

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	欧州中央銀行の国債買入れ策の動向と課題
他言語論題 Title in other language	Issues on Quantitative Easing by the European Central Bank
著者 / 所属 Author(s)	鎌倉 治子 (KAMAKURA Haruko) / 国立国会図書館調査 及び立法考査局 財政金融課長
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	846
刊行日 Issue Date	2021-6-20
ページ Pages	53-80
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	欧州中央銀行は、2010 年以降、4 つの国債買入れプログラムを導入している。その導入の経緯、制度設計について解説する。プログラムに対するドイツ連邦憲法裁判所の訴訟についても紹介する。

* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

欧州中央銀行の国債買入れ策の動向と課題

国立国会図書館 調査及び立法考査局
財政金融課長 鎌倉 治子

目 次

はじめに

I 中央銀行の量的緩和政策とバランスシートの拡大

II ユーロ圏の金融政策の仕組み

1 EU の中央銀行制度の概要

2 マネタリー・ファイナンスの禁止

III 欧州中央銀行の国債買入れ策

1 証券市場プログラム (SMP) : 2010 年 5 月～2012 年 9 月

2 無制限国債買入れプログラム (OMT) : 2012 年 9 月～

3 公的部門買入れプログラム (PSPP) : 2015 年 1 月～

4 パンデミック緊急買入れプログラム (PEPP) : 2020 年 3 月～

IV 欧州中央銀行の国債買入れ策に対するドイツの訴訟

1 OMT に対する訴訟

2 PSPP に対する訴訟

V 国債買入れ策に係る欧州中央銀行の特有の困難

おわりに

キーワード : ECB、SMP、OMT、PSPP、PEPP、量的緩和、財政政策と金融政策の協調、
財政従属、財政ファイナンス、マネタリー・ファイナンス

要 旨

- ① 2008 年のリーマン・ショックに端を発した世界金融危機以降、主要先進国の中央銀行で、マイナス金利政策や量的緩和政策などの非伝統的金融政策が採用されている。非伝統的金融政策は、当初は、世界金融危機時に金融システムの安定化を目的として採用されたものが、その後の経済停滞が長引く中で定着し拡充されて、先進国に共通する政策となった。
- ② 非伝統的金融政策の 1 つである量的緩和政策が導入されてから、日米欧の中央銀行のバランスシートの規模は拡大している。さらに、2020 年に新型コロナウイルス感染症のパンデミックへの政策対応として金融市場への流動性供給を異例の規模で行ったことから、中央銀行のバランスシートの規模は急速な拡大を見せている。
- ③ バランスシートの急拡大の理由の 1 つは、中央銀行が国債買入れを拡大させているためであり、こうした状況について、実質的（de facto）にはマネタリー・ファイナンスの色彩が強まっているとの指摘が少なからず見られる。ただし、マネタリー・ファイナンスの定義は必ずしも明確でなく、外形的な状況をもってマネタリー・ファイナンスと判断し問題視することについては、慎重を期す必要がある。
- ④ 欧州中央銀行は、2010 年以降、4 つの国債買入れプログラムを導入しており、その制度設計に際しては、EU 条約が定めるマネタリー・ファイナンス禁止条項に抵触しないよう、制約が付されてきた。しかしながら、欧州中央銀行の国債買入れ策をめぐっては、ドイツ連邦憲法裁判所から、欧州中央銀行の責務の範囲の逸脱、マネタリー・ファイナンス禁止条項への抵触といった点について、疑念が呈されてきた。
- ⑤ 中央銀行による国債買入れ策の継続に関し、ユーロ圏は、日本や米国とは異なる特有の困難を抱えている。それは、ユーロシステムが分散的な体制であること、より根源的にはユーロ圏の財政が統合されていないことである。とりわけ、地域間財政調整の仕組みがないことが、欧州中央銀行の金融政策への負担を高めている。
- ⑥ パンデミック下における財政政策と金融政策の総動員は、パンデミックによる危機が終われば徐々に元に戻すのが正しい選択と考えられている。日本においても、政府による財政健全化への取組とともに、日本銀行の金融政策運営に係る議論の深まりが期待される。

はじめに

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックは、第2次世界大戦後で最大の経済的ショックを世界にもたらした。国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）によれば、2020年の世界全体の実質経済成長率は-3.3%で、前年（2.8%）からの下落幅は6%ポイントを超えている⁽¹⁾。

パンデミックへの政策対応のため、各国の政府と中央銀行は、協調して⁽²⁾政策を総動員している。政府は、未曾有の規模で財政支出を拡大して感染症対策や経済対策を講じており⁽³⁾、その結果、債務残高が増加している。中央銀行は、国債買入れ策を含め金融市場への流動性供給を異例の規模で行っており、バランスシートが急速に拡大している。

中央銀行が国債を買い入れることには、それが流通市場からの買入れであっても、マネタリー・ファイナンス（monetary finance. 財政ファイナンスともいう。）との批判がきまとう。とりわけ、パンデミック対応のための大規模の買入れについては、世界金融危機後の量的緩和というより、実質的（de facto）にマネタリー・ファイナンスの色彩が強まっているとの指摘が少なからず見られる⁽⁴⁾。

本稿の目的は、日本銀行や米国連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）と並ぶ主要な中央銀行の1つである欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）に着目し、その国債買入れ策の経緯と動向を紹介することである。まず、Iでは、世界金融危機以降、量的緩和策の導入によって、日米欧の中央銀行のバランスシートが拡大していることを確認する。IIでは、ECBの金融政策を概観する。IIIでは、ECBの国債買入れ策について、制度の変遷、特徴、買入れ実績等を述べる。IVでは、ECBの国債買入れ策に対するドイツ連邦憲法裁判所の訴訟を確認する。Vでは、国債買入れ策に係るECB特有の課題等を述べる。

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2021年5月17日である。

- (1) International Monetary Fund, "World Economic Outlook," 2021.4, p.128. <<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/April/English/text.ashx>>
- (2) G20 財務大臣・中央銀行総裁会議は、パンデミック及びコロナショックに対応するため、あらゆる政策手段を講ずることを確認し、2020年4月15日にG20行動計画を策定している。「20 各国財務大臣・中央銀行総裁会議 声明（仮訳）（2020年4月15日）」財務省 HP <https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_200415.htm> を参照。
- (3) コロナショックに対する各国の対応について、国立国会図書館調査及び立法考査局「新型コロナウイルス感染症への政策対応—主要国の経済対策の概要—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1111, 2020.9.8. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11537739_po_1111.pdf?contentNo=1>; 大森健吾「パンデミックへの政策対応と金融システムの安定性—コロナショックは金融危機に発展するのか?—」『レファレンス』838号, 2020.11, pp.49-69. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11573535_po_083803.pdf?contentNo=1> を参照。また、日本経済への影響について、小池拓自「新型コロナウイルス感染症と日本経済—家計及び企業部門への影響と政策対応—」『レファレンス』840号, 2021.1, pp.3-26. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11623233_po_084002.pdf?contentNo=1> を参照。
- (4) 例えば、欧州中央銀行（ECB）について言及したものとして、渡辺浩志「欧州型の財政ファイナンスとその破綻の引き金」『Special Report』2020.7.6. <https://www.sonyfh.co.jp/ja/market_report/pdf/sp_200706_01.pdf>; 日本銀行と米国連邦準備制度理事会（FRB）について言及したものとして、早川英男「コロナ・ショック下の金融と経済（第2回）コロナ禍で変わる中央銀行の役割」2020.7.15. 東京財団政策研究所 HP <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3486>> 等。

I 中央銀行の量的緩和政策とバランスシートの拡大

世界金融危機以降、主要先進国の中央銀行で、マイナス金利政策や量的緩和政策などの非伝統的金融政策⁽⁵⁾が採用されている。非伝統的金融政策は、当初は、世界金融危機時に金融システムの安定化を目的として採用されたものが、その後の経済停滞が長引く中で定着し拡充されて、先進国に共通する政策となった。非伝統的金融政策の1つである量的緩和政策が導入されてから⁽⁶⁾、日米欧の中央銀行のバランスシートの規模は拡大している。さらに、2020年に新型コロナウイルス感染症のパンデミックへの政策対応として金融市場への流動性供給を異例の規模で行ったことから、バランスシートの規模は急速な拡大を見せている（図1）。

パンデミックへの政策対応のため、主要国では、中央銀行が国債買入れ策を含む各種の流動性供給策を実施する一方で、政府は未曾有の規模で財政支出を拡大し、感染症対策や経済対策を講じてきた。財政支出の拡大は、政府の財政収支を大幅に悪化させ、債務残高を拡大させている（図2・図3）。IMFの報告書（2020年10月発行）によれば、2020年2月以降に発行された国債のうち中央銀行買入れ分の割合は、日本銀行が75%、ECBが71%、FRBが57%に上る⁽⁷⁾。中央銀行のバランスシートが急拡大している理由の1つは、中央銀行が国債買入れを拡大させているためである。中央銀行による国債の大量買入れは国債金利の低位安定に寄与しており、こうした状況について、世界金融危機後の量的緩和というより、実質的にはマネタリー・ファイナンスの色彩が強まっているとの指摘が少なからず見られる⁽⁸⁾。なお、当然のことながら、中央銀行がマネタリー・ファイナンスを明示的に認めることは決してないとも考えられている⁽⁹⁾。

(5) 非伝統的金融政策とは、伝統的な政策手段である政策金利がゼロ%近くまで到達した後に、更なる緩和効果を追求する政策の総称である。非伝統的政策手段には各種の類型があるが、その一例として、「金利政策」と「バランスシート政策」に分類する考え方がある。「金利政策」には、政策金利の道筋を中央銀行が事前に公表することにより人々の期待に働きかける「政策金利に関するフォワード・ガイダンス」や、政策金利を0%未満に引き下げる「マイナス金利政策」が含まれる。「バランスシート政策」には、長期国債の買入れを含む「公債管理的政策」、民間発行証券の買入れや民間金融機関への直接的な資金貸出しを含む「信用緩和政策」、将来のバランスシート政策の道筋について中央銀行が事前に公表する「バランスシートに関するフォワード・ガイダンス」等が挙げられる（Claudio Borio and Anna Zabai, “Unconventional monetary policies: a re-appraisal,” *BIS Working Papers*, No.570, 2016.7. <<https://www.bis.org/publ/work570.pdf>>）。近年の主要な中央銀行による非伝統的金融政策については、大森健吾「異次元金融緩和をめぐる論点—黒田総裁下の5年間を振り返って—」『レファレンス』808号, 2018.5, pp.25-45. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11095236_po_080802.pdf?contentNo=1>; 良永晃子「米欧英の非伝統的金融政策と出口の動向」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.996, 2018.2.1. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11037889_po_0996.pdf?contentNo=1>; 内閣府「第1章 世界経済の減速と金融政策の課題」『世界経済の潮流』2019年Ⅱ号, 2020.2, pp.94-117. <https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa19-02/pdf/s2-19-1-2-2.pdf>等を参照。

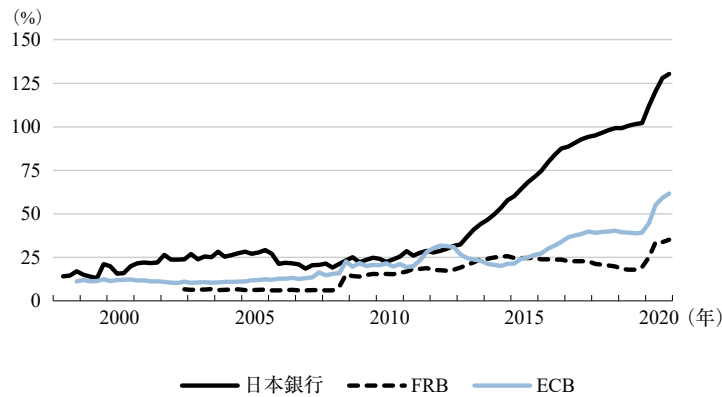
(6) 量的緩和政策が導入されたのは、日本は2001年、米国は2008年、欧州は2015年である。日本では、黒田日本銀行総裁の下で、いわゆる異次元緩和が2013年に導入されて以降に、バランスシートの規模が顕著に拡大している。なお、FRBが2008年に導入した量的緩和第1弾について、バーナンキ元FRB議長は、量的緩和ではなく信用緩和と表現している（Ben S. Bernanke, “The Crisis and the Policy Response,” January 13, 2009. FRB website <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>>; 翁邦雄『金融政策のフロンティア』日本評論社, 2013, pp.105-106）。

(7) IMF, *Fiscal Monitor*, 2020.10, p.2. <<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2020/October/English/text.ashx>>

