

# Weekly エコノミスト・ レター

## ECBの新枠組みだけではユーロ圏の分断化は防げない

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ECBは7月21日の政策理事会で0.50%ポイントの利上げによる「正常化」（図表1）と「分断化」防止の新たな枠組み「伝達保護措置（TPI）」の導入を決めた。
2. 圏内の金利差が拡大する「分断化」はユーロ圏内での金融政策の円滑な伝達を妨げる。TPIは、一定の「基準」の下、各国のファンダメンタルズからは正当化できない金利差拡大抑制のために国債等を買入れる枠組みだ。
3. ECBの工具箱には、①OMT、②PEPPの償還資金の再投資、③TPIという「分断化」対応の枠組みが揃った。
4. うち、発動実績のないOMTは、これからも「最終手段」であり続けるだろう。
5. PEPPの再投資では、すでに高格付け国の償還資金を原資とする低格付け国支援が行われている。結果として、利回り格差の拡大は免れているが、PEPP再投資やTPIの市場牽制効果より、景気後退懸念による長期金利低下が影響しているものと思われる。
6. TPIの潜在的対象国のイタリアは現時点では「基準」に適合するが、逸脱のおそれはある。ストレス期に有効な手段となり得るのかは見極めが必要だ。
7. ユーロ圏には、ESM、復興基金という分断化抑制の枠組みも備わっており、債務危機の抑止力は向上している。イタリア経済の課題解決は容易ではないが、EUの政策スタンスの変化などにより、政治がEUとの対決色を強める方向には傾き難しくなっている。
8. エネルギー危機への単一金融政策の効果は限られ、統合深化は解決策となるが、ユーロ危機やコロナ禍への対応とは異なるアプローチが必要になる。
9. この先のECBとユーロの旅は長く、緊張を帯びる場面はあろうが、価値を共有する同盟として決定的な対立は回避すると見ている。

ECBの分断化対応の枠組み

名称	導入時期	内容	発動の難易度
①OMT	12年9月～	ESM支援プログラム履行が条件 (金額無制限)	高
②PEPP再投資	22年6月～	コロナ関連の分断化の防止	低
③TPI	22年7月～	健全で持続可能な財政・マクロ経済政策を追求する国が対象 不当で無秩序な市場の変動が金融政策の伝達を妨げている場合に政策理事会の裁量で活用 (事前の上限設定なし)	中

(注) PEPP再投資については分断化策としての活用を確認した22年6月を導入時期とした

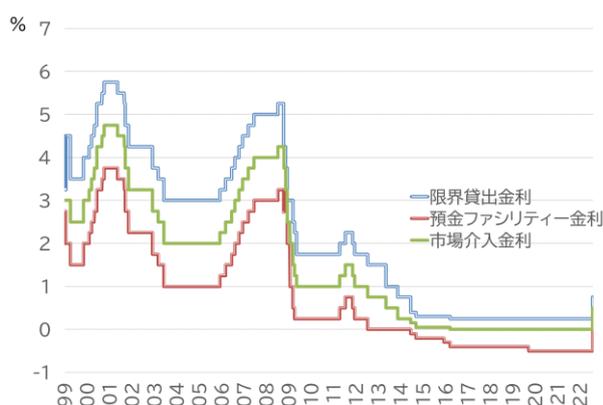
(資料) 欧州中央銀行プレスリリースなどから作成

## （ 金利差拡大による「分断化」対応の新たな枠組みを携え、正常化に動き出したECB ）

欧州中央銀行（ECB）は7月21日の政策理事会で0.50%ポイントの利上げによる「正常化」（図表1）と「分断化」対応の新たな枠組み「伝達保護措置（TPI）」の導入を決めた<sup>1</sup>。

