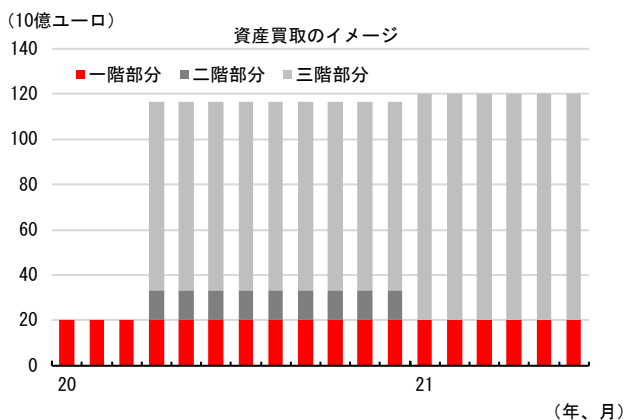
- 欧州中央銀行（ECB）は6月4日に開催した理事会で、3月18日に導入したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を金額と期間の両面で拡大させると決定した。
- ECBが6月というタイミングで来年を見据えた資産買取の増額を発表した大きな理由の一つに、欧州連合（EU）の各国で財政拡張の機運が高まっていることがあると考えられる。
- 米連銀（FRB）が実施しているような中小企業向けローンの購入に関しては、道義的な観点からECBでは導入されず、基本的には各国政府の対策に委ねられることになる見通し。

### （1）パンデミック緊急購入プログラムが緩和の軸に

欧州中央銀行（ECB）は6月4日に開催した政策理事会で、コロナ禍に伴う深刻な景気悪化を受けて3月18日に導入したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を拡大させると決定した。具体的には、これまで7,500億ユーロとしていた資産買取の規模を6,000億ユーロ増額して1兆3,500億ユーロ（約160兆円）に拡大、期間も今年12月から来年6月までと半年延長した。

現在、ECBによる資産買取は実質的に三階建て（図表1）で構成されている。うち一階部分に相当するのが、既往の資産買取プログラム（APP）の枠組みで実施される、期間を定めない月間200億ユーロの資産買取である。二階部分をなすのは3月12日の理事会で追加された1,200億ユーロの資産買取だが、これは2020年内までの時限的な措置とされている。

図表1. 三階建てとなったECBの資産買取



(注) 月次の買取額を均等と想定（実際は月により増減がある）。  
(出所) 筆者作成

図表2. 資産買取を除くECBの資金供給策

ECBによる TLTRO と PELTRO の概要	
<b>貸出条件付長期資金供給オペレーション (TLTRO III)</b>	○2019年3月から導入。要件をさらに緩和し、当オペ金利を20年6月から一年間、一定条件を満たす場合、主要金利を50bps. 下回る水準（▲0.50%）まで引き下げ。 ○純貸出が貸出限度額に達した銀行に対してはオペ金利を同期間、預金金利を50bps. 下回る水準（▲1.00%）まで引き下げ。
<b>パンデミック緊急長期資金供給オペレーション (PELTRO)</b>	○20年5月以降全7回の追加的な長期資金供給オペレーションを実施、満期は2021年7月～9月期設定。 ○主要金利を25bps. 下回る（▲0.25%）水準で供給。

(出所) 欧州中央銀行（ECB）

3月18日に導入されたPEPPは三階であり、この部分が今回6月4日の理事会で増額かつ延長されることになった。単純に考えれば、2021年1月以降、PEPPによる月次の資産買取額は平均で1,000億ユーロとなり、APPによる200億ユーロを大きく上回る。今回の理事会での決定は、資産買取の主軸がAPPからPEPPに移ったことを再認識させたと言えよう。

その他の金融政策の枠組みについては特に変更はなく、主要政策金利は既往のゼロに、貸出金利は年0.25%に、預金金利は年▲0.50%にそれぞれ据え置かれた。またPELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）などに代表される数々の資金供給策についても、金利や期間などに変更はなかった（図表2）。