(8) 渡辺 前掲注(4); 早川 前掲注(4)参照。

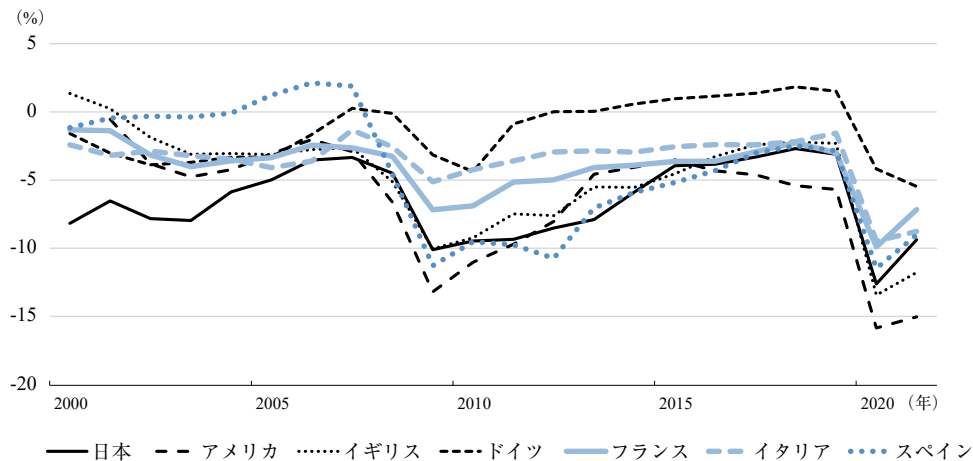
(9) 早川 同上

図1 日米欧の中央銀行のバランスシートの推移（対 GDP 比）



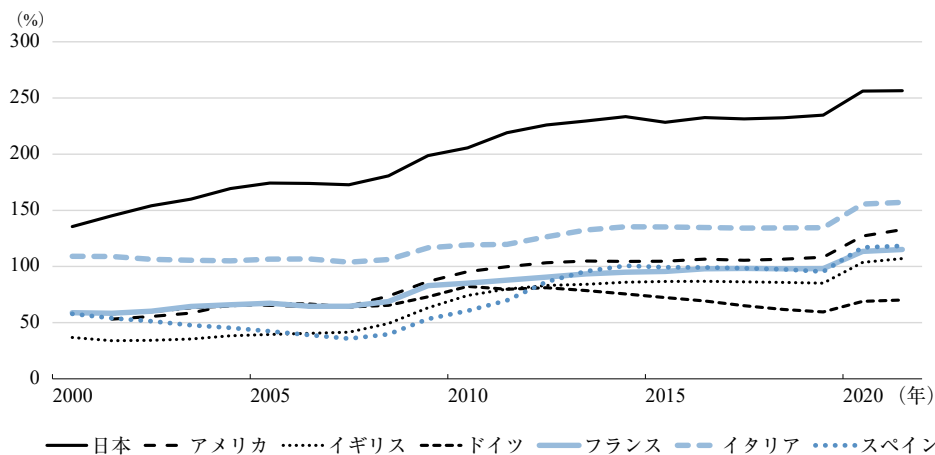
(出典) 日本銀行時系列統計データ検索サイト <<https://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>>; 内閣府国民経済計算(GDP統計) <<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>>; Board of Governors of the Federal Reserve System website <<https://www.federalreserve.gov/data.htm>>; BEA Data website <<https://www.bea.gov/data>>; ECB Statistical Data Warehouse website <<http://sdw.ecb.europa.eu/>> を基に筆者作成。

図2 主要国の一般政府財政収支の推移（対 GDP 比）



(出典) International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database: April 2021*. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>> を基に筆者作成。

図3 主要国の一般政府債務残高の推移（対 GDP 比）



(出典) International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database: April 2021*. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>> を基に筆者作成。

「マネタリー・ファイナンス」の定義については、必ずしも明確なコンセンサスはない⁽¹⁰⁾が、一般的には、政府の支払い能力の低下を、中央銀行の大幅な貨幣供給に伴う通貨発行益によって穴埋めする政策⁽¹¹⁾と解されており、具体的には、中央銀行による国債の直接引受け又は政府への貸付けのことと解されている⁽¹²⁾。

マネタリー・ファイナンスが激しいインフレを引き起こしてきた事例は多く⁽¹³⁾、このため、マネタリー・ファイナンスは通常は禁じ手とされている。日本では、日本銀行による国債の直接引受けと政府に対する貸付けは、原則として禁止されている（財政法第5条）。米国、ドイツ、フランスでも同様に、マネタリー・ファイナンスが原則として禁止されている（ユーロ圏についてはⅡ 2 参照）⁽¹⁴⁾。

マネタリー・ファイナンスがインフレを引き起こすメカニズムについては、ウォレス＝サージェントの「マネタリストの不快な算術」というモデルが良く知られている⁽¹⁵⁾。通常は、中央銀行が政府とは独立して金融政策を行い（政府は中央銀行から提供される通貨発行益を所与として財政政策を行うという意味で、金融政策が財政政策を支配（dominate）している状態）、財政赤字は国債発行と通貨発行益でファイナンスされる。このモデルにおける重要な設定は、臨界点の存在を仮定していることである。すなわち、政府債務の対 GDP 比のどこかに臨界点（上限）があり、臨界点を超えて債務が増大すると誰も国債を保有しなくなることを仮定している。臨界点を超えるような非常事態下では、中央銀行が国債を受動的に買い入れるしかなくなり（金融政策が財政政策に支配される「財政従属（fiscal dominance）」の状態）、増大した貨幣供給がインフレを引き起こす⁽¹⁶⁾。

財政従属に係る過去の教訓から、先進国の中央銀行には、程度の差はあれ、金融政策運営に関して政府からの独立性が認められている。他方で、金融政策と財政政策は、必ずしも明示的

(10) マネタリー・ファイナンスを定義することの困難さをめぐっては、例えば次のような議論が提起されている。

①マネタリー・ファイナンスを「中央銀行による国債の直接的な引受け」と捉える場合、日本銀行は、日銀乗換え（償還金を借換債に振り替える措置）によって、既に半世紀近くにわたってマネタリー・ファイナンスを行ってきたことになる。②マネタリー・ファイナンスの議論のポイントが、直接引受けの是非ではなく市場からの国債買入れの是非であれば、金融調節上の必要から行われている国債の買入れそのものをマネタリー・ファイナンスと呼ぶことには無理がある。③更に範囲を限定して、財政支出の増加に伴う国債の増発と同時並行で中央銀行による国債買入れの増額が行われることをもってマネタリー・ファイナンスと呼ぶ整理もできるが、この観点からは、少なくとも、財政収支の増加が見られなかった 2014 年度から 2018 年度にかけては、日本ではマネタリー・ファイナンスが行われたことはなく、もし仮にこの期間に財政規律の弛緩が生じたということであれば、その原因は金融緩和ではなく消費増税にあることになる。中里透「コロナ禍と日本経済―「財政ファイナンス」について考える―」『SYNDOS』2020.8.19. <<https://synodos.jp/economy/23771>>

(11) 白川方明「財政の持続可能性―金融システムと物価の安定の前提条件―（フランス銀行「Financial Stability Review」（2012 年 4 月号）掲載論文の邦訳）」2012.4.21, p.2. 日本銀行 HP <https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120422a1.pdf>

(12) マネタリー・ファイナンスとおおむね同義の語として、ヘリコプターマネー等がある。白井さゆり『超金融緩和からの脱却』日本経済新聞出版社、2016, p.254.

(13) カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（村井章子訳）『国家は破綻する―金融危機の 800 年―』日経 BP 社、2011, pp.193-204.（原書名：Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.）

(14) イギリスでは、法令上禁止されていないが、実際には行われていない。小村武『予算と財政法 5 訂版』新日本法規出版、2016, p.139.

(15) T. J. Sargent and N. Wallace, "Some unpleasant monetarist arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol.5 no.3, 1981, pp.1-17.

(16) 宮尾龍蔵「金融緩和長期化の財政への影響」『同志社商学』70(6), 2019.3, pp.759-760. <https://doshisha.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=26493&item_no=1&attribute_id=28&file_no=1> なお、近年では、財政政策が物価水準を定めると説く理論仮説として、「物価水準の財政理論（fiscal theory of the price level）」も注目されている。

な形ではなくとも同じ方向性（緩和的又は引締め的など）を向いている方が、政策効果が高まるとも考えられている⁽¹⁷⁾。また、近年では、世界金融危機以降の長期停滞（secular stagnation）とも呼ばれる経済不振の下で、政府と中央銀行の明示的な協調を求める各種の提案も登場している⁽¹⁸⁾。

なお、中央銀行による国債の直接引受けによってではなく、流通市場からの国債の買入れによって、外形的にマネタリー・ファイナンスとみなされ得る状況が出現している場合に、それをマネタリー・ファイナンスであると断じること、そしてそのような状況を直ちに問題視することについては、慎重を期す必要がある⁽¹⁹⁾が、本稿では学術的な詳細には立ち入らず、外形的な状況に着目して、以下の論を進めることにする。

Ⅱ ユーロ圏の金融政策の仕組み

1 EU の中央銀行制度の概要

EU の中央銀行制度の特徴は、① EU 全体の制度である欧州中央銀行制度（European System of Central Banks: ESCB）と単一通貨ユーロ参加国⁽²⁰⁾（以下「ユーロ圏」という。）の中央銀行制度である「ユーロシステム（Eurosystem）」との言わば2層制度になっていること、② ECB と EU 加盟国⁽²¹⁾（ユーロシステムの場合はユーロ圏）各国の中央銀行とで構成された「分散型」の制度であることである⁽²²⁾（図4）。EU では、財政は統一されておらず、EU 加盟国が協調しつつ各国政府の責任で財政政策を行う。これに対し、金融政策はユーロ圏では統一されており、ECB が政策の意思決定を担う一方で、ユーロ圏各国の中央銀行が政策に基づいたオペレーションの実行を担う。

以下では、ユーロ圏の金融政策を中心に、本稿で必要な範囲で制度を概観する。なお、ユーロ圏の金融政策に関しては、ESCB、ユーロシステム、ECB の用語はほぼ同義で使用されることから、Ⅲ章以降では、特に必要な場合を除いて ECB の語を用いる。

(17) 中央銀行の立場からの見解を紹介したものとして、白井 前掲注(12), pp.292-295.

(18) 長期停滞下における財政・金融政策運営をめぐる近年の議論については、大森健吾「財政政策と金融政策の協調をめぐる議論—MMT その他の提案の論点—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No.1062, 2019.6.26. <https://ndl.go.jp/view/download/digidepo_11298315_po_1062.pdf?contentNo=1>; 財務省「わが国財政の現状等について」（財政制度審議会財政制度分科会（平成31年4月17日開催）資料1）2019.4.17. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_fiscal_system/proceedings/material/zaiseia310417/01.pdf> に詳しい。

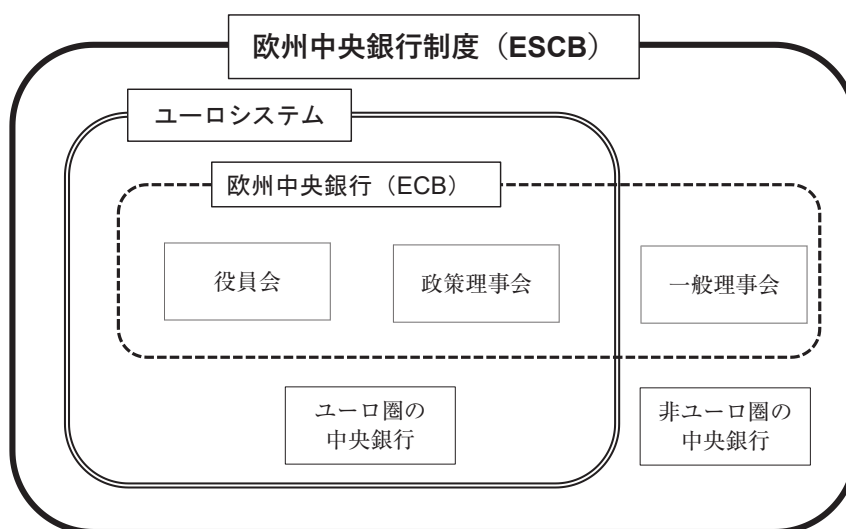
(19) 中里 前掲注(10)

(20) 2021年3月時点で以下の19か国。オーストリア、ベルギー、キプロス、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペイン。なお、2020年7月にブルガリアとクロアチアがユーロ導入の前提条件に当たる為替相場メカニズム（ERM II）に参加した。両国の中央銀行は最短で2023年にユーロシステムに入り、ユーロを導入すると見られる（「ブルガリア・クロアチア：ユーロ導入へ準備」『毎日新聞』2020.7.12.）。

(21) 2021年3月時点で27か国。

(22) 本節の記述については、主に、河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会, 2015; 白井 前掲注(12); 唐鎌大輔『ECB 欧州中央銀行—組織、戦略から銀行監督まで—』東洋経済新報社, 2017; 田中素香ほか『現代ヨーロッパ経済 第5版』有斐閣, 2018 によった。

図4 欧州中央銀行制度のイメージ



（出典）筆者作成。

（1）欧州中央銀行制度とユーロシステム

欧州中央銀行制度（ESCB）と欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ圏の中央銀行機能を担う主体として、1999年1月のユーロ導入に先立ち、1998年6月に設立された。1993年発効のマーストリヒト条約（Treaty of Maastricht）及び同条約に附属する欧州中央銀行制度・欧州中央銀行法（Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank）がその根拠規定である^{（23）}。ESCBは、EU加盟国の中央銀行によって構成される。

ESCBの中で、ECBとユーロ圏各国の中央銀行とで構成される部分は、ユーロシステムと呼ばれる。ユーロ圏各国は独自の金融政策を放棄しており、ユーロ圏の金融政策はユーロシステムを通じて単一の金融政策として行われる。

（2）金融政策の意思決定と実施

ユーロ圏の金融政策について意思決定を行うのがECBである。金融政策の決定は、ECBの最高意思決定機関である政策理事会（Governing Council）が行う（EU運営条約第129条第1項）。政策理事会は、ECBの役員会（Executive Board. ECB正副総裁と理事4名から成る）の構成員6人と、ユーロ圏各国の中央銀行総裁から構成される^{（24）}。実態としては、政策理事会は、ドイツ、オランダなど財政規律を重視するいわゆる「タカ派」、南欧諸国などの「ハト派」、中間派に分かれている^{（25）}。

政策理事会の決定に従って、金融政策上のオペレーションを実行するのはユーロ圏各国の中央銀行である。このように、ECBと各国中央銀行との「分散型」の体制となっていることが、ユーロシステムの大きな特徴である。

^{（23）} 現在では、EU条約（Treaty on European Union）及びEU運営条約（Treaty on the Functioning of the European Union）並びにこれらに附属する第4議定書（欧州中央銀行制度・欧州中央銀行法）に規定されている。

^{（24）} ユーロ参加国が19か国になった2015年から輪番制が採用され、金融政策の決定は、役員会6名と15名の各国中央銀行総裁の21名により、単純多数決で行われる。

^{（25）} 田中ほか 前掲注^{（22）}, p.129.