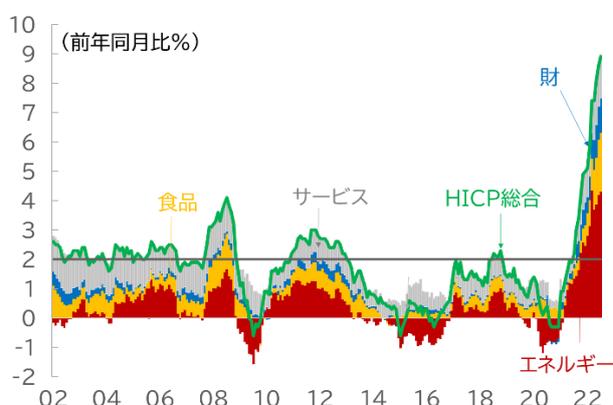
ユーロ圏のインフレ加速は、エネルギー主導であり（図表2）、ウクライナでの戦争を巡り対立するロシアによる天然ガスの「武器化」によるエネルギー危機の産物だ。ECBのラガルド総裁は、利上げ開始を決めた後に投稿したブログ<sup>2</sup>で、金融政策ではインフレの原因を「制御できない」と認めている。それでも、金融政策の「正常化」を進めるのは、物価上昇の裾野が広がり、失業率は統計開始以来の最低水準という環境にあって、「インフレ期待が上昇」し、「歴史的にインフレを手にも負えないものとしてきた賃金と物価のスパイラル的な上昇」を防ぐことで「インフレの持続を抑え込む」ことはできると考えているからだ。

図表1 欧州中央銀行の政策金利



（資料）欧州中央銀行（ECB）

図表2 ユーロ圏インフレ率



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

## （ TPIはEUの政策監視のメカニズムとリンクさせ、ECBの裁量で運用する枠組み ）

しかし、単一通貨圏内の金利差が拡大する「分断化」は、ユーロ圏内でのECBの金融政策の円滑な伝達の妨げとなる。

TPIは、健全で持続可能な財政・マクロ経済政策を追求する国を対象に、ファンダメンタルズからは正当化できない無秩序な市場の動きによる金利差の拡大に対応するため、残存期間1年から10年の国債等を買入れる枠組みだ。あらかじめ金額は設定しない。買い入れを停止するのは、利回り格差が持続的に改善し、金融政策の伝達が回復するか、緊張の持続が当該国のファンダメンタルズに起因すると判断された時点となる。

ファンダメンタルズの健全性の判断は、①欧州連合（EU）の財政ルールを順守している（過剰な財政赤字是正手続き（EDP）の適用や勧告の対象となっていない）、②深刻なマクロ経済的不均衡の是正手続き（EIP）の対象ではない、③財政が持続可能である（欧州委員会や欧州安定メカニズム（ESM）、国際通貨基金（IMF）、ECB内部の分析）、④健全で持続可能なマクロ経済政策運営を行っている（EUの復興基金「次世代EU」の「復興・強靱化ファシリティー（RRF）」（図表3）利用計画での約束の履行、EUの年次の政策監視サイクル「ヨーロピアン・セメスター」

<sup>1</sup> 7月政策理事会の決定内容及び記者会見の概要については、[高山武士「ECB政策理事会-0.50%ポイント利上げでマイナス金利から脱却」ニッセイ基礎研究所「経済・金融フラッシュ」2022-07-22](#)をご参照下さい。

<sup>2</sup> [Christine Lagarde 'Ensuring price stability' The ECB blog, 23 July 2022](#)

の国別勧告（CSR s）を順守しているかなどを基準とする。

TP Iは、ECBの裁量の下で実施するが、①～④のような基準を設け、EUの政策監視のメカニズムにリンクさせることで、各国政府の代表からなる閣僚理事会も間接的に関与することになり、「財政健全化のインセンティブを削ぐ」との批判をある程度かわせるよう工夫されている。

図表3 コロナ対応のEUによる財政出動支援の枠組み

分類	政策枠組み	概要	実行状況など
ルールの柔軟化	国家補助(State aid)	一定の条件の下、国家補助を例外的に認める。20年3月19日～22年6月30日終了	3.0兆ユーロ相当を承認(*1)
	安定成長協定(SGP)	一般免責条項発動20年3月23日～欧州委、23年度からの解除予定の1年延期を提案(22年5月)	5.75億ユーロの財政出動(*1)
政府支援の枠組み	EUの基金の活用(20年4月1日～)	欧州構造投資基金(ESIF)、欧州連帯基金などのコロナ対策への活用(コロナ対応投資イニシアチブ)	0.7億ユーロ(*1)
	危機対応パッケージ(20年4月合意)	失業リスク軽減の緊急枠組み・SURE(1000億ユーロ)	944億ユーロを19カ国に配分 20年時点で3100万人、250万社をカバー(*2)
		EIB汎欧州保証ファンド(2000億ユーロ相当の投資動員のための244億ユーロの基金創設)	235億ユーロの承認、192億ユーロ調印、投資効果1771億ユーロ(*3)
		ESMパンデミック危機支援(2400億ユーロ)	利用なし
復興基金「次世代EU(20年7月合意)」	EUが債券を発行、補助金と融資で配分する枠組み(2058年末償還終了) 総額8069億ユーロ、中核の復興・強靱化ファシリティー(RRF)は7238億ユーロ(補助金3380億ユーロ、融資3858億ユーロ)	21年6月資金調達開始(26年まで) RRFから670.2億ユーロの補助金、333.7億ユーロの融資を実施(*4)	

