

経済・金融  
フラッシュECB政策理事会  
—新戦略のもとフォワードガイダンスを大幅修正

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:フォワードガイダンスを修正

7月22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】

- ・フォワードガイダンスを変更（戦略見直しを受けインフレ見通しと紐づける形で修正）
- ・具体的な金融政策手段についての変更はなし（PEPPの購入ペースも維持）

## 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・足もとの状況は6月の資金調達環境とインフレ見通しの評価に沿うものである
- ・リスクは中立的である（変更なし）
- ・多くの企業・家計に対する資金調達環境は引き続き良好な水準にある
- ・以前ほど感染拡大が経済に悪影響を及ぼさなくなっている

## 2. 金融政策の評価:戦略見直し後の初めての理事会

今回の政策理事会は、7月上旬に公表された戦略見直し後の初めての理事会となった。

今回の理事会では、新戦略を受けて声明文におけるフォワードガイダンスが大きく修正され、また一般市民との情報伝達を企図したと見られる「一目でわかる金融政策声明（Our monetary policy statement at a glance）」のページ<sup>2</sup>が設けられている。

一方、声明文の公表、記者会見における冒頭説明や質疑応答については従来の形式に沿って実施され、戦略見直しを受けて、フォーマットについてはやや変更されたが、それほど抜本的な変更ではないような印象だった（現在の金融政策運営と整合的になるように、戦略を見直したのであるのが当然かもしれない）。その中では、例えば、以前からECBが重要視している「良好な資金調達環境」について、金融・通貨環境のなかで「良好な水準になる」と明文化するなど、定性的な評価を示したことでECBのスタンスが分かりやすくなった部分があるなど工夫も感じられた。

また、大幅に変更されたフォワードガイダンスについては、理事会のインフレ見通しに紐づける形で従来よりも具体的で分かりやすくなった。

ラガルド総裁は質疑応答でも3つの重要な基準からなると言及しており、①見通し期間（四半期

<sup>1</sup> 詳細は高山武士（2021）「ECBの新戦略」『基礎研レター』2021-07-13を参照

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/mopo\\_statement\\_explained\\_july\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/mopo_statement_explained_july_en.html)

毎にECBのスタッフにより作成される経済見通しの対象期間)の中頃でインフレ見通しが2%に達すること、②その後、見通し期間終了までに安定的に2%となること、③足もとのインフレ基調が中期2%の達成に照らしてきちんと進展していること、の3条件が現在の政策金利を引き上げる条件になった。

ユーロ圏では世界金融危機後のほとんどの期間においてインフレ率が2%を下回っていることに鑑みれば、戦略見直しで目標を2%と対称にした(これまでは「2%に近いがやや下回る」だった)ことで、これまでよりも利上げに対しては慎重になったと言えるが、それがフォワードガイダンスでより明確に明文化されたことになった。

なお、今回はPEPPの購入ペースなど具体的な金融政策手段については変更されなかった。質疑応答では、6月の見通しにおけるインフレ率見通しが22・23年で1.5%以下であることや、フォワードガイダンスと照らして追加緩和すべきではないかとする質問が見られた。ラガルド総裁は、今回は追加緩和への明言を避けたが、次回の9月の会合では新しい見通しが公表されるタイミングであるので、PEPPのペースの変更を含めて理事会の評価・判断がより注目されるだろう。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

7月22日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 最近の戦略見直しで、理事会は中期的に2%という対称的なインフレ目標に合意した
  - ✓ ECBの政策金利(key ECB interest rate)は下限近くに達しており、中期的なインフレ見通しは理事会の目標を依然として下回っている
  - ✓ こうした状況に鑑みて、理事会は政策金利のフォワードガイダンスを修正した
  - ✓ これはインフレ目標に向けた持続的な緩和政策を維持するというコミットメントを強調するものである
- 対称的な2%のインフレ目標と金融政策戦略に沿って、見通し期間が終わるかなり前(well ahead)までにインフレ率が2%に達し、その後見通し期間にわたって持続的に推移すると期待され、現実に中期的な2%に向けたインフレ率の安定という十分な進展が見られると判断されるまでは、理事会は政策金利を現在もしくはより低い水準で維持する
  - ✓ そのため、一時的にインフレ率が目標をやや上回る可能性もある
- 6月の資金調達環境とインフレ見通しの評価を再確認し、理事会はこの四半期におけるPEPPの購入ペースの年初と比べた大幅な加速を見込んでいる
- 理事会はまた、物価安定目標のためのその他の手段、つまり政策金利、APP、元本償還の再投資、長期資金供給オペについて承認した