(3) 金融政策目標

ユーロシステムの責務 (mandate) は、物価安定の維持である⁽²⁶⁾。また、この物価安定目標を損なわない限りにおいて、EU の一般的な経済政策を支援することとされている (EU 運営条約第 127 条第 1 項⁽²⁷⁾)。現在は、物価安定の目標として、ユーロ圏の消費者物価指数 (Harmonised Index of Consumer Prices: HICP) の対前年比を「中期的に 2% 未満でその近辺 (below, but close to, 2% over the medium term)」に維持することが掲げられている。

(4) 金融政策の手段

ユーロシステムは、伝統的には、短期市場金利を事実上の操作目標金利とし、3 種類の金利を定めることで、金融政策を行ってきた。3 種類の金利とは、①限界貸出ファシリティ金利 (marginal lending facility rate)⁽²⁸⁾、②預金ファシリティ金利 (deposit facility rate)⁽²⁹⁾、③主要リファイナンス・オペ金利 (main refinancing operations (MRO) rate) である⁽³⁰⁾。限界貸出ファシリティ金利は上限、預金ファシリティ金利は下限の役割を果たし、この 2 本の金利に挟まれた範囲 (コリドー) の間で、誘導目標である主要リファイナンス・オペ金利の近傍で短期市場金利が推移するのが常であった。

欧州債務危機後の低成長・低インフレの経済状況の下で、ユーロシステムは非伝統的金融政策に本格的に踏み切った。具体的には、2014 年 6 月にはマイナス金利政策 (図 5 参照) を、2015 年 1 月には国債買入れ策を中心とする量的緩和政策を導入した (バランスシートの推移について、図 6 参照)⁽³¹⁾。なお、世界金融危機以降は、短期市場金利は主要リファイナンス・オペ金利を常態的に下回るようになり、従来は下限として機能してきた預金ファシリティ金利が、主要リファイナンス・オペ金利に代わって強い指標性を持つようになっている⁽³²⁾。

(26) 日本銀行や ECB を始めとする主要な中央銀行は、金融政策の運営に当たって「物価の安定」のみを責務としており、例外的に、FRB は、「物価の安定」及び「雇用の最大化」の 2 つの法的責務を担っている (デュアル・マンデート)。ただし、近年、他の経済指標の改善に伴って起こるべき物価上昇が生じない例も少なからず見られたこと等から、FRB 以外でも、金融政策の運営に当たって、失業率等を含めた総合的な政策判断が行われる傾向にある。良永 前掲注(5), p.2. なお、ニュージーランド中央銀行には 2019 年 4 月からデュアル・マンデートが課されている (Reserve Bank of New Zealand Act 1989, Section 1A. <<https://www.legislation.govt.nz/act/public/1989/0157/latest/DLM199364.html>>).

(27) 法文上の主語は「ユーロシステム」ではなく「ESCB」である。これは、全ての EU 加盟国が最終的にユーロを導入することを前提にしていたからである。

(28) 金融市場で資金調達が困難になった市中銀行が、ユーロシステムから資金をオーバーナイトで借り入れる際の金利。

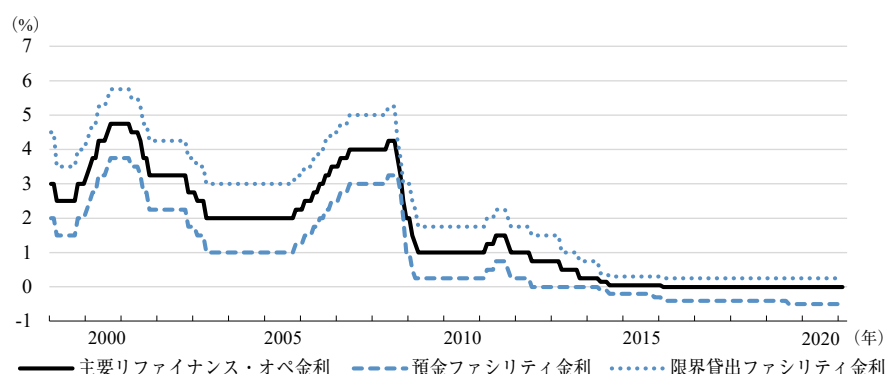
(29) 金融市場で借り手が見つからない場合に、市中銀行がユーロシステムにオーバーナイトで預け入れる際の金利。

(30) ユーロシステムが定期的に行う公開市場操作 (主要リファイナンス・オペ、長期リファイナンス・オペ) のうち、主要リファイナンス・オペに適用される金利。

(31) 田中理「いよいよ始まった欧州の量的緩和」『資本市場』No.356, 2015.4, pp.22-30. <<http://www.camri.or.jp/files/libs/405/20170327155612226.pdf>>

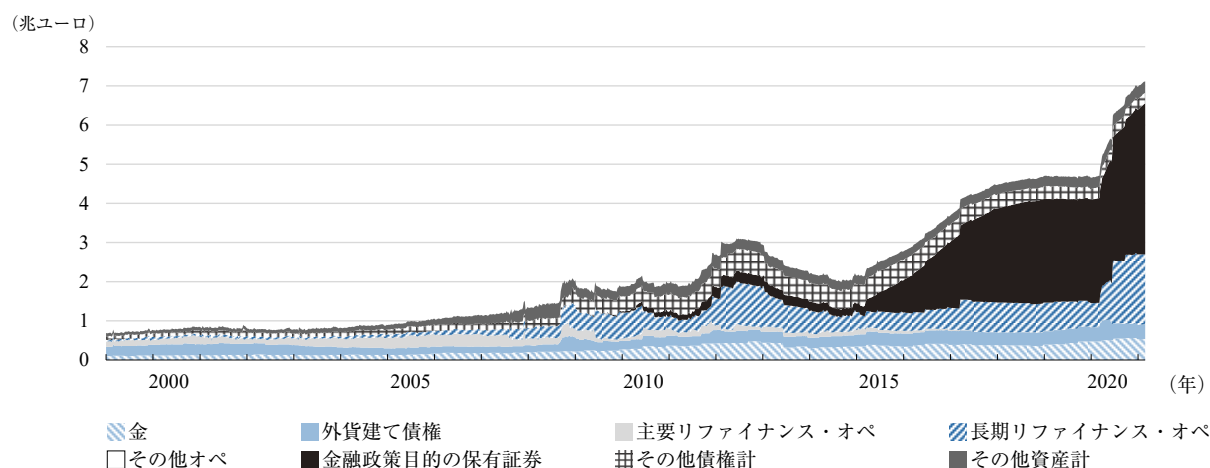
(32) 唐鎌 前掲注(22), p.140.

図5 ECBの政策金利の推移



(出典) ECB Statistical Data Warehouse website <<http://sdw.ecb.europa.eu/>> を基に筆者作成。

図6 ECBのバランスシート（資産側）の推移



(出典) ECB Statistical Data Warehouse website <<http://sdw.ecb.europa.eu/>> を基に筆者作成。

(5) ECBの出資の割当及び純損益の分配

ECBは、EUに加盟する各国（ユーロ非参加国を含む。）の中央銀行の出資によって設立されている。各国中央銀行の出資比率（capital key）は、人口とGDPに応じて定められる（表1）。拠出割当額の総額は、2020年12月時点で108.3億ユーロ（実際の払込済資本は76.6億ユーロ）である。

表1 ECBへの主要国の出資比率（2020年2月1日時点）

国	EU全体での出資比率（%）	ユーロ圏での出資比率（%）
ドイツ	21.4394	26.3615
フランス	16.6108	20.4243
イタリア	13.8165	16.9885
スペイン	9.6981	11.9246

(注) ECBの国債買入れ策において買入れ枠の割当等を使用されるのは、ユーロ圏での出資比率である。

(出典) “Capital subscription.” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>> を基に筆者作成。

ECBの純損益は、ユーロ圏各国の中央銀行に、出資比率に応じる形で次のとおり配分される（非ユーロ圏の中央銀行には配分されない。）⁽³³⁾。純利益は、まず一定部分（20%を超えない金額で政策理事会が決定した額）がECBの一般準備金（general reserve fund）に振り替えら

れ（払込資本額の 100% まで）、残余の純利益が各国中央銀行に出資比率に応じて分配される。ECB が損失を被った場合には、純損失は、ECB の一般準備金と相殺され、必要に応じて、政策理事会の決定に基づき、各国中央銀行の出資比率に応じて（出資額を上限とする。）当該年度の各国中央銀行の収入と相殺することができる（ECB の国債買入れ策に係る損失の分配については後掲表 4 参照）。

2 マネタリー・ファイナンスの禁止

ECB 及びユーロ圏各国中央銀行による国債の直接引受けは、EU 運営条約第 123 条により禁じられている。

この規定は、同条約第 8 編「経済・金融政策」のうち、金融政策について定めた第 2 章ではなく、経済政策について定めた第 1 章に置かれている。具体的には、「健全な公共財政」（第 119 条 3 項）という原則の下で、① ECB 又は各国中央銀行によるマネタリー・ファイナンスの禁止（第 123 条）、② EU 又は加盟国による金融機関への特権的アクセスの禁止（第 124 条）、③ EU 又は加盟国による他加盟国の債務引受けの禁止（第 125 条）といった各国政府の救済を禁止する規定に加えて、④過剰な財政赤字を禁止する規定（第 126 条）が置かれている。財政が統一されていない EU にあっては、物価安定へのリスクを限定的にするためには、各国政府において健全な財政運営が確実に行われることが、通常の場合よりも重要であるとされる⁽³⁴⁾。

Ⅲ 欧州中央銀行の国債買入れ策

このように、マネタリー・ファイナンスの禁止が EU 運営条約で規定されている一方で、ECB は、現在までに 4 つの国債買入れ策、すなわち、①証券市場プログラム（Securities Markets Programme: SMP）、②無制限国債買入れプログラム（Outright Monetary Transactions: OMT）、③公的部門買入れプログラム（Public Sector Purchase Programme: PSPP）、④パンデミック緊急買入れプログラム（Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP。正確には、PEPP のうち、公的部門買入れプログラムに相当する部分）を導入してきた（表 2・表 3 参照）。

それぞれの特徴を簡潔に述べれば、① SMP はごく小規模な先駆的プログラム、② OMT は実際の発動なしに欧州債務危機を鎮静化させた象徴的なプログラム、③ PSPP は量的緩和政策として実施された大規模なプログラム、④ PEPP は量的緩和政策の下でパンデミックへの危機対応として導入された柔軟性のあるプログラムと言えよう。

以下では、各プログラムの導入の経緯と制度の概要を紹介する。その中で、マネタリー・ファイナンス等の批判に対応する形で、ECB が買入れ方法に様々な制限を追加してきたことを確認する。なお、ECB が各国の国債を発行市場で買い入れることは禁じられていることから、いずれのプログラムについても、買入れは流通市場で行われている。

⁽³³⁾ 欧州中央銀行制度・欧州中央銀行法第 33 条及び第 32 条第 5 項。伊豆久「ECB の量的緩和と国債保有・損益負担」『証研レポート』1702 号、2017.6、pp.14-26。<https://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1702/1702_02.pdf>; 山口綾子「欧州中央銀行システムについて―単一通貨ユーロを支えるシステムとその課題―」『Newsletter』2012(19)、2012.7.27。<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2012/NLNo_19_j.pdf> 等を参照。なお、ECB への出資比率は、金融政策運営に限らず、欧州債務危機の節目でしばしば利用されてきた。唐鎌 前掲注(22)、pp.80-81。

