

# 経済・金融 フラッシュ

## ECB政策理事会

－見通しは上方修正だが緩和姿勢は変わらず

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

### 1. 結果の概要: 政策変更なし

6月10日、欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）は政策理事会を開催し、金融政策について決定した。概要は以下の通り。

#### 【金融政策決定内容】

- ・変更なし（購入ペースも維持）

#### 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・実質成長率は21年4.6%、22年4.7%、23年2.1%で、21年・22年を上昇修正
- ・リスクは中立的である（上方修正）
- ・（資金調達環境の）引き締めは時期尚早で、景気回復とインフレ見通しへのリスクとなり得る

### 2. 金融政策の評価: 景気見通しは上方修正したが、緩和スタンスは変えず

今回の政策理事会では、現行の金融政策方針を維持することを決定した。

3月の理事会で資産購入ペースを年初から大幅に加速することを決定した際、今後はスタッフ見通しの公表とともに購入ペースを3か月ごとに見直すとしていたことから、今回は見通しの内容と購入ペースの変更に注目が集まっていた。

今回公表されたスタッフ見通しでは、成長率が上方修正され、コロナ禍からの回復力がこれまでの想定よりも大きいことが示唆された。また、理事会によるリスクバランスの評価も、これまでの「短期的に下方に傾いている」から「中立的（balanced）」となり上方修正されている。

一方で、資産購入ペースについては、3月に加速させたペースをそのまま維持している。景気見通しが改善したにも関わらず、購入ペースが維持された背景には、現在の金利上昇圧力がユーロ圏の経済見通しに対して強いという評価があったものと思われる。冒頭説明でも、市場金利の上昇が続き、金融調達環境が引き締まることはリスクであり、時期尚早と評価している。

質疑応答では、資産購入ペースに関する理事会内の意見に関する質問があったが、ラガルド総裁は「議論があった」と述べるにとどまり、具体的な議論の内容（購入ペース縮小など）については言及しなかった。また、PEPPの出口についても時期尚早であると述べており、緩和姿勢を持続するというハト派的な態度を貫いた。ユーロ圏では、年初以降、景気回復が腰折れするなかで長期金利が上昇しており、実体経済の状況と乖離しつつあった。ECBとしては見通しへの楽観的な見方が広がり、市場金利が上昇しないよう慎重な姿勢を取らざるを得なかったものと思われる。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

6月10日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 政策金利の維持(変更なし、冒頭に移動)
  - ✓ 主要リファイナンスオペ(MRO)金利: 0.00%
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利: 0.25%
  - ✓ 預金ファシリティ金利: ▲0.50%
  
- P E P Pの継続(文言を若干変更、政策の変更なし)
  - ✓ 総枠を5000億ユーロ増額し、合計1兆8500億ユーロの資産購入を実施
  - ✓ 購入期間は少なくとも2022年3月末まで実施
  - ✓ 理事会は、P E P Pによる資産購入を新型コロナ危機が去るまで実施する
  - ✓ 資金調達環境とインフレ見通しの評価に基づき、次の四半期におけるP E P Pのネット購入ペースは引き続き年初と比べて大幅な加速を見込んでいる
  - ✓ 理事会は、市場環境を見つつ資金調達環境のひっ迫(tightening)を防ぎ、感染拡大によるインフレ見通しの下方圧力に対抗するという観点から柔軟に購入を実施する
  - ✓ 理事会は、実施期間・資産クラス・国構成に関して柔軟に購入を行うことで、円滑に金融政策が伝達するよう支える
  - ✓ P E P Pは良好な資金調達環境が維持される場合は総額を利用する必要はない。平等に、必要があれば枠(増額)の再調整を行う
  
- P E P P元本償還分の再投資の実施(変更なし)
  - ✓ P E P Pの元本償還の再投資は少なくとも2023年末まで実施する
  - ✓ 将来のP E P Pの元本償還(roll-off)が適切な金融政策に影響しないよう管理する
  
- 資産購入プログラム(A P P)の実施(変更なし)
  - ✓ 月額200億ユーロの購入を実施
  - ✓ 毎月の購入は、緩和的な政策金利の影響が強化されるまで必要な限り継続
  - ✓ 政策金利の引き上げが実施される直前まで実施
  
