

ECBのコロナ危機対応策

伊豆 久

はじめに

新型コロナウイルス感染症の拡大は、冬を迎えて「第三波」の様相を呈している。なかでも欧州は感染拡大の著しい地域の一つであり、そうした状況を受け、ECB（欧州中央銀行）政策理事会は、今月にも追加的な対応策を発表する見込みである。

本稿では、これまでのECBのコロナ対応策の特徴を、日銀やFRBとの比較、またユーロ危機時との違いを念頭におきながら、整理することとする。

1 ユーロシステムの資産の推移

はじめに、リーマン・ショック前から現在までのユーロシステム（ECB＋ユーロ圏一九ヶ国中銀）の資産の推移を確認しておこう。

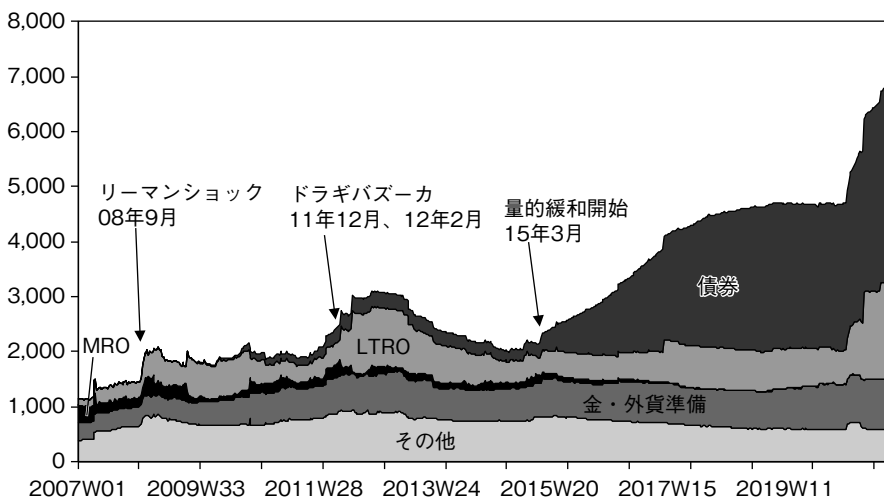
図表1からわかるのは、まず、リーマン・ショックとそれに続くユーロ危機には、基本的に、金融機関への貸出（MROとLTRO⁽¹⁾）に主として対応していることである。リーマン・ショックは、米国では短期の証券市場（MMFやCP市場など）の機能マヒの形で現れたため、FRBはそうした非銀行部門への資金供給を余儀なくされたのに対して、欧州では危機はあくまで銀行危機でありしたがって中央銀行の対応も銀行へ

の資金供給が中心となっている。

ギリシャ等の債務危機国の国債買入は、二〇一〇年五月から始まった。国債の買入は、図表1が示すように量的には限定的であったがECBにとって大きな転機であった。国債の買い切りオペは、FRBや日銀にとっては通常のオペであるが、ユーロ圏ではそれまで実施されたことがなかったからである。と言うのも、ユーロ圏では、制度上外貨準備を（財務省ではなく）中銀が保有することになっているため、従来から、通貨供給上も国債を買い入れる必要がなく、また、ドイツを中心に財政ファイナンスへの警戒感が非常に強い。流通市場での買入も、財政ファイナンスのリスクを高めるものとして忌避されてきたのである。それに、利回り（非信用リスク）の異なる加盟国国債の買入れ配分をどうするかという面倒な問題も生じる。

そのようなユーロ圏において、国債買入が量的にも大きなウエイトを占めるようになるのは、一五年三月のPSPP（Public Sector Purchase Programme：公的部門証券買入れプログラム）の開始からである。これは、金融危機