⁽³⁴⁾ 河村 前掲注(22)、pp.99-102。

表2 ECBによる国債買入れ策等の主な変遷

年月日 ^(注1)	国債買入れ策等	資産買入れ額
2010年5月10日	証券市場プログラム（SMP）を導入	
2011年3月	SMPを事実上一時停止	
2011年8月4日	SMPを再開	
2012年9月6日	無制限国債買入れプログラム（OMT）を導入し、SMPを廃止	
2014年6月5日	マイナス金利政策を導入 SMPを非不始化	
2014年9月4日	カバードボンド買入れプログラム3（CBPP3）及び資産担保証券買入れプログラム（ABSPP）を導入	
2015年1月22日	公的部門買入れプログラム（PSPP）を導入（2015年3月～2016年9月末。その後も物価目標の達成を可能にするような物価上昇の道筋が見通せるようになるまで継続）	APP：月額600億ユーロ
2015年9月3日	PSPPの銘柄ごとの保有限度額を、条件付きで発行残高の25%から33%に引上げ	
2015年12月3日	PSPPを含む資産買入れプログラム（APP） ^(注2) の実施期間を延長（2016年9月末まで→2017年3月末まで） APPの満期が到来する資産の償還元本の再投資を決定（必要な限り長く） PSPPの対象資産に地方債を追加	
2016年3月10日	APPの買入れ額を増額（2016年4月～2017年3月末） PSPPについて、一部のEU機関債等の銘柄ごと及び発行体ごとの買入れ額（対発行残高）の上限を、33%から50%に引上げ APPに企業部門買入れプログラム（CSPP）を追加 PSPPについて、EU機関債等の買入れ枠を全体の12%から10%に変更。 ECBと各国中央銀行の買入れの割合を、ECB8%、各国中央銀行92%からECB10%、各国中央銀行90%に変更	APP：月額800億ユーロ
2016年12月8日	APPの買入れ額を減額（2017年4月末～2017年12月末） APPの実施期間を延長（2017年3月末まで→2017年12月末まで） PSPPの対象資産の最低残存期間を2年から1年に短縮 APPについて、預金ファシリティ金利を下回る金利の資産買入れを容認	APP：月額600億ユーロ
2017年10月26日	APPの買入れ額を減額（2018年1月～2018年9月末） APPの実施期間を延長（2017年12月末まで→2018年9月末まで） APPの買入れ資産の償還元本の再投資に関するガイダンス（資産買入れ終了後も長期にわたって実施）	APP：月額300億ユーロ
2018年6月14日	APPの買入れ額を減額・終了時期を明示（2018年10月～2018年12月末まで実施し終了）	APP：月額150億ユーロ
2018年12月13日	APPの買入れ資産の償還元本の再投資に関するガイダンス（政策金利引上げの開始後も長期にわたり継続）	
2018年12月	APPを終了	
2019年9月12日	APPを再開（開始は2019年11月から。緩和的な政策を強化する上で必要と判断される限り維持し、最初の利上げの直前で終了） APPの買入れ資産の償還元本の再投資は、主要政策金利の引上げ開始後も、流動性の状況と金融緩和策の余地に応じて継続	APP：月額200億ユーロ（現在も継続中）
2020年3月12日	APPの買入れ額の追加（2020年末までに追加買入れ）	APP：民間部門を中心に総額1200億ユーロ
2020年3月18日	政策理事会の緊急会合で、パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）を導入（パンデミックの危機的局面が終わったと判断されるまで。少なくとも2020年末まで）	PEPP：総額7500億ユーロ
2020年6月4日	PEPPの買入れ額の規模を6000億ユーロ拡大 PEPPの期間を延長（少なくとも2021年6月末まで） PEPPの買入れ資産の償還元本の再投資に関するガイダンス（少なくとも2022年末まで再投資）	PEPP：総額1兆3500億ユーロ
2020年12月10日	PEPPの買入れ額の規模を5000億ユーロ拡大 PEPPの期間を延長（少なくとも2022年3月末まで） PEPPの買入れ資産の償還元本の再投資期間を延長（少なくとも2023年末まで）	PEPP：総額1兆8500億ユーロ
2021年3月11日	PEPPの買入れペースを、次の4半期は2021年の最初の数か月間より大幅に加速	

(注1) 原則として、政策理事会での決定日。

(注2) APPは、4つの資産買入れプログラムの総称であり、CBPP3、ABSPP（以上、2014年9月4日導入）、PSPP（2015年1月22日導入）、CSPP（2016年3月10日導入）から成る。

(出典) “Governing Council decisions.” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/html/index.en.html>> 等を基に筆者作成。

表3 ECBの国債買入れ策の概要(2021年3月末時点)

	証券市場プログラム(SMP)	無制限国債買入れプログラム(OMT)	資産買入れプログラム(APP)のうちの公的部門買入れプログラム(PSPP)分 ^(注2)	パンデミック緊急買入れプログラム(PEPP)のうちの公的部門分 ^(注2)
導入時期	2010年5月導入決定 2012年9月廃止決定	2012年9月導入決定	2015年1月導入決定 2018年末終了 2019年9月再開決定	2020年3月導入決定
実施期間	事前の期限の定めなし	事前の期限の定めなし	緩和的な政策を強化する上で必要と判断される限り維持し、最初の利上げの直前で終了	パンデミックの危機的局面が終わったと判断されるまで。少なくとも2022年3月末まで。
EFSF/ESMによる支援の要否	なし	対象国がEFSF/ESMの支援を受け、経済プログラム等を履行すること。EFSF/ESMによる発行市場での国債の買入れの可能性があること。	なし	なし
買入れ対象	公的部門・民間部門が発行するユーロ建て債券(民間債券の買入れ実績なし)	ソブリン債	国、政府機関、地方政府、EU諸機関等が発行するユーロ建て債券	国、政府機関、地方政府、EU諸機関等が発行するユーロ建て債券
買入れ額	事前の制限なし	事前の制限なし	月額200億ユーロ(最大時月額800億ユーロ)	総額1兆8500億ユーロ
ECBへの出資比率に応じた国別の買入れ枠の割当て	なし	なし	あり	あり
買入れ対象債券の残存期間	不明(※2012年末時点の内訳によれば、SMP全体の残存期間は平均4.3年)	1～3年	1～30年	70日～30年
買入れ額の上限(対発行残高)	なし	なし	①銘柄ごとに33%、一定の場合には25% ②発行体ごとに33% (①②とも、発行体が一定のEU機関等の場合には50%)	なし
債券の返済順位	事後的に、民間債権者がECBに劣後	民間債権者と同順位	民間債権者と同順位	民間債権者と同順位
不胎化／非不胎化 ^(注1)	不胎化(※後(2014年6月)に非不胎化)	不胎化	非不胎化	非不胎化
損失	ECBで共同負担	ECBで共同負担	20%分をECBで共同負担 80%分を各国中央銀行が負担	20%分をECBで共同負担 80%分を各国中央銀行が負担
買入れ実績等	2180億ユーロ(2012年末時点) 対象：イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド	買入れ実績なし	累計で約2.5兆ユーロ超(2021年3月末時点) 対象：ユーロ参加国、EU機関等	累計で約9000億ユーロ(2021年3月末時点) 対象：ユーロ参加国、EU機関等

(注1) 不胎化とは、金融政策に影響を与えないよう、債券の買取りによって供給された流動性を吸収すること。

(注2) プログラムの円滑な執行を確保するため、PSPPには、買入れ額や国別買入れ枠の割当てに関し、相応の柔軟性が認められている。PEPPのうちの公的部門分には、PSPPと比較して、より高度な柔軟性が認められている。

(出典) “Governing Council decisions.” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/html/index.en.html>> 等を基に筆者作成。

1 証券市場プログラム (SMP) : 2010 年 5 月 ~ 2012 年 9 月

(1) 導入の経緯

2008 年のリーマン・ショックに端を発した世界金融危機は、2009 年のギリシャの政権交代の際に前政権による国家財政の粉飾が発覚したことを機に、欧州債務危機へと発展した⁽³⁵⁾。ギリシャ等の債務危機に対処すべく、2010 年 5 月に、EU、IMF 等は、総額 7500 億ユーロ規模の金融安定パッケージを策定した⁽³⁶⁾。ECB は、2008 年以降、数次にわたって政策金利を引き下げていたが (図 5 参照)、ギリシャ国債に限らず国債の取引が極端に細り、国債市場が機能不全に陥っていたことから、同年 5 月 10 日に、各種の流動性供給策と併せて SMP の導入を決定した⁽³⁷⁾。SMP は、翌 2011 年 3 月に事実上一時停止された後、同年 8 月で再稼働が決定されるなどの紆余曲折を経て、最終的には、OMT の導入と引換えに、2012 年 9 月に廃止が決定された。SMP による買入れ額は 2180 億ユーロであり⁽³⁸⁾、後の PSPP 等と比較するとごく小規模にとどまっている。

SMP の導入時から既に、ECB 内では深刻な意見対立が表面化したとされる。具体的には、SMP がマネタリー・ファイナンスに該当する可能性や、SMP によって債務危機国の財政再建へのインセンティブが削がれる可能性が懸念されたと見られる⁽³⁹⁾。

(2) 概要

SMP⁽⁴⁰⁾ の目的は、証券市場の機能不全に対処し、金融危機と債務危機によって毀損した金融緩和の波及経路を回復させることであった。SMP は、銀行に対して大量に資金供給を行って周縁国の銀行破綻を防ぎ、同時に銀行貸出しを促すための「信用緩和」措置と位置づけられた⁽⁴¹⁾。買入れ対象はユーロ建ての公的・民間債券とされたが、実態としては、民間債券の買入れ実績はなく、利回り抑制を企図した重債務国の国債買入れ策であった⁽⁴²⁾。金融政策のスタンスに影響を与えないよう、SMP によって供給された流動性は吸収 (不胎化) された⁽⁴³⁾。

(35) 本節の記述については、主に、同上; 白井 前掲注(12); 唐鎌 前掲注(22); 田中ほか 前掲注(22)によった。

(36) 内訳は、欧州金融安定ファシリティ (EFSF. ユーロ参加国を対象とする金融安定のため設立された機関。2013 年 6 月までの時限的な機関であったが、2012 年 10 月に、恒久的な機関として設立された欧州安定メカニズム (ESM) に継承された。) による支援策が 4400 億ユーロ、欧州金融安定化メカニズム (EFSM. EU 全加盟国を対象とする緊急融資制度) による支援策が 600 億ユーロ、IMF による支援策が最大 2500 億ユーロ。

(37) “ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets,” 2010.5.10. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>>

(38) 2013 年 2 月に初公表された 2012 年末時点の計数 (額面ベース)。国別の内訳は、イタリア国債 1028 億ユーロ、スペイン国債 443 億ユーロ、ギリシャ国債 339 億ユーロ、ポルトガル国債 228 億ユーロ、アイルランド国債 142 億ユーロ。“Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme,” 2013.2.21. *ibid.* <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html>

(39) 2011 年 2 月には、政策理事会メンバーであったドイツ連邦銀行のウェーバー (Axel A. Weber) 総裁が、ECB 総裁の後継候補として有力視されていたにもかかわらず (当時のトリシェ (Jean-Claude Trichet) 総裁の任期は同年 11 月まで)、ドイツ連邦銀行総裁の辞任を表明した。また、同年 9 月には、ドイツ出身のシュタルク (Jürgen Stark) 理事が、任期途中で辞任した。両者とも辞任の理由は「個人的な事情」としているが、辞任の背景には SMP の実施又は再開をめぐる意見対立があったと見る向きが多い (唐鎌 前掲注(22), p.171; 河村 前掲注(22), p.197)。

(40) SMP の概要については、“ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets,” *op.cit.* (37)を参照。

(41) 白井 前掲注(12), pp.192-193.

(42) 唐鎌 前掲注(22), pp.200, 208.

(43) SMP の不胎化には、SMP があくまでも信用政策であって、景気刺激を目的とした量的緩和政策ではないとの ECB の意図があったと見られる (同上, pp.202-203; 白井 前掲注(12), pp.192-195)。なお、SMP の不胎化は、2014 年 6 月に停止された (後掲注(56)参照)。

SMP の制度設計は不詳である⁽⁴⁴⁾が、民間投資家が ECB に劣後することが事後的に判明した。2012 年 3 月にギリシャ国債の債務削減（Private Sector Involvement: PSI. 民間債権者による債務削減）が実施された際に、民間投資家が損失負担を求められた一方で、ECB 保有分は元本カットを免れたからである。このため、SMP を通じた国債市場への介入が、かえって民間投資家を萎縮させたとの批判が見られた⁽⁴⁵⁾。

2 無制限国債買入れプログラム（OMT）：2012 年 9 月～

(1) 導入の経緯

ギリシャ発の欧州債務危機は、2011 年前半頃まではアイルランドやポルトガルといった小国にとどまっていたが、2011 年夏にはスペインやイタリアといった EU の中核国にまで飛び火し、政府債務危機と銀行危機が負の相乗作用で激化した⁽⁴⁶⁾。2012 年夏には、単一通貨ユーロの崩壊リスクまでもが強く意識され、スペインなど南欧諸国等の国債金利が高騰した。こうした危機的状況の中、2012 年 7 月 26 日に、ドラギ（Mario Draghi）ECB 総裁は、ロンドンの会議で「我々の責務の範囲内で、ECB は、ユーロを守るために何でもする準備がある（Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.）」と発言した⁽⁴⁷⁾。この発言は、ECB が最後の貸手（Lender of Last Resort）になるとの決意表明と市場で受け止められ、南欧諸国等の国債金利は急速に低下し、欧州債務危機は収束に向かい始めた。準備を経て 9 月 6 日に、ECB は、危機国国債の無制限国債買入れプログラム（OMT）の導入を決定し、SMP を廃止した。

なお、OMT の導入決定に当たっては、ドイツ連邦銀行（以下「ドイツ連銀」という。）のヴァイトマン（Jens Weidmann）総裁が、政策理事会のメンバーでただ 1 人、マネタリー・ファイナンスに相当するとして反対を主張したとされる⁽⁴⁸⁾。

(2) 概要

OMT⁽⁴⁹⁾の目的は、適切な金融政策の波及経路と金融政策の単一性を確保すること⁽⁵⁰⁾、言い換えれば、金融安定化と単一通貨ユーロの維持⁽⁵¹⁾である。買入れ対象債券は残存期間 1 ～ 3

(44) 損失の分担方法については、事前には明示されていないことから、ユーロシステムで共同負担することが想定されていたと見られる。伊豆 前掲注③, p.22; Mario Draghi, “Introductory statement to the press conference (with Q&A),” 2015.1.22. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>>

(45) 伊藤さゆり「（金融政策）：欧州中央銀行（ECB）の新たな国債買入れプログラム・OMT」『ニッセイ年金ストラテジー』197号, 2012.11, p.5. <https://www.nli-research.co.jp/files/topics/40276_ext_18_0.pdf?site=nli>

(46) 本節の記述については、主に、河村 前掲注②; 白井 前掲注⑫; 唐鎌 前掲注②; 田中ほか 前掲注②によった。

(47) “Verbatim of the remarks made by Mario Draghi,” 2012.7.26. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>>

(48) 「独連銀の反対押し切る、南欧国債買い支えへ、スペイン国債利回り、3 ヶ月ぶり低水準」『日本経済新聞』2012.9.7 等。

(49) OMT の概要については、“Technical features of Outright Monetary Transactions,” 2012.9.6. ECB website <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html> を参照。なお、買入れ対象は正確にはソブリン債と記載されており、国債のほかに、政府機関債など中央政府により発行・保証された債券を含む可能性があるが、ここでは国債と記載する。なお、OMT の導入と併せて、ECB は適格担保基準の変更を発表した。これにより、民間格付会社の格付によらず、ECB が OMT の対象と認めた国の国債（ギリシャを除く。）は、オペの担保として認められ、これをもとに与信を受けることが可能となった。“Measures to preserve collateral availability,” 2012.9.6. *idem* <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html>; 河村 前掲注②, p.222.