- フォワードガイダンス(変更なし)
  - ✓ インフレ見通しが、見通し期間において2%に十分近いがやや下回る水準へと確実に収束し、かつ、インフレ動向に一貫して反映されるまで、政策金利は現行水準もしくはより低い水準を維持する
  
- 十分な流動性供給の実施(文言の変更、政策の変更なし)
  - ✓ リファイナンスオペを通じて十分な流動性供給を継続

- ✓ TLTROⅢによる資金は、企業・家計への貸出支援に重要な役割を果たしている
- 追加緩和へのスタンス（変更なし）
  - ✓ インフレが目標に向け推移するよう、必要に応じ、すべての手段を調整する準備がある

#### 4. 記者会見の概要

政策理事会後の記者会見における主な内容は以下の通り。

- 本日の理事会には欧州委員会のドゥブルウス副委員長も出席した

##### （冒頭説明）

- 1-3 月期の落ち込みの後、ユーロ圏経済は感染状況の改善とワクチン接種の著しい進展によって徐々に再開している
  - ✓ 最新データはサービス業活動の回復と活発な製造業生産の継続を示している
  - ✓ 経済活動は今年 4-6 月期には、さらなる封じ込め政策の緩和に伴って加速するだろう
  - ✓ 消費の活発化と世界的な需要の強さ、緩和的な財政・金融政策が回復を後押しする重要な要因となるだろう
  - ✓ 同時に、不確実性は残っており、短期的な見通しは、感染拡大や制限緩和後の経済の反応に依存する
  - ✓ インフレ率は、主にベース効果、一時的要因とエネルギー価格の上昇によって、ここ数か月は上昇している
  - ✓ インフレ率は 4-6 月期にさらに上昇し、その後、これらの要因が解消されるにつれて低下するだろう
  - ✓ 最新のスタッフ経済見通しは見通し期間におけるインフレ基調が徐々に加速することを示しているが、経済の弛み（slack）は見通し期間において、一部しか解消されないためインフレ基調の弱さは残るだろう
  - ✓ ヘッドラインインフレ率は見通し期間において、目標を下回った状況が続くだろう
- パンデミック期間中に良好な資金調達環境を維持することは、不確実性の軽減と景況感の改善によって経済活動を支え、中期的な物価安定を守るために引き続き重要である
  - ✓ 3 月の理事会以降、企業および家計の資金調達環境は引き続き広く安定している
  - ✓ しかしながら、市場では金利のさらなる上昇が見られる
  - ✓ この上昇は、経済見通しの改善を一部反映したもののだが、上昇が持続すれば、広く資金調達環境が引き締められ、経済全体に影響を及ぼす可能性もある
  - ✓ このような引き締めは時期尚早であり、景気回復とインフレ見通しへのリスクとなり得る
- 上記のような背景から、十分な金融緩和姿勢を続けることを再確認した
  - ✓ （金融政策の具体内容は上記第 3 節記載の通り）

## (経済分析)

- ユーロ圏の実質GDPは1-3月期には0.3%減少し、経済活動水準はコロナ禍前の19年10-12月期と比較して5.1%低い
  - ✓ 企業・家計の景況感調査、高頻度データは、4-6月期の経済活動の相当な改善を示唆している
  
- 企業景況感調査は感染者数の減少に伴って、サービス活動の力強い回復を示しており、接触型活動は緩やかに正常化に向かうだろう
  - ✓ 製造業生産は引き続き堅調で、世界経済の需要の強さにより支えられているが、短期的には供給制約が生産活動にとってやや逆風となる可能性がある
  - ✓ 消費者景況感は強く、今後の個人消費の強い回復を示唆している
  - ✓ 財務状況は悪化しており先行きの経済に対する不透明感があるものの、設備投資は回復力を示している
  
- 21年後半はワクチン接種の進展により、さらなる封じ込め政策の緩和が可能になることで、引き続き強い回復が見られると予想している
  - ✓ 中期的なユーロ圏経済は、引き続き金融・財政政策に支えられつつ、世界需要および域内需要の強さによってけん引されることが期待される
  
