

# 経済・金融 フラッシュ

## ECB政策理事会 －「平時の金融政策」に向けた出口方針を決定

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:PEPPの購入ペースの減速と来年3月での終了予定を決定

12月16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】

- ・ PEPPの購入ペースの段階的な減速を決定
- ・ PEPPの購入を22年3月で終了する予定であることを明記
- ・ PEPPの元本償還分の再投資期間を少なくとも24年末までに延長（従来は23年末）
- ・ APPの購入ペースのPEPP終了後の増額を決定（22年4-6月期は月額400億ユーロ、7-9月期は月額300億ユーロで、いずれも月額200億ユーロから増額）

#### 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ 成長率見通しは21年5.1%、22年4.2%、23年2.9%、24年1.6%（22年を下方修正、23年を上方修正）
- ・ インフレ率見通しは21年2.6%、22年3.2%、23年1.8%、24年1.8%（大幅上方修正）

### 2. 金融政策の評価:コロナ対応からの出口について一連の方針を決定

今回の理事会では、コロナ禍後に導入していた各種の金融緩和手段についての出口について一連の方針が発表された。

これまで出口に関する議論は12月の理事会で包括的に扱う予定としており、今回の理事会ではその通りに出口方針が決定されたと言える。

足もと感染拡大やオミクロン株の流入しており、経済への不確実性も増していたことから、出口に関する決定が後倒しにされる可能性も指摘されていたが、声明文を見る限り、「平時の緩和策」に向けた移行方針が出そろったように思われる。

決定内容としては、PEPPを予定通り3月に終了し、それまでの購入ペースは減額する。PEPP終了後はAPPでの購入のみとなるが、激変緩和措置としてAPPを増額する（従来は月額200億ユーロであったが、22年4-6月期は400億ユーロに増額、7-9月期は300億ユーロに増額）。

これにより来年1年間の資産購入の削減スケジュールをほぼ決めたということになる（ただし、不確実性に鑑みてPEPPの再開を含めた政策の変更余地も残している）。

また、PEPPの特徴であった柔軟性や例外（資産保有比率の出資比率から乖離を認めるほか、投機的格付けであるギリシャ国債の購入、国債保有の33%上限ルールの引き上げ）についてAPPに移行することはなく、柔軟性や例外が認められているPEPPの償還再投資についての実施期間が延長された。

資産購入策については段階的な削減スケジュールが決められる一方、流動性供給策については、TLTROⅢの追加実施や拡充などは見送られ、声明文において資金調達環境を監視する旨が記載されたのみとなった。また政策の変更はないものの、今回の声明では付利の階層<sup>1</sup>についても評価することが明記されている。

さらに、金融政策方針に記載されている政策スタンスについて、「必要に応じ、すべての手段をいずれの方向にも調整する」として、追加緩和を意識した記載から、引き締め方向にも配慮した記載に変更されている。加えて「良好な資金調達環境 (favourable financing conditions)」という文言も削除されている<sup>2</sup>。緩和に傾斜した方針から、引き締めに意識したバランスの取れた内容となったと言える。

なお、今回の経済見通しでは22年のインフレ率がかなり上方修正され、見通し期間の後半でも1.8%と目標にかなり近づく予想となった。ECBのリスクバランスは中立という判断であったが、インフレについては上方リスクが意識されやすい状況にある。ラガルド総裁は22年の利上げは考えにくいとしているが、近い将来にフォワードガイダンスの条件が満たされる可能性も考えられ、インフレの動向により一層注目が集まるだろう。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

12月16日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 理事会は、経済活動の回復と中期的なインフレ目標を勘案して、次の四半期の資産購入ペースの段階的な減速 (step-by-step reduction) が可能だと判断した
  - ✓ しかしながら、インフレ率が2%目標で中期的に安定するためには、引き続き金融緩和が必要である
  - ✓ 現在の不確実性に鑑み、理事会は柔軟性と選択肢を維持する
  - ✓ この点を考慮して、理事会は次の決定を行った

