経済・金融フラッシュ

ECB政策理事会（臨時）
－PEPP再投資を柔軟化、新しい手段も検討

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の償還再投資の柔軟性活用を決定

6月15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のポートフォリオから発生する償還再投資に柔軟性を適用する
・関連部署に理事会による検討のための新しい分断化防止手段の設計を加速させるよう指示した

2. 金融政策の評価：新しい手段の検討も明示

ＥＣＢは15日に臨時の会合を開催し、市場環境に関する意見交換を実施した。

定例の理事会がその前週の9日に開催されており、そこから1週間経過しないうちに臨時会合を実施したことになる。

理事会では、まずＰＥＰＰ（パンデミック緊急資産購入プログラム）の償還再投資に柔軟性を適用ことが決定された。これは従来から必要があれば柔軟性を利用するとして、声明文や記者会見で言及されていたことであるが、今回、改めて声明として示された。

ＰＥＰＰの柔軟性は、当初コロナ禍という有事に対処するための金融政策手段であることを前提に設計されているため、理事会では「コロナ禍の影響が残っている」との評価をした上で、柔軟性を使うことが決定されたものと見られる。

これにより、ＰＥＰＰについては償還再投資の際、例えば（低金利の）ドイツ国債の償還資金で（金利上昇が目立つ）イタリア国債を購入するなど、ポートフォリオの地域構成を積極的に変えることで、金利上昇圧力を減らすことを狙っていると見られる。

また、理事会は合わせて「新しい分断化防止手段」の設計を加速させる指示も決定した。今回の会合では「新しい手段」の具体的な内容については、公表・決定されなかったが、次回7月の理事会では11年ぶりの利上げが「予告」されてため、そこで公表される可能性がある。

「新しい手段」としては、例えば、償還再投資より積極的にポートフォリオの構成を変えること（例えば、ＥＣＢが保有しているドイツ国債を（償還を待つのではなく）売却してイタリア国債を購入する）やＥＣＢの保有する資産を拡大しつつ利上げを行うこと（例えば、償還が近い国債について償還を待たずに再投資を先行して実施し一時的な保有資産の増額を許容する、あるいは（償還

| Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

に関係なく）資産購入を行いつつ利上げを実施する）などが考えられるだろう。

なお、この新しい分断化防止手段については、ＰＥＰＰのように有事の一時的な手段として導入されるのか、そうではなく、（半）恒久的な手段として導入されるのかも注目点と言える。

ユーロ圏では、コロナ禍の経済への悪影響は解消されつつあり、南欧諸国の金利上昇圧力は、（コロナ禍で悪化したにせよ）より構造的な財政懸念などから生じている可能性がある。今後、「分断化」はコロナ禍以外の要因でも発生しうることも想定すると、「新しい手段」はコロナ禍と切り離したものとして導入される可能性がある。

一方、既存のＥＣＢの資産購入策であるＯＭＴ（国債買切りプログラム）やＰＳＰＰ（公的部門購入プログラム）に関して、ドイツで訴訟が起きた経緯がある。これらの政策がＥＵ条約の「比例性原則」（ＥＵ機関の行動を実現するための手段の行使は目的の実現に必要な限度を超えてはならない[1]）を満たしているかを問うものだった。いずれの政策も廃止されることはなかったが[2]、少なくとも資産購入に関連した手段として、あまりに自由度の高いものは採用できない。

今後のＥＣＢの検討状況が注目される。

3. 声明の概要（金融政策の方針）

6 月 15 日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 本日、現在の市場環境に関する意見交換をするために、理事会を開催した
  - ✓ 段階的な政策の正常化が 21 年 12 月に開始されて以降、理事会は分断化リスクの再発に対して行動すると約束してきた
  - ✓ コロナ禍は、ユーロ圏経済に地域間で金融政策の正常化の不均一な伝達をもたらす、永続的な脆弱性を残している

- この評価に基づいて、理事会は、ＥＣＢが物価安定の責務を果たすという原則（precondition）のもと、金融政策の伝達機能を維持するために、ＰＥＰＰのポートフォリオから発生する償還再投資に柔軟性を適用することを決定した
  - ✓ 加えて、理事会は関連するユーロシステムの委員会（Eurosystem Committees）およびＥＣＢの部局（ECB services）に対して、理事会による検討のための新しい分断化防止手段（anti-fragmentation instrument）の設計を加速させるよう指示した（mandate）

[1] 田中素香「ドイツ憲法裁判所の QE（量的緩和策）違憲判決：ECB と EU 存立の基本問題に」2020.06.01（22 年 6 月 16 日アクセス）
[2] 例えば、鎌倉治子（2021）「欧州中央銀行の国債買入れ策の動向と課題」（22 年 6 月 16 日アクセス）

| Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

（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（追加信用債権）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SDGs達成と利率が連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回目の決済日） ・貸出上限なし（全額割当） ・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（全額割当） ・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、見通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	戦略見直しを受けて変更（2021/7/22） 若干変更（2022/3/10） 利上げ条件のフォワードガイダンスは削除（2022/6/9）
	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月1日で終了~~ ・~~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~~ ・~~コロナ債対応として1200億ユーロ（月120億換算、長間中心に2020年12月まで）~~ ・元本償還分は再投資 ・SDGs達成と利率が連動する債券も購入（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SDGs達成と利率が連動する債券も購入（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月の購入額縮小を決定（2022/3/10、4-6月期の月額400億ユーロから減額） 7月1日での終了を決定（2022/6/9）
		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） 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 ・SDGs達成と利率が連動する債券も購入（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SDGs達成と利率が連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 ・不胎化実施	

（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。
（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。