- こうした評価は6月のスタッフ経済見通しのベースラインシナリオに広く反映されている
  - ✓ 実質成長率は21年4.6%、22年4.7%、23年2.1%を予想し、前回3月の見通しと比較すると、21年と22年は上方修正、23年は変わっていない
  
- 全体としては、ユーロ圏経済の見通しを取り巻くリスクは、総じて中立的 (balanced) と見ている
  - ✓ 一方では、世界需要の高まりと、社会・旅行制限の緩和による予想を上回る家計貯蓄の取り崩しによって、経済が強く回復することが予想される
  - ✓ もう一方では、変異株の流行を含む感染拡大の継続が、経済や資金調達環境に及ぼす影響が引き続き下方リスクとなっている
  
- ユーロ圏のインフレ率は、3月に前年比1.3%、4月1.6%、5月2.0%と上昇している
  - ✓ この上昇は、主に月次の価格上昇とベース効果の双方による、エネルギー価格上昇率の急加速および、寄与は小さいが非エネルギー財価格がやや上昇したことによる
  - ✓ ヘッドラインインフレ率は主にドイツの一時的な付加価値税 (VAT) 引き下げが終了したことの影響を反映して秋にかけてさらに上昇する見込みである
  - ✓ インフレ率は来年には一時的な要因が解消され、世界的なエネルギー価格も安定することから、再度低下することが見込まれる

- インフレ圧力の基調は、一時的な供給制約と世界経済の回復によって、今年はやや増加するだろう
  - ✓ しかし、総じて見れば、賃金上昇圧力の弱さや経済の弛み (slack) が大きいこと、為替相場の増価 (ユーロ高) を反映して、インフレ基調は弱さが残るだろう
- この評価は6月のスタッフ経済見通しのベースラインシナリオに広く反映されている
  - ✓ インフレ率は21年1.9%、22年1.5%、23年1.4%を予想し、3月の見通しと比較すると、21年、22年を主に一時的要因とエネルギー価格上昇により上方修正し、23年はインフレ基調の高まりとエネルギー価格の低下が釣り合うために変わっていない
  - ✓ エネルギーと食料品を除くHICPインフレ率 (コアインフレ率) は21年1.1%、22年1.3%、23年1.4%で3月の見通しと比較して見通し期間にわたって上方修正している
- 感染拡大の影響が剥落し、需給の大きな弛み (slack) が解消すれば、緩和的な金融・財政政策に支えられ、中期的な物価上昇圧力が高まるだろう
  - ✓ サーベイ・市場観測による長期的インフレ期待は低水準にとどまっているが、市場観測のインフレ期待は引き続き上昇している

#### (金融分析)

- M3伸び率は、2月の12.3%、3月の10.0%に続き、4月には9.2%となった
  - ✓ 3月・4月の減速はコロナ危機の当初の資金流入急増による影響が前年比の部分から剥落するという大きなマイナスのベース効果による部分がある
  - ✓ また、感染状況の改善により流動性需要が低下し、家計・企業の預金需要が弱まっているという短期的な資金需要の安定も反映している
  - ✓ ユーロシステムの継続的な資産購入は、最も通貨を創造している要因となっている
  - ✓ 減速は見られるものの、狭義通貨 (M1) が引き続き広義通貨の伸びをけん引している
  - ✓ これは、以前として高い金融部門における流動性選好や、流動性高い通貨を保有することの機会費用が小さいことと整合的である
- 民間部門への貸付は2月の前年比4.5%から3月は3.6%、4月は3.2%と低下した
  - ✓ 非金融部門向けと家計向けで異なった動きであったが、全体は減速している
  - ✓ 非金融法人向け貸付は、2月の前年比7.0%から、3月5.3%、4月3.2%と低下した
  - ✓ これは、大きなマイナスのベース効果と一部4月よりも3月に貸付が前倒しでされる効果を反映している
  - ✓ 家計向け貸出伸び率は、2月は3.0%から3月3.3%、4月3.8%と上昇しており、月次の貸出が伸びている面とプラスのベース効果に支えられている
- 総じて、我々の政策手段は、各国政府・欧州機関による政策とともに、特にコロナ禍の影響を

