

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

—政策変更はなし、7-9 月期の資産購入策終了の期待を強めると判断

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:政策変更はなし、7-9 月期の資産購入策終了の期待を強める

4月14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】

- ・政策手段の変更なし
- ・A P Pの7-9月期の購入終了について、その期待を強める（前回は、7-9月期はデータ次第だが、インフレ期待が弱まらなければ購入終了としていた）
- ・理事会は金融政策の実行に際して選択肢（optionality）、漸進主義（gradualism）、柔軟性（flexibility）を維持する（金融政策の選択肢、漸進主義、柔軟性を強調）
- ・インフレが2%の中期目標に向け推移するよう、責務の範囲内で、必要があれば柔軟性を組み込み、すべての手段を調整する準備がある（政策スタンスの柔軟性を強調した表現に変更）

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・金融市場やサーベイ調査による長期のインフレ期待の様々な指標が2%付近にあるなかで、これらの指標が目標を上回る兆候を注視する必要がある
- ・6月の理事会がA P P終了の具体的な日程を決定する時期と考えている
- ・現時点では柔軟性がいつ開始されるのかを示すことは時期尚早である

2. 金融政策の評価:政策の選択肢、漸進主義、柔軟性を強調

ECBは今回の会合では具体的な政策手段の変更は行わなかった。一方、足もとのデータに照らして7-9月期の資産購入策の終了に関して、その期待が強まったという判断を実施した。なお、7-9月期のなかの具体的な終了時期は次回6月の会合で行うと記者会見で述べている。

政策の変更はなかったが、ECBが利回り上昇時の安全網としての対応手段を検討しているとの報道¹があったため、具体的な手段に関する質疑応答がなされた。

ラガルド総裁は、今回声明文に明記した「選択肢、漸進主義、柔軟性」や「必要があれば柔軟性を組み込み、すべての手段を調整する準備がある」といった点を引用し、適切な対応を講じる姿勢を示したが、既存手段を調整するのか新しい手段を用いるのかといった具体的な内容についての言

¹ 例えば、Bloomberg（日本語版）「ECB、債券利回り急伸した際の危機対応手段を策定中—関係者」2022年4月9日（22年4月15日アクセス）など。

及は避けている。

また、今後の金融政策正常化や利上げペースといった質問もされたが、ラガルド総裁からは具体的なペースに関する回答はなされず、A P Pの終了後の利上げという順序についてこれまでと同様の見解を示すのみであった。また、量的引き締め（保有資産の縮小）についても検討段階にないと述べている。

今回、足もとのインフレ率は高いものの、E C Bが評価するように不確実性が高く、インフレ期待が目標から大きく上方乖離しておらず、賃金上昇率が限定的であることから、段階的に正常化していくとの姿勢を示した。

今回の決定は前回3月の決定をほぼ追認した形となったが、次回6月の会合ではより具体的な量的緩和策の終了時期も明示される（現在の購入削減ペースが続けば7月末で終了）。加えて、スタッフ見通しが公表されるため、A P P終了後の正常化のステップである利上げについて、フォワードガイダンスの条件が満たされたかの判断も注目される。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

4月14日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- ロシアのウクライナ侵攻は大きな苦しみを生んでいる
 - ✓ 欧州やそれ以外の経済にも影響を及ぼしている
 - ✓ 紛争とそれに関連する不確実性は、企業や消費者信頼感の大きな重しとなっている
 - ✓ 貿易の混乱は資源や原材料の新たな不足をもたらしている
 - ✓ エネルギーと商品価格の高騰により、需要は減少し生産は抑制されている
 - ✓ 経済動向は紛争の進展と現在および将来のさらなる制裁に大きく依存する
 - ✓ 同時に、経済活動はコロナ禍の危機的状況後の経済再開により支えられている
 - ✓ インフレ率は急上昇し、今後数か月は、エネルギー価格の急上昇による高止まりが続くと見られる
 - ✓ インフレ圧力は多くの部門で強まっている
- 本日の会合で、理事会は、前回の会合以降のデータは、A P Pによる純資産購入を7-9月期に終了するとの期待を強めるものだと判断した
 - ✓ 将来についてのE C Bの金融政策は、今後得られるデータと理事会の見通しへの評価に依存する
 - ✓ 現在の不確実性の高い状況下において、理事会は金融政策の実行に際して選択肢 (optionality)、漸進主義 (gradualism)、柔軟性 (flexibility) を維持する
 - ✓ 理事会はE C Bの物価安定と金融システム安定という責務を達成するために必要なすべての行動を行う