図表1 ユーロシステムの資産



(注) 10億ユーロ。2007年1月5日～2020年11月13日、週次。

(出所) ECB, Statistical Data Warehouse (Eurosystem consolidated statement) より作成。

や債務危機への対応というより、景気と物価の低迷に対応したものであり、FRBや日銀の量的緩和政策と共通する。ただし、ECBの場合、量的緩和政策に踏み切る前に、マイナス金利政策を開始しており（二〇一四年六月）、やはり国債の大量買入れは最後の手段に位置付けられていた⁽²⁾のである。

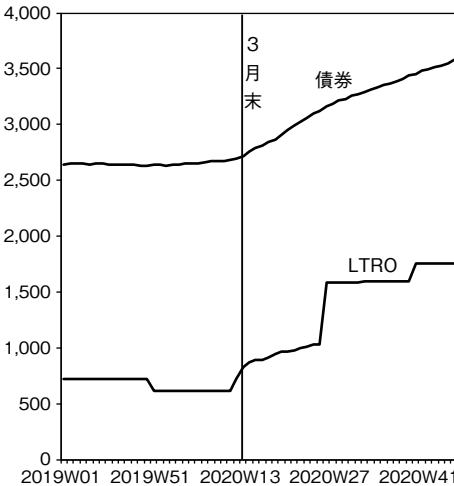
国債買入れ（PSPP）を中心とするAPP（Asset Purchase Programmes）⁽³⁾は、一時は月額八〇〇億ユーロにも達していたが、一七年四月から減額（テーパリング）を開始し、二〇一八年末には新規買入れを終了していた（当面の間、償還分を再投資し残高を維持）。しかし、一九年一月から月額二〇〇億ユーロで再開、そしてそこにパンデミックが発生したのである。

2 コロナ危機への対応と債券の買入れ

図表2は、図表1のうち、昨年一月からの債券とLTROそれぞれ個別の残高を取り出したものである。これを見ると、今年三月から買入れ債券と長期融資の残高が急増していることがわかる。まず、債券から見てみよう。

ECB政策理事会は、三月一二日に、二〇年末までの時限措置として、総計二二〇〇億ユーロ（月額一二〇億ユーロ）の債券買入れを決定した。昨年一月から再開しているAPP（月額二〇〇億ユーロ）への上乗せであり、中身はほぼ同じであるが、コロナ対応として一時的

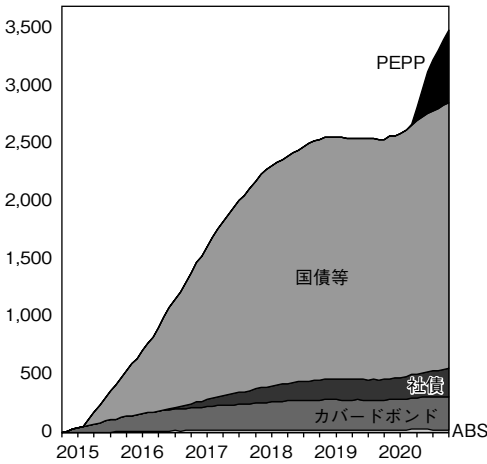
図表2 債券とLTROの推移（直近2年）



(注) 10億ユーロ。2019年1月4日～2020年11月13日、週次。

(出所) ECB, Statistical Data Warehouse (Eurosystem consolidated statement) より作成。

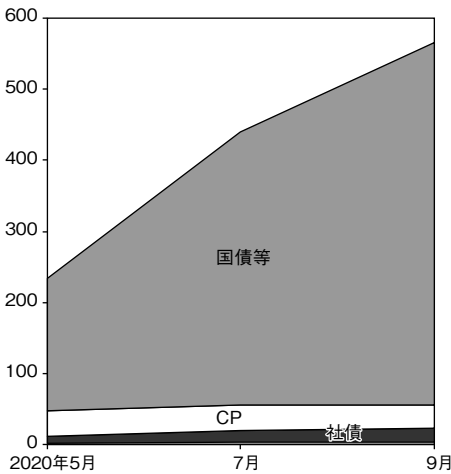
図表3 債券の内訳



(注) 10億ユーロ。2014年10月～2020年10月、月次。

(出所) ECB, History of cumulative purchase breakdowns under the APP, History of monthly net purchase under the PEPPより作成。