大きく受けた人たちにとって、引き続き銀行の貸出環境と資金調達を支える重要な要素となるだろう

### (検討結果)

- 経済分析・金融分析の結果、経済活動を支援し中期的に2%に十分近いがやや下回る水準へと確実に収束させるためには、十分な金融緩和策が必要であると確認された

### (財政政策・構造政策)

- 財政政策に関しては、野心的かつ協調した財政政策が重要であり、拙速な財政支援の縮小は回復の遅延と長期にわたる傷痕効果 (scarring effects) を助長するリスクがある
  - ✓ 各国政府の財政政策は、引き続き、コロナ禍や関連する封じ込め政策による影響を最も受けている企業や家計に、重点的かつ迅速に実施すべきである
  - ✓ 同時に、コロナ禍対応としての財政政策は、脆弱性に効果的に対応し、ユーロ圏経済の迅速な回復を支援する観点から、引き続き一時的かつ景気の落ち込みを支える (countercyclical) 必要がある
  - ✓ 欧州理事会の労働者・企業・国家のための3つの安全網は重要な資金調達支援となる
- 理事会は、「次世代EU」基金の主要な役割を再確認する
  - ✓ 加盟国には、生産性向上の構造政策とともに基金を生産的に使用することを要求する
  - ✓ これにより「次世代EU」は、より迅速な、より強く、より均一な回復に貢献し、加盟国経済の強靱さと潜在成長率を高めるだろう
  - ✓ そうであれば、このプログラムはユーロ圏の金融政策の実効性を支えるだろう
  - ✓ こうした構造政策は特に、経済構造・組織の改善や、グリーンやデジタルへの移行を加速させるために重要である

### (質疑応答 (趣旨))

- 不確実性が残っており、緩和的な金融政策姿勢が決定されるにあたって理事会でどのような議論があったのか
  - ✓ 経済見通しは3か月前を比較してやや楽観的だったと言える
  - ✓ 資金調達環境は家計・企業を合わせて見れば広く安定していることが確認された
  - ✓ インフレ率では、ここ数か月コアインフレ部分でやや上昇する動きがあった。ヘッドラインインフレ率の一時的・特殊な要因は、中期的な上昇要因としては含まれない
- P E P Pの購入ペースと柔軟性について、夏の流動性低下などを踏まえると、今後数か月の購入について、週間の購入量はどの程度変動すると見積もるべきか
  - ✓ 市場の状況に応じつつ、「引き続き21年初と比べて大幅に加速したペース」での購入を実施する
  - ✓ P E P Pには資産クラス・実施期間・地域に関する柔軟性という中核的特性がある

- ▶ 見通しによれば、来年PEPPが終了した後、インフレ率は再び減速する。APPの増額や他の手段も含めた中期的なインフレ率の引き上げ策を必要としているか
  - ✓ それらの長期的な課題についての議論は時期尚早であり不要といえる。理事会では議論されていない
  
- ▶ 持続的な市場金利の上昇が引き締めにつながる可能性について。持続的とは何であり、どの水準のことを平均して指しているのか
  - ✓ 企業・家計・国家の資金調達環境は幅広い市場金利からなり、分離することはできない
  
- ▶ 戦略見直し (strategic review) について。戦略見直しを行ってから、PEPPの出口を作成するという理解で良いのか。
  - ✓ PEPPの出口については、いかなる議論も時期尚早である
  - ✓ 戦略見直しについては、21年下半期に結果を提示できるよう見込んでいる
  
- ▶ 理事会で「大幅に加速 (significantly higher)」以外の言葉を誰か提案したか。他の選択肢の提案はあったか。決定は全会一致だったか。
  - ✓ 理事会に提案された表現は、「大幅に加速したペース (significantly higher pace)」で代替表現はなく、冒頭説明の文書には全会一致の支持があった
  - ✓ 提案内容は広く賛成 (broad agreement) された
  
- ▶ 見通しの前提について質問したい。インド・デルタ株の要素はどうなっているか。ベースラインの経済への制限はどうか、下半期は制限強化となるのか段階的な緩和なのか。
  - ✓ ベースラインや変異株などのシナリオは、これから報告書を公表する。ベースラインおよび楽観シナリオと悲観シナリオがあり、それらの仮定も見つかるだろう
  