(50) “Technical features of Outright Monetary Transactions,” *ibid*.

(51) 田中隆之「（経済教室）中銀の金融緩和競争（中）」『日本経済新聞』2012.10.12.

年の国債⁽⁵²⁾で、買入れ額の上限は設定されていない。OMTにより供給された流動性は完全に不胎化される。

SMPへの批判を受けて、買い入れた国債の返済順位は、ECBと民間債権者とで同順位（pari passu）であることが明記された。

OMTの大きな特徴は、実施に当たり、厳格な条件が付されたことである。具体的には、ユーロ圏諸国間の財政支援制度である欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility: EFSF）又はその後継である欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism: ESM）による支援を受け、かつ、その支援条件である経済プログラムや予防的プログラムを履行している国の国債が対象とされている。対象国が支援条件から逸脱した場合には、買入れが停止される。また、EFSF又はESMによる発行市場での対象国国債の引受けの可能性があること、つまり、ユーロ圏政府による救済意思の表明があること⁽⁵³⁾も、条件とされている。

EFSF又はESMが求めるプログラムの履行、という厳格な条件が付された背景には、特定国に限定した国債の買入れは、投機攻撃などの非常事態では容認されるが、それ以外の局面では厳格な条件を付すべしとの考え方がある⁽⁵⁴⁾。財政規律の遵守を促し、マネタリー・ファイナンスとの批判を極力回避するためとも言えるが、その条件の厳格さゆえに、結果的にOMTは現在に至るまで実施されたことはない。

3 公的部門買入れプログラム（PSPP）：2015年1月～

(1) 導入の経緯

ユーロ圏各国の国債金利は2013年に入って軒並み低下し、欧州債務危機は収束に向かっていった⁽⁵⁵⁾。その一方で、2013年から長期予想インフレ率の緩やかな低下傾向やユーロ高が見られ、こうしたこと等を背景として、ECBは、2014年6月にマイナス金利政策の導入を決定した⁽⁵⁶⁾。マイナス金利政策は、国債買入れを回避する目的で導入したものであった⁽⁵⁷⁾が、予想インフレ率を引き上げることはできず、ECBは、翌2015年1月に、大規模な国債買入れ（PSPP）によって金融を緩和する量的緩和の導入に踏み切った。なお、公的部門の買入れプログラムであるPSPPと、民間部門の資産を買い入れるプログラムは、両者を併せて資産買入れプログラム（Asset Purchase Programme: APP）と総称されている⁽⁵⁸⁾。

PSPPの導入決定時には、ドイツ連銀のヴァイトマン総裁及びドイツ出身のラウテンシュレーガー（Sabine Lautenschläger）ECB理事が政策理事会で強く反対し、オランダ、オーストリア、

⁽⁵²⁾ 最も効果的と見られる期間が3年であったこと、長期金利の抑制は各国政府による財政再建や構造改革によるものと考えられていた等の理由があると見られる。唐鎌 前掲注(22), pp.210-211.

⁽⁵³⁾ 土田陽介「コロナ禍を受けたECBによる金融緩和の論点整理」『証券経済研究』112号, 2020.12, p.100. <https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/112/112_06.pdf>

⁽⁵⁴⁾ 白井 前掲注(12), p.194; 伊藤 前掲注(45)も参照。

⁽⁵⁵⁾ 本節の記述については、主に、白井 同上; 唐鎌 前掲注(22); 河村 前掲注(22)によった。

⁽⁵⁶⁾ このとき、SMPの不胎化措置の停止も打ち出された。SMPについては、2012年9月に、OMTの導入と引替えに廃止が決定されるとともに、SMPにより注入された流動性は従来どおり吸収され、SMPのポートフォリオに含まれる既存の証券は満期まで保有されることも決定されていた。

⁽⁵⁷⁾ ドイツ連銀など、国債買入れを望まない中央銀行との交渉の結果、マイナス金利の採用に至ったとされている。白井 前掲注(12), p.198.

⁽⁵⁸⁾ APPは、4つの資産買入れプログラムの総称であり、企業部門買入れプログラム（Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)）、PSPP、資産担保証券買入れプログラム（Asset-backed Securities Purchase Programme (ABSPP)）、カバードボンド買入れプログラム3（Third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)）から成る。導入決定日は、CBPP3とABSPPは2014年9月4日、PSPPは2015年1月22日、CSPPは2016年3月10日である。

エストニアの中央銀行総裁も反対したと報じられている⁽⁵⁹⁾。PSPP は一旦終了した後 2019 年 9 月に再開したが、再開に際しては、タカ派のドイツやオランダのみならずフランスからも異論が噴出し、翌月末に退任を迎えるドラギ総裁が、当時の欧州景気の減速を懸念して、多くの理事会メンバーの反対を押し切って決定したとされる⁽⁶⁰⁾。

(2) 概要

PSPP⁽⁶¹⁾ は、ECB の主要金利が下限に達している状況下で導入された、景気刺激を目的とする量的緩和策である。中央銀行である ECB のバランスシート的大幅な拡大によって金融政策のスタンスが緩和され、特に、企業や家計の資金調達環境を改善することが期待されている。APP 全体として、物価安定という ECB の責務の達成が目指されている⁽⁶²⁾。

PSPP の特徴は、以下に見るように、一方では、国債の大量買入れが可能となるよう買入れ対象資産の範囲が広く設定され、他方では、マネタリー・ファイナンス禁止条項への抵触懸念やドイツを筆頭とする健全財政国からの強い反対（ドイツ連邦憲法裁判所の判決については、IV 2 参照）に鑑み、様々な制限が設けられていることである。なお、従来の国債買入れ策（SMP 及び OMT）と異なり⁽⁶³⁾、PSPP は量的緩和を行う金融政策であることから、PSPP によって供給された流動性は非不胎化されている。

(i) 買入れ規模と実施期間

資産の買入れ額は、PSPP を含む APP 全体で決まっている。ただし、実際の買取り実績では、PSPP による買入れ額が APP による買入れ額全体の約 8 割を占めており、PSPP が APP の中核的なプログラムであると言える。

2015 年 1 月の PSPP 導入決定時には、資産の買入れ額（APP 全体での金額。以下この項において同じ）は月額 600 億ユーロで（買入れは同年 3 月から）、少なくとも 2016 年 9 月まで継続し、その後も物価安定目標の目安（消費者物価上昇率が中期的に 2% 未満でその近辺）の達

⁽⁵⁹⁾ 「量的緩和、独が反発、欧州中銀、議事要旨を初公表」『日本経済新聞』2015.2.20 等。

⁽⁶⁰⁾ 再開時に強い反対論が巻き起こった理由は、買入れ対象国債（特にドイツ国債）が枯渇気味であったためとされる。また、ラウテンシュレーガー ECB 理事が、理由は明らかではないものの、2 年余りの任期を残しての職を辞した。「欧州中銀、量的緩和再開、次の壁は「国債不足」」『日本経済新聞』2019.9.14; 田中理「ドイツ出身の ECB 理事が突然の辞任—量的緩和再開に相次ぐ反対意見、ラガルド体制に暗雲—」『EU Trends』2019.9.26. <<https://www.dlri.co.jp/pdf/macro/2019/tanaka190926ecb.pdf>> 等。

⁽⁶¹⁾ PSPP の概要については、主に以下の資料を参照した。Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10) (OJ L 121, 14.5.2015, pp.20-24). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AJOL_2015_121_R_0007>; Decision (EU) 2020/188 of the European Central Bank of 3 February 2020 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2020/9) (OJ L 39, 12.2.2020, pp.12-18). <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020D0188>>; “Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP).” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/pspp.en.html>>

⁽⁶²⁾ PSPP が物価安定の目標を達成するための経路について、ECB のクーレ（Benoît Cœuré）理事は、2012 年 3 月 10 日の講演で、金利低下効果、ポートフォリオ・リバランス効果（金融機関や投資家が、株式等のリスク資産へ運用をシフトする効果）、フォワード・ガイダンスの 3 つに整理している。Benoît Cœuré, “Embarking on public sector asset purchases,” 2015.3.10. *ibid.* <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html>; 山崎加津子「未知の世界に挑む ECB—ついに国債買取を開始—」『大和総研調査季報』18 号, 2015.春, p.56. <https://www.dir.co.jp/report/research/economics/europe/20150601_009737.pdf> なお、ECB は、建前上は中期的な物価の安定を標榜しつつも、本音ではユーロ安を期待していたと見られる。田中素香「ECB の非標準的金融政策の評価をめぐって」『証券経済研究』98 号, 2017.6, p.91. <https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/98/98_05.pdf>; 唐鎌 前掲注22, p.233.

⁽⁶³⁾ SMP の不胎化措置は 2014 年 6 月 5 日に停止されている。前掲注56を参照。

成が見通せる状況になれば継続することとされた⁽⁶⁴⁾。

買入れ額は、2016年3月に月額800億ユーロに増額されたが、2016年12月以降は金融政策の正常化に向けて段階的に減額された。この間、買入れ期間が延長されつつ、2018年6月に150億ユーロへの減額と併せて2018年12月末での終了が予告され、同年末に、PSPPを含むAPPは予定どおり終了した。

終了後は、満期により償還された元本の再投資のみ続けられていたが、米中貿易戦争やイギリスのEU離脱問題で景気の先行きに不透明感が強まり、物価上昇率も目標を大きく下回っていたこと等を受けて、2019年9月に月額200億ユーロの規模での買入れ再開が決定された（再開は2019年11月から）。資産の買入れは、緩和的な政策を強化する上で必要と判断される限り維持し、ECBの主要金利の引上げ開始直前に終了することとされ⁽⁶⁵⁾、満期となった買入れ資産の再投資については、主要金利の引上げ開始後も、流動性の状況と金融緩和策の余地に応じて継続することとされた。2020年3月には、パンデミックへの対応のために民間部門を中心に1200億ユーロの資産を同年末までにAPPで追加的に買い入れることが決定されたが、僅かその6日後に、PEPPが導入された。

（ii）買入れ対象資産

PSPPによる買入れの対象資産は、ユーロ圏の国及び政府機関（2015年12月に地方政府が追加された。）、ユーロ圏に所在するEU諸機関等が発行するユーロ建て債券である⁽⁶⁶⁾。対象資産の残存期間は、導入時は2年以上30年以下であったが、2016年12月に1年以上30年以下に変更されている。

買入れ対象資産は、ECBのオペの担保基準に準じて、原則として投資適格級の証券とされている。ただし、EU、IMF等の金融支援プログラムを受けている場合は、一定の条件を満たせば、投資適格級未満であっても対象となり得る⁽⁶⁷⁾。

なお、当初は、買入れ対象資産の金利は預金ファシリティ金利を上回ることとされていたが、2016年12月に、金利が預金ファシリティ金利以下である資産の買入れも容認された。

（iii）ECB及び各国中央銀行への買入れ枠の割当てと損失の分配

PSPPにおける資産の買入れは、ECBと各国中央銀行が行う。資産の買入れ総額に占める割合は、ECBが10%、各国中央銀行が90%⁽⁶⁸⁾であり、各国中央銀行には、ECBへの出資比率（ドイツ26.4%、フランス20.4%、イタリア17.0%、スペイン11.9%など。II 1(5)参照）に応じて買入れ枠が割り当てられている。

買い入れる資産は、全体の90%が国債及び政府機関債、10%がEU機関債等⁽⁶⁹⁾とされ、各国中央銀行は、原則として自国内で発行されたものを買い入れる⁽⁷⁰⁾。このため、ユーロ圏で経済規模が最も大きいドイツの国債が、最も多く買い入れられることとなる。

(64) 資産買入れに関するフォワード・ガイダンスとみなすことも可能である。白井 前掲注(12), p.202.

(65) PSPPについては、導入当初から、明確な期日を設定しないオープンエンド型の買入れルールが採用されたと見られており、再開時には、それがより明確になっている。山崎 前掲注(62), p.49; 土田 前掲注(53), p.98.