図表4 PEPPの内訳



(注) 10億ユーロ。2020年5月末、7月末、9月末。

(出所) ECB, History of PEPP purchases broken down by asset categoryより作成。

であることを強調したのである。

さらに同月一八日には、PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) として、コロナ危機の収束まで(少なくとも二〇年末まで)を期限とする総額七五〇億ユーロの債券買入れを決定した。そして六月四日に買入れ額を一三五〇億ユーロへと増額するとともにその期限を少なくとも二二年六月末までに延長している。PEPPの内訳を示したものが図表4であるが、APPと同様に国債がほとんどを占めているが、CPと社債も一定額買入れられていることがわかる。

つまり、現在のECBの債券買入れは、三つに区分されて実施されていることになる。一つは、APPのうち

の月額二〇〇億ユーロで、これはパンデミックに関係なく、政策金利引き上げの直前まで、すなわちマクロ的な経済環境の好転が見込めるまで相当の期間継続される予定のものである。もう一つがAPPの追加の月額一二〇億ユーロで、これはコロナ対応として今年一杯での終了が予定されている。ただし、この追加分では、民間部門のウエイトを高めることが明言されている。⁽⁴⁾ APPは注3で述べているように社債等を含んでいるが、それらの買入れを増やすということである。実際、図表3で足元で社債の買入れ残高がわずかながら上昇していることが確認できる。

そして、三つ目の債券買入れがPEPPであるが、APPの買入れ対象の配分が「キャピタル・キー」を原則としているのに対して、PEPPではより柔軟な配分を行うとしている点、また、APPでは対象外のギリシャ国債を含めている点が異なる。「キャピタル・キー」⁽⁵⁾とは、ユーロ圏加盟国のGDP比率と人口比率の平均によって算出される指標で、ECBへの出資比率、ユーロ圏金融政策における損益の分配比率等に用いられており、APPにおいても国債買入れの割当比率の基準とされている。⁽⁶⁾ PEPPでは、必ずしもそれにとらわれず必要に応じて買入れ国債の比率を調整するとしたわけである。

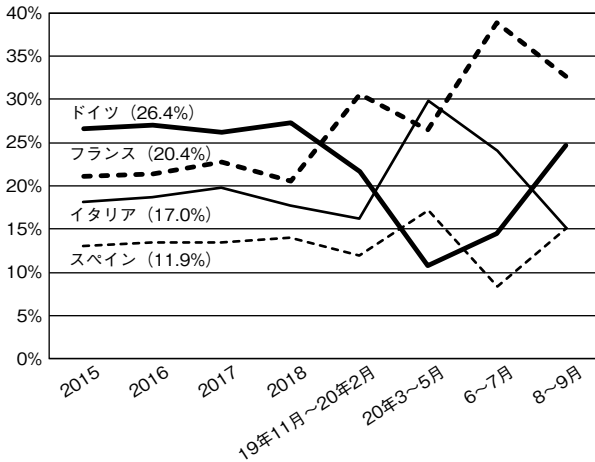
またギリシャ国債は、現在、格付けが投機的でECBの適格基準を満たしていないため、APPにおける買入れ対象から除外されている。⁽⁷⁾ しかしPEPPにおいては例外的にその対象に含めることにしたのである。では、実際の買入れ額はどのようになっていのか確認してみよう。

図表5 ECBのキャピタル・キー

	Capital Key	修正 Capital Key
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
ポーランド	6.0	—
オランダ	4.8	5.9
その他加盟国	27.7	18.4
計	100.0	100.0

(注) 2020年2月1日時点。「修正キャピタルキー」は非ユーロ圏分を除いたもの。
 (出所) ECB, "Capital subscription," January 30, 2020.