- ▶ 23年の中期的なインフレ率見通しに変化せず、目標を大きく下回っているのに、購入ペースを加速させないのはなぜか。これ以上の加速はインフレ率や需給ギャップに影響を与えないと考えているのか
  - ✓ コアインフレ率はゆっくりと改善しており、見通しは12月以来0.1%ずつ修正されている。これは、我々が正しい反応をしており、引き続き状況を注視するひとつの理由となる。
  - ✓ また、リスクバランスも下方に傾いていたものが、中立になったと考えており、これも状況の改善を示している。
  
- ▶ 供給制約について。来年のインフレ見通しが低下していることから考えると、供給制約は今年中に解消される見込みであると思われるが、正しいか。
  - ✓ 供給制約については、生産者側の対応によって次第に解消すると見ている

- 大幅に加速したペースについて。他メンバーから違うペースの提案はなかったのか。
  - ✓ 購入ペースや緩和手段の使用に関する議論はあった。これが「広く賛成 (broadly agreed)」という言葉を使った理由である。
  - ✓ 様々な意見や意見の不一致があったが、とても透明であり、冒頭説明文書は全会一致で支持され、特定の面ではいくらかの相違があったということである。
  
- コロナ後の経済への傷跡 (scarring) について。経済の反発が見え、数か月前よりも楽観的になっているか
  - ✓ コロナ禍により残される経済の傷跡については依然として懸念しており、特に労働市場に関連するかを見ている
  - ✓ 消費パターンや供給網の変化の結果、労働需要も異なってくるといった履歴 (hysteresis) 効果がある
  - ✓ 追加の訓練や新しい道具への適応、新技術の獲得といったことが期待されるようになるだろう
  - ✓ これらは、次世代EUがコロナ後の移行における金融的に重要な要素であり、傷跡の影響を多く受ける人の助けになると信じる理由である
  
- 著名エコノミストの中にはコロナ禍が世界経済に、構造的・抜本的な変化をもたらし、インフレ率がより恒久的な問題となり、ECBや他の中央銀行が想定するよりも高止まりすることを指摘するが、この考えについてどう思うか
  - ✓ 言及しているエコノミストとはサマーズやブランチャールたちのことを指していると思われるが、彼らの主張はバイデン氏の1.8兆ドルの計画を含む、巨額の刺激策とその結果としての景気過熱により、今の想定よりもインフレ率が上昇する点に重点が置かれていると思われる
  - ✓ 米国の経済状況はユーロ圏の経済状況とは大きく異なると考えている
  - ✓ 当然波及効果はあるだろうが、ユーロ圏の状況が大きく変わる影響はないと思う
  - ✓ コロナ禍は域内経済に影響及ぼすし、世界経済の波及効果も域内経済に影響を及ぼす、これらの影響や為替レートもまた注視している
  
- ビットコインについて。エルサルバドルがビットコインを公的な通貨とすることを公表したが、こうした動きを懸念しているか。
  - ✓ エルサルバドルについてはもはや詳しくないが、IMFのプログラム下にあることは承知している
  - ✓ 特定の経済で、二重法定通貨 (dual tender/並行通貨) を採用することは難しいと見られ、またこの動きは我々の暗号資産への取り組みや規制、監督、適切な分類について変更させるものではない
  
- リスクバランスについて。リスクが下方や上方に傾いているとして中立ではないとするメンバ

ーはいたか。

✓ 冒頭説明文書についてはすべてのメンバーから賛成を得られ、受け入れられている

✓ 3月の下方に傾いているリスクからより中立的なリスクへの移行については議論があり、一般的合意 (general consensus) がなされている

➤ デジタルユーロについて。理事会の会見や他の会見において、市場が期待するように7月に何らかの発表があるのか知りたい。

✓ 理事会によるデジタルユーロに関する決定について聞くことになるだろうが、それが最終目標ではないという点を事前に警告しておきたい

✓ 7月中旬に技術からプライバシー、包摂に関する調査に進むことを承認する見通しであるが、それが最終的な決定という訳ではない

✓ 今回の決定は、さらに調査を行うか、プロジェクトにこれ以上資源を費やさないようにするか、というものである

➤ 購入ペースは広く賛成されたと言ったが、多数派ではない見解について議論した内容を教えて欲しい

✓ すでに述べたように資金調達環境とインフレ見通しの分析結果から政策決定に至るまでには議論があった

✓ 決定内容については、明確・直接的で、冒頭説明の文書にすべて含まれている

➤ 米インフレ率が5%となり、予想より高かった。米インフレ率がユーロ圏に波及するリスク・可能性はあるか

✓ (言及なし)

