

コロナ禍を受けた ECB による金融緩和の 論点整理

土 田 陽 介

要 約

本稿は欧州中央銀行（ECB）が新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場の大混乱を受けて導入したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の概要とその効果、問題点を整理する。

未曾有の経済危機の初動対応として PEPP は大きな成果を上げた一方で、現段階でも様々な問題を抱えている。実質的な財政ファイナンスに対する懸念に代表される諸問題は、先行して実施された資産購入プログラム（APP）に共通するものだが、PEPP がそれらを一段と深刻にさせてしまったきらいは否めない。さらに時間の経過に伴い、金融や経済の条件が変わることで PEPP が持つ問題や課題が変質していく可能性も十分に存在する。

財政拡張を金融緩和で支える構図をして、先進国の財政と金融のあり方の新常态と称しても過言ではない。とはいえこうした新常态のなかでも、いわゆる財政ファイナンスの領域に近い経済ほど通貨価値の毀損リスクや物価上昇の加速リスクを負っていると判断されるなら、保守的な組織であるべき中銀として、ECB は PEPP で一段と膨張したバランスシートの圧縮に戦略的に取り組む必要がある。将来的な金融不安ないしは景気低迷が予想されたときの追加緩和の「のり代」を残しておくためにも、バランスシートの圧縮は肯定される。

いずれにせよ PEPP を実施したことにより、ECB が APP 以来直面する課題が一段と深刻なものになったことは間違いないと言えよう。

目 次

- | | |
|--|--|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. PEPP を導入した経緯とその効果</p> <p>1. PEPP 導入の背景の整理</p> <p>2. PEPP の効果</p> | <p>III. PEPP の課題と争点</p> <p>1. 財政ファイナンスとの整合性</p> <p>2. ドイツ連邦憲法裁判との関係</p> <p>3. 新規ユーロ加盟国との兼ね合い</p> |
|--|--|

4. 追加緩和の余地

5. バランスシートの縮小

IV. まとめに代えて

I. はじめに

2020年春、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）という未曾有の事態を受けて世界の株価は暴落、同時に長期金利が上昇するなど金融市場が極度に混乱し、各国の中央銀行は相次いで金融緩和を強化した。欧州中央銀行（ECB）もまたこの流れに沿って金融緩和の強化に踏み切ったが、その際に軸となったのが金融資産の購入、いわゆる量的緩和（Quantitative Easing, QE）政策である。

ECBがQE政策に相当する資産購入プログラム（Asset Purchase Program, APP）の導入を初めて決定したのは、2015年1月のことであった¹⁾。ECBのAPPは購入対象資産ごとに4つのプログラム、すなわち中核である公債購入プログラム（PPSP）、社債購入プログラム（CSPP）、ABS購入プログラム（ABSPP）、カバード債購入プログラム第三弾（CBPP III）から構成される（Andrade *et al.* [2016]²⁾）。

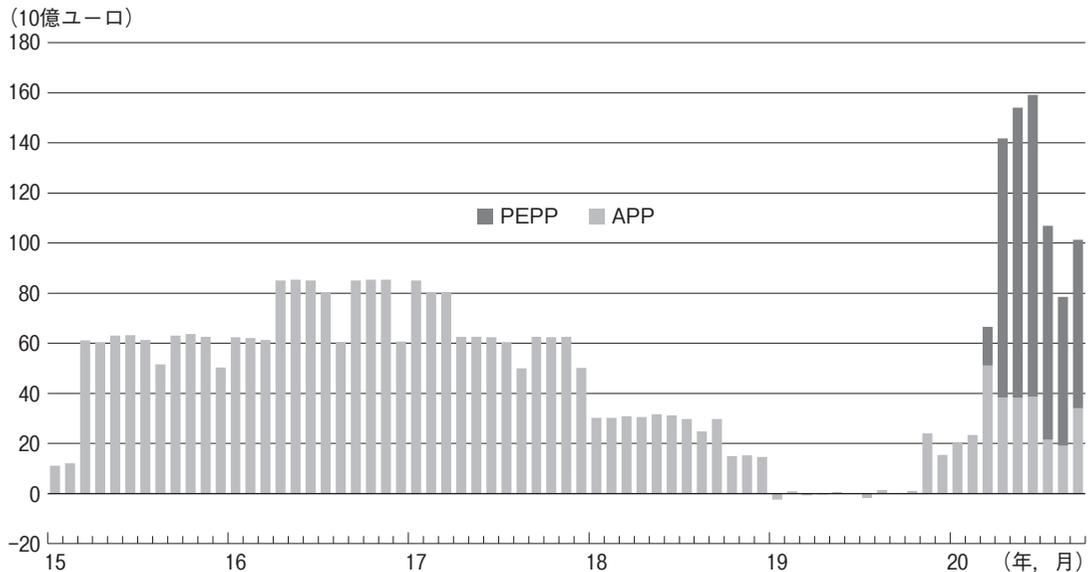
ECBは新型コロナウイルスのパンデミックに先立つ2019年9月、2018年12月に終了したばかりのAPPを再開していた。その際、月間の資産購入額は200億ユーロとそれまでのAPPと比べると少なく設定された一方で、明確な期日を設定しないオープンエンド型の購入ルールが採用された。直後に退任を控えていたマリオ・ドラギ（Mario Draghi）総裁（当時）が当時の欧州景気の減速を懸念し、マイナス金利の深掘りなどとともにAPPの再開を決断した

のである。しかしながらこの決定に当たっては、ドイツ連邦銀行のイェンス・ヴァイトマン（Jens Weidmann）総裁などタカ派の理事会メンバーを中心にECB内で異論が噴出した³⁾。

その後、ドラギ前総裁を継いで2019年11月に就任した国際通貨基金（IMF）の元専務理事であるクリスティーヌ・ラガルド（Christine Lagarde）総裁は、早々に新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場の大混乱という過去に類のない危機的な状況に直面した。2020年3月12日の定例理事会でECBはAPPの拡大を決定、2020年末までに1,200億ユーロの資産購入を追加すると表明した。さらに3月18日には緊急声明を発表し、パンデミック緊急購入プログラム（Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP）と新たに名付けた7,500億ユーロ規模の資産購入を年末まで実施すると宣言した。このPEPPはさらに同年6月4日の定例理事会で強化され、購入額の規模が6,000億ユーロ拡大されて総額1兆3,500億ユーロとされ、期間も2021年6月末まで半年延長されるに至った。