#### (パンデミック緊急資産購入プログラム：PEPP)

- PEPPの継続と終了予定
  - ✓ 22年1-3月期については、理事会はパンデミック緊急購入策 (PEPP) による純資産購入を、前四半期から減速したペースで実施 (購入ペースの減速を決定)
  - ✓ PEPPの純資産購入は22年3月末に終了するだろう (終了予定を明記)

<sup>1</sup> 超過準備のうち、預金ファシリティ金利が適用される部分は一部であり、現在は法定準備額×6を超える部分（この6は階層化乗数と呼ばれる）。

<sup>2</sup> 経済および金融・通貨環境を評価した冒頭説明分（「statement」）には一部記載がある。

- PEPP元本償還分の再投資の実施（再投資の期間を延長）
  - ✓ PEPPの元本償還の再投資は少なくとも2024年末まで実施（23年末から延長）
  - ✓ 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（変更なし）
  
- 柔軟性およびPEPP再開の可能性について（文章の追加）
  - ✓ コロナ禍による緊迫した環境下で、資産購入の設計・実施の際の柔軟性が、金融政策の伝達への悪影響に対抗し、理事会の目標達成への取り組みをより効果的にすることを示した
  - ✓ 我々の責務の範囲内において、緊迫した環境下で、金融政策の伝達性が脅かされ物価の安定が危うくなる場合には、柔軟性が引き続き金融政策の一要素となるだろう
  - ✓ 特に、コロナ禍に関連して、市場の分断（fragmentation）が再発する場合には、いつでもPEPPの再投資は、実施期間、資産クラス、国構成を柔軟に調整する
  - ✓ これには、国構成に関して購入が中断され、コロナ禍の余波からの回復途上にあるギリシャ経済への金融政策の伝達が阻害されることを避けるために、償還再投資についてのギリシャが発行する国債を購入することも含まれる
  - ✓ PEPP下での純資産購入は、コロナ禍の負の影響に対抗するため、必要があれば再開する

#### （資産購入プログラム：APP）

- APPの実施（PEPP終了後の増額を決定）
  - ✓ 資産購入の段階的な減速と平仄をあわせ、金融政策の姿勢の中期的な物価安定目標との一貫性をとるために、理事会はAPP下での純資産購入を4-6月期は月額400億ユーロ、7-9月期は月額300億ユーロとすることを決定した（月額200億ユーロから増額）
  - ✓ 22年10月以降は、理事会はAPP下での純資産購入を月額200億ユーロで維持する（変更なし）
  - ✓ 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（変更なし）
  - ✓ 政策金利の引き上げが実施される直前まで実施（変更なし）
  
- 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

#### （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%

- フォワードガイダンス（変更なし）
  - ✓ 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、現実には中期的な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

#### （資金供給オペ）

- 流動性供給策の監視（政策の変更なし）
  - ✓ 理事会は銀行の資金調達環境を監視し、TLTROⅢの満期が金融政策の円滑な伝達を阻害しないよう保証する（文章の追加）
  - ✓ 理事会はまた、条件付貸出オペが金融政策姿勢にどのように貢献しているかを定期的に評価する（文章の追加）
  - ✓ すでに公表したように、TLTROⅢの特別条件は来年6月に終了する（文章の追加）
  - ✓ 理事会はまた、豊富な過剰流動性がある環境下で、マイナス金利政策が銀行の仲介機能を制限することが無いよう、準備預金への付利の2階層制度の適切な運用（appropriate calibration）について評価する（文章の追加）

#### （その他）

- 金融政策のスタンス（スタンスが双方向に変更されうることを明示）
  - ✓ インフレが2%の目標に向け推移するよう、必要に応じ、すべての手段をいずれの方向にも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）