➤ 大西洋の両岸で非常に緩和的な金融刺激策を行うリスクを心配している。住宅価格が上昇しているが、長期的なリスクとならないか。

✓ 現在、20年3月から現在までの金融政策による恩恵は、言及されているような間接的な影響を大きく上回っていると考えている

✓ それらのリスクについては、マクロ・ミクロのプルーデンス的な視点、あるいは財政的な視点からの代替手段を取り得る

➤ 米国との比較について。米国の状況を注視すると言ったが、長期的にECBとFRBの政策は乖離していくと考えているか

✓ 米経済とユーロ圏経済の立ち位置を比較することは、あり得ないだろう。

✓ 異なるインフレ率の地点から始まって、財政政策や歴史 (story) が異なっており、景気回復サイクルの同じ場所にいるわけではない

✓ インフレ率の観点からは、国内要因だけでなく世界の経済状況に注意を払う必要があるが、それは波及効果といった影響があるからで、景気サイクルが同じだからではない

(参考)

### ECBの金融政策ツール

金融政策ツール	概要	2023年3月以降の変更点
公開市場操作		2022年6月までの適格担保拡大(2020/4/7、2020/12/10に期間延長) →ACC(追加信用債)フレームワークの拡充 (政府保証付発行の担保要件、銀行社内格付の採用、ACC貸出報告の簡素化) →最小担保額の引き下げ(25000→0ユーロ) →1金融機関の無担保債権の受入上限引き上げ(2.5→10%) →ギリシャ国債を担保とする場合の最低信用条件の緩和 →担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2022年6月までの最低信用条件緩和(2020/4/22、2020/12/10に期間延長) →2020/4/7時点で適格(BBB-水準以上)であればBB水準を割り戻し限り採用 →ABSは2020/4/7時点で適格(A-水準以上)であればBB+水準を割り戻し限り採用 →将来発行する証券に対しても有効 →ヘアカット率は(格下げ後の)実際の格付から算出 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 適格担保要件の緩和を延長(2021年9月→2022年6月)(2020/12/10)
MRO (主要リファイナンス・オペ)	週1回、適用金利:0.00%	
LTRO (長期リファイナンス・オペ)	・月1回、適用金利:MRO金利 ・コロナ対応として2020年3月18日から6月10日まで週1回追加実施(BLTRO、済) ・貸出期間は、満期2020年6月24日(TLTROⅢ4回目の決済日) ・貸出上限なし(金額制) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(=現在▲0.5%)	2020/3/12公表
PELTRO (パンデミック緊急 長期リファイナンス・オペ)	・2020年5月21日から2021年12月16日まで11回実施 ・2020年12月3日までのオペは貸出期間は、満期2021年7月から9月にかけて段階的に設定 (後半ほど返済が短くなる設定) ・2021年の追加オペは3か月おきに実施、貸出期間は12か月～13か月程度 ・貸出上限なし(金額制) ・貸出金利は主要リファイナンス・オペ金利-0.25%(=現在▲0.25%)	2020/4/30公表 実施回数追加(2021年12月3日まで7回→21年12月16日まで11回)(2020/12/10)
FTO (微調整オペ) 構造オペ	・為替スワップ等	
常設ファシリティ		
限界貸出ファシリティ	適用金利:0.25%	
預金ファシリティ	適用金利:▲0.50%(超過準備のうち、法定準備額×6を超える額に付利)	
準備預金制度	満期2年未満の負債:1% 満期2年以上の負債:0%	
フォワードガイダンス	インフレ見通しが、見直し期間において2%に十分近いがやや下回る水準へと確実に収束し、かつ、インフレ動向に一貫して反映されるまで、政策金利は現行水準もしくはより低い水準を維持する	
APP(資産購入プログラム)	・毎月200億ユーロ→1200億ユーロ(月120億換算、民間中心に2020年12月まで) ・元本償還分は再投資 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1～)	年末までの購入額増額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券も購入(2020/9/22)
CBPP3 (カバード債券購入プログラム第3期)	・投資適格級のカバード債券購入 ・年限制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