#### (政策金利)

- 政策金利の維持(変更なし)

- ✓ 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%

➤ （冒頭のフォワードガイダンスの再掲）（変更）

**（資産購入プログラム：APP）**

- APPの実施（変更なし）
  - ✓ 月額200億ユーロの純資産購入を実施
  - ✓ 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
- APPの元本償還分の再投資（変更なし）
  - ✓ APPの元本償還分は全額再投資を実施
  - ✓ 政策金利を引き上げ、十分な流動性と金融緩和を維持するために必要な限り実施

**（パンデミック緊急資産購入プログラム：PEPP）**

- PEPPの継続（政策の変更なし）
  - ✓ 総枠1兆8500億ユーロの純資産購入を実施
  - ✓ 購入期間は少なくとも2022年3月末、そして新型コロナ危機が去るまで実施する
- 最近の情報は6月の政策理事会で決定された資金調達環境とインフレ見通しの評価を再確認するものであり、この四半期におけるPEPPの購入ペースは年初と比べて大幅な加速を見込んでいる（政策の変更なし）
- 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（変更なし）
  - ✓ 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
  - ✓ PEPP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
- PEPP元本償還分の再投資の実施（変更なし）
  - ✓ PEPP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PEPP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

**（資金供給オペ）**

- 十分な流動性供給の実施（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、引き続き金融機関に対する、企業・家計への貸出支援としての魅力的な資金源となっている

#### (その他)

- 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。

#### (冒頭説明)

- 本日の理事会では、2つの主要論点に焦点をあてた
  - ✓ 第1に、政策金利のフォワードガイダンスに対する戦略見直しの意味
  - ✓ 第2に、経済とパンデミックへの対応策への評価
- 戦略見直しでは中期的に2%という対称的なインフレ目標に合意した
  - ✓ 政策金利は下限近くに達しており、中期的なインフレ見通しは目標を依然として下回っている
  - ✓ こうした状況に鑑みて、理事会は政策金利のフォワードガイダンスを修正した
  - ✓ これはインフレ目標に向けた持続的な緩和政策を維持するというコミットメントを強調するものである
- 対称的な2%のインフレ目標と金融政策戦略に沿って、見通し期間までにインフレ率が2%に達しその後見通し期間にわたって持続的に推移すると期待され、現実に中期的な2%に向けたインフレ率の安定という十分な進展が見られると判断されるまでは、理事会は政策金利を現在もしくはより低い水準で維持する
  - ✓ そのため、一時的にインフレ率が目標をやや上回る可能性もある
- ユーロ圏の回復は軌道に乗っている
  - ✓ 多くの人々がワクチン接種を受けており、ロックダウンの制限はほとんどの国で緩和にむかっている
  - ✓ しかしながら、パンデミックは引き続き影を落としており、特にデルタ株による不確実性は増している
  - ✓ インフレ率は上昇したが、大部分が一時的なものと思われる
  - ✓ 中期的なインフレ見通しは抑制されている
- 我々はコロナ禍期間、経済のすべて部門への良好な資金調達環境を維持する必要がある

- ✓ これは現在の回復を持続的な成長につなげ、コロナ禍のインフレ率への悪影響を相殺するために不可欠である
- ✓ したがって、6月の資金調達環境とインフレ見通しへの評価を再確認した結果、この四半期におけるPEPPの購入ペースは年初と比べて大幅な加速を見込んでいる
- 我々はまた、物価安定目標のためのその他の手段、つまり政策金利、APP、元本償還の再投資、長期資金供給オペについて、声明文にある詳細の通り、承認した
  - ✓ 我々は、インフレが中期的な2%の目標に向け安定して推移するよう、必要に応じ、すべての手段を調整する準備がある
- ここでは経済とインフレ率の状況をどう見ているかの詳細と金融・通貨環境への評価について述べたい