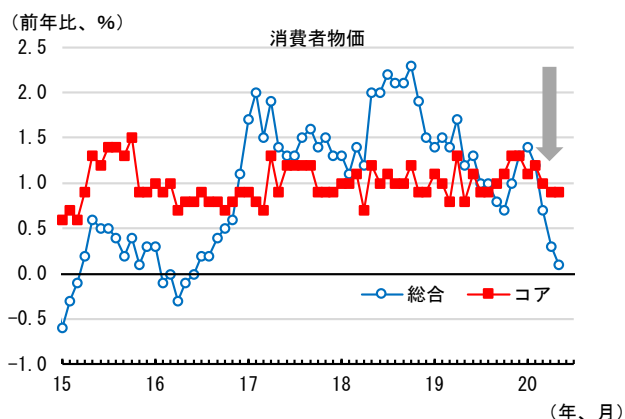
## （2）財政拡張の動きに呼応したECB

ECBのラガルド総裁は理事会後の記者会見で、追加緩和の理由として物価の弱さを挙げている。実際にユーロ圏の消費者物価（図表3）は、コロナ禍に伴う景気の悪化を受けてディスインフレが鮮明である。なおECBはAPPを導入（決定は15年1月、実施は同年3月）する際も、物価がデフレとなり金融政策の波及経路が遮断されることを防ぐことをその理由に挙げた。

ECBは今回のPEPP拡大に関しても、APPの導入と同じロジックを展開した。しかしPEPPの実態は、イタリアなど南欧諸国の信用不安対策としての性格が強い。実際にPEPPはキャピタルキー（各国中銀によるECBへの出資比率）や発行体ルール（1発行体1銘柄の購入上限を残高の33%までとする規制）を迂回でき、APPに比べ弾力的な設計となっている。

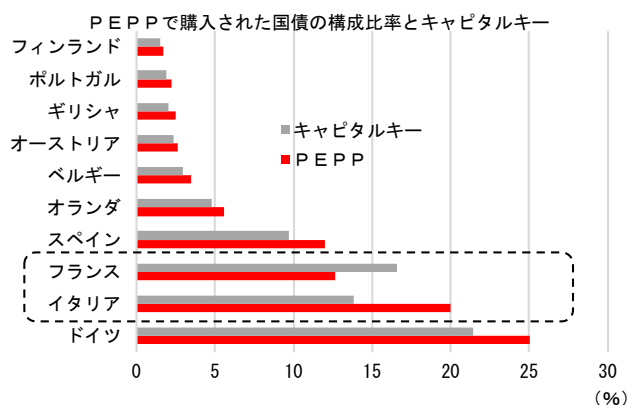
事実、5月までのPEPPの実績（図表4）を確認すると、キャピタルキーでの案分を上回る比率でイタリア債が購入されている。しかしユーロ圏全体の金融政策を司るECBとしては、金融の安定のためとはいえ、特定の国に対する所得移転を公に正当化するわけにはいかない。こうしたECBの抱えるジレンマが、今回のPEPP拡大のロジックからうかがえたと言えよう。

図表3. ユーロ圏の物価は弱い



(注) コアは変動が大きいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたベース  
(出所) ユーロスタット

図表4. ECBはコロナ禍でイタリア債購入を優先



(注) キャピタルキーは20年1月時点、PEPPは5月末までの累計値の構成比率  
(出所) ECB

またECBが6月というタイミングで来年を見据えた資産買取の増額を発表した大きな理由の一つに、欧州連合（EU）で財政拡張の機運が高まっていることがあると考えられる。コロナ不況を受けた財政悪化に伴い、EU各国は国債を増発せざるを得なくなっている。EUの執行機関である欧州委員会も非常事態として財政赤字の拡大を容認、ECBもこれを後押ししている。

さらにEUは、アフターコロナの経済復興の後押しを目的とする「復興基金」の創設を目指している。6月18～19日のEU首脳会議で合意を目指しているが、EUの執行機関である欧州委員会は総額7,500億ユーロ（90兆円）のうち2,500億ユーロに関してはEUが金融市場から資金を調達する方針である。ECBの今回の緩和拡大は、これらの財政拡張に備えた側面が大きい。

加えて別の見方をすると、一連の財政拡張の動きがあったからこそ、ECBは金融緩和を強化できた側面もある。かねてよりECBによる資産買取は、国債の建玉が不足しているため持続可能性に乏しいことが指摘されてきた。財政拡張の動きを受けて国債の流通量が増える見込みがついたことで、ECBは結果的に大規模な資産買取を継続することが可能になったと言えよう。

### （3）ドイツ憲法裁による圧力も回避

またPEPPには、ドイツ憲法裁による圧力を回避する上でも使い勝手が良い側面がある。ドイツ憲法裁は5月5日、ECBがAPPの一環として実施している公債買取プログラム（PSPP）の一部が違憲であるという判断を示し、ECBが3ヶ月以内に十分な説明を行わなければ、ドイツ連銀はPSPPを離脱して保有するドイツ債を売却するように求めた。