- 十分な政策支援の助けもあって、ユーロ圏経済は回復を続け労働市場も改善している
  - ✓ 成長率は鈍化しているものの、経済活動は来年にかけて再び力強さを取り戻すと見られる
  - ✓ 直近の感染の波とオミクロン株のため、一部の国では厳しい制限を再導入している
  - ✓ エネルギー価格は高騰している
  - ✓ いくつかの産業では、原材料、部品、労働力不足が見られる
  - ✓ これらの要因は経済活動の制限要因となり、短期的な見通しに対する向かい風となる
  - ✓ 公衆衛生危機は依然として続いているが、多くの人がワクチン接種を進め、ブースター接種が加速している
  - ✓ 総じて、社会は感染の波とその結果としての行動制限に対してより良く対処し始めている
  - ✓ そのため、コロナ禍の経済への影響は減少している

- ✓ インフレ率は、エネルギー価格の高騰や、いくつかの部門における供給に制約があるなかで需要が上回っているために、急上昇している
- ✓ インフレ率は短期的には引き続き高水準で推移すると見られるが、来年中には低下すると見ている
- ✓ インフレ見通しは上方修正したが、予測期間にかけて 2%目標を下回る水準に落ち着くと予想している

➤ (第3章の金融政策方針の説明)

- 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)

- 経済回復は、旺盛な域内需要をけん引役として回復が続くと予想する
  - ✓ 労働市場は改善し、職に就く人が増え、雇用維持政策の利用者は減少している
  - ✓ これは家計の所得と消費見通しを支援材料となる
  - ✓ コロナ禍期間中に積みあがった貯蓄もまた、消費の支援材料である
  - ✓ 現在の財政・金融政策支援は、世界的な回復の持続とともに、成長を支援するだろう
- 経済活動は今年 10-12 月期に鈍化し、おそらく来年前半まで遅めの成長が続くだろう
  - ✓ 我々は生産がコロナ禍前の水準を上回る時期を 2022 年 1-3 月期と予想している
- 現在の感染の波に対処するために、いくつかのユーロ圏の国では、厳しい制限措置を再導入している
  - ✓ これは回復を遅らせる可能性があり、特に、旅行、観光、接客、娯楽業が該当する
  - ✓ 感染拡大は消費者・企業の景況感の重しとなっており、新しい変異株の広がりや追加の不確実性をもたらしている
  - ✓ 加えて、エネルギー価格の上昇が消費の向かい風となっている
- いくつかの産業における部品、原材料、労働力の不足、製造業の財生産の阻害、建設の遅れ、サービス業の一部での回復遅延をもたらしている
  - ✓ これらの制約はしばらく続くものの、22 年の間には緩和されると見られる
- 見通しについては、22 年の力強い回復を見込んでいる
  - ✓ 新しいスタッフ見通しでは、実質 GDP 成長率を 21 年 5.1%、22 年 4.2%、23 年 2.9%、24 年 1.6%と予想している
  - ✓ 9 月の見通しと比較すると 22 年が下方修正、23 年を上方修正した
- 重点的かつ成長志向の財政政策が、引き続き金融政策を補完する

- ✓ この支援はまた、現在進行している構造変化の助けとなる
- ✓ 次世代EUプログラムと「Fit for 55」パッケージの効果的な実施は、ユーロ圏各国の力強く、地球に優しく、より均一な回復に貢献する

### (インフレ)

- 11月のインフレ率は4.9%とかなり上昇した
  - ✓ 22年の大半は2%を上回り続けると見ている
  - ✓ 我々は今年、インフレ率がさらに上昇すると見ている
  - ✓ しかし、現在の高インフレは、当初予想していたよりも長期化しており、来年中にインフレ率が低下すると見ている
  
- インフレ率の上昇は主に燃料、ガス、電気料金の急上昇を反映している
  - ✓ 11月にはエネルギー価格のインフレが総合指数の押し上げの過半に寄与していた
  - ✓ ある部門では供給制約がある一方で需要がそれを上回り続けている
  - ✓ この結果が、耐久財や活動再開したサービス消費の価格に表れている
  - ✓ ドイツの付加価値税（VAT）の削減が終了したことに関するベース効果もまた、引き続き高インフレに寄与しているが、年末までである
  