### (経済活動)

- 経済は今年の4-6月期に行動制限の緩和にともなって回復しており、7-9月期に向けた強い成長に乗っている
  - ✓ 製造業は、短期的には供給制約によって生産が抑制されているものの、力強い成長が見込まれる
  - ✓ 経済の大部分が再開されたことがサービス業の力強い回復を支えている
  - ✓ しかしながら、デルタ株はサービス業の回復、特に旅行業や接客サービス業の回復を冷やす可能性がある
- 人々がお店や飲食店に戻り、旅行が回復していることから消費支出は改善している
  - ✓ 雇用見通しの改善、景況感の回復、政府支援の継続が消費を後押ししている
  - ✓ 域内と世界的な重要な回復が、事業環境への楽観的な見方を加速させている
  - ✓ これが投資を支えている
  - ✓ コロナ禍以降ではじめて、我々の貸出動向調査において、企業の貸出需要をけん引する最も重要な要因が固定資本投資となった
- 経済活動は来年の1-3月期にコロナ禍前の水準まで回復すると見ている
  - ✓ しかしながら、コロナ禍による経済への被害が相殺されるまでの道のりはまだ長い
  - ✓ 雇用維持政策の利者が減少しているが、依然として高水準にある
  - ✓ 全体で見ると、コロナ禍前と比較して、雇用はまだ330万人少なく、特に若年層や低技能者で顕著である
- 野心的、重点的で協調した財政政策は引き続き金融政策を補完し回復を支えるべきである
  - ✓ この文脈において、次世代EUプログラムは重要な役割を担っている
  - ✓ これはユーロ圏各国での力強く均一な回復に貢献すると見られる

- ✓ これはまた、グリーンやデジタルへの移行を加速させ、長期的な成長力を高めるために必要な構造政策を支援するだろう

### (インフレ)

- 6月のインフレ率は1.9%となった
  - ✓ 我々はインフレ率が今後数か月でさらに上昇し、来年には再び低下すると見ている
  - ✓ 現在の上昇は大部分がエネルギー価格の上昇と、コロナ禍で原油価格が急落した際のベース効果、昨年ドイツの一時的なVAT引き下げの影響によりもたらされている
  - ✓ 2022年の初めにはこうした要因による前年比で見たインフレ率への影響は解消すると見られる
- 短期的には、経済の大きな弛み (slack) がインフレ圧力を抑制している
  - ✓ 力強い需要と供給網における一時的な原材料高の圧力が価格の上昇圧力となっている
  - ✓ しかし、賃金上昇率の弱さと過去のユーロ高によって、しばらくは物価圧力の弱さが続くと思われる
- コロナ禍のインフレ率への影響が解消されるまでの道のりはまだしばらくある
  - ✓ 金融政策により支援されつつ、経済が回復することでインフレ率は、中期的に上昇するが依然として目標を下回ると見ている
  - ✓ 長期的なインフレ期待は上昇しているもの、我々の2%の目標からはまだ距離がある

### (リスク評価)

- 我々は経済見通しへのリスクは総じて中立的 (balanced) と見ている
  - ✓ 消費者がコロナ禍期間中に積みあがった貯蓄を予想以上の速さで支出に回せば経済活動は予想を上回る可能性がある
  - ✓ コロナ禍の状況が急速に回復することで、想定以上に力強さが見られる可能性もある
  - ✓ しかしコロナ禍の深刻化や、供給制約の長期間の継続で生産が抑制されれば経済成長は予想を下回るだろう

### (金融・通貨環境)

- 成長率とインフレ率の回復は良好な資金調達環境に依然として依存している
  - ✓ 市場金利は前回の理事会から低下した
  - ✓ 多くの企業・家計に対する資金調達環境は引き続き良好な水準にある
- 企業や家計に対する貸出金利は歴史的に低水準にある
  - ✓ 企業はコロナ禍の第一波で借入を増やした結果、十分に資金があり、これは企業への貸出が鈍化している理由を部分的に説明している
  - ✓ 対照的に家計への貸出は底堅い

- ✓ 我々の貸出動向庁舎は企業および家計への信用状況は安定していることを示している
  - ✓ 流動性は引き続き豊富にある
- 同時に企業の株式発行コストは依然として高い
- ✓ 多くの企業や家計はコロナ禍を乗り切るために多くの債務を負っている
  - ✓ したがって、経済の悪化は金融の健全性を脅かし、銀行の財務諸表 (balance sheets) の質にも響く可能性がある
  - ✓ 財務諸表の疲弊と資金調達環境の厳格化が互いに強まることを避けることは引き続き必要不可欠である