ABSPP (資産担保証券購入プログラム)	・投資適格級のABS購入 ・年限制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
PSPP (公的部門購入プログラム)	・投資適格級の中央・地方政府、政府機関・国際機関債等購入 ・対象年限は1年以上31年未満 ・出資比率に応じた規模で買入 ・購入上限 →1発行体あたりの33%(国際機関債は50%) →1銘柄あたりでは33%もしくは25%(国際機関債は50%)	
CSPP (企業部門購入プログラム)	・投資適格級の社債購入 ・対象年限は8か月以上31年未満 →ただし満期が1年未満のCPは28日以上の残存日数で購入 ・購入上限 →1銘柄あたり70% →発行体規模も考慮する	CPの満期について柔軟化(実質的な非金融CP購入、2020/3/18)
TLTROⅢ (貸出条件付長期資金供給オペ)	・2019年9月25日から2021年12月まで10回実施 ・貸出期間は、3年 ・貸出条件は、非金融向けもしくは住宅以外の個人向け ・金利 →貸出金利:主要リファイナンス・オペ金利(=現在0.00%)の平均 →優遇金利:預金ファシリティ金利(=現在▲0.50%)の平均 →2020年6月24日から2022年6月23日まで上記金利に▲0.50%したものの平均 (また優遇金利の場合は、平均が▲1%を超える場合▲1%を適用) →優遇金利の適用条件(21/9/24-22/9/23の期間は①で判定、それ以外は①②のいずれか) ①2020年10月1日から2021年12月31日の貸付額が基準対比0%以上 ②7回オペまで対象)2020年3月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比0%以上、 もしくは2019年4月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比1.15%以上 ・貸出上限は2019年2月末の基準調達に対し、各入札の上限なし、累計65% ・早期返済は、貸付1年後から可能(2021年9月開始)	金利を▲0.50%引き下げ(2020/4/30、3/12決定の▲0.25%から追加引き下げ) 優遇金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限を緩和(各入札10%→撤廃、累計30→50%)(2020/3/12) 早期返済可能時期を前倒し(2→1年後)(2020/3/12) 適格担保要件・最低信用条件は公開市場操作欄に記載の通り 実施期間の延長(21年3月24日まで→21年12月)(2020/12/10) 金利引き下げの適用期間の延長(21年6月23日まで→22年6月23日まで) 貸出上限の引き上げ(50→55%)(2020/12/10)
PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	・1兆8500億ユーロ(少なくとも2022年3月末まで実施) ・民間部門、公的部門ともに対象 →APP対象資産は購入可能 →ギリシャ国債も購入可能 →公的部門の対象年限は70日以上31年未満 →PSPPの購入上限は適用しない ・出資比率に応じた割合を購入 →ただし、期間・資産クラス・国の柔軟化が可能 ・元本償還部分は少なくとも2023年末まで再投資 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1～)	2020/3/18公表 規模拡大(7500億→1兆3500億ユーロ)(2020/6/4) 期間延長(少なくとも2020年末→少なくとも2022年6月末)(2020/6/4) 元本償還分の再投資について明示(2020/6/4) 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 規模拡大(1兆3500億→1兆8500億ユーロ)(2020/12/10) 期間延長(少なくとも2021年末→少なくとも2021年3月末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2022年末→少なくとも2023年末)(2020/12/10)
OMT (国債買切りプログラム)	「EFSF/ESMマクロ経済調整プログラム」「予防的プログラム」の形態 ・EFSF/ESMプログラムの履行が条件 ・購入上限なし ・発行市場での購入も想定 ・満期1-3年の購入が中心 ・不活化実施	

(注) 伝統的、非伝統的等の区分は筆者の見解にもとづく。  
 太字は新型コロナウイルスの影響が拡大した後(2020/3/18以降)に変更・新設された主な政策。下線は今回の政策理事会で変更された政策  
 (資料) ECBより筆者作成

(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。