(\*1) [EU Investor Presentation](#) (22年7月19日アクセス)

(\*2) [European Guarantee Fund](#) (22年7月19日アクセス)

(\*3) European Commission “[SURE at 18 months: third bi-annual report](#)” COM(2022) 128 final

(\*4) [Recovery and Resilience Scoreboard](#) (22年7月4日アクセス)

### ( ECBはこれまでも分断化対応で新たな枠組みを導入してきた )

ユーロ圏内には導入当初から信用格付けの格差があったものの、金利差が拡大する「分断化」は、ユーロ導入から最初の10年ほどは深刻な問題とはならなかった。しかし、世界金融危機を境とするリスク再評価の過程で、顕在化し始め(図表4)、ECBは新たな枠組みを導入し、対応してきた。

ギリシャを発端に圏内で債務危機が伝播したユーロ危機では、過剰債務国の国債利回りが自力での資金繰りが困難な水準まで上昇する(図表4) 深刻な「分断化」が生じた。

EUは、ユーロを守るために、3年期限の欧州金融安定ファシリティー(EFSF、2010年6月創設)を引き継ぐ欧州安定メカニズム(ESM)を2012年10月に創設し、常設の資金繰り支援の枠組みを備えるようになる。ESMの発足に至るまでの政治決断は、「遅すぎ、小さすぎる」と批判されるもので、ECBは、「証券市場プログラム(SMP、10年5月～12年9月)」、「国債買入れプログラム(OMT、12年9月～)」を導入し(図表5)、ユーロを支えた。

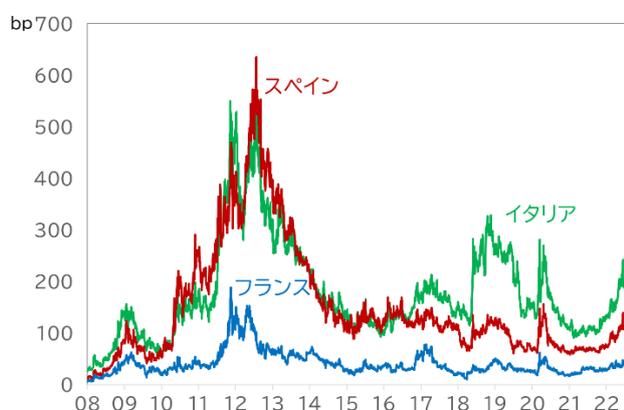
SMPは、ギリシャ情勢の悪化に対応した緊急の枠組みとして導入されたもので、ピーク時(12年3月)の買入れ残高は2193億ユーロに達した。しかし、12年9月のOMTの導入とともに収

束し、直近の残高は 34 億ユーロまで減少している。

OMTは、実際に発動されることなく、「分断化」の抑制の効果を発揮した。OMTは、ESMの支援プログラムの履行を条件として「金額無制限」で支援する枠組みである。潜在的な対象国として念頭に置かれていたのはイタリアである。イタリアは、EFSF～ESMの支援を受けた5カ国<sup>3</sup>よりも遥かに大きい規模の債務を抱える。市場では、イタリアに支援が必要になった場合、ESMなどの支金では不足するとの懸念が根強かった。OMTによって資金不足の懸念が払拭されたことで、ようやくユーロ圏内の債務危機の連鎖が止まった。

イタリアは支援を免れたものの、支援要請に追い込まれた5カ国が支援プログラムの履行という形で構造改革の課題に取り組んだのに対し、イタリアには成長を妨げる構造的な課題が温存されてしまった側面もある<sup>4</sup>。