- これらの問題が解決までにどの程度の期間を要するかには不確実性がある
  - ✓ しかし、22年の間にはエネルギー価格は安定し、消費パターンが正常化し、世界的な供給制約による価格上昇圧力が沈静化すると見られる
  
- 時間が経過することで、経済が完全な稼働率に徐々に戻り、さらに労働市場が改善し、賃金上昇を支えるだろう
  - ✓ 市場観測および調査による長期のインフレ期待は前回10月の理事会以降、広く安定している
  - ✓ しかし、全体としてここ数か月で、これらの数値が2%に近づいている
  - ✓ これらの要因はインフレ基調の上昇と、ヘッドラインインフレ率が中期的に目標まで上昇することの支えになるだろう
  
- 新しいスタッフ見通しのインフレ率は21年2.6%、22年3.2%、23年1.8%、24年1.8%を予想している
  - ✓ 9月の見通しより、大幅に上方修正している
  - ✓ コアインフレ率の見通しは21年1.4%、22年1.9%、23年1.7%、24年1.8%であり、これも9月見通しより上方修正している

### (リスク評価)

- 我々は経済見通しに関するリスクは総じて中立的 (balanced) と見ている



- ✓ 消費者の景況感がより改善し、予想以上に貯蓄を減少させれば経済活動も予想以上に強くなるだろう
- ✓ 対照的に、最近の新しい変異株を含むコロナ禍の深刻化は、成長鈍化を持続させる可能性がある
- ✓ エネルギー価格の先行きと供給制約の解消ペースは経済回復とインフレ率へのリスクである
- ✓ 価格上昇圧力が予想以上に賃金上昇に転嫁され、より早期に経済の稼働率が完全に回復することで、インフレ率がさらに高まる可能性がある

### (金融・通貨環境)

- 市場金利は10月の理事会以降、広く安定している
  - ✓ 企業や家計向けの銀行貸出金利は歴史的な低水準にある
  - ✓ 総じて、経済の資金調達環境は引き続き良好である
  - ✓ 企業への貸出の一部は、供給制約によって在庫や運転資本の費用が増加したことに伴う短期的な資金調達需要によりけん引されている
  - ✓ 同時に、内部留保、十分な現金保有、負債の多さにより企業の借入需要は和らいでいる
  - ✓ 家計への貸出は引き続き強く、住宅購入需要により主導されている
  
- ユーロ圏の銀行の財務状況 (balance sheets) は資本比率の高さと不良債権の低さによりさらに強化されている
  - ✓ 銀行は今やコロナ禍前程度の収益性がある
  - ✓ 銀行の資金調達環境は総じて良好さを維持している
  
- 新しい金融政策戦略にもとづき、理事会は年に2回、金融政策と金融システム安定の相互関係に関する詳細な評価を実施している
  - ✓ 緩和的な金融政策は成長を下支えし、企業や金融機関の財務状況を支援し、市場の分断化リスクを防いでいる
  - ✓ 同時に緩和的な金融政策の不動産市場と金融市場への影響は、中期的な脆弱性が強まるという観点から、注意深く監視する必要がある
  - ✓ 依然として、マクロ・プルーデンス政策が金融システムの安定を確保し中期的な脆弱性に対処するための第一手段である

### (結論)

- 要約すれば、ユーロ圏経済は短期的な減速が見られるが、回復が続いている
  - ✓ エネルギー価格の急上昇といくつかの部門における制約下の供給を超える需要がインフレ率を押し上げている
  - ✓ インフレ率は22年の大部分で目標を上回るものの、来年中には緩和されるだろう
  - ✓ 同時に経済回復と中期的なインフレ目標への進展により、我々はPEPPによる純購入を