(資産購入プログラム：A P P)

- A P Pの実施（7-9月期のA P P終了に関する今回の判断を追記）

- ✓ A P Pの月あたり純購入額は、4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロとする（変更なし）
- ✓ 本日の会合で、理事会は前回の会合以降のデータは、A P Pによる純資産購入を7-9月期に終了するとの期待を強めるものと判断した（今回の判断を追加、「もし最新のデータが、純資産購入の終了後も中期的なインフレ見通しの期待を弱めないことを支持するのであれば、理事会は7-9月期にA P Pの資産購入策を完了する予定である」は削除）
- ✓ 7-9月期の純購入額の調整は、データ次第で、その際の見通しの評価を反映させる（変更なし）
- ✓ （「もし中期的なインフレ見通しや資金調達環境が、2%の物価目標への進展と不整合となれば、我々は純資産購入の規模や期間といったスケジュールを変更する準備がある」を削除）

➤ A P Pの元本償還分の再投資（変更なし）

- ✓ A P P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）

- ✓ E C Bの政策金利の調整は、理事会のA P Pでの純資産購入が終了し、しばらく後（some time after）に実施し、段階的に（gradual）行う（変更なし）
- ✓ E C Bの政策金利の経路は、引き続き理事会のフォワードガイダンス、および、中期的に2%のインフレ率での安定のための戦略的なコミットメントにより決定される（変更なし）
- ✓ 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（変更なし）

（パンデミック緊急資産購入プログラム：P E P P）

➤ （P E P P終了に伴い、P E P Pの実施に関する文章は削除）

➤ P E P P元本償還分の再投資実施（変更なし）

- ✓ P E P Pの元本償還の再投資は少なくとも2024年末まで実施（変更なし）
- ✓ 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（変

更なし)

- P E P P再開の可能性について（表現を一部移動、政策の変更なし）
 - ✓ （柔軟性に関する表現を声明文の末尾に移動）
 - ✓ 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P E P P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（変更なし）
 - ✓ 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（変更なし）
 - ✓ P E P P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（変更なし）

（資金供給オペ）

- 流動性供給策の監視（変更なし）
 - ✓ 理事会は銀行の資金調達環境を監視し、T L T R OⅢ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（変更なし）
 - ✓ 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（変更なし）
 - ✓ すでに公表したように、T L T R OⅢの特別条件は今年6月に終了する（政策の変更なし）
 - ✓ 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（変更なし）

（非ユーロ圏中央銀行との流動性枠）

- （E U R E Pについての記述を削除）

（その他）

- 金融政策のスタンスと柔軟性について（一部の表現を変更）
 - ✓ インフレが2%の中期目標に向け推移するよう、責務の範囲内で、必要があれば柔軟性を組み込み、すべての手段を調整する準備がある（表現を「適切に」から変更）
 - ✓ 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（P E P Pのパートから移動）
 - ✓ 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（P E P Pのパートから移動）

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)

- (声明文冒頭に記載のロシアのウクライナ侵攻に対するコメント)
- 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)