図表4 対ドイツ国債スプレッド（利回り格差）



(資料) Datastream

図表5 欧州中央銀行の資産残高



(注) 赤字は国債等買入れプログラム（OMTは実際の買入れ未実施）

(資料) 欧州中央銀行（ECB）

### （ 18～19年のイタリアの政治混乱期には緩和の再強化で対応 ）

ユーロ危機のピークアウト後、高債務・低格付け国のイタリアと低債務・高格付けのユーロ圏のベンチマークであるドイツ<sup>5</sup>の10年国債に対する利回り格差の目立った拡大は3度生じている。18年6月からの1年余り、コロナ禍初期の20年3～4月、そして昨年秋から足もとにかけてのことだ（図表4）。

18年6月の「分断化」は、「五つ星運動」と「同盟」の二党連立（第1次コンテ政権）によるポピュリスト政権の誕生というイタリア固有の政治リスクに市場が反応したものだ。利回り格差の縮小の時期は、19年8月の同盟の離脱による連立政権崩壊と「五つ星運動」と中道左派の「民主党」による連立政権発足（第2次コンテ政権）の時期と重なる。この場面では、ECBは、新たな枠組

<sup>3</sup> 支援対象となった国は3次にわたる支援を受けたギリシャのほか、アイルランド（13年2月）、スペイン（銀行増資支援のみ、13年12月～）、ポルトガル（14年5月～）、キプロス（16年3月～）。債務危機と支援の枠組み、支援プログラムの概要については、[ESM History](#)をご参照下さい。

<sup>4</sup> [Francesco Canepa and Gavin Jones 'Analysis: Ten years on, Italy faces debt crisis Draghi may not solve' Reuters, July 15, 2022](#)

<sup>5</sup> イタリアの一般政府債務残高のGDP比は150.8%、国債の格付けは、Baa3（ムーディーズ）/BBB（S&P）/BBB（フィッチ）で辛うじて投資適格の水準を維持している。ドイツは21年末時点で69.3%、国債の格付けはAaa/AAA/AAAで最高水準である。

みを導入していないが、19年9月の政策理事会で、14年10月から18年末まで行われていた資産買い入れプログラム（APP）の再開、貸出支援のためのターゲット型資金供給（TLTRO）の第3弾の開始などを決めており、金融緩和強化も相乗効果を発揮した。

### （ コロナ禍による分断化リスクにはPEPPで対応 ）

コロナ禍による分断化への対応では、APPの中核の国債買い入れプログラム（PSPP、15年3月開始）よりも柔軟な買い入れを行う「パンデミック緊急買い入れプログラム（PEPP）」を導入、20年4月に買い入れを開始した。これにより、ドイツとイタリア国債の利回り格差は急激に縮小し、その後、1年半ほどは100bp程度で安定的に推移した。

しかし、21年秋頃から、再び利回り格差が拡大に転じ始める。エネルギー主導のインフレ高進（図表4）が、「一時的」ではなく「持続的」と見られるようになり、PEPP終了と利上げ開始が織り込まれ始めたためだ。

ドイツとイタリアの利回り格差は、7月の利上げ開始を事実上予告した6月9日政策理事会後、240bpを超える水準まで拡大したことを受けて、同月15日に臨時理事会を開催、「分断化」防止のためにPEPPの償還資金の再投資を活用する方針と新たな枠組みの設計を急ぐ方針を確認し<sup>6</sup>、7月理事会でのTPI導入に至った。

### （ 活動の難易度が異なる分断化対応の3つの枠組み ）

ラガルド総裁は、7月政策理事会後の記者会見で、TPIの導入によって、分断化対応のためのECBの「工具箱には3つの手段が揃いすべてが発動可能」と述べた。

3つの手段とは、導入時期の順番では、①OMT、②PEPPの償還資金の再投資、③TPIとなるが、発動の容易さという面では、②、③、①となる（表紙図表参照）。

既述のとおり、①のOMTは発動実績がなく、これからも「最終手段」であり続けるだろう。OMTは、ESMの支援プログラムを履行している国が対象だ。ユーロ危機で支援要請国が厳しい財政緊縮と構造改革を求められた経緯もあり、ユーロ導入国の間には、ESMへの支援要請は極力回避したいという思いが根付いているように思われる。

現に、EUが20年4月に合意したコロナ禍対応の5400億ユーロの「危機対応パッケージ」として導入した「失業リスク軽減の緊急枠組み（SURE）」、「欧州投資銀行（EIB）の汎欧州保証ファンド」、「ESMによるパンデミック危機支援の信用枠」の3本柱のうち、他の2つの枠組みが当初想定通りの利用が伸びたのに対して、ESMの信用枠<sup>7</sup>の利用はなかった（図表3）。