### (結論)

- 要約すれば、ユーロ圏経済は力強く回復している
- ✓ しかし見通しは、引き続きコロナ禍とワクチン普及の進展に依存している
  - ✓ インフレ率の足もとの上昇は大部分が一時的と見られる
  - ✓ インフレ基調は緩やかに上昇すると見られるが、中期的なインフレ率は目標を依然として下回っている
  - ✓ 我々の政策手段はフォワードガイダンスの変更を含めて、経済の強固な回復と、究極的には2%のインフレ目標の達成を支援するものである

### (質疑応答 (趣旨))

- フォワードガイダンスの変更について。2週間前は全会一致ではなかったと聞いているが、本日はどうだったか。全会一致だったか、反対意見があったのか。2週間前に議論した内容と今回のガイダンスはどのように違うのか
- ✓ 金融政策の枠組みとしての新戦略の採用は全会一致だった
  - ✓ フォワードガイダンスを戦略の意図に合わせて修正する必要があるという点も全会一致だった
  - ✓ 政策金利のフォワードガイダンスの調整については、全会一致ではなかったが、大多数 (overwhelming majority) の合意だった
  - ✓ フォワードガイダンスは3つの重要な基準 (key criteria) からなっている
  - ✓ 1つ目はインフレ率が見通し期間が終わるより前に2%に達する見込みであること
  - ✓ 2つ目は残りの見通し期間にわたって持続していること
  - ✓ 3つ目はインフレ基調について、実際に、中期的な2%のインフレ率達成と整合的であるような十分な進展が見られること
- デルタ株について。デルタ株によってコロナ禍が長期化するリスクがあるか。デルタ株はリスク評価に適切に織り込まれているか
- ✓ 6月時点での見通しでは、実際に7-9月期に封じ込め政策が一部継続され、10-12月期にも一部残るという前提が置かれている

- ✓ 観測データは4-6月期の見通しと整合的で、7-9月期の強い成長が見込めそうである
  - ✓ 感染予防策によって昔のように感染が経済への悪影響を及ぼさないようになっており、その要素であるワクチンの動向を注視している
  - ✓ 国によって状況は異なるが、過去の感染拡大を経験したことで、市民や政府、衛生当局が、経済への影響を損なわずに健康を守るという対応をすることに慣れつつある
- 今日の内容を市場がどう解釈するかについて。明らかに金利と金融政策について、より低くより長くするだろうという点でハト派と見られるが、どうか
- ✓ 3つの重要な基準を考慮しているということをできる限り伝えたいと思っている
  - ✓ より低くより長くというつもりはなく、拙速な引き締めを我々の誰も意図していないと言いたい
- 3月末に終了するPEPPとその変更の可能性について議論したか、他のプログラムへの移行が必要と考えているかについて聞きたい
- ✓ インフレ率とその他の要素が6月の見通しと整合的であることから、これまでと比べ大幅な加速したペースを維持することを決定したが、PEPPのプログラムそれ自体についての議論は時期尚早であり、議論していない
- 2%を見通し期間で達成すべきと述べたが、最新の6月の見通しのインフレ率は2%の目標よりも離れている。これについて何をするつもりがあるか。より強力な対応策が必要ではないか
- ✓ 我々が経済のすべての部門について良好な資金調達環境を維持できるようにしているという点で変化していない
  - ✓ 我々はインフレで実現したいことを阻害する引き締めには対抗しようとしている
  - ✓ 危機の途中であるため、PEPPのいかなる出口も時期尚早であると考えているが、目標はコロナ禍前の状況に戻りつつあり、見通しも戻りつつある
- 見通し期間が終わるかなり前について。あなたは見通しの中間地点に言及したが、これは見通し1年目というよりも2年目と見たらよいのか
- ✓ 見通し期間は年終盤にはシフトするので、1年目、2年目というのはやや誤解を招く。そのため、見通し期間の中間地点という方を好む
  - ✓ しかし、これは決定事項 (cast in stone) を意味しない。実際の基準の採用は概して理事会が判断する事項である
- 6月までのガイダンスはインフレ見通しが確実に収束するようになっており、私にとっては誤解しやすい表現だった。現在は、理事会がインフレの収束を観測するとなり、当初の私の理解ではインフレの効果的な計測が問題になるように思われたのだが、違うか
- ✓ 見通し期間での2%というのは予測に基づいたもので、つまりスタッフ見通しにより提示されて、理事会により判断される