- ユーロ圏の21年10-12月期の成長率は0.3%となった
 - ✓ 22年1-3月期は、主にコロナ禍関連の制限のために、引き続き弱い成長となると予想される
- さらに将来も成長が鈍化するいくつかの要因がある
 - ✓ 戦争とそれによる不確実性はすでに企業と消費者信頼感の重しとなっている
 - ✓ エネルギーと商品価格は急上昇しており、家計は生活費の上昇、企業は生産コストの上昇に直面している
 - ✓ アジアのコロナ禍で新たな一連の対策が供給網上の制約 (difficulties) となるなかで、戦争も新しい制約 (bottlenecks) をもたらしている
 - ✓ いくつかの部門では原材料調達が困難となっており、生産を妨げている
 - ✓ しかしながら、財政政策による補填や、家計がコロナ禍で積みあがった貯蓄を取り崩すといったことで、回復が堅調に進み相殺されている面もある
 - ✓ 加えて、コロナ禍による影響が大きかった部門の再開と、雇用が多く強い労働市場は引き続き所得と支出を支えている
- 財政と金融政策支援は、特に現在の地政学的に困難な状況では引き続き重要 (critical) である
 - ✓ 加えて次世代EU計画のもとでの投資や改革の成功は、エネルギーや気候変動対応への移行を加速させるだろう
 - ✓ これは長期的にユーロ圏の成長と強靱性 (resilience) の強化を支援するだろう

(インフレ)

- インフレ率は3月に7.5%となり、2月の5.9%から上昇した
 - ✓ エネルギー価格が戦争の勃発後により上昇し、今や前年比で45%高い位置にある
 - ✓ これが高インフレの主因となっている
 - ✓ 市場観測の指標はエネルギー価格が短期的に高止まりするものの、より将来は緩和されることを示唆している
 - ✓ 食料品価格も急上昇している
 - ✓ これは、輸送費や主に肥料価格の上昇による生産コストの高騰がもたらしており、一部は

ウクライナでの戦争と関係している

- 物価上昇はより広範囲にわたっている
 - ✓ エネルギー価格がより多くの部門で物価を押し上げている
 - ✓ 供給制約と経済再開に伴う需要の正常化もまた、引き続き価格上昇圧力となっている
 - ✓ インフレ基調の指標はここ数か月 2%を超えている
 - ✓ コロナ禍に関連する一時的な要因や、エネルギー価格の高騰による間接的な影響に鑑みると、これらの上昇がどの程度持続的なのかは不透明である
- 労働環境は改善が続いており、失業率は 2 月に 6.8% という歴史的な低水準まで低下した
 - ✓ 多くの部門において求人件数が労働需要の強さを示している一方で、総じて賃金上昇率は引き続き反応が鈍い
 - ✓ 時間が経過し、経済が完全な稼働率に戻ることが、賃金上昇を加速させる支えになるだろう
 - ✓ 金融市場やサーベイ調査による長期のインフレ期待の様々な指標が 2% 付近にあるなかで、これらの指標が目標を上回る兆候には注視する必要がある

(リスク評価)

- ウクライナでの戦争の結果、経済見通しに関する下方リスクが大きく上昇した
 - ✓ コロナ禍に関するリスクは低下している一方で、戦争は経済の景況感に大きく影響し、また供給制約をさらに悪化させる可能性がある
 - ✓ エネルギー価格の高止まりと信頼感の低迷は予想以上の需要停滞と消費・投資の制約を引き起こす可能性がある
- インフレ見通しをとりまく上方リスクも、特に短期的に強まっている
 - ✓ 中期的なインフレ見通しのリスクには、期待インフレ率が目標を上回ること、賃金上昇が予想以上となること、供給制約の悪化が持続することなどがある
 - ✓ しかしながら、中期的な需要が低迷すれば価格上昇圧力も抑制されるだろう

(金融・通貨環境)

- 金融市場は戦争が勃発し金融制裁が課されて以降、大きな変動 (volatility) をもたらした
 - ✓ 市場金利は金融政策や経済環境、インフレ動向の見通しが変更されたことで上昇した
 - ✓ 銀行の資金調達コストは上昇を続けている
 - ✓ 同時に、これまでのところ、金融市場について、ユーロ圏の金融システムは深刻な緊張状態ではなく、流動性不足も発生していない
- 低金利ではあるが、銀行の企業や家計への貸出金利は市場金利の上昇を反映し始めている
 - ✓ 家計への貸出は特に住宅購入のために維持されている