ECBによるOMTの発動が想定されるのは、ESMに支援要請してもなお当該国の国債利回りの上昇が止まらないような、かなり深刻な局面となる。

### （ PEPP再投資の柔軟活用はすでに始まっている ）

一方、すでに活用されているのが、②のPEPPの償還資金の再投資である。8月2日にECBが公表した6～7月分のPEPPの純買い入れに関する国別の内訳のデータによれば、ドイツの143億ユーロを筆頭に、オランダが33.8億ユーロ、フランスが12.1億ユーロの減少している。他

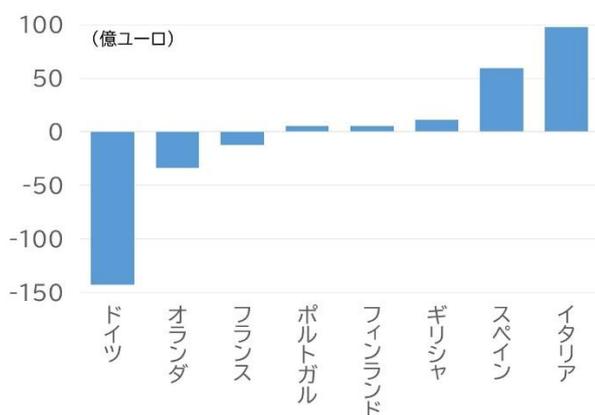
<sup>6</sup> 6月15日の臨時政策理事会の決定内容については[高山武士「ECB政策理事会（臨時）－PEPP再投資を柔軟化、新しい手段も検討」経済金融フラッシュ 2022-6.16](#)をご参照下さい。

<sup>7</sup> 「パンデミック危機支援」は、医療、治療、予防関連費用に充当する用途の制限はあるが、ギリシャ等が利用した「マクロ経済調整プログラム融資」と異なり財政緊縮等の条件は課さない。ESMの支援ツールに関しては、[ESM Financial assistance instruments](#)をご参照下さい。

方、イタリアが 97.6 億ユーロ、スペインが 59.1 億ユーロ、ギリシャが 10.9 億ユーロ、フィンランドが 5.4 億ユーロ、ポルトガルが 5.1 億ユーロ増加している（図表 6）。フィンランドを例外として、高格付け国の償還資金を原資として、低格付け国を支援する傾向が明確に表れている<sup>8</sup>。

50bp の利上げを決めた 7 月政策理事会後、ドイツとイタリアの利回り格差は再び 240bp を超えたが、直近（8 月 5 日時点）は 202bp まで縮小している（図表 4）。理事会後の利回り格差の拡大は、理事会当日の 7 月 21 日に、イタリアの信用力の下支えに貢献してきたドラギ首相が辞任し、9 月 25 日の総選挙を経て、メローニ党首率いる「イタリアの同胞」、サルビーニ元副首相率いる「同盟」、ベルルスコーニ元首相率いる「フォルツァ・イタリア」の右派 3 党によるポピュリスト政権の誕生という 2018 年と同じようなリスクが意識されたからであろう。その後の利回り格差の縮小は、PEPP の再投資や TPI の導入よりも、景気後退懸念の高まりによるドイツの長期金利低下という要因が効いていると思われる。

図表 6 PEPP の純買い入れ額  
(22 年 6 月～7 月)



(注) 増減が 5 億ユーロ以上の国のみを图示

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表 7 ユーロ圏内のインフレ格差



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

### ( イタリアは TPI の「基準」に現時点では適合、しかし、今後、逸脱する恐れはある )

TPI の潜在的な受益国であるイタリアの財政赤字の GDP 比が 20 年は 9.6%、21 年は 7.2% と過剰な財政赤字の基準値である 3% を大きく超えている。政府債務残高は 20 年の同 155.3% から同 150.8% に低下したが、EU が健全性の目安とする同 60% から大きく乖離しており、EU が財政ルールで求めるスピードでの削減が進んでいない。しかし、EU の財政ルールはコロナ対応の特別措置（一般免責条項）が適用されているため（図表 3）、イタリアは TPI の適用を判断する基準の 1 つである EDP (①) の対象とはなっていない<sup>9</sup>。EIP (②) の対象ともなっていないが、ギリシャ、キプロスとともに「過剰な不均衡」は認められている<sup>10</sup>。ギリシャ、キプロスの不均衡が、過剰な政府債務と対外的な不均衡であるのに対して、イタリアの場合、対外的な不均衡はなく、過剰な政府債務と低生産性が指摘されている。この点は、③の判断基準の 1 つとなる IMF の国別サ