一連の経緯からECBによる資産購入の軸は、図表1の推移からも明らかのように、従来のAPPからPEPPにシフトしたことになる。事実PEPPは、後述するようにAPPに比べて弾力的な設計がなされており、危機対応策としての機動力に極めて優れていると評価される。同時に、PEPPもまたECBのAPPが持つ問題点を共通して抱えている。象徴的なものとして、それが財政の貨幣化、つまり財政ファイナ

図表1 ECBによる資産購入の推移



(注) 月次の資産購入額(純額)の推移

〔出所〕 欧州中央銀行 (ECB)

ンスに相当するという問題点である。中央銀行の独立性や金融・通貨の安定性を考えるうえで、この論点は避けて通れない。その是非に加えて、ユーロ圏19ヶ国の中央銀行であるECBの場合は、特定の国に対する財政ファイナンスの色彩が濃くなることは、必然的に加盟国間の公平性の問題に転じるという、他の中銀のケースでは存在しない性格を持っている。

本稿では、コロナ禍で強化されたECBの金融緩和に関し、PEPPの効果や問題点に焦点を当てて、その論点を整理していく。なお本稿は基本的に2020年9月までの情報に基づく分析である。

II. PEPPを導入した経緯とその効果

本節では、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場の大混乱を受けてECBがPEPP

を導入するに至った経緯を述べるとともに、PEPPの実施によってもたらされた成果に関して整理する。

1. PEPP導入の背景の整理

ECBは2020年3月18日の声明でPEPPを導入した際、その理由として「金融システムの波及経路と先行きのユーロ圏経済に対する深刻なリスクに立ち向かう」ことを挙げた⁴⁾。そのうち金融政策の波及経路に対するリスクとは物価の安定が阻害されることへの懸念であり、具体的には、景気悪化や油価低迷に伴いデフレーションないしはデフレ圧力が高まると、政策金利がいわゆる「非負制約」に直面して、名目金利の操作による金融緩和の波及経路が寸断されることへの警戒を意味する。同年6月4日にPEPPが拡大されたときの記者会見でも、ECBのラガルド総裁はPEPPと物価の安定の兼ね合いについて繰り返し言及している。

とはいえ Blanchard [2020] や Perotti [2020] などが明言するように、ECB が PEPP を実施した最大の目的が事実上のイタリア救済、延いてはイタリア発の信用不安が他の EU 諸国の金融危機に転じるリスクを摘み取ることにあった点に疑いの余地はない。新型コロナウイルスの感染が拡大する前から、イタリア国債の流通利回りは他の EU の主要国に比べて高水準で推移していた。イタリアのジュゼッペ・コンテ (Giuseppe Conte) 首相が率いるポピュリスト左派連立政権による財政拡張路線が投資家に嫌気されたことや、金利の上昇に伴い多額の国債を保有するイタリアの銀行の経営不安に対する懸念が高まったことが、その主な背景である。そうした要因に加えて、金融市場の大混乱を受けて流動性への需要を強めた投資家が保有していた国債の多くを手放したことから、イタリア国債に対して強い売り圧力が生じる事態となり、同国政府は事実上の信用不安に陥っていたのである。

またパンデミックによる経済危機という前代未聞の事態に直面し、ECB が自ら首を絞めてしまった側面も看過できない。ECB のラガルド総裁は、金融市場が動揺する最中の 3 月 12 日に開催された定例理事会後の記者会見での質疑応答で、イタリア救済の可能性を問われた。その際にラガルド総裁は、中銀である ECB が特定の国の信用不安を和らげることはないという原則論に基づく回答に終始した⁵⁾。このことが投資家による国債のパニック売りにつながり、2 月には 1 % を下回っていたイタリアの長期金利が 3 月 18 日には一時 3 % 台を突破する事態になってしまった。さらに他のユーロ圏諸国の国債の金利も急上昇し、質への逃避がどころか株と国債の同時安という異常な状況が生じたので

ある。

当時、ECB が通常の APP とは異なる非常時に流通市場で国債を購入するプログラムとして、ユーロ危機の際に導入された OMT (Outright Monetary Transactions) ないしはそれに相当する対応が採られることへの期待が、金融市場で高まっていた。とはいえ OMT を発動する際には、ユーロ圏諸国間の財政支援機関である欧州安定化メカニズム (ESM) による発行市場での国債の購入つまりユーログループによる救済に対する意思の表明を前提条件としており、その意味で OMT は ECB が自らの意思で機動的に実施できるものではなかった。言い換えると、投資家の期待は OMT そのものの発動というよりも、OMT に類似した危機対応策の実施まで ECB が踏み込む決意を見せるかにあったと言えよう。

危機を目前とする逼迫した状況における中銀総裁の対応として、3 月 12 日の理事会後のラガルド総裁の記者会見での回答の内容は、いわゆるユーロ危機の際に、通貨ユーロ (とそれに立脚した欧州の金融システム) を守るためには「何でもやる」(whatever it takes)⁶⁾ という強力なメッセージを発信して市場の動揺を鎮めたドラギ前総裁と好対照であったと言える。中銀での実務家としての経験が皆無であったラガルド総裁の対応が不適切であった側面は確かに否めないが、言い換えればこの時の失望による投資家の「狼狽売り」が凶らずも ECB による PEPP 導入への道を拓くことになった。

こうした状況を受けて ECB は 3 月 18 日に書面を発表、新たな危機対応策として PEPP を導入するに至った。新たに 7,500 億ユーロの金融資産を、従来の APP とは別の枠組みで 20 年未までに購入、それまでの APP と合わせると

月間の資産購入額は1,200億ユーロ程度となり、それまでECBがAPPで実施してきた月間の資産購入額の最高値(800億ユーロ、2016年4月～17年3月)を上回る大規模なプログラムが実現する運びとなったのである。PEPPはその後、6月4日の理事会でも既述の通り時間軸の延長と購入枠の拡大が行われ、21年半ばまでに総額1兆3,500億ユーロという前代未聞の資産購入が実現することになった⁷⁾。