- ✓ 企業への資金フローは安定している
- 銀行貸出調査では、不確実性が高い状況で貸出側が顧客の直面するリスクを懸念し始めているため、企業・家計への貸出基準が今年 1-3 月期に総じて厳格化していると報告された
 - ✓ ロシアのウクライナ侵攻とエネルギー価格の上昇による銀行部門への負の影響のために、貸出基準は今後数か月でより厳格化されると予想される

(結論)

- 要約すれば、ウクライナの戦争はユーロ圏経済に深刻な影響を及ぼし、不確実性を大きく上昇させた
 - ✓ 戦争の経済への影響は、紛争の進展と現在および将来のさらなる制裁に依存する
 - ✓ インフレ率は著しく上昇し、今後数か月は、主にエネルギー価格の上昇によって高止まりすると見られる
 - ✓ 我々は、現在の不確実性に注意を払い、今後のデータと、その中期的なインフレ見通しに関する含意を注視する
 - ✓ 我々の政策手段の調整は、引き続き、データに依存（data dependent）し、見通しの評価を反映したものとなる
 - ✓ インフレが 2%の中期目標に向け推移するよう、責務の範囲内で、必要があれば柔軟性を組み込み、すべての手段を調整する準備がある

(質疑応答（趣旨）)

- A P P の具体的な終了日を求めたメンバーはいるか、また高インフレにもかかわらず、今回の決定がなされた決め手は何だったか
 - ✓ 7-9 月期の資産購入策の終了に関して、5 週間前よりもデータの評価についてより強い肯定をしている
 - ✓ ただし、7-9 月期のいつになるかは柔軟に考えている
 - ✓ 見通しを作成する 6 月の理事会が A P P 終了の具体的な日程を決定する時期と考えている
- 市場は今年 2 回の利上げ、23 年末までには 8 回の利上げになるかもしれないとしている。これらの予想は好ましいか、これは段階的という定義を整合的か
 - ✓ 我々が合意した事項は、資産購入の終了が第一で、そのしばらく後に利上げ開始と、その後の利上げを決定するということである
 - ✓ 「しばらく後（some time after）」は選択肢、漸進主義、柔軟性が意図されており、1 週間から数か月のいずれでもあり得る
- 石油・ガス禁輸がインフレ率と経済見通しに与える潜在的な影響は何か、それについて議論したか、現実的なシナリオだと思うか
 - ✓ ロシアのウクライナに対する戦争は、経済問題だけでなく、人道危機といった問題を欧州

を超えて引き起こしている

- ✓ もちろん、石油やガスの不買 (boycott) は重大な影響を及ぼすと見られ、スタッフが慎重に監視している
- ✓ こうしたリスクは明らかに、欧州の脱ロシア、非化石燃料、クリーンエネルギーへの移行に向けた決意を強化する
- ✓ しかし、実際に正味の不買による結果を分析したわけではない

➤ 資金調達環境の厳格化、融資チャネルについてどの程度懸念しているか、企業や国債の利回りが上昇している点は懸念事項か

- ✓ 貸出動向調査の 1-3 月期の結果は一定の厳格化があったことを示している
- ✓ しかし、特に家計への貸出は依然として強い
- ✓ 企業向け貸出も現時点では安定している
- ✓ 金利や融資額にはまだ、あなたが言及したような引き締めの影響は見られていない

➤ 分断 (fragmentation) と柔軟性 (flexibility) について、コロナ禍に関する分断には P E P P の柔軟性で調節できる。コロナ禍ではなく、戦争や制裁、不況に関する分断について E C B は P E P P の柔軟性を A P P の再投資に適用する準備があるか。あなたは柔軟性を組み込むことに言及したが、それは既存手段に組み込むという意味か、それとも新しい手段が始まるのか

- ✓ 数週間前、E C B ウォッチャー (ECB Watchers speech) で述べたように、我々は有用だと信じる柔軟性を提供するための適切な追加手段を設計するだろう
- ✓ 12 月の P E P P の再投資政策は、実際に柔軟性を持つ政策として作り出された