3月に終了することができるだろう

- ✓ しかし、中期的にインフレを2%で安定させるという目標には、APPによる純購入、フォワードガイダンス、といった金融緩和が引き続き必要である

### (質疑応答 (趣旨))

- 資産購入計画からは、23年までの利上げがないことが暗示されているが、不確実性が大きいなかでこうした長期間のコミットをすることにどれほどの自信があるのか
  - ✓ 理事会では不確実性への対処法について多くの時間を費やした
  - ✓ 声明を注意深く読めば分かるが、特定のコミットメントはしていない
  - ✓ 声明にあるように、得られるデータを再評価して、どちらの方向にも調整しうる
  - ✓ ただし、現在の状況を見る限り、22年中に利上げする可能性は非常に低いと言える
- オミクロンの影響は新しいスタッフ見通しに反映されているか、また、インフレ率への影響はどの程度か
  - ✓ オミクロンの影響はあるだろうが、まずは経済がより強靱で強く、感染の波や変異株に順応できるようになっていることを認識すべき
  - ✓ オミクロンがもたらすインフレ・デフレへの影響は完全に不確実であるため、環境の変化に対応するために、柔軟性と選択肢を確保しておく
- 今日の会議ではどのような代替手段について議論したか。最終決定はどの程度賛同されたのか
  - ✓ 声明にあるような一連の多くの提案について、幅広く議論した
  - ✓ 選択肢1~4というようなものではなかった
  - ✓ 政策全体については非常に多数の支援があった (very, very large majority)
  - ✓ 数人の委員 (a few members) は政策のある要素や他の要素に賛成せず、したがって政策全体についても支援しなかった
- P E P Pの柔軟性をAPPに移行する議論はされたか、そうでない場合、本日決定されたAPPの規模は、特に発行体制限や資本比率（に応じた購入）の観点から機能するという自信があるか
  - ✓ コロナ禍およびコロナ禍からの脱却という特定の目的を持ったP E P Pに付与された特徴が柔軟性であり、それは成功した
  - ✓ 資産購入策はきちんと自立しており、重要な役割を果たし、現在も重要な役割を担っており、そして形や機能を実際に修正する必要はなかった
- 23年と24年のインフレ見通しは目標からそれほど乖離しておらず、特に帰属家賃を考慮すればなおさらである。中期的な見通しの上方リスクをどれほどと見ているか、もしリスクが顕在化した場合はどのような対応をするのか
  - ✓ 上方リスクはあるかもしれないが、スタッフは特に予測をまとめる上で賃金への影響を予



想しているように思う

- ✓ 賃金については波及効果の程度を見るためにかなり注意深く見ている
- ✓ 現在の数値は、賃金交渉による波及効果は見られないが、予想においてはかなり高い賃金上昇が考慮されている
- ✓ ただし、もちろんより強い経済回復をする可能性もあり、その場合はより高い賃金上昇となるだろう

- P E P Pの再開について、必要な場合は公表されるのか、いま公表されたということなのか。また購入はその枠組みでされるのか、あるいは現在の 1.85 兆ユーロの上限の中で実施されるのか
  - ✓ (P E P Pの再開は) 役員会の勧告を受けた理事会の決定が必要なものである
  - ✓ 純購入額について、具体的な金額には言及しておらず、また3月に終了した規模の残額を使い切るというものではない
  - ✓ 簡潔には、決定は理事会が行い、環境次第ということ
- ギリシャ国債が投資適格級になった場合、2018年のキプロスのようにA P Pに基づいた購入を開始するのか、また、差分の埋め合わせをするのか
  - ✓ ギリシャの格付は改善しているものの、A P P下のP S P P (公的部門購入プログラム)の適格性を満たしてはいない
  - ✓ 声明にギリシャ固有の部分が含まれている理由がそれで、理事会でこの固有条項は非常に強く支持された
- P E P Pの再開条件について詳しく教えて欲しい、コロナ禍の経済への影響か、インフレへの影響か、公衆衛生危機の状況と関連するのか
  - ✓ コロナ禍に関連した負の影響に対応するためである
  - ✓ 感染拡大の開始、最中、脱却、が含まれる
  - ✓ P E P Pの償還再投資を1年延長していることも忘れないで欲しい
- 中期的なインフレ見通しが予想を下回っているのに、資産購入のペースを急減速させるのはなぜか
  - ✓ P E P Pは当初の目的を達成し、使命を果たしている
  - ✓ 急速な変化を避けるために、2%の目標を達成するためにA P Pを200億ユーロではなく、400億ユーロで維持する
- 来年のインフレ率が3.2%であるというのは、たった3か月前のほぼ2倍の数値であり困惑している。これほどの格差があることで見通しの信頼性を失うことを懸念しているか
  - ✓ 22年の予想が9月から大幅に上方修正されているのは事実である
  - ✓ 背景の主に3分の2がエネルギー価格であり、これは予測することが難しい