- ✓ 整備について言っている訳ではない
- P E P Pの新型コロナ危機が去ると判断するまで実施するという言及について。中央銀行の人たちがコロナ禍の終了を判断するための情報とは何か、どのような基準を使うのか
  - ✓ 科学者や専門家により、また雇用、製造業、サービス業、貿易についての事実を観察することによって、危機についての経済的な情報を知ることができる
  - ✓ ワクチンや市民の行動によりコロナ危機が早く去ることを期待している
- 理事会はフォワードガイダンスを修正し、金利についての持続的な行動にコミットメントしたが、より強力な行動については言及がなかった。これはあなたがすでに述べた手段が十分に強力であることを意味しているのか
  - ✓ よく知っている通り、我々はフォワードガイダンスだけを使うのではない
  - ✓ 工具箱にある他の手段や、現在利用している手段についても使われる
- T L T R Oについて。声明ではT L T R Oは魅力的な資金源だが、重要な役割を果たしているとはしなかった。T L T R Oによる資金供給ほどの程度重要なのか
  - ✓ T L T R Oについては今回議論の対象にならなかった
  - ✓ 合理的な条件で実施しているものの最近は依然ほど需要が大きくない。この一部は企業が十分な流動性をすでに確保しているためだと見られる
  - ✓ 協調しておきたいのは、投資のための資金需要が回復している点である。この動向について注視していきたい
- コロナ禍のインフレへの影響が解消するまでは時間を要すると述べたが、それはP E P Pの購入ペースがすぐに鈍化することを期待すべきではない、ということの意味しているか
  - ✓ 我々がコミットしている良好な資金調達環境とインフレ見通しに対する評価に依存する
  - ✓ 9月に見通しを公表する予定なので、現時点での判断は時期尚早であると考えている
- P E P Pが終了し将来の資産購入策で保有制限の自主規制が再開された場合、それによる制約を懸念している人たちについて、何を伝えたいか
  - ✓ この特定の問題については議論していないし、伝えることはない
- 新戦略により、金利をできるだけ長くできるだけ低く維持し、欧州の財務相を市場金利から守ることを目標にしているとも言えそうだ。この点では、E C Bの財務上の優位性を示す新戦略といえる
  - ✓ 新戦略は金利を長期にわたって低くするという意図している訳ではない
  - ✓ 2%の物価目標を意図している
- 銀行の計算によれば、E C Bは去年実施したように、ユーロ圏の 21 年の財政赤字全体をファ

イナンスできる可能性がある。新規発行国債のネットでの買い越しは本当に財政ファイナンス (monetary state financing) ではないのか

- ✓ それは事実と反すると言いたい
- ✓ 問題は、財政ファイナンスなのか、財政上の優位性なのかという点ではないと思う
- ✓ 条約の中に安全網 (safeguards) があるのだと思う
- ✓ 我々がしたことについて、すべきではなかったとは思わない

➤ 今日のフォワードガイダンスに賛成しなかった人の主張を簡潔に教えてほしい

- ✓ その人達に聞いた方が良いと思う。彼らの主張について私から言いたいとは思わない
- ✓ 私にとって重要なのは、第1に、とても友好的で、オープンで、本質的な議論ができたという点である
- ✓ 第2は憲法や枠組みにあたる戦略が理事会メンバーの全会一致によって採択された点である
- ✓ ごく少数のメンバーだが、彼らに聞くのが最も良いと思う。おそらくあなたは探しあてるだろうし、とても興味を惹かれるだろう

➤ 少なくとも理事会のメンバーの一人が、中期というのは2・3年ではなく、状況による (state dependent) と言ったことが記録されているが、これに同意するか

- ✓ はい。我々は2つの異なる時間を扱っている
- ✓ フォワードガイダンスがよりどころにしている多くは、実際の見通し期間である
- ✓ 中期的な期間というのはおそらくこれを越えており、インフレ計算には関係しない他の要因である雇用や気候変動といったことを考慮する必要がある