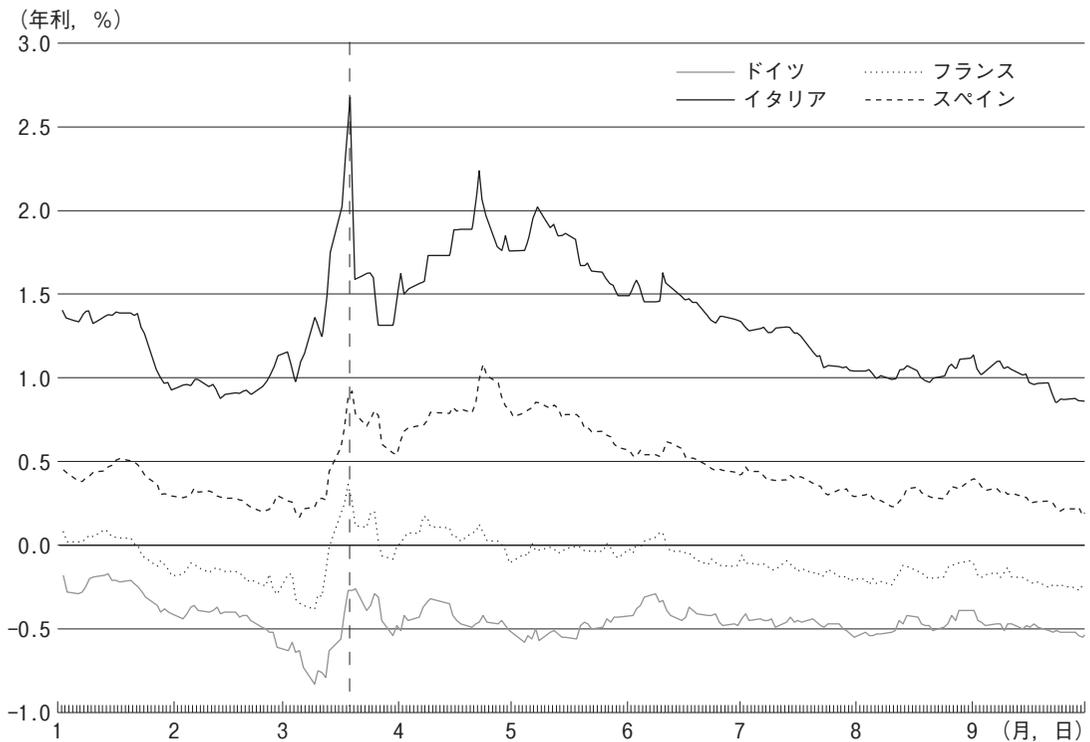
またこの6月の理事会後の記者会見でラガルド総裁は、PEPPの目的を①金融システムの安定化の実現と②物価上昇の安定性の確保に再整理するとともに、その役割が前者から後者にシフトしつつあると、PEPPの位置づけを変えるに至った。②の観点では、ECBが2015年3月に

導入したAPPの政策目標でもあり、具体的には政策金利の非負制約を意識したものである。このことは言い換えれば、PEPPがAPPと同様に物価上昇(であり経済成長)の安定性の確保というECBが掲げるマンデートを意識したものであり、特定国の信用不安を救済するためのものではないというECBの表向きの立場を強調する性格が強かったとも言える。とはいえ後述するように、それまでの対応でイタリア債の金利がある程度低下しており、同国の信用不安が和らいでいたことも、PEPPの役割の再整理につながったと言えよう。

2. PEPPの効果

PEPPを導入したことにより、それまで急

図表2 PEPPを受けて急低下した主要国の長期金利(2020年)



(注) 終値の日次データ

〔出所〕 各国中央銀行

ピッチで上昇していたユーロ圏諸国の長期金利は軒並み低下した（図表2）。とりわけイタリアの10年国債流通利回りは、3月上旬には1%程度であったのが、3月12日の定例理事会後のラガルド総裁の会見に対する投資家の失望を受けて取引時間中に一時3%程度まで急騰していた。しかしながら PEPP 実施の発表後は1%台前半まで急速に低下することになった。また連れ高となっていたドイツやフランス、スペインなど他の主要国の長期金利も、同様に安定した。その後も主要国の長期金利は安定し推移しており、PEPP はイタリア発の欧州の金融危機を防ぐことに成功するとともに、国債市場の機能回復に貢献したと言っている。

PEPP を受けたイタリア債の金利低下は、2つのチャンネルを通じて実現したと整理できる。1つめのチャンネルは、ECB による買い支えを期待した機関投資家が、イタリア債の購入を加速させたことである（アナウンスメント効果）。金利の低下による国債価格の上昇を見込んだ機関投資家による購入が、イタリアの長期金利の安定を促した。そしてもう1つのチャンネルが、実際に ECB が多額のイタリア国債を購入したことである。PEPP 開始以降、9月までに ECB はイタリア国債を簿価ベースで952.4億ユーロ購入しており、それはトップのドイツ債（1,250.5億ユーロ）に次ぐ規模となっている（図表3）。

ECB は APP を実行する際、ユーロシステム加盟国に対する公平性を担保すべく、いわゆるキャピタルキー（EU 各国の中銀の ECB に対する出資比率）に応じて国債を購入してきた。しかしながら ECB は、3月18日に PEPP の導入を告知した際、国債の購入はキャピタルキーに応じて行われるという従来の原則を確認しつ

つも、さらにそれを「弾力的に行う（in flexible manner）」という方針を市場に対して示した。事実上この声明は、PEPP の下での国債の購入に関しては例外的にキャピタルキーを適用しないというメッセージとして捉えられた。さらに同月24日付の法律文書（ECB/2020/17）⁸⁾で ECB は、いわゆる33%ルール（1発行体当たりの買入れ額を発行残高の33%までとするルール）⁹⁾を適用しないことと、購入対象となる国債の残存期間の下限も1年から70日に引き下げることを発表した。

このように PEPP に関しては、ECB がそれまで PSPP において課していた自主規制を事実上撤廃することで、イタリア救済への道を拓いたのである。そして実際に ECB は各種の自主規制を迂回し、キャピタルキーに囚われずにイタリア債を購入したことが図表3から確認できる。具体的に、3～5月期の国債の純買入額を見ると、本来ならドイツ債に次いで買われるべきであるフランス債の以上にイタリア債が購入されていることが見て取れる（購入額の20.0%）。他方で同時期においては、APP でもイタリア債の購入が優先されており（購入額の26.7%）、PEPP と合わせるとこの間の PSPP でイタリア債の購入がドイツを上回って全体の購入額のトップになる（購入額の22.3%）など、ECB が形振り構わずイタリア債を購入していたことがうかがえる。