- ✓ エネルギー価格の上昇には地政学的な問題と、気候関連の問題が起因している
  - ✓ 他の要因としては、供給制約の長期化がある
  - ✓ 我々は直接企業と連絡を取っているが、わずかに配送遅延が短期化し、供給制約の影響が緩和されはじめている兆しがある
  - ✓ (ただし、) 不確実性が大きく、ここから多くの学びを得るのはためられる
- 米国、英国、カナダ、オーストラリアでは金融政策に大きな変化がある一方、ECBは来年も同じような手段を続けているように見える。理事会は中期的にこの乖離が問題なることを懸念しているか。また、副総裁にお見舞いの言葉を伝えたい
    - ✓ 例えば、米国とユーロ圏、英国とユーロ圏を比較することは難しい
    - ✓ これらの3つの経済のサイクルは全く異なり、出発した場所も違う
    - ✓ 我々は、基準に達したかの明確な指標として、フォワードガイダンスを有している
    - ✓ (デギンドス副総裁) 症状はとても軽く、ワクチンの効果の重要性を実感している
  - TLTROⅢについて、拡充やTLTROⅣの議論をしたか
    - ✓ TLTROⅢの1回目オペの満期は22年9月で、最終オペの満期は24年12月である
    - ✓ したがって、銀行は早期償還が利用できるが、それを選択しなければ、それまでは魅力的な条件での利益を得ることができる
  - PEPⅢについて24年までの延長に特別の理由があるのか、柔軟性の重要性とそれが再投資で利用されるということから、再投資は政策手段の重要な道具であるということか
    - ✓ 24という数字は、現在の状況、柔軟性の保持、中期的な2%目標の達成、という観点から見て適切だと考えている
    - ✓ 現時点では、それより長い期間が必要だとは見ていないが、不確実性が取り巻く状況に注意を払う必要があるため、柔軟性や選択肢の用意がある
  - (クリスマスのお祝いの言葉)

(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8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 (政府保証付貸付の担保採用、銀行社内格付の採用、ACC貸出報告の簡素化) -最小担保額の見直し(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8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 -将来発行する証券に對しても有効 -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)
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▲0.50%)	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(20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	
構造オペ		
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%	
非伝統的		
フォワードガイダンス	対称的な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、現実と中期的な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	戦略見直しを受けて変更(2021/7/22)
APP(資産購入プログラム)	・22年4-6月期:月額400億ユーロ、7-9月期:月額300億ユーロ、それ以降:月額200億ユーロ ・コロナ補償として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 ・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) 4-6月期、7-9月期の増額を決定(2021/12/16、月額200億ユーロから増額)
CBPP3 (カバードボンド購入プログラム第3 種)	・投資適格級のカバードボンド購入 ・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)
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②③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日オペ対象)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 ③貸出上限は2019年2月末の基準額高に對し、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) 貸出上限を緩和(各入札10%→緩和、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算入 -ただし、期間・資産クラス・国の柔軟化が可能 ・元本償還分は少なくとも2024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2021年6月末)(2020/6/4) 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) 再投資期間を延長(少なくとも2023年末→少なくとも2024年末)(2021/12/16)
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。