➤ 賃金と物価の上昇スパイラルが抑制できなくなることについて、理事会はどの程度懸念しているか

- ✓ 賃金について注視しているが、現在は比較的、賃金上昇率は鈍い。入手可能な最新の上昇率は 1 月だが、1.6% となっている
- ✓ これは過去のデータであるため (looking backward)、今後の動向を注視する必要があり、インフレ率が高止まりする期間が長いほど賃金交渉や初任給 (salary entry levels)、既存合意の再交渉がなされる可能性が高くなる
- ✓ 理事会では、いくつかの国では失業 (redundancy) や経済への脅威といったリスクを考慮した合意になっており、他の国では賃上げや再交渉の要求が高いといった良い議論をした
- ✓ 潜在的な波及効果 (second-round effect) に注意を払い続けるつもりだ

➤ E C B の予測モデルにどれほどの自信があるか、またどれほど戦争の状況を正確に反映しているのか

- ✓ 我々の仕事に自信を持っているが、いつでも予測が正しいという訳ではない
- ✓ 注視する必要があるデータを注視し、できる限りの経済的知見を利用し、利用可能な多くのモデルを使い、得られる結果の向上に努めているという自信はある

- ✓ 将来的に間違える可能性は高く、その点は謙虚にならなくてはならない
 - ✓ 我々は、予測モデルだけではなく、外の世界に目を向けて影響を及ぼす可能性があるものを解明する必要があることを認識している
- E C Bが研究している新しい危機の手段について、それは具体的にP E P Pの再投資やOMTといった他のすでに存在する手段をどのように補完するのか
- ✓ 柔軟性と分断の問題については、金融政策は、その伝播がそこなわれない形で実施する必要がある、常に手段の改善に努めている
 - ✓ 冒頭説明文では「金融市場やサーベイ調査による長期のインフレ期待の様々な指標が 2% 付近にあるなかで、これらの指標が目標を上回る兆候には注視する必要がある」に言及したい
 - ✓ 我々が最も嫌う (the last thing) のは、インフレ期待が固定されない (deanchoring) リスクである
- フランス大統領選挙に関連して、あなたが、将来の首相に指名されるといううわさがあるが、どう考えるか
- ✓ 声が出ない (I lose my voice)
- 冒頭説明文でほのめかされている新しい手段は、金利スプレッドを抑制する手段なのか
- ✓ 私はいかなる新しい手段も発表していない
 - ✓ 「必要があれば柔軟性を組み込む」という結論を参照しただけである
 - ✓ 必要があれば迅速に行動することができるが、新しい手段を構築しているとは言っていない
 - ✓ スプレッドについては、我々の金融政策姿勢はユーロ圏全体に伝播する必要がある。P E P Pでは柔軟性が効果的であることを学び、今後の金融政策も柔軟性が重要であると認識のもと、実施していく。
- リトアニアとエストニアはインフレ率が 15%程度で、12 月以降 2 桁の上昇率である。この水準では購買力は 6 年以内に半減する。これらの国々の人に何というか
- ユーロ圏全体のインフレ率は 7.5%で、E C Bの政策金利は中立金利を下回っているため、金融引き締めが適切と考える人が増えている。E C Bは遅れたのか、遅すぎたのか
- ✓ 我々は 12 月に開始した正常化の旅 (journey) の途中にいて、2 月に再確認し、3 月に明示され、この会合でも決意を改めて表明している
 - ✓ 旅は予定通りに進んでいて、柔軟かつ段階的に、すべての選択肢を保持することを望んでいる
 - ✓ インフレ率はある国が他の国より高いということだけではなく、平均して 7.5%という数字は非常に高い
 - ✓ 6 月の金融政策会合ではより良い形で進展し、文章化されるだろう

- 量的引き締め (quantitative tightening) について、米 F R B は債券購入の停止だけでなく、債券保有の縮小について議論を始めた。来月から始まると見られるが、E C B やあなたはこれらを考えているか
 - ✓ ユーロ圏経済と米国経済で起こっていることはかなり異なっている
 - ✓ ユーロ圏はロシアのウクライナへの戦争の結果、より大きな影響を受けると見られる
 - ✓ それぞれの金融政策は比較できない