(66) 例えば、政府機関にはドイツ復興金融公庫（KfW）、EU諸機関等には欧州投資銀行（EIB）が含まれる。

(67) これにより、PSPPの導入当時に支援を受けていたギリシャやキプロスの国債も、対象になり得るとされた。

(68) 2016年3月に変更される前は、それぞれ、8%、92%。

(69) 2016年3月に変更される前は、それぞれ、88%、12%。

(70) EU機関債等は各国の中央銀行が買入れ可能である。なお、自国の国債等（国債及び一定の政府機関債）の発行が少ない等の理由から、各国中央銀行が割り当てられた枠の買入れができない場合には、EU機関債等（一定の公的非金融法人を含む。）を代替として買い入れることができる。ECBは、地方債及びEU機関債等は買入れず、各国の国債及び政府機関債を買い入れる。

資産の買入れにより損失が生じた場合には、買入れ資産の2割分はECBが負担（すなわち、ユーロシステム全体で負担を分配。II 1(5) 参照）し、残る8割分は各国中央銀行がそれぞれ保有する資産について負担する（表4 参照）。この点は、SMPやOMTについては全損失をECBが負担する扱いであったことと大きく異なる⁽⁷¹⁾。ECBが損失を負担する資産のうちEU機関債が実質的に無リスクであることを踏まえれば、ECBが負担する損失は10%⁽⁷²⁾にすぎず、これをユーロシステム全体で分配するため、あるユーロ圏の国の国債がデフォルトした際の損失を他国の中央銀行が負うことはほとんどないと言える。

表4 PSPPのイメージ（2016年4月以降）

買入れ対象資産	国債・政府機関債		EU機関債等
買入れ割合	80%	10%	10%
買入れ主体	各国中央銀行 (自国内で発行されたもののみ買入れ可能)	ECB	各国中央銀行
損失負担	各国中央銀行が単独で負担	ECBが負担	

(注) 各国中央銀行に割り当てられた枠を国債・政府機関債の買入れだけでは満たせない場合、EU機関債等を代替的に買入れることができる。

(出典) Mario Draghi, “Introductory statement to the press conference (with Q&A),” 2015.1.22. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>>; 唐鎌大輔『ECB 欧州中央銀行—組織、戦略から銀行監督まで—』東洋経済新報社, 2017, p.226 等を基に筆者作成。

(iv) 買入れ額の上限

PSPPでは、買入れ額に関し、①銘柄ごとの発行残高の33%（一定の場合には25%）、②発行体ごとの発行残高の33%（①②いずれの場合も、発行体が一定のEU機関等の場合には50%）、という2種類の上限が設けられている⁽⁷³⁾。これは、市場の流動性を阻害したり債券の価格形成をゆがめないための措置である⁽⁷⁴⁾。また、集団行動条項（Collective-Action Clauses: CAC）⁽⁷⁵⁾による債務再編の可能性が生じた場合に、ECBが債務再編を阻止できる少数持分保有者（blocking minority）にならないための措置でもあり、これによって、債務の返済順位がECBと民間債権者とで同順位であることが担保されている。

(v) 買入れ期間の制限

資産の買入れについてブラックアウト期間（blackout period）が設けられており、新発債や満期に近い資産の買入れが禁止されている。

(71) 損失負担の分配については、伊豆 前掲注(33)に詳しい。なお、ECBが財務基盤の健全性に注意を払う背景には、仮に決算が赤字化しても、各国中央銀行の利害が絡み、簡単に増資がしにくい事情もあると見られる。白井 前掲注(12), p.291.

(72) 2016年3月に変更される前は、8%。

(73) 銘柄ごとの制限は、2015年9月に変更される前は25%。EU機関等に係る制限緩和措置は、2016年3月に設けられた。

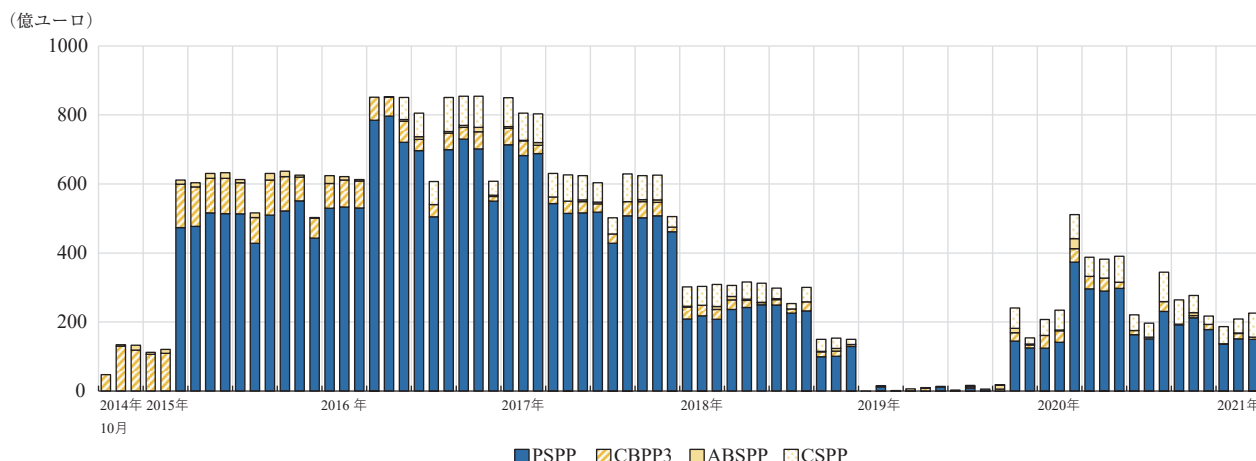
(74) 白井 前掲注(12), p.203.

(75) 一定割合の債券保有者の承諾によって、金利や償還期限などの条件を事後的に変更できる契約条項のこと。2013年以降にユーロ圏で発行される国債にはCACが付されている。CACの具体的な発動要件は、債権者の3分の2以上が債権者集会に参加し、参加者の75%以上が債務再編に同意するケースが多いとされる。EU運営条約でマネタリー・ファイナンスが禁止されていることから（II 2 参照）、ECBは債務再編に必ず反対することを表明している。Case C-62/14, ECLI:EU:C:2015:7, para 235; 唐鎌 前掲注(22), pp.229-230; 田中理「ECBの緩和限界論は本当か？—創意工夫で追加緩和は可能—」『EU Trends』2019.9.20. <<https://www.dlri.co.jp/pdf/macro/2019/tanaka190920ecb.pdf>>

(3) 買入れ実績

APP による資産買入れ額の推移は、図 7 のとおりである。2015 年 3 月から 2021 年 3 月末までの買入れ額の累計は 3 兆ユーロを超え、そのうちの 8 割超（約 2.5 兆ユーロ）が PSPP による買入れである。PSPP による買入れ資産の国別構成比を見ると、ドイツが 26.4%、フランス 22.0%、イタリア 18.8%、スペイン 13.1% である。

図 7 APP による資産買入れ額の推移



(出典) “Asset purchase programmes.” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>> を基に筆者作成。

4 パンデミック緊急買入れプログラム (PEPP) : 2020 年 3 月～

(1) 導入の経緯

パンデミックの経済への影響を最小限に抑えるため、EU では、ユーロ圏に総額 5400 億ユーロ規模のセーフティネットを設けることや、EU に 7500 億ユーロ規模の復興基金を創設することが合意された（前者は 2020 年 4 月、後者は同年 7 月）⁽⁷⁶⁾。安定・成長協定（Stability and Growth Pact）で定められた EU の財政赤字ルール（財政赤字を GDP の 3% 以内とすること）の適用を一時的に停止することも合意された。ECB は、2020 年 3 月 12 日に APP による追加的な資産買入れを決定していたが、イタリアの長期金利が急上昇するなど金融市場が不安定になったことを受ける形で⁽⁷⁷⁾、同年 3 月 18 日に政策理事会の緊急会合を開催し、PEPP の導入を決定した⁽⁷⁸⁾。

(2) 概要

PEPP⁽⁷⁹⁾ は、パンデミックによってもたらされる金融政策の波及経路とユーロ圏の見通しに

(76) 本節の記述については、主に、内閣府『世界経済の潮流』2020 年 I 号、2020.11, pp.122-154. <https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh20-01/pdf/s1-20-2-2.pdf>; 土田 前掲注(53); 渡辺 前掲注(4)によった。

(77) 「欧州中銀、深夜の臨時理事会、国債や社債 90 兆円購入」『日本経済新聞』2020.3.19.

(78) ECB は、このほか、2020 年 4 月 30 日にはパンデミック緊急長期リファイナンス・オペを導入するなど、異例の規模での流動性供給策を講じている。また、オペのための適格担保要件を緩和し、ギリシャ国債や、パンデミック発生後に格付けが投資適格から投資不適格に転落した債券についても、担保として認める等の措置を講じている。

(79) PEPP の概要については、主に、以下の資料を参照した。Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17) (OJ L 91, 25.3.2020, pp.1-4). <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020D0440>>; “Pandemic emergency purchase programme (PEPP).” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>>

対する深刻なリスクに対処することを目的としている。

PEPP の枠組みは基本的に APP を踏襲しており、PEPP は公的部門と民間部門の両方の債券を対象とした資産買入れプログラムである。2020 年 3 月の導入時には、PEPP による資産の買入れ額（公的部門と民間部門の合計。以下この項において同じ）は総額 7500 億ユーロとされ、買入れ期間はパンデミックの危機的局面が終わったと判断されるまで、少なくとも 2020 年末までとされた。その後、6 月に買入れ額が 6000 億ユーロ増額されて総額 1 兆 3500 億ユーロとされ、期間が少なくとも 2021 年 6 月末までに延長された⁽⁸⁰⁾。12 月には、更に 5000 億ユーロ増額して総額 1 兆 8500 億ユーロとされ、買入れ期間は少なくとも 2022 年 3 月末までと延長された（再投資は少なくとも 2023 年末まで継続）。2021 年 3 月には、PEPP による資産買入れのペースを大幅に加速することとされた。

PEPP における公的部門の資産買入れの枠組みは、基本的に PSPP を踏襲しているが、パンデミックへの対応という緊急措置であることから、PSPP よりも柔軟な形で実施されている。例えば、各国中央銀行への買入れ枠の割当には PSPP と同様に出资比例が使用されるが、実際の買入れは柔軟に行われる。債券の残存期間は最短 1 年から最短 70 日にまで短縮されている。銘柄ごと（発行残高に対して 33% 又は 25% 等）又は発行体ごと（発行残高に対して 33% 等）の保有制限は適用されない。ギリシャ国債も買入れ対象とされる。

PEPP における公的部門の資産買入れの枠組みを、欧州債務危機時に導入された OMT と比較すると、最大の違いは、後者が、EFSF や ESM による債券買入れ対象国への支援と当該対象国による財政再建や構造改革の実施とを要件としている点である。すなわち、OMT は ECB が自らの意思で機動的に実施できるものではないのに対し、PEPP は ECB による機動的な実施が可能である⁽⁸¹⁾。

(3) 買入れ実績

PEPP のうち公的部門の資産の買入れ実績は、2020 年 3 月から 2021 年 3 月までの累計で 8997 億ユーロである。この間の PSPP の買入れ実績は 2823 億ユーロであり、国債買入れ策の主軸は、PSPP から PEPP に移っていると言える。

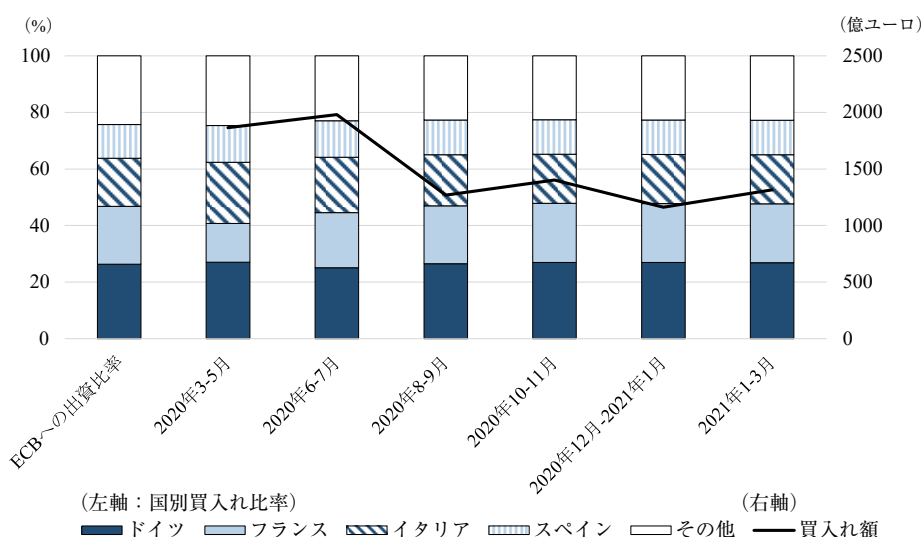
PEPP の国別の買入れ割合（図 8）を見ると、2020 年 3～5 月におけるイタリア国債の買入れ割合は 21.6% で、ECB への出资比例を超えて多かった。これは、PEPP が、事実上、イタリアを救済するためのものであったこと⁽⁸²⁾を反映していると見られる。その後、同国の長期金利が落ち着きを見せたことから、同割合は直近では出资比例に近い水準（17.4%）となっている。

(80) この延長の際には、パンデミックに伴う景気や物価の下振れリスクが強調されており、感染拡大が収束した後も経済・物価情勢に応じて買入れを継続する余地を残す事実上のガイダンス修正と見られている。田中理「ECB のドイツ憲法裁問題は解決—いずれ PEPP の違憲有無も問われよう—」『Europe Trends』2020.7.6. <<https://www.dlri.co.jp/pdf/macro/2020/tanaka200706ecb.pdf>>

(81) 換言すれば、PEPP 導入時には、ユーロ圏政府による救済意思を前提とせず、ECB が自らの危機対応に踏み込む意思の有無が問われていたと言える。土田 前掲注(53), p.100.