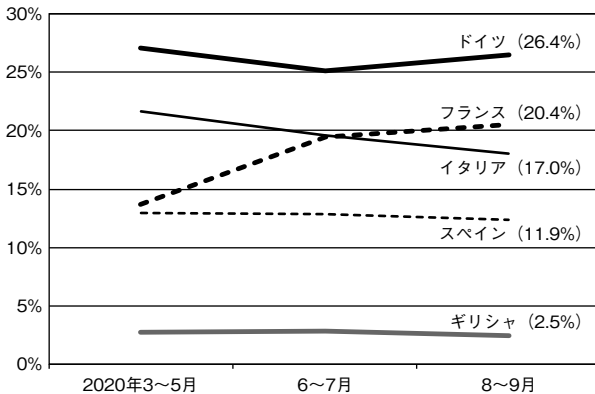
図表6 APPの国債買入れ比率



(注) 各期の新規買入れ額の各国別の比率。2019年1～10月は新規買入れ停止中。カッコ内は、各国のキャピタル・キー（ユーロ圏のみ、20年2月1日時点）。

(出所) ECB, Breakdown of debt securities under the Public Sector Purchase Programme より作成。

図表7 PEPPの国債買入れ比率



(注) 各期の新規買入れ額の各国別の比率。カッコ内は、各国のキャピタル・キー（ユーロ圏のみ、20年2月1日時点）。

(出所) ECB, History of public sector securities cumulative purchase breakdowns under the PEPP より作成。

図表6はAPP（PSSP）による各年・各期の国債の新規買入れ額における主要国国債の比率の推移を示したものである。これを見ると、従来（二〇一八年まで）は、かなり正確にキャピタル・キーに沿った買入れがなされていたのに対して、今年春（三～五月）にはイタリアの比率が急増しその後キャピタル・キーベースに落ち着いていること、またフランスの比率が高いことがわかる。

PEPPにおける国債買入れについても同様に見てみると（図表7）、春に多かったイタリアがその後低下し、

フランスは春には基準値よりも低かったが夏には戻っており、おおむね図表6に示したAPPと同様の動きとなっている。また、APPでは対象外であったギリシャ国債の買入れも確認できる。

つまり、ECBは、APPはキャピタル・キーに従い、PEPPではより柔軟に運用すると表明しているものの、実際の運用では両者の区別は厳密ではなく、コロナ危機による長期金利の変動など各国国債市場の状況に合わせた買入れを行なっているものと推測される。

3 コロナ危機への対応〜マイナス金利での貸出

コロナ危機が発生しても、ECBは政策金利については変更していない。政策金利の中心であるMRO金利は二〇一六年三月以来のゼロを維持しており、DF（預金ファシリテイ）金利も昨年九月にマイナス〇・五%に引き下げたままである。マイナス金利のこれ以上の深掘りはむしろ副作用のほうが大きくなるからであろう。

他方で、TLTRO等の貸出金利をマイナスとすることで、大量の資金を供給している。それについて見てみよう。

LTROの一種であるTLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operation) とは、①貸出額を、個々の銀行の対民間向け融資純増額（ただし金融機関向けと住宅ローンを除く）にリンクさせることで、实体经济への直接的な資金供給を目指し、②通常のLTROよりも長期の資金を、③低利で供給する、という特別融資である。⁽⁹⁾ 図表8が示すように二〇一四年九月に三ヶ月ごとの計八回限定のオペとして実施されたが、一六年六月から第IIシリーズが、昨年九月から第IIIシリーズが始まり、その途中でコロナ危機が発生したことになる。