しかしながら6～7月期以降は、イタリアの信用不安が緩和したことなどから同国債の購入順位が後退し、PEPP もキャピタルキーに準じた比率で実施されていることが確認できる。9月末時点の純残高ではイタリア債の購入比率は18.6%とドイツ債（同24.4%）に次ぐ二位であるが、PEPP のイタリア救済の性格は時間の経

図表3 APPとPEPPで購入された国債の上位5国(2020年)

期間 項目 単位	3～5月期		6～7月期		8～9月期		9月末時点の残高		
	金額 億ユーロ	比率 %	金額 億ユーロ	比率 %	金額 億ユーロ	比率 %	金額 億ユーロ	比率 %	
PEPP	ドイツ	467.5	25.1	462.7	23.3	320.3	25.3	1,250.5	24.4
	フランス	235.8	12.6	358.5	18.1	248.2	19.6	842.4	16.5
	イタリア	373.7	20.0	360.7	18.2	218.1	17.2	952.4	18.6
	スペイン	223.9	12.0	237.2	12.0	149.2	11.8	610.3	11.9
	オランダ	103.9	5.6	102.9	5.2	71.2	5.6	278.0	5.4
APP	ドイツ	93.0	9.7	61.6	13.4	81.5	21.3	5,548.1	23.1
	フランス	226.6	23.6	165.0	35.7	107.9	28.2	4,843.8	20.1
	イタリア	256.3	26.7	102.0	22.1	49.7	13.0	4,114.1	17.1
	スペイン	147.6	15.4	35.5	7.7	50.0	13.1	2,845.2	11.8
	オランダ	32.1	3.4	-17.3	-3.7	15.7	4.1	1,140.9	4.7
合計	ドイツ	560.4	19.8	524.3	21.5	401.8	24.3	6,798.6	23.3
	フランス	462.3	16.4	523.4	21.4	356.0	21.6	5,686.2	19.5
	イタリア	629.9	22.3	462.7	18.9	267.8	16.2	5,066.5	17.4
	スペイン	371.5	13.2	272.6	11.2	199.2	12.1	3,455.5	11.8
	オランダ	136.0	4.8	85.6	3.5	87.0	5.3	1,418.9	4.9

(参考) ECBのキャピタルキー
(2020年1月30日)

非ユーロ圏含む 非ユーロ圏除く

ドイツ	21.4	26.4
フランス	16.6	20.4
イタリア	13.8	17.0
スペイン	9.7	11.9
オランダ	4.8	5.9

(注) 1) 純額ベース

2) オランダの6～7月期のマイナス表示は償還額が新規購入額を上回ったことを意味する。

[出所] ECB

過とともに徐々に薄らいできたと言えよう。他方でAPPとの兼ね合いで見ると、この間のECBはAPPではドイツ債の購入を減らし、むしろPEPPで購入していたことが分かる。APPで買えるドイツ債が市場で枯渇気味となり、年限などの面でより弾力的な国債の購入が可能であるPEPPの下で、ECBはドイツ債を購入したと推察される。

その他にもPEPPは、合わせて実施されたPELTRO(パンデミック緊急長期リファイナ

ンスオペ)やTLTROⅢ(貸出条件付長期資金供給オペ第三弾)などとともに、金融危機を未然に防ぐ役割を果たしたと言えるだろう。金融機関に対する直接的な資金繰り支援はPELTROやTLTROⅢが担ったが、それらに先んじて実施されたPEPPもまた長期金利の安定を通じて金融システム全体の安定につながり、将来的な金融危機の発生を予防した側面が大きい点は見逃せない。

加えてPEPPは、株式市場の好転をもたら

コロナ禍を受けた ECB による金融緩和の論点整理

した。ユーロ圏の代表的な株価指数であるユーロストック50指数の終値で見た年初来騰落率は、ECBがPEPPを導入した3月18日時点で▲37.1%に達していた。その後はPEPPによる投資家心理の好転を受けて3月末の騰落率は▲26.5%、4月末は▲22.8%、5月末は▲19.6%とマイナス幅が着実に縮小した。無論、こうした回復は、FRBによる無制限の量的緩和やドルスワップの実施といった流動性供給の追い風を受けたものでもある。

Ⅲ. PEPP の課題と争点

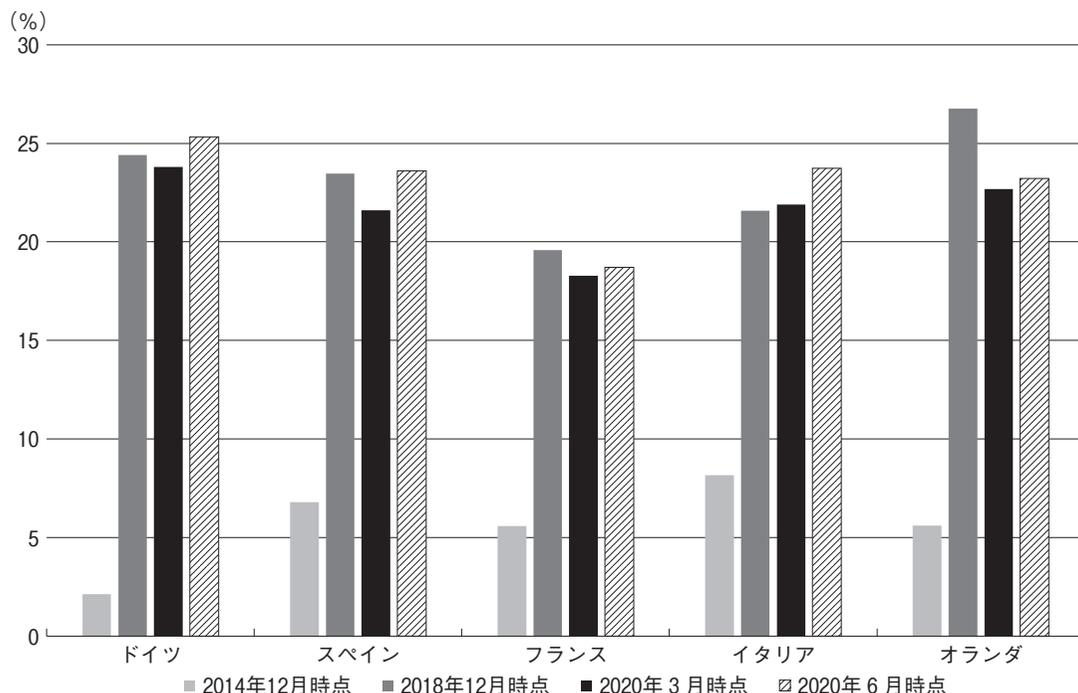
PEPPは新型コロナウイルスの感染拡大を受けて大混乱に陥った欧州の金融システムの安定に貢献した一方で、APP以来のECBのQE政