(82) ECB が PEPP を実施した最大の目的は、実態としては、事実上のイタリア救済であり、ひいては同国の信用不安が再びユーロ危機に発展することを回避することであった。Olivier Blanchard, "Italy, the ECB, and the need to avoid another euro crisis," 2020.3.19. PIIE website <<https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/italy-ecb-and-need-avoid-another-euro-crisis>> なお、2020 年 3 月の時点で、イタリアは、ユーロ圏でパンデミックが最も深刻であった国の 1 つであるが、そもそも、パンデミック前から、同国の国債利回りは他の EU 主要国に比べて高水準で推移していた。同上

図8 PEPP（うち公的部門）の資産買入れ額の国別割合



(出典) “Pandemic emergency purchase programme (PEPP).” ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>> を基に筆者作成。

IV 欧州中央銀行の国債買入れ策に対するドイツの訴訟

第1次世界大戦後に天文学的なハイパーインフレを経験したドイツでは、インフレに対する激しい拒否感が国民感情に刷り込まれている。ECBの国債買入れ策に対しては、ドイツ連銀が常に批判的な立場を取るにとどまらず、PSPPの合憲性をめぐってドイツ連邦憲法裁判所（以下「ドイツ憲法裁」という。）とEU司法裁判所（以下「EU司法裁」という。）が対立し、ドイツ連銀がPSPPによる資産買入れからあわや撤退しかねない事態にまで発展した。最悪の事態はかろうじて免れたものの、PEPPについても同様の対立が再現されることが予想されている。

以下では、OMTとPSPPに対するドイツの訴訟を紹介し、PSPPをめぐるEU司法裁とドイツ憲法裁の対立が投げ掛けた問題について言及する。

1 OMTに対する訴訟

ECBがOMTの導入を2012年9月に決定した後、ドイツでは、政治家や有識者など3万7000人以上が、ドイツ憲法裁に、OMTは基本法（ドイツの憲法に相当）に違反するとして提訴した⁽⁸³⁾。2014年1月に、ドイツ憲法裁は、OMTがEUの条約等に違反するおそれがあるとした上で、翌2月にEU司法裁に先決裁定を求めた⁽⁸⁴⁾。自国での判決に先立って、EU条約等の解釈では各国裁判所の上に立つEU司法裁に、判断を仰いだ形である。ドイツ憲法裁からEU司法裁に付託されたのは、以下2点、すなわち、EU条約の下で、OMTが①ECBの責務の範囲内である金融政策を超えて財政政策の領域にまで踏み込んでいないか、②マネタリー・ファイナンスの禁止条項（II 2 参照）に抵触していないか、という点であった。

⁽⁸³⁾ 本節の記述については、主に、白井 前掲注(12); 唐鎌 前掲注(22)によった。

⁽⁸⁴⁾ 先決裁定とは、EU加盟国の国内裁判所が、EU司法裁に、EU法の条文解釈等についてあらかじめ裁定を求める手続のことである。国内裁判所は、その裁定に基づいて事件を処理する。なお、ドイツ憲法裁がEU司法裁に先決裁定を求めたのは、これが初めてのことであった。“According to Advocate General Cruz Villalón, the ECB’s Outright Monetary Transactions programme is compatible, in principle, with the TFEU,” 14 January 2015. ECJ website <<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002en.pdf>>

2015年1月に、EU司法裁判官が、金融政策はECBの専権事項でありECBは幅広い裁量を有するとした上で、次のとおり条件付き合法との見解を示した⁽⁸⁵⁾。まず、①については、OMTが金融政策とみなされるための条件として、(a) OMT買入れ対象債券の発行国に係るいかなる金融支援プログラムにも、ECBが直接関与しないこと、(b) OMTが実施されるべき理由（正当性）を明確化し、「比例性原則」の要件を満たすこと、を挙げた。比例性とは、EUの権能行使を規律する原則の1つであり、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というものである⁽⁸⁶⁾。②については、OMTが発行市場からの国債買入れに当たるか否かを検討し、OMT実施のタイミングが買入れ対象国債の市場価格の形成を可能にすること、言い換えれば、国債発行時点からECBによる流通市場での買入れ時点までに一定の期間を置くことを条件として、EU運営条約に適合するとした。このEU司法裁判官の見解を参考に、2015年6月にEU司法裁判は、条件付きで、OMTは金融政策に関するECBの責務からの逸脱には当たらず、加盟国へのマネタリー・ファイナンスの禁止にも抵触しない旨の先決裁定を下した⁽⁸⁷⁾。後に導入されたPSPPには、この判断を参考にして、出資比率に応じた自国国債の買入れ、買入れ価格の上限設定等の様々な制限が設けられた。

EU司法裁判の先決裁定を受けて、2016年6月に、ドイツ憲法裁判は、EU司法裁判が設定した条件⁽⁸⁸⁾を満たす場合に限り、OMTは合憲との判決を下した⁽⁸⁹⁾。

2 PSPP に対する訴訟

2015年1月に導入され同年3月から開始されたPSPPについても、ドイツの経済学者や法学者等から訴訟が提起され、ドイツ憲法裁判は、EU条約に抵触する可能性があるとして、2017年7月にEU司法裁判に先決裁定を付託した⁽⁹⁰⁾。2018年12月、EU司法裁判は、PSPPが、ECBの責務を逸脱しておらず、EU条約のマネタリー・ファイナンス禁止条項に抵触しない等の判断を下した⁽⁹¹⁾。

EU司法裁判のこの先決裁定にもかかわらず、2020年5月にドイツ憲法裁判が国内法に照らして出した判決は、PSPPが基本法に部分的に違反する疑いがあるというものであった⁽⁹²⁾。ドイツ憲法裁判は、PSPPがマネタリー・ファイナンスを禁止したEU条約には抵触しないとした一方で、PSPPがECBの責務からの逸脱に当たる否かについてはPSPPの比例性の充足⁽⁹³⁾に係る説明が

(85) Case C-62/14, ECLI:EU:C:2015:7, *op.cit.*(75)

(86) 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—」『世界経済評論 Impact』2020.6.1. <<http://www.world-economic-review.jp/impact/article1769.html>>

(87) Case C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400.

(88) ①国債買入れの条件をあらかじめ発表しないこと、②買入れ額は当初から制限されること、③国債の発行と買入れの間に一定の期間があること、④市場で発行できる加盟国の国債のみ買入れができること、⑤買い入れた国債は例外的状況を除けば満期保有はできないこと、⑥買入れの継続が不必要になれば国債買入れは終了又は制限すること等の6条件。ドイツ憲法裁判は、OMTが実施された場合に、これら6条件を充足しているか否かについてドイツの連邦政府と連邦議会が監視する義務があると定め、国債の買入れ額やリスク構造の変化によってドイツ連邦政府の予算に大きな影響が起り得るかどうかの検討も必要であるとしている（白井 前掲注(12), pp.289-290）。

(89) BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016, 2 BvR 2728/13, Rn. 1-220.

(90) 本節の記述については、主に、田中 前掲注(86); 田中理「ドイツ憲法の番人が危うくするEUの一体性—EUの司法判断を無視する動きが広がるおそれ—」『東洋経済ONLINE』2020.5.15. <<https://toyokeizai.net/articles/-/350191>>; 土田 前掲注(53)による。

(91) C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000.

(92) BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020, 2 BvR 859/15, Rn. 1-237.

(93) ドイツ憲法裁判は、PSPPの効果がドイツ憲法裁判の考える副作用のリスク（PSPPのもたらす低金利環境が、貯蓄者と保険契約者に損失を与えた、ゾンビ企業を延命させた等のこと）と不釣り合いでないかどうかを問題視していた。田中 前掲注(86)

不十分であるとした。そして、PSPP の比例性に関し、ドイツの連邦政府と連邦議会に対し、ECB に評価を求めた上で判断し、3 か月以内にドイツ憲法裁に報告しなければならないとした。比例性を充足していないと判断された場合には、ドイツ連銀は PSPP への参加を取りやめ、長期的には保有する国債の残高を削減しなければならないとした。

この事態は、結果的には、ECB の説明をドイツの連邦政府と連邦議会が承認し、期日とされた 2020 年 8 月 5 日より前に解決を見たが⁽⁹⁴⁾、ドイツ憲法裁の判決は、各国の政府・中央銀行によるパンデミックへの危機対応に水を差すだけでなく、より本質的な 2 つの懸念を提起し、EU 内で論争を巻き起こした。1 つ目は、中央銀行の独立性への懸念、すなわち、独立性を保証されているはずの ECB の金融政策が EU の一加盟国の裁判所によって制約されかねないこと、2 つ目は、EU 法秩序の混乱への懸念、すなわち、EU 機関の行動の合法性について、EU 加盟国の裁判所が上位機関である EU 司法裁の判決を覆す動きが増えかねないこと、より具体的には、反 EU 的な東欧の国々を勢いづかせかねないことである。ドイツ憲法裁の判決は、未だ十分に統合されていない EU の構造問題を浮き彫りにしたと言える⁽⁹⁵⁾。

V 国債買入れ策に係る欧州中央銀行の特有の困難

今般の新型コロナウイルス感染症のパンデミックを受けて、ユーロ圏では、一時、欧州債務危機時と同様にイタリア等の国債金利が上昇した。パンデミックへの危機対応として導入された PEPP は、併せて実施された流動性供給策⁽⁹⁶⁾等とともに、ユーロ圏において金融危機を未然に防ぐ役割を果たしたとされている⁽⁹⁷⁾。イタリアは事実上の信用不安に陥っていたとの指摘もあるところ、PEPP という ECB の「暗黙の保証」によってイタリア国債の金利は低位で安定した形である⁽⁹⁸⁾。パンデミックの下で中央銀行が果たしている重要な役割は、急拡大する財政赤字のファイナンスであるとも言われる⁽⁹⁹⁾中で、中央銀行はいつまで大規模な国債買入れ策を継続することが可能なのであろうか。これに関しては、複雑な課題を抱えるユーロ圏の方が日本よりも大きな困難に直面していると見られる。複雑な課題とは、主として、ユーロシステムが分散的であることと EU の財政が統合されていないことである⁽¹⁰⁰⁾。

⁽⁹⁴⁾ ECB がドイツ連銀のヴァイトマン総裁を通じてドイツ連邦政府に対して ECB の立場を説明し、ショルツ (Olaf Scholz) 財務相の理解を取り付けた上で、7 月 3 日に連邦議会は APP が比例性原則を満たしているという ECB の意見を賛成多数で承認した。なお、ドイツ憲法裁は PEPP はこの判決の対象外としているが、ドイツでは既に PEPP についても同様の訴訟が提起されている。田中 前掲注(75)

⁽⁹⁵⁾ EU 司法裁が、EU 機関が EU 法を遵守しているかどうかを判断できるのは EU 司法裁のみであるとけん制し、欧州委員会も、ドイツ出身のフォン・デア・ライエン (Ursula von der Leyen) 欧州委員長が EU 域内では EU の規律が最優先されるとの見解を表明して強く批判した。ECB 自身も、EU 司法裁による 2018 年 12 月の判決に言及し、ドイツ憲法裁をけん制した (“ECB takes note of German Federal Constitutional Court ruling and remains fully committed to its mandate,” 2020.5.5. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200505~00a09107a9.en.html>>)。田中 前掲注(86); 木内登英「ドイツ連邦銀行は国債買入れを止めるのか」2020.5.28. NRI HP <<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/1st/2020/fis/kiuchi/0528>>; 「欧州司法裁、独憲法裁をけん制」『日本経済新聞』2020.5.9, 夕刊等。

⁽⁹⁶⁾ PELTROs (パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ) や TLTRO3 (貸出条件付長期資金供給オペ第 3 弾) 等。

⁽⁹⁷⁾ Olivier Blanchard, “Memo to the European Central Bank on achieving the right fiscal-monetary policy mix,” 2020.11.24. PIIE website <<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/memo-european-central-bank-achieving-right-fiscal-monetary>>; 土田 前掲注(53), p.110.

⁽⁹⁸⁾ 土田 同上, p.100.

⁽⁹⁹⁾ 早川 前掲注(4)

⁽¹⁰⁰⁾ このほかに、ECB の国債買入れ策をめぐる大きな問題として、買入れ対象となる国債 (特にドイツ国債) が市場で枯渇気味であることが懸念されてきた (前掲注(60)参照)。ただし、財政赤字ルール (財政赤字を対 GDP 比 3% 以

ユーロシステムが分散的であることによる問題は、典型的には、国債買入れ策に係る損失の分担によく現れている。

先に見たとおり（Ⅲ 3(2)(iii)）、PSPP と PEPP に関しては、イタリアを始めとする高リスク国の国債の買入れに係る損失負担のリスクは、ユーロシステム全体で分担するのではなく、主として自国の中央銀行が単独で抱えている。万が一、高リスク国の債務危機によって同国の中央銀行が債務超過になるほどの大きな損失を被った場合に、当該中央銀行が救済されなければ、当該債務危機国は、ユーロ圏の中央銀行間決済網（TARGET 2）から締め出され、ユーロ圏から事実上脱退することになる。逆に、そのような場合に当該中央銀行を救済すれば、負担はユーロシステム全体で共有されて、当該債務危機国がユーロ圏から脱退するリスクはなくなるが、健全財政国がマネタリー・ファイナンス等の批判を強めて、ユーロ圏から自発的に離脱する可能性がある⁽¹⁰¹⁾。

このような状況にあって、有識者等からは、例えば次のような提言がなされている。まず、イタリア等の政府の財政規律の緩みを懸念する論者からは、PEPP から OMT の枠組みに移行することが提言されている⁽¹⁰²⁾。OMT による国債の買入れ対象国となるには ESM による財政支援が要件となっており、対象国には ESM が求める財政再建や構造改革の遵守が求められ、場合によっては対象国に強制的な制裁が発動される可能性もあるからである。また、別の論者は、各国中央銀行が自国国債の損失リスクに耐えきれずにユーロシステム全体のシステミック・リスクにつながる危険性があると懸念し、国債の買入れに伴う損失リスクをユーロシステム全体で共有すべきであると提言している。象徴的な最後の仕上げとして、全ての各国中央銀行を ECB の支店にすべきであるとも言う⁽¹⁰³⁾。さらには、各国政府の財政健全化のために、ECB や各国中央銀行は保有する国債の償還を放棄すべきであるとの提言もある⁽¹⁰⁴⁾。

ユーロシステムが分散的であることもさることながら、より根源的な問題は、ユーロ圏において財政が統合されておらず、ECB は異なる目的を持つ 19 か国の財政当局と対峙する形となっており、金融政策運営に当たって各国の公平性に配慮しなければならないことである。このため、財政政策と金融政策の適切な協調がなされるよう、ユーロ圏における広範囲の財政統合も提言されている⁽¹⁰⁵⁾。

ところで、そもそも、ユーロ圏において、通常の意味でのマネタリー・ファイナンスは発生し得るのであろうか。この問いへの答えは否である。なぜなら、その現象の必要条件である財政従属は、暗黙のうちに統合された中央政府の存在を前提としているが、ユーロ圏においては、中央銀行は設けられていても統合された中央政府は存在せず、したがって通常の意味での財政従属は起こり得ないからである。

ここで、少し視点を変えて、ユーロ圏での各国の債務危機リスクの問題を、日本の地方財政

内に抑制)の一時停止と各国の国債増発、PEPP における柔軟な仕組みの採用等から、この問題は一時的に棚上げされた格好となっている。土田 前掲注53, p.108 等。

(101) Willem Buiter, “The Eurosystem: An accident waiting to happen,” 2020.10.1. VoxEU website <<https://voxeu.org/article/eurosystem-accident-waiting-happen>>

(102) Blanchard, *op.cit.*(97)

(103) Buiter, *op.cit.*(101)

(104) 「欧州、国債帳消し論、ピケティ氏ら、中銀総裁は一蹴」『日本経済新聞』2021.4.3. イタリアでも、首相の経済顧問を含む複数のイタリア政府高官が、ECB が量的緩和で買入れた各国政府の債権を放棄すべきであると提案したと報じられている。“The case against debt cancellation at the ECB: Calls for central bank to write down government bonds are misguided,” *Financial Times*, 2020.12.10.