➤ インフレ見通しは来年以降 1.5%以下となっている。新しいフォワードガイダンスにもとづけば、金融緩和をすぐに拡大するということを意味することにならないか。新しいフォワードガイダンスだけで十分なのか

- ✓ 9月の四半期毎の見通しがどうなるかを確認し、必要があればすべての手段を調整するつもりである

➤ ユーロ圏で急上昇する住宅価格について。ここ15年で最速のペースだと思う。これは懸念になるか、新しく注目する持ち家の帰属家賃に関連して何か考えるべきことがあるか

- ✓ フォンデアライエン欧州委員会委員長に、統計局 (Eurostat) の帰属家賃を指数に反映させるという仕事を加速させるように依頼して欲しい旨について書簡を送った
- ✓ その間、我々は利用できる代替指標を使って考慮する
- ✓ この件については、少し会合で議論している

➤ APPについて。金利についてのフォワードガイダンスと並行して、よりフォワードガイダンスと紐づくようにするという議論はあったか

- ✓ A P Pと金利の関係については議論しなかった。
- 一時的なインフレについて。目標をやや上回っても良いという意味についてもう少し教えてほしい。また、目標を長期に下回ったらどうなるのか、さらなる行動を行う必要となる点があるのか
  - ✓ よく、オーバーシュート (overshooting) と呼ばれるが、適度な (moderate) オーバーシュートを認めるということを行っている
  - ✓ 適度な、という点もまた判断の要素となる
  - ✓ 適度なオーバーシュートとその反対となる過度な (excessive) オーバーシュートについて数値的な基準を設けるつもりはない
- 金利の調整について、全会一致ではなかったという事だが、何か教えてもらえる意見はないか
  - ✓ フォワードガイダンスの調整についての反対意見はあったが、私はそれについて深掘りはしない
  - ✓ あなたが、仕事として誰が何と言ったかについて明らかにするものだと思っている
- 資産購入のガイダンスについて、他の中央銀行がそれぞれのフォワードガイダンスを検討しはじめていることへのリスクはないのか、その場合、E C Bは他の中央銀行と同調 (sync) することからはずれるのか
  - ✓ (言及なし)

(参考)

ECBの金融政策ツール

金融政策ツール	概要	20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(追加償還債)フレームワークの拡充 (政府保証付の担保採用、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金融機関の無担保償還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償還条件の緩和 -担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2022年6月までの最低償還条件緩和(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水準を割らない限り採用 -ABSは2020/4/7時点で適格(A-水準以上)であればBB+水準を割らない限り採用 -待来発行する証券に対して有効 -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SDG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)
伝統的		
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(TLTRO III 4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 (後半ほど満期が短くなる設定) ・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(2020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)	・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	対外的な2%のインフレ目標と金融政策戦略に沿って、見直し期間が終わるかなり前までにインフレ率が2%に達し、その後見直し期間にわたって持続的に推移すると期待され、現実的に中期的な2%に達したインフレ率の安定という十分な進展が見られると判断されるまでは、理事会は政策金利を現在もしくはより低い水準で維持する	戦略見直しを受けて変更(2021/7/22)
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、長期中心に2020年12月まで) ・元本償還分は再投資 ・SDG達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~)	年末までの購入総額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDG達成と利率が変動する債券も購入(2020/9/22)
CBPP3 (カバードボンド購入プログラム第3弾)	・投資適格級のカバードボンド購入 ・年制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
ABSP (資産担保証券購入プログラム)	・投資適格級のABS購入 ・年制限なし ・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6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)
非伝統的		
TLTRO III (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 -償還金利: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日までは上記金利に▲0.50%したものの平均 (また償還金利の場合は、平均が▲1%を超える場合▲1%を適用) -償還金利の適用条件(21/8/24-22/8/23の期間は①で判定、それ以外は②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 ②(7日回オペまで対象)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月末の基準残高に対し、各入札の上限なし、累計55% ・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) 償還金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限緩和(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・最低償還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 ・SDG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)(2020/8/4) 期間延長(少なくとも2020年末→少なくとも2021年6月末)(2020/8/4) 元本償還分の再投資について明示(2020/8/4) 2021年1月からSDG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6月末→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(2020/3/12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证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。