策が持つ問題点を一段と深刻化させた。以下ではそうした諸問題について整理したい。

1. 財政ファイナンスとの整合性

PEPPでの国債の購入はAPPと同様に流通市場で行われる。そのためEU条約123条1項で禁止されている、ECBによる発行市場での国債の直接引き受け、いわゆる「財政ファイナンス」には厳密には相当しない。しかしながらPEPPが事実上のイタリア救済を目的に導入された政策であることは明白である。特定の加盟国の信用不安がEU全体の信用不安につながることを防ぐ観点からは正当化されるが、一方でそれが実態としては特定の加盟国に対する財政ファイナンスではないかという批判が常につきまとう。各国中銀の国債消化比率(図表4)を

図表4 各国中銀の国債消化比率



(注) 各国中銀の国債保有高/各国の国債発行高

[出所] ECB

確認すると、ECBの最初のAPP(2015年3月～2018年12月)で軒並み上昇、概ね20%を超えるに至った。その後、同比率は一時低下するものの、PEPPが実施されたことにより、再び急上昇するに至る。今後もPEPPを継続する限り、同比率は上昇が続くことになる。イタリアなど信用不安が意識される南欧の諸国ほど、実質的な財政ファイナンスの色合いが濃くなっていくだろう。

この問題はバランスシートを圧縮する際も、ECBに対して重い課題を突き付ける。資産の圧縮は満期償還が主となる公算が大きい一方で、一定のテンポで機械的な資産圧縮に取り組んだ場合に、イタリアなどとりわけ財政に対する懸念が高い国の金利が急騰し、信用不安が再燃するリスクがくすぶる。金融市場の安定を重視するならば、イタリア債に関しては一定の再投資を許すなどしてより慎重な扱いが正当化される可能性も否定できない。しかしながら、加盟国全体の金融安定化という全体均衡の観点に立つとはいえ、一部の加盟国の金利の安定という部分均衡を重視することが倫理的・道義的に許されるのかという問題がついて回る。

そもそもPEPPもAPPを準拠しており、国債購入によって生じた損失のかなりの部分を各国中銀が負担することになる。具体的には、購入した国債のうち2割はリスクを共有(さらにその12%ポイントがEU機関債であり、残りの8%ポイント分がリスクシェアの対象)し、その部分に関しては各国中銀がキャピタルキーに応じた損失負担を行う。他方で残りの8割に関しては、損失が生じた国債を購入したその国の中銀が負う形となっている。そのため、PEPPとAPPによる国債購入では、加盟国間の直接的な所得移転は成立しない。Belz *et al.* [2020]

は後述するドイツ連邦憲法裁によるAPP批判が、この点を誤解しているためだと指摘している。またBofinger *et al.* [2020]は、そもそもドイツ連邦憲法裁はPSPPが金融政策ではなく、本質的には財政政策の範疇であると考えていると指摘している。

他方で、イタリア債を保有する投資家はECBによる「暗黙の保証」を期待している。つまり、イタリア発の財政・金融危機が生じてユーロ圏のシステム危機が意識されるくらいなら、イタリア債を、ないしは似たような性質を持つギリシャ債やスペイン債などをいくらでも買い支えるだろうという期待である¹⁰⁾。当然ながら、こうした期待は各国政府にも働き、財政健全化に向けた機運が削がれてしまう。コロナ禍での壮絶な景気悪化により、各国とも経済対策の発動を余儀なくされ、財政は悪化せざるを得ない状況である(図表5)。極端な景気の悪化を経験した以上、財政拡張自体は肯定されるべきであり、ECBが低金利を演出することはポリシーミックスの観点から見て自然である。

とはいえ、金融安定化ないしは物価目標の達成を重視してECBが低金利を長期化させることは、とりわけ相対的な高金利に窮するイタリアやギリシャといった重債務の加盟国の財政健全化に向けた動機を削ぐことにつながる恐れが大きい。

2. ドイツ連邦憲法裁との関係

ECBによる国債の購入に関しては、一貫してドイツ連邦憲法裁判所(ドイツ憲法裁)からの批判がある。ドイツ憲法裁は2020年5月5日、ECBによるAPP下で行われたPSPPが「比例制原則」を満たしているかどうかをドイ

図表 5 欧州委員会の最新の予測

	(対 GDP 比, %)					
	実績値			予測値		
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
1 ベルギー	-0.7	-0.8	-1.9	-11.2	-7.1	-6.3
2 ドイツ	1.2	1.9	1.5	-6.0	-4.0	-2.5
3 エストニア	-0.8	-0.6	0.1	-5.9	-5.9	-5.1
4 アイルランド	-0.3	0.1	0.5	-6.8	-5.8	-2.5
5 ギリシャ	0.7	1.0	1.5	-6.9	-6.3	-3.4
6 スペイン	-3.0	-2.5	-2.9	-12.2	-9.6	-8.6
7 フランス	-2.9	-2.3	-3.0	-10.5	-8.3	-6.1
8 イタリア	-2.4	-2.2	-1.6	-10.8	-7.8	-6.0
9 キプロス	2.0	-3.7	1.5	-6.1	-2.3	-2.3
10 ラトビア	-0.8	-0.8	-0.6	-7.4	-3.5	-3.3
11 リトアニア	0.5	0.6	0.3	-8.4	-6.0	-2.8
12 ルクセンブルク	1.3	3.1	2.4	-5.1	-1.3	-1.1
13 マルタ	3.3	1.9	0.5	-9.4	-6.3	-3.9
14 オランダ	1.3	1.4	1.7	-7.2	-5.7	-3.8
15 オーストリア	-0.8	0.2	0.7	-9.6	-6.4	-3.7
16 ポルトガル	-3.0	-0.4	0.1	-7.3	-4.5	-3.0
17 スロベニア	0.0	0.7	0.5	-8.7	-6.4	-5.1
18 スロバキア	-1.0	-1.0	-1.4	-9.6	-7.9	-6.0
19 フィンランド	-0.7	-0.9	-1.0	-7.6	-4.8	-3.4
ユーロ圏	-1.0	-0.5	-0.6	-8.8	-6.4	-4.7