(105) Blanchard, *op.cit.*(97); Buiter, *op.cit.*(101)

の構図と対比して考えてみたい⁽¹⁰⁶⁾。共通点は、ある地方政府（ユーロ圏各国）の債務危機が発生しても、独自の通貨を持たないために、為替レートによる調整が効かないことであり、大きく異なる点は、日本には地方交付税という地域間財政調整の仕組み（これによって、地方債には中央政府による暗黙の保障がなされていると考えられている。）があるが、ユーロ圏にはそうした地域間財政調整の仕組みがないことである。共通通貨圏を安定的に維持するためには、地域間の不均衡を是正するための財政調整、ひいては財政統合が必要になるが、ユーロ圏において地域間財政調整の仕組みを整備するのは相当の困難が予想されることから⁽¹⁰⁷⁾、その分、中央銀行の金融政策に負担がかかる形になっている⁽¹⁰⁸⁾。そうしてみると、ECBの国債買入れ策についてドイツからの批判が絶えない理由は、表面的にはマネタリー・ファイナンスを批判したものであっても、本質的には、ユーロ圏において地域間財政調整の仕組みを整備することの困難さと同じ理由、すなわち、放漫な財政運営を重ねてきた南欧諸国のツケを自分達が払わなければならないことへの不満にあると考えられる。

おわりに

本稿では、ECBの国債買入れ策について、経緯と動向を紹介し、その是非をめぐるドイツからの問題提起を見てきた。また、ユーロ圏においては、統合された中央政府が存在せず、通常の意味でのマネタリー・ファイナンスは発生しないことについても述べた。

翻って日本では、ユーロ圏とは異なり、単一の中央政府の下で中央銀行の独立性が失われるという、通常の意味でのマネタリー・ファイナンスが発生し得る⁽¹⁰⁹⁾。日本銀行の量的緩和政策の下で、国債の外国人保有比率が低いこともあいまって、一般政府の債務残高が対GDP比

⁽¹⁰⁶⁾ ユーロ圏各国の財政と日本の地方財政の構図との対比については、中里透「ソブリンリスクと「タ張ショック」のあいだーデクシアと「タ張問題」と「ギリシャの悲劇」ー」『経済セミナー』664号、2012.2・3、pp.35-39に詳しい。

⁽¹⁰⁷⁾ EUは、2020年7月に、パンデミックからの復興を支援するための対策として7500億ユーロの復興基金を創設することと、同基金の原資を確保するためにEUが債券を発行することを合意した。従来はEUによる債券発行に慎重であったドイツが方針を転換し、独仏の主導によって合意に至ったものである。同基金は、パンデミックによる打撃が大きい国々へ重点的に財政支援を行うためのもので、1回限りの措置であるが、復興基金の創設とEU債発行による資金調達、EUの財政統合への布石の1つになり得る画期的な合意と評価されている。他方で、財政統合にはまだ多くの課題が残されているとされる。なお、EUが発行する債券は、APPやPEPPによる買取り対象に含まれる（EU機関債に分類される）ことから、買入れ対象資産の枯渇懸念（前掲注⁽¹⁰⁰⁾参照）も和らぐことが期待されている。山崎加津子「コロナ危機をバネに欧州統合は深化し得るかーEU復興基金の可能性と限界ー」『大和総研調査季報』40号、2020.秋、pp.18-33。<https://www.dir.co.jp/report/research/economics/europe/20201021_30069.pdf>; 伊藤さゆり「復興基金「次世代EU」でEUの地盤沈下は止まるのか？」『ニッセイ基礎研究所 Weekly エコノミスト・レター』2020.10.28。<https://www.nli-research.co.jp/files/topics/65942_ext_18_0.pdf?site=nli> 等。

⁽¹⁰⁸⁾ なお、ユーロ圏においては、中央銀行は紙幣を発行し人々に配ることができるといった言説や（Peter Praet, “Interview with La Repubblica,” 18 March 2016. ECB website <<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html>>; 白井 前掲注⁽¹²⁾, p.291）、ECBが政府に返済不要の資金を供給すべしといった提言（Jordi Galí, “Helicopter money: The time is now,” 2020.3.17. VoxEU website <<https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>>）も見られ、これも、財政が未統合の中で中央銀行の金融政策に負担がかかっていることの一例とも考えられるかもしれない。ちなみに、ブランシャール（Olivier Blanchard）氏（元IMFチーフエコノミスト）は、財政当局に代わってECBが個人への直接給付等の財政政策を行うことについては、運用面、法律面、政治面で課題があるとして、財政政策は財政当局に任せて議会の承認を得るべきであるとしている。Olivier Blanchard, “The Euro Area Is Not (Yet) Ready for Helicopter Money,” 2019.11.20. PIIE website <<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/euro-area-not-yet-ready-helicopter-money>>

⁽¹⁰⁹⁾ ただし、外形的にマネタリー・ファイナンスと呼び得る状況が出現している場合に、それをマネタリー・ファイナンスであると断じること等については、慎重を期す必要がある（I参照）。

で250%を超えても長期金利は安定している。大局的に見れば今や日本銀行の量的緩和は水や空気のような存在になっているとの声も聞かれる⁽¹¹⁰⁾。

パンデミックへの政策対応では、政府における財政支出の大幅な拡大と日本銀行における国債の買入れ上限の撤廃がなされた。パンデミックのような事態の下では、財政政策と金融政策がともに拡張的な方向で推移すること自体は起こり得る⁽¹¹¹⁾。他方で、中央銀行による財政赤字の事実上のファイナンスとも言えるような状況は、パンデミックのような極めて異常な事態下では必要であるが、危機が終われば政策を徐々に元に戻すのが正しい選択と考えられている⁽¹¹²⁾。

今後、パンデミックによる経済的ショックから脱出する過程で、インフレ率が高まるかについては見解が分かれている⁽¹¹³⁾。中央銀行による国債価格の下支え（長期金利の抑制）が財政政策への協調なのか従属なのかはインフレ局面において判明するとされるが⁽¹¹⁴⁾、政府債務残高の大きさを勘案すれば、日本銀行は長期金利の抑制を優先せざるを得ないと見られる⁽¹¹⁵⁾。そうであれば、財政従属やマネタリー・ファイナンス、そしてそれがもたらし得る弊害を回避するための鍵は、主として政府の側が握っていることになる⁽¹¹⁶⁾。

債務残高の大きさに関して、学会の論調は、財政赤字や高水準の政府債務は必ず是正すべしといった一時の姿からはかなり変化しているという⁽¹¹⁷⁾。他方で、高水準かつ増大を続ける政

(110) 「(大機小機) 米国にインフレは来るか」『日本経済新聞』2021.3.24.

(111) 中里 前掲注(10) 今般のパンデミックにおける日本の政策対応では、財政政策と金融政策の協調が奏功し、企業倒産の増加が抑え込まれたとされる。白井さゆり「展望コロナ時代 (2) 中銀、格差・環境にも配慮」『日本経済新聞』2020.12.29等。

(112) Blanchard, *op.cit.*(97); 河合正弘「(経済教室) コロナ危機の先に (下) 対策費用、現世代で連帯負担」『日本経済新聞』2020.6.4.

(113) 物価は下振れと上振れ双方のリスクがあるとされる。すなわち、感染症の拡大で自然利子率に低下圧力がかかる場合、それに見合う需要喚起策が取られなければ、景気が悪化し、物価下押し圧力が働き得る一方で、供給制約の長期化や経済活動の予想外の上振れなどにより、物価が上振れするリスクも理論的に否定できないとされる。若田部昌澄・関根敏隆「危機後の金融政策の枠組み (下) 物価安定目標へ強い関与を」『日本経済新聞』2020.7.1. また、低インフレと成長率低下が常態化し、量的緩和政策を含む金融緩和が将来にわたって長期的に約束され、資産残高の累増等が人々の緩和予想を一層強固にする可能性もある(宮尾龍蔵「(経済教室) 金融政策点検の論点 (上) 緩和継続の約束、一段と重く」『日本経済新聞』2021.4.14等)。なお、直近では、米国において、長期金利の上昇とインフレ加速への懸念が高まっている(「インフレ圧力 難局の中銀」『日本経済新聞』2021.4.15)。スタグフレーション(景気後退下の高インフレ)を懸念する向きもある(ノリエリ・ルービニ「コロナ後、スタグフレーション再び」『日経ビジネス』2088号, 2021.4.26, pp.94-95)。

(114) アクセル・ウェーバー「(グローバルオピニオン) 無視できないインフレリスク」『日本経済新聞』2021.3.4; 翁邦雄「国債大規模購入はいつまで 黒田総裁が封印する出口「金融抑圧」による国民負担も」『エコノミスト』92巻8号, 2014.2.18, pp.33-35.

(115) 例えば、河野龍太郎「アベノミクスの4つのシナリオ—デフレ継続か、金融抑圧か、高インフレか、それともハッピーエンドか—」『資本市場』No.338, 2013.10, pp.28-37.

(116) 中里 前掲注(10) は、低金利で資金調達ができるのをよいことに、政府が適切な水準を上回って過大な財政支出を行うようなことが現に生じているということであれば、日本銀行に対してではなく、政府あるいは財政当局に対して、その是正を求めるのが自然な対応ということになる、としている。

(117) 植田和男「(経済教室) コロナ危機と財政膨張 (中) 債務借り換え継続、高リスク」『日本経済新聞』2020.12.23. 財政赤字の善悪や維持可能性の判断には金利と成長率の相対的な高低が鍵になるが、現実にはどちらが高いかの判定は、容易ではないとされる。また、財政赤字を国債発行で賄い、その元利合計もまた国債発行で賄うといういわゆるポンジゲーム(ねずみ講)的な財政運営も、それが成功する場合には、経済厚生(社会全体の満足度)を改善する場合があるとされる。また、かつてはいわゆるワシントン・コンセンサスと言えば米政府、IMF、世界銀行による財政規律重視の政策を意味したが、今や財政支出が成長を支えるという意味に一変しているという(マーティン・サンブー「「財政赤字は悪」今は昔—ワシントン・コンセンサス—変 (Financial Times)」『日本経済新聞』2021.4.16)。他方で、これまで積極的な財政金融政策を主唱してきたサマーズ(Lawrence H. Summers)氏(元米国財務長官)がバイデン(Joe Biden)新米国大統領の拡張的な財政政策に対してインフレ・リスクへの注意を喚起したり、ブランチャール氏がパンデミックによるショックが収束した際には(長期停滞を前提とした)平時の財政金融政策に戻るべきであると提唱したりしている。Lawrence Summers, "Opinion: The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too," *Washington Post*, 5 Feb 2021; Blanchard, *op.cit.*(97)

府債務残高の弊害として、経済が金利上昇に脆弱であるとの指摘や、将来の課税を予想させ潜在成長率に負の影響を与える⁽¹¹⁸⁾等の指摘がある。政府は無制限に債務を膨らませることはできず、臨界点がどこかにあるはずであるとの考え⁽¹¹⁹⁾も依然として有力である。この指摘によれば、長期金利の低さにかかわらず、政府には、引き続き、財政健全化に向けた努力が求められる。

金融政策に関しても、金融緩和の長期化の副作用として、従来から国債市場の機能低下や超低金利による金融機関収益の圧迫といった点が指摘されていたところ⁽¹²⁰⁾、近年では、資産バブルといった金融的不均衡の拡大や格差の拡大にも注目が集まっている⁽¹²¹⁾。図1で示したように、日本銀行のバランスシートは、対GDP比で見ると、他国と比較しても既に圧倒的に規模が大きい。今後の物価の推移がどうなるにせよ、日本銀行の金融政策運営には難しいかじ取りが求められている。パンデミック後を見据え、日本銀行の役割⁽¹²²⁾を含めて、議論を深めていくことが期待されていると言えよう。

(かまくら はるこ)

⁽¹¹⁸⁾ 植田 同上

⁽¹¹⁹⁾ 白井さゆり「債務膨張「臨界点」議論を」『日本経済新聞』2020.4.16.

⁽¹²⁰⁾ 宮尾 前掲注⁽¹¹³⁾

⁽¹²¹⁾ 白井 前掲注⁽¹¹¹⁾ 米国での議論の動向を紹介したものとして、例えば、「(Deep Insight) 格差是正は中銀の使命か」『日本経済新聞』2020.12.15.

⁽¹²²⁾ 本稿の範囲を超えるが、伝統的には財政政策の領域とされてきた格差問題や環境問題等に対して、中央銀行が配慮することの是非についても注目が集まっている。白井 同上等。