そこでECBは、その金利を大きく下げることによって供給額の拡大を図った。三月一二日には貸出金利を

図表 8 TLTROとPELTRO

	決定日	実施期間・回数	決定日・金利	満期	貸出総額
TLTRO I	2014年6月5日	2014年9月～16年6月、四半期ごとに8回	2014年6月5日・MRO金利+10bp 2015年1月22日・MRO金利	2018年9月	4,320億ユーロ
TLTRO II	2016年3月10日	2016年6月～17年3月、四半期ごとに4回	MRO金利、貸出実績によりDF金利	4年	7,402億ユーロ
TLTRO III	2019年3月7日	2019年9月～21年3月、四半期ごとに7回	19年9月12日・MRO金利、貸出実績によりDF金利	3年	1回目 (19年9月18日) 34億ユーロ
			20年3月12日・MRO金利-25bp、 貸出実績によりDF金利-25bp		2回目 (19年12月11日) 977億ユーロ
PELTRO	2020年4月30日	2020年5月～12月、ほぼ毎月7回	20年4月30日・MRO金利-50bp、 貸出実績によりDF金利-50bp	最初の3回：2021年9月 次の2回：2021年8月 最後の2回：2021年7月	3回目 (20年3月18日) 1,150億ユーロ
			MRO金利-25bp		4回目 (20年6月17日) 1兆3,084億ユーロ
					5回目 (20年9月23日) 1,745億ユーロ
					266億ユーロ

(注) DF (Deposit Facility)：中銀への翌日物預金金利。2014年6月のマイナス金利政策採用後、マイナスで推移している。

MRO金利：2016年3月以降、ゼロで推移。

(出所) ECB, Press Release: History of all ECB open market operations より作成。

△MRO金利―二五bp▽とし、四月三〇日にはさらに△MRO金利―五〇bp△へと押し下げているが、MRO金利はゼロであるため、銀行は借りるだけで利益が出る計算である。しかし実際は、剰余資金を中銀に預金したままだとDF金利（マイナス五〇bp）をチャージされてしまう。そこで、貸出実績によっては、そのDF金利よりもさらに低い金利での貸出を認めることで、実質においてもマイナス金利での貸出としたのである。その結果、六月一七日（TLTRO IIIの四回目）には一回のオペで一兆三千億ユーロという巨額の資金供給が実現している⁽⁹⁾。

また、四月三〇日には、PELTRO (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operation) という、マイナス二五bpでの貸出を、年内ほぼ月一回のペースで計七回行うことを発表した。これは、前述のTLTRO

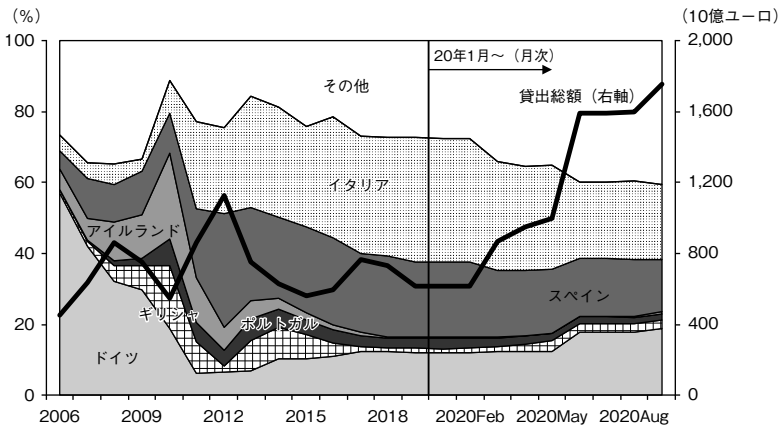
○Ⅲが三ヶ月に一回しか行われなかったため、その隙間を埋めることを目的としたものであるが、資金供給額としては七回合計で二六六億ユーロにとどまっている。先のTLTROⅢで当面の資金は確保され、また金利面でもメリットが感じられなかったためであろう。

4 貸出の国別構成

こうした貸出の結果は、ユーロ圏の中央銀行別ではどのように分布しているだろうか。ECBの金融政策を見る場合には、政策理事会での決定内容やユーロシステム全体としての（連結ベースでの）資産だけでなく、個別の加盟中銀単体のバランスシートの動きにも注意する必要がある。

図表9は、リーマン・ショック前からのユーロシステムの貸出（オペ）残高の加盟中銀別シェアを示したものである。これを見ると、当初は、その経済・金融市場の大きさを反映してドイツの比率が高いものの、次第にギリシャ、アイルランド、イタリアなど危機国での貸出が増えていくことがわかる。ECBで統一して決定されたオペでも、銀行の資金ニーズには国ごとの違いがあるからである。逆にドイツでは、質