ドイツ憲法裁の判断は2015年3月以降に実施されたPSPPに関するものであり、PEPPは対象外である。この判断は、PSPPの実施が他国の財政ファイナンスにつながり、ドイツの国益が損なわれる可能性があることを問題視したものだが、同時にEU域内27カ国全般に法的拘束力を持つ欧州司法裁判所（ECJ）の優位性に異議を唱えることでもあった。

現実的には、ドイツ連銀がPSPPから離脱しても他の構成国の中銀がドイツ債を買い支えることは可能であり、PSPPのスキームが直ちに破たんするわけではない。とはいえドイツ憲法裁の判断がECBによる危機対応に水を差すものであった感は否めず、フォンデアライエン欧州委員長はドイツ憲法裁の判断を強く非難、逆提訴を行う可能性を示唆する事態となった。

今回、ECBはPEPPの拡大を優先したことで、仮にAPP/PSPPからドイツ連銀が離脱する事態になったとしても、資産買取全体の枠組みに与える悪影響を軽減することに成功したと言えよう。もっとも今後、ドイツ憲法裁がPEPPにもPSPPと同様の意義を呈する可能性は否定できず、金融市場の動揺を誘う恐れがあることに留意したい。

#### (4) 最大のリスクはイタリア債の扱い

既に指摘したように、3月18日に導入されたPEPPは、コロナ禍が深刻であった南欧諸国、特にイタリアを救済することを目的とする性格が強い政策であった。それが欧州の経済と金融の安定に貢献するとの判断から実施されたわけであるが、同時にこのことは、コロナ禍が収束した際にイタリア債をどう扱うかという新たな課題を生むことにつながった。

金融市場の動揺を抑えるためには、PEPPもまた段階的な減額（テーパリング）の後、新規の購入を停止し、当面の間は満期が訪れた資産と同額の金融資産を購入（いわゆる再投資）し続ける必要がある。巨額のイタリア債を抱え込むことになるECBは、金融の安定を優先する観点に立てば、再投資のプロセスでもまたイタリア債を優先的に購入せざるを得ない。

しかしながら、この局面が意識されるようになると、先述のようにドイツ憲法裁がイタリア債を優先的に再投資することの妥当性に対して疑義を呈するかもしれない。そしてドイツのみならず、イタリア債を優先して購入することに対する反対世論が、オランダやオーストリアといった財政一元化に反対する北部諸国を中心に盛り上がることは十分にあり得る展開である。

そうした批判を和らげるため、再投資のフェーズでECBは、バランスを取るためにイタリア債への再投資を他の国債に比べて減額することで、イタリア債の圧縮を早める可能性がある。もっともこうした判断を下す場合は、金融市場の動揺を招かないよう、ECBは投資家とのコミュニケーションをかなり慎重に行う必要に迫られるだろう。

#### (5) 中小企業向けローンの購入は困難か

なおコロナ禍を受けて、主要国の中銀は企業に対する資金繰り支援を強化しているが、そのなかでも中小企業に対するサポートは大きな柱となっている。例えば米連銀（FRB）は「メインストリート融資プログラム」と呼ばれるパッケージを用意し、銀行など金融機関から中小企業向けローンを買取することで、中小企業の資金繰りを支えている。

ECBが同様の手段を採用する場合、技術的にはもちろん可能だろうが、一方で道義的なハードルは高い。19ヶ国の金融政策を司るECBの場合、リスクフリー資産である国債を購入するのでさえ、公平性の観点からキャピタルキーや発行体ルールといった厳しい規則を定める必要がある。デフォルトリスクが高い中小企業向けローンの場合、公平性の担保はより困難となる。

そのため、ECBが金融緩和の次の一手として、FRBのような中小企業向けローンの購入が導入される可能性は低いと考えられる。基本的には、前述のPELTROのようなマイナス金利での資金供給策を強化することが主軸となるだろう。中小企業向けの資金繰り支援は、各国政府による信用保証の付与に委ねられることになると考えられる。

とはいえ、そうして膨らんだ各国政府の費用負担を、ECBがPEPPなどを通じて和らげていることには変わりはない。間接的とはいえ、ECBも現行の枠組みの下で可能な限りの中小企業向け支援を行っており、日米を中心にグローバルに広がる中銀による産業金融支援の流れに、ECBもまた乗らざるを得なくなっていると評せよう。

— 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、当社の統一した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。