<sup>8</sup> フィンランドに関してはロシアと長い国境線を有するリスクが意識する市場の動きを ECB が牽制する役割を果たした可能性もある。

<sup>9</sup> [European Commission COM \(2022\) 630 final, 23.5.2022](#)

<sup>10</sup> [European Commission COM \(2021\) 74 final 24.11.2021](#)

ーベイランス（4条協議報告書）<sup>11</sup>の評価や、④の欧州委員会のCSR s<sup>12</sup>でも指摘されている。

イタリアの過剰な政府債務は低い生産性からくる低成長の結果であり、復興基金のRRSの利用計画でも約束したグリーン化、デジタル化投資や、税制・法制も含む広範な改革に取り組むことが求められる。

要して言えば、現時点でのイタリアはTP Iの「基準」に一応適合しているが、基準から逸脱するおそれは十分にあり、期待を超える政策運営や改革の進展が必要とされる。PEPPの再投資を補完するTP Iが、ストレス期の有効な手段となり得るのかは見極めが必要だ。

### （ ESMや復興基金も分断化抑制機能を果たす ）

ユーロ圏には、ESM、復興基金という分断化抑制の枠組みも備わっており、債務危機の抑止力は向上している。

イタリア経済の課題解決は容易ではないが、政治がEUとの対決色を強める方向には傾き難くなっている。イタリアは、復興基金からの最大の受益国であり、PEPPの再投資やTP Iからの潜在的な受益国であること、財政ルールの「一般免責条項」は23年も延長の方向にあり、EUがユーロ危機時の財政緊縮を押し付けていないこと、さらにEUが進めるエネルギー危機対策でも、EUの政策からの受益が期待される。右派3党のポピュリスト政権が誕生した場合にも、EUと対決色を強め、自国を決定的な「分断化」に追い込むような事態を回避する力が働くとされる<sup>13</sup>。

### （ 持続するエネルギー危機、試される結束 ）

エネルギー危機下で、ユーロ圏内のインフレ格差は、導入以来の最高水準まで広がっている（図表7）。各国ごとのエネルギー構成の違いや、エネルギー価格安定化策、負担軽減策の違い、企業の価格設定行動の違い、さらに労働市場の構造的な差異（労使関係、賃金決定方式の違い）などを反映したものであり、この先も、圏内のインフレ格差は定着するおそれがある。

こうした非対称的なショックへの単一金融政策の効果は限られている。目下、ユーロ圏が直面しているロシアとの対立を背景とするエネルギー危機を乗り越えるためには、脱ロシア産化石燃料のための行動計画「REPowerEU」<sup>14</sup>に盛り込まれているようなエネルギー単一市場の強化という、ユーロ危機やコロナ禍とは異なるアプローチでの統合深化が必要になる。エネルギー構造や政策、既存のインフラや地理的条件の違いなどから、利害の対立も生じやすい。しかも、過去の危機対応を主導した独仏のリーダーシップが弱まっており、数年にわたり続くと見られる難局を乗り越えるまで結束を維持し続けられるのかが試されることになる。

ラガルド総裁は、先に紹介したブログで、利上げを「インフレ率の低下に向けた私たちの旅の画期的な瞬間」と表現している。この先のECBとユーロの旅は長く、緊張を帯びる場面を迎えることもあるだろう。ロシアのウクライナ侵攻は、価値観を共有する同盟としてEUの特徴を際立たせた。各論での対立はあったとしても、決定的な決裂は回避すると見ている。

<sup>11</sup> [IMF Country Report No. 22/555 Italy, August 2022](#)

<sup>12</sup> [2022 European Semester: Country Specific Recommendations Italy COM\(2022\) 616 final, 23.5.2022](#)

<sup>13</sup> 首相就任が有力視される「イタリアの同胞」のメローニ党首はEUに懐疑的で、フランスを攻撃対象としてきたが、政権の座が意識されるようになったことで主張を穏健化している。参考資料として [Giorgio Leali 'Franco-Italian honeymoon hits troubled waters as Macron loses No. 1 ally in Rome', POLITICO, August 5, 2022](#)

<sup>14</sup> [European Commission REPowerEU Plan COM\(2022\) 230 final, 18.5.2022](#)