- 正常化という言葉は、中立的な政策金利が何かを知っているということを示唆しているが、それは何だと思うか、また正常化で十分か中立金利を超える必要があると思うか
 - ✓ 金融政策の正常化といった場合、金利、バランスシートという順に検討する
 - ✓ 量的引き締めは明らかに旅の後半にあるものであり、まだそこに到達してはいない
 - ✓ また、金利を引き上げるか、どれだけ引き上げるかを決定する前に純資産購入を終了する必要がある
 - ✓ その後、バランスシートについて検討するが、現在は A P P と P E P P について合意された通りの再投資政策を考えている

- 柔軟性の追加、もしくは新しい手段は市場の分断を回避するために資産購入額が終了する前に開始されるべきだと思うか
 - ✓ 現在は、必要があれば柔軟性を組み込む、として言及されている
 - ✓ したがって、現時点では柔軟性がいつ開始されるのかを示すことは時期尚早である

- 資産購入策を 7-9 月期に終了することが、エネルギー主導で波及効果が生じていないインフレ率の低下にどのように貢献するのか、正常化が中期的な目標達成にどのように貢献するのか、E C B の目標は 2% に近いが依然としてそれを下回っており、中期的なインフレより短期的なインフレを見ているように思われる
 - ✓ 純資産の購入終了で石油価格が下がるとは思わないが、賃金やインフレ期待に与えるかもしれない結果には注意を払う必要がある
 - ✓ 6 月の理事会で純資産購入の終了を決定した場合、フォワードガイダンスが政策金利について決定する材料となる

- 市場の分断について、P E P P の柔軟性はコロナ禍の非常に強く結びついていると言ったが、どのように E C B はコロナ禍の影響と他の影響をどのように分けるのか、
 - ✓ 柔軟性の具体的な役割は、我々が直面する状況に依存する
 - ✓ P E P P の再投資は実施期間、資産クラス、国構成の柔軟性が調整されたが、他の状況下で適用したい柔軟性にも同じ原則が適用され则认为している
 - ✓ スタッフは機転が利くだけでなく、即時の提案に長けている

- ユーロは5年ぶりの安値付近にあり、一部の理事会メンバーはここ数週間でユーロの水準に懸念を示している。理事会のユーロへの懸念はどの程度で、特に輸入インフレについて、それに対処するために簡単にできることは何か
 - ✓ 為替レートについては、議論してきた事項ではないが常に注視している
 - ✓ この理事会ではないが、インフレは懸念事項であり、為替はそれに影響を与える要因で、潜在的に波及効果やインフレ期待に与えることから注意を払っている

(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
伝統的	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(追加信用償還)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) →最小担保額の引き下げ(25000→0ユーロ) →1金融機関の保証担保性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 →担保野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BBB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) 上記担保条件の緩和は段階的な正常化を予定(2022/3/24)
	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回目の返済日) ・貸出上限なし(金額制) ・貸出金利は預金ファンリシティ金利(=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8月にかけて段階的に設定 (後半段と満期が短くなる設定) ・2021年の追加オペは6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		
	常設ファンリシティ		
非伝統的	預金ファンリシティ	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	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	戦略見直しを受けて変更(2021/7/22) 若干変更(2022/3/10)
	APP(資産購入プログラム)	・22年4月:400億ユーロ、5月:300億ユーロ、6月:200億ユーロ、7-9月期はデータ次第 ・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 ・コロナ禍対応として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~)	年末までの購入総額(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) 5月、6月の購入総額を決定(2022/3/10、4-6月期の月額400億ユーロから減額)
	CBPP3 (カバード債券購入プログラム第3弾)	・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発行体あたりは33%(国際機関は50%) →1銘柄あたりは33%もしくは25%(国際機関は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)
	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:預金ファンリシティ金利(=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(21/6/24-22/6/23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 ②(7回目オペまで対象)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月末の基準額高に直し、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) 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(2020/6/4) 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。