〔出所〕 European Commission (2020), p. 189より作成。

ツ当局（政府と連銀）が確認し、3ヶ月以内に憲法裁判所に通知することを求めた。さらに比例制原則を満たしていないと判断される場合、ドイツ連銀は PSPP への参加を取り止めるとともに、これまで購入してきた公債を売却するように命じた。

ここで問題となった「比例制原則」とは、政策の目的と手段が釣り合っていることを意味する（田中 [2020]）。具体的には、加盟国の物価上昇（景気刺激）という目的が公債の購入という手段を通じて実現しているのかということの意味している。要するに APP が政策の本来の目的を逸脱している（例えば金融の安定化、特定国に対する実質的な財政ファイナンスなど）のではないかという点を、ドイツ憲法裁判所は問題

視したことになる。ドイツ憲法裁判所はこの判決が PEPP を対象としていないとしたが、将来的には PEPP にも同様の判決が下される可能性があるという連想を関係者が抱くに至った。

ドイツ憲法裁判所の判決は多くの問題を内包している。まず超国家主体である EU に加盟している以上、その構成国たるドイツの司法は EU の司法に従う必要がある。2018年に EU 司法裁判所（ECJ）は ECB による PSPP が合法であるという判決を出しているが、ドイツ連銀はそれを覆したことに大きな問題がある。また一加盟国の一裁判所が超国家主体である EU の金融政策に対して干渉を行うことにも等しく、ECB の独立性を明確に脅かす行為である。さらに新型コロナウイルスの感染拡大という非常時にも

かわらずこうした一方的な判決を下したことに対する倫理的な問題も問われよう。

ドイツ出身のウルズラ・フォンデアライエン (Ursula von der Leyen) 欧州委員長が強く批判するなど、危機対応に水を差すドイツ憲法裁の判決は EU 内で論争を巻き起こした。結果的には、ECB がドイツ連銀のヴァイトマン総裁を通じてドイツ政府に対して ECB の立場を説明し、オーラフ・ショルツ (Olaf Scholz) 財務相の理解を取り付けたうえで、7月3日に連邦議会は APP が比例制原則を満たしているという ECB の意見を承認、期日とされた8月5日より前に事態は解決を見ることになった。

とはいえ PEPP に関しても、近い将来に APP の下で行われている国債の購入に関する法的な疑義がドイツ憲法裁により提起され、ドイツ連銀が PEPP から一時的にせよ離脱し、PEPP の政策効果が削がれる事態が起こる展開は否定できない。もちろんドイツのみならず、他の加盟国の一裁判所が同様の判決を下す可能性もあり得る。つまるところ、ECB による PEPP を含めた金融政策が効力を持つためには、ユーロシステム間に ECB を頂点とするガバナンスが機能する必要がある、一加盟国の司法による干渉を排する法制度的な仕組みづくりが急がれるところである。

3. 新規ユーロ加盟国との兼ね合い

2020年7月、ブルガリアとクロアチアがユーロ導入の前段階に当たる欧州為替メカニズム (EMR II) に加盟した。両国の中銀は最短で2023年にユーロシステムに入り、ユーロを導入するが、その際に PEPP 及び APP との整合性が問われることになる。管見の限り、PEPP 及び APP に関わる ECB の法律文書¹¹⁾において、

プログラムの実施中に新規のユーロ導入国が生まれることに関して、特に条項は存在しない。ブルガリアとクロアチアがユーロを導入した場合、自動的に両国の国債は PEPP 及び APP での購入対象になると考えられる。

現在のユーロ圏諸国の金利環境が PEPP 及び APP により実現している以上、新たにユーロ圏に参加したブルガリアとクロアチアだけ両プログラムから外れて相対的な高金利に喘ぐとすれば、加盟国間の不公平につながる。高金利の是正のために欧州委員会が両国に対して財政健全化を強いたとするならば、不公平の問題はさらに深刻化する。なおブルガリアとクロアチアの人口はそれぞれ700万人と400万人程度であり、一人当たり所得 (2019年、ユーロスタット) も EU 平均を100とした場合に実質で53と65と両国の経済規模は小さい。さらに公的債務残高の対 GDP 比 (同) はクロアチアが73.2%と相応の規模を抱えているが、ブルガリアはわずか20.4%に過ぎない¹²⁾。

ユーロ加盟と同時に適用されるキャピタルキーに応じて、両国の国債は PSPP 及び APP での購入対象になる。とりわけブルガリアは、公的債務残高の規模が小さいため、ECB が流通市場で多額の国債を購入した場合、信用環境が激変すると予想される。そのため ECB による国債の購入は、バルト三国やルクセンブルクのように極めて少額となるだろう。仮にブルガリアとクロアチアがユーロを導入した際に、APP や PEPP での国債の新規購入が停止されている場合、さらには ECB がバランスシートの圧縮に着手している場合など、ケースごとどのような対応が採られるのかが注目される。

4. 追加緩和の余地

さらなる追加緩和を PEPP ないしは APP で実施する場合、流通市場にどれだけの国債が流通しているかがキーポイントになる。EU 各国は2010年代の債務危機を経て健全財政志向を強め、国債の発行に対して慎重であった。したがって国債の供給量はそれ程増加せず、一方で2015年以降の APP で国債の購入に努めた結果、流通市場で国債の建玉が不足する事態となっている。特にキャピタルキーに従えば最優先で購入されるべきドイツ国債の建玉不足が深刻であり、そのために ECB は購入する国債の年限を徐々に短期化するなどの工夫で凌いでいった。具体的には、APP を開始した2015年3月時点では購入時点で残存年数が2年以上と定められていたのが、後に1年（2016年12月決定）となり、PEPP に関しては70日まで短期化されてきた。