図表9 貸出の各国別比率



(注) 貸出 = MRO + LTRO。2006年～20年9月末。19年末までは年次、20年1月からは月次。
 (出所) 2015年までは各中銀年次報告書より、16年以降は、ECB, Statistical Data Warehouse (Breakdown of the Eurosystem consolidated financial statement) より作成。

を目的としたものであるが、資金供給額として

への逃避」によって資金余剰状態となり中銀貸出は大きく減少している。

ところが、コロナ危機下ではそうした傾向が反転している。長く銀行の不良債権問題を抱えてきたイタリア、スペインの比率が低下し、ドイツや「その他」が増えている。これは、特定の国に集中して現れたユーロ危機とは対照的に、コロナ危機が広くユーロ圏全体を覆っていることを示している。

おわりに

以上見てきたように、コロナ危機に直面して、ECBは、本来のルールを超えて、投機的格付けのギリシャ国債を含めた大量の加盟国国債買入れに踏み切るとともに、銀行に対してマイナス金利での貸出を一兆ユーロ規模で実施している。

また、本稿では触れることができなかったが、財政面では、七五〇〇億ユーロ規模の復興基金についてEU首脳間での基本合意が成立し、現在その具体化にむけた議論が進められている。危機対応としての例外的措置が前例となって、財政統合に向けた大きな一歩となる可能性もあるように思われる。そうなれば、金融政策への過度の依存も幾分か是正されるであろう。

注

- (1) MRO (Main Refinancing Operation) は満期一週間、LTRO (Longer Term Refinancing Operation) は満期一ヶ月であったが、後者はユーロ危機への対応のなかで次第に長期化し、いわゆるドラギ・バズーカ(二〇一一年一二月と二二年二月)では満期三年、二〇一四年からのTLTRO (Targeted Longer Term Refinancing Operation: 本稿で

- はLTROを含む）では満期四年の貸出も実施されている。そうしたなか、かつては主たる資金供給手段であったMROの残高は非常に小さくなっている。
- (2) ECBの量的緩和政策については、拙稿「ECBの量的緩和政策」本誌二〇一八年八月号参照。
- (3) APPは、図表3が示すようにカバードボンド、社債、ABSの買入れプログラムを含むが、そのほとんどはPSPが占める。また、PSPは各国国債を主たる対象とするが、EU機関債（買入れ額の約一〇％）、各国地方債・政府機関債を含む。
- (4) ECB, Press Release: Monetary policy decisions, March 12, 2020.
- (5) キャピタル・キーは、非EU圏を含む全EU加盟国を対象に計算されているが、本稿で述べている国債買入れについては、当然ながら非EU圏は対象外である。なお、ブレグジットにともない、今年二月一日よりキャピタル・キーは英国（イングランド銀行）を除いたものとなっている。
- (6) ECBにおける国債買入れの割当、金融政策に関する損益の分配については拙稿「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」本誌二〇一七年六月参照。
- (7) 対照的に、前述の二〇一〇年五月に開始されたギリシャ等の国債買入れは、債務危機への対応であるため、当然ながら格付けに関係なく実施された。この国債買入れは二〇一二年九月の決定により終了しており、以降、満期をまっただ順次償還されている。現時点（二一月末）の残高は二八六億ユーロ（ECB, Terminated programme, Securities markets programme）。
- (8) 図表1～4は残高ベースであるが、図表6・7はフローベース。
- (9) 銀行の貸出増加額をベースとする資金供給という手法は、日銀が二〇一二年二月に導入した「貸出増加支援資金供

給」と同じである。

(10) 図表1、2、9のLTROの急増はこのオペによる。グラフ上の伸びが、一兆ユーロに満たないのは過去のオペの返済のため。

(い) ず ひさし・客員研究員