しかしながら、PEPP という形で国債の購入にアクセルを踏んだ結果、市場に流通する国債の量はさらに減ることになったと懸念される。EU 各国は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気悪化を受けて財政赤字の拡大を余儀なくされる見込みであり、EU 指導部も3月17日の首脳会議で安定・成長協定（SGP）で定められた財政赤字ルール（GDP の3%以内）の一時的な棚上げで合意しているため、国債の発行は許容される方向にある。2021年から7年間を対象とする中期予算では、いわゆる7,500億ユーロの復興基金（Recovery Fund）が創設されるが、その資金調達に共同債が発行される。PEPP や APP の購入対象となる公債の流通量は増加すると見込まれる¹³⁾。

しかしながら、仮にさらなる追加緩和を

PEPP や APP の拡大を通じて行わざるを得ない場合、常に流通量との見合いでキャップが敷かれることになる。キャピタルキーや33%ルールといった自主規制を回避し続ければ弾力的な購入がある程度は可能だろうが、そうなればこれまで述べた種々の問題点のうち、特に財政ファイナンスとの整合性が問われることになる。いずれにせよ、追加緩和を資産購入で行う場合には、技術面と制度面の工夫と倫理的・道義的な問題との整合性を解決する必要に迫られる。

5. バランスシートの縮小

量的緩和を採用した中銀に共通する課題として出口戦略があり、具体的には非伝統的金融政策である金融資産の購入によって膨らんだバランスシートをどのように圧縮するかという点がある。PEPP では2021年半ばまでに1兆3,500億ユーロもの巨額の金融資産を購入する。現行の PEPP と APP の規模では、その時までには ECB のバランスシートは7兆ユーロ程度まで膨らむことになると予想される（図表6）。ECB は現状、少なくとも2022年末まで償還分の資産と同額の金融資産に再投資を行い、バランスシートの規模を維持する方針を示している。この時間軸に沿うなら、再投資を停止した後、ECB は手持ちの資産の満期償還に合わせたテンポでバランスシートを縮小させることになる。

とはいえ、ECB が提示した時間軸に沿ってバランスシートが圧縮されるか定かではない。景気動向と金融環境次第ではこの時間軸が修正されることは十二分にあり得るし、追加の資産購入が実施される可能性も否定できない。同時に、バランスシートの圧縮に当たっては、PEPP と同時に実施されている APP との兼ね合いも問われてくる。なお APP に関しては、

図表6 ユーロシステムのバランスシート



2018年12月の理事会で当時のECBのドラギ元総裁が再投資の停止は最初の利上げの後になるという時間軸を示した。このAPPとPEPPの資産圧縮を同列に扱うのか、ないしは別に扱うのかに関して、ECBは回答を明示していない。

ECBの公表資料によると、2020年9月末時点でECBはPEPPにより5,672億ユーロの金融資産を購入したが、うち償却調整などを済ませた5,656億ユーロの90.2%に相当する5,101億ユーロが公債であった。この公債の満期償還までの平均残存期間は6.89年（適格債券は7.20年）である。他方、同時時点でECBはAPPのPSPPで公債を2兆4,048億ユーロ購入しており、平均残存期間は7.21年となっている。各国ごとに平均残存期間に相違はあるが、ECBの

意図というよりもむしろ流通している国債の年限の相違を反映したものと考えられる。

そもそも中銀にとって、いたずらなバランスシートの膨張の放置は将来的な通貨価値の下落リスク、加盟各国の財政運営の弛緩リスク、ひいてはインフレ加速リスクなどを孕んでおり、本来ならば看過できない状態である。一方で急激なバランスシートの圧縮は、金融不安を招くリスクも存在する。また中銀のバランスシートの規模の適正水準がどの程度なのかに関しては、統一した見解は存在しない。PEPPにより一段と膨らんだバランスシートをどれくらいのスピードで、またどこまで縮小するか戦略対話に関しては、金融市場との間で今まで以上に慎重なコミュニケーションを要することになる

だろう。

IV. まとめに代えて

以上、本稿は、ECB が新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場の大混乱を受けて導入した PEPP の概要とその効果、問題点を整理してきた。コロナ禍が現在進行形である以上、PEPP の内容は APP と合わせて動的に変化していく。危機の初動対応として PEPP は大きな成果を上げた一方で、本稿が整理したように現段階でも様々な問題を抱えているものである。そうした諸問題は APP 以来の問題でもあるが、PEPP がそれらを一段と深刻にさせてしまったきらいは否めない。さらに時間の経過に伴い、金融や経済の条件が変わることで PEPP や APP が持つ問題や課題が変質していく可能性も十分に存在する。

田中 [2016] は APP に代表される ECB の非伝統的金融政策の最大の貢献はユーロ安にあると評価し、次いで金融市場と実体経済への好影響があったと整理する (ibid, p. 92)。それに対して今回の ECB の PEPP の最大の貢献はイタリア発の信用不安の鎮静化にあり、欧州の金融危機を未然に防いだことにある。投資家とのコミュニケーション不足から ECB 自らが信用不安を悪化させたきらいも否めないが、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う都市封鎖などで実体経済が急激に悪化する環境の下で、金融危機を未然に防いだ点に関して、繰り返しとなるが、PEPP には肯定的な評価が与えられるところに疑いの余地はない。

かつては通貨の価値と物価の上昇を安定化させる観点から、中銀による金融政策は政府から独立することが望ましいとされていた。しかし

ながら2008年秋の世界金融危機以降、程度の差を伴いながらも主要中銀は政策金利の非負制約に直面し、新たな金融緩和の一環として国債の買入という非伝統的金融政策を採用せざるを得なくなった。その結果、中銀は政府と接近し、これまで御法度とされた「財政ファイナンス」の領域にまで実質的には足を踏み込むに至っている。日銀のみならず米連銀 (FRB) や英中銀 (BOE) は、コロナ禍で国債の買入を増額して量的緩和を強化し、さらにはカナダ中銀や豪中銀、ニュージーランド中銀までもが新たに量的緩和に着手するなど、各国中銀のバランスシートはそろって膨張した。

このように財政拡張を金融緩和で支える構図をして、先進国の財政と金融のあり方の新常态 (ニューノーマル) と称しても過言ではないだろう。当然ながら、こうした関係ないしは立場を肯定的に位置付ける中銀は存在しない。他方で、国債の消化の確約こそが金融や通貨の安定に資する側面も否定できず、ECB を含めた各国中銀は、本来の責務ではないはずの国債市場の安定に努めなければならなくなっているという事実がある。とりわけ ECB は、複数の国の金融政策を司る中銀であり、本来なら禁じられているはずの財政ファイナンスに踏み込むにしても、加盟国間の公平性を担保しなければならないという他の主要中銀にはない制約を課されている。

実際にこうした新常态のなかでも、いわゆる財政ファイナンスの領域に近い経済ほど通貨価値の毀損リスクや物価上昇の加速リスクを負っていると判断されるなら、保守的な組織であるべき中銀はバランスシートの圧縮に戦略的に取り組む必要がある。将来的な金融不安ないしは景気低迷が予想されたときの追加緩和の「のり

代」を残しておくためにも、バランスシートの圧縮は肯定される。また紙幅の関係もあり本稿では議論の対象外となったマイナス金利政策との関係も、バランスシートの圧縮には問われてくる。いずれにせよ PEPP を実施したことにより、ECB が APP 以来直面する課題が一段と深刻なものになったことは間違いないと言えよう。

付記

本稿の執筆に当たっては、三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社調査部の廉了主席研究員及び株式会社第一生命経済研究所経済調査部の田中理首席エコノミストより数々のアドバイスを頂戴した。記して謝意を表するものである。無論、あり得る間違いの責任は全て筆者に帰する。

注

- 1) APP 導入の背景や制度設計に関しては田中 [2015] に詳しい。
- 2) 正確には ABSPP と CBPP III は2014年末に実施されており、これに PSPP が加わったことで15年3月より月額600億ユーロの APP が実施された。また CSPP は16年6月に導入された。
- 3) APP の再開に当たっては、フランソワ・ビルロワドガロー (François Villeroy de Galhau) 仏中銀総裁など ECB 理事会メンバーの3分の1が反対に回った。またサビーヌ・ラウテンシュレーガー (Sabine Lautenschläger) 独連銀副総裁が2年余りの人気を残して専務理事の職を辞した。
- 4) “ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP),” *ECB Press Release*, 18 March 2020.
- 5) ラガルド ECB 総裁は3月12日の記者会見での質問に対して、APP が「弾力性」を持つと繰り返し説明した一方で、それは「スプレッドを縮小するためのものではない (I said earlier on, using full flexibility, but we are not here to close spreads.)」とし、さらに「そうした機能や責務は ECB の範疇にない (This is not the function or the mission of the ECB)」と回答した。
- 6) 2012年7月26日にロンドンで開催された国際投資会議でのスピーチでの発言。
- 7) なお従来の APP からの変更点として、PEPP の買い入れ対象資産にはコマーシャルペーパー (CP) とギリシャ国債が含まれる。
- 8) Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020 on a Temporary Pandemic Emergency Purchase Programme (ECB/2020/17)
- 9) なお2016年3月の理事会の際に、当時の APP での資産購入額を月額600万ユーロから800億ユーロに引き上げたが、その際にドイツ債に限って建玉不足からこのルールを緩和し、上限を50%にしたことがある。
- 10) Buiter [2020] は現在の PSPP の仕組みだと各国中銀が自国の国債を購入することで生じた損失を負うことになるが、そのコストに耐え切れずにユーロシステム全体のシステミックな危機につながる危険性があると指摘している。
- 11) Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015; DECISION (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020.
- 12) ブルガリアは1997年にハイパーインフレ対策としてカレンシーボード制を導入、通貨レフの為替レートを当時のドイツマルク (現ユーロ) との間で固定した。通貨を安定させた対価として通貨政策と金融政策の裁量を失ったが、同時に政府支出にも強い制約が課されたためブルガリアの財政は健全化が進み、公的債務残高は GDP の2割程度と極めて少ない状況である (土田 [2020])。
- 13) なお ECB は2020年9月22日付のプレスリリースで、2021年より気候変動対策の資金調達に用いられるグリーン債を、APP や PEPP 下での資産購入の対象に加えると発表した。中銀もまた環境対策に貢献すべきだというラガルド ECB 総裁の強い意向が反映されたかたちである。本稿の議論の範囲を超えるが、本来ならグリーン債の購入は中銀による選択的信用割当制度に等しく、債券・金融市場全般への影響を含めて議論されるべき問題と言えよう。

参考文献

- 田中理 [2015] 「いよいよ始まった欧州の量的緩和」『月刊資本市場』No.356 (2015.4), pp.22-30.
- 田中素香 [2016] 「ECB の非標準的金融政策の評価をめぐって」『証券経済研究』第98号 (2017.6), pp.77-94.
- . [2020] 「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」『世界経済評論 web コラム』
- 土田陽介 [2020] 「バルカン半島にようやく訪れたユーロ拡大の波」『ロシア・ユーラシアの社会』1048号 (2020年1~2月), pp.XX-XX.
- Andrade, Philippe, Breckenfelder, Johannes, De Fiore, Fiorella, Karadi, Peter and Oreste Tristani. [2016] “The ECB’s Asset Purchase Programme:

- An Early Assessment,” *European Central Bank [ECB] Working Paper Series*, No 1956/September 2016.
- Belz, Sage, Cheng, Jeffrey, Wessel, David, Daniel Gros and Angela Capolongo. [2020] “What’s the ECB Doing in Response to the COVID-19 Crisis?,” *CEPS in Brief*, 2020, 26th May.
- Blanchard, Olivier. [2020] “Italy, the ECB, and the Need to Avoid Another Euro Crisis”, in Baldwin Richard and Beatrice Weder di Mauro eds., *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, a VoxEU.org eBook, 18th March, CEPR Press.
- Bofinger, Peter, Hellwig, Martin, Hüther, Michael, Schnitzer, Monika, Schularick, Moritz and Guntram Wolff. [2020] “The Independence of the Central Bank at Risk,” *VoxEU Columns*, 8th June 2020.
- Buiter, Willem. [2020] “**The Eurosystem: An Accident Waiting to Happen**,” *VoxEU Columns*, 1st October 2020.
- European Commission. [2020] “European Economic Forecast Autumn 2020,” *Institutional Paper 136*, May 2020.
- Perotti, Roberto. [2020] “The European Response to the COVID-19 Crisis: A Pragmatic Proposal to Break the Impasse,” *VoxEU Columns*, 21st April 2020.
- (三菱UFJリサーチ & コンサルティング株
調査部副主任研究員)