マンスリー・トピックス（最近の経済指標の背景解説）

NO.69　　令和４年10月20日

ユーロ圏における国債利回りの域内格差とＥＣＢの対応

参事官（経済財政分析－海外担当）付　政策企画専門官　茂野　正史 ※

【概要】

１．世界的な金融引締めが進む中でユーロ圏周縁国の国債利回りが上昇しており、一部の国では経済のファンダメンタルズと無関係に、ベンチマークとなる対ドイツ国債との利回り格差（以下「スプレッド」）が大幅に拡大する、所謂市場の分断化リスクに直面している。欧州中央銀行は、７月 21 日の政策理事会で、約 11 年ぶりの利上げを決定し、その際、金融政策の波及をサポートする新たな仕組み、「伝達保護手段」（TPI）を導入した。

２．TPI は、これまで分断化防止のために導入された施策と同様、国債等購入プログラムの一つである。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とし、ファンダメンタルズからは正当化できない無秩序な国債市場の金利差の拡大に対応するためのプログラムである。

３．本稿では、①新たな分断化防止ツールである TPI について、これまでの国債等購入プログラムと比較しながら、どのような違いがあるかを紹介することと、②ユーロ圏主要国で最も政府債務残高（対 GDP 比）が大きいイタリアを念頭においた上で、TPI の特徴が現在の分断化を防止する上でどのような含意を持ち得るかを示すことの二点を目的としている。

４．TPI について、現在利用可能な他の分断化ツールである OMT、PEPP と比較すると、PEPP（の再投資資金の柔軟化活用）は、即応性という点では優れているが、再投資資金という枠によって買入れ額が制限されているため、市場ストレスの度合いによっては、その効果は限定的とみられる。債務危機対策として制度設計された OMT は、それゆえに厳格な発動条件が付されており、現下のユーロ圏の経済財政状況を観測する限り、OMT の発動が求められる状態には至っていない。TPI には両制度が想定する政策対応の隙間を埋める役割が期待されているものと考えられる。

※本稿の作成で、統括官の村山裕氏、審議官の松多秀一氏、参事官の石橋英宣氏、政策調査員の園田桂子氏から有益な助言及びコメントを頂いた（肩書は2022年10月現在）。記して感謝したい。ただし、あり得べき誤りは全て執筆者に属する。なお、本稿の内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

１． はじめに

欧州中央銀行（ECB）は、2022 年 7 月 21 日の政策理事会で、約 11 年ぶりの利上げを決定した。

ECB による資産購入の縮小などの金融引締めが進む中で、2021 年後半以降ユーロ圏周縁国の国債利回りが上昇している。こうした中、一部の国では経済のファンダメンタルズの違いでは説明できない程度に、ベンチマークとなる対ドイツ国債との利回り格差（以下「スプレッド」）が大幅に拡大する、所謂市場の分断化（fragmentation）リスクに直面している。ECB は同政策理事会で、「分断化」防止の新たな枠組み「伝達保護手段（Transmission Protection Instrument、以下「TPI」）」の導入を決定した。

TPI は、これまで分断化防止のために導入された施策と同様、国債等購入プログラムの一つである。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とし、ファンダメンタルズからは正当化できない無秩序な国債市場の金利差の拡大に対応するためのプログラムである。

現在、ユーロ圏は歴史的な高インフレの抑制に迫られており、このような引締め局面での分断化の発生は、次のような点において、金融政策の円滑な実施や伝達を妨げる可能性があると考えられる。まず、Bruegel（2022）が指摘しているように、金融緩和局面においては政策金利の引下げや資産購入といった手段により物価安定や財政安定の目標が同時達成されやすい一方、金融引締め局面においては、インフレ抑制のために資産購入を終了し利上げを行う場合、ユーロ圏内で市場の分断が発生し、一部の国で財政コストが上昇するため、財政安定の目標が達成しにくくなる可能性がある。また、ECB[2]が指摘しているように、分断化によって脆弱な国で資本流出や利回り上昇が起こり、金融環境が過度にタイト化し、自己実現的な財政問題（self-fulfilling financial tensions）を惹起する恐れがある一方、脆弱度が最も低い国には資本が流入し、利回りが低下し、その結果、金融環境が緩和されインフレ高進が起こるため、ECB の金融政策のかじ取りが難しくなる可能性がある。

ここで、ECB の分断化の定義について確認すると、７月 21 日の政策理事会後の記者会見での発言や TPI の発動条件（後述４（１）参照）からはファンダメンタルズに起因しない金融政策の伝達を阻害する市場の動きが念頭にあるものとみられる。しかし、本稿では、後述の国債等購入プログラムの整理において、ファンダメンタルズの違いに起因するスプレッドへの対応を意図したとみられる制度[3]も扱うことから、ファンダメンタルズに起因するものも含め、分断化への対応について検

---

[2] パネッタ ECB 専務理事の 2022 年７月１日欧州議会での発言より。

[3] ラガルドECB総裁は、2022年７月21日の政策理事会後の記者会見においてスプレッド拡大への対応について問われたのに対し、政策ツールの一つとしてOMTについて次の通り述べ（下線は筆者）、当該国固有要因による金融政策伝達の阻害もその対象に含むとしている。

”We have OMT, which gives us a tool to deal with unwarranted impairment to transmission that are caused by redenomination risks and that are country-specific.”

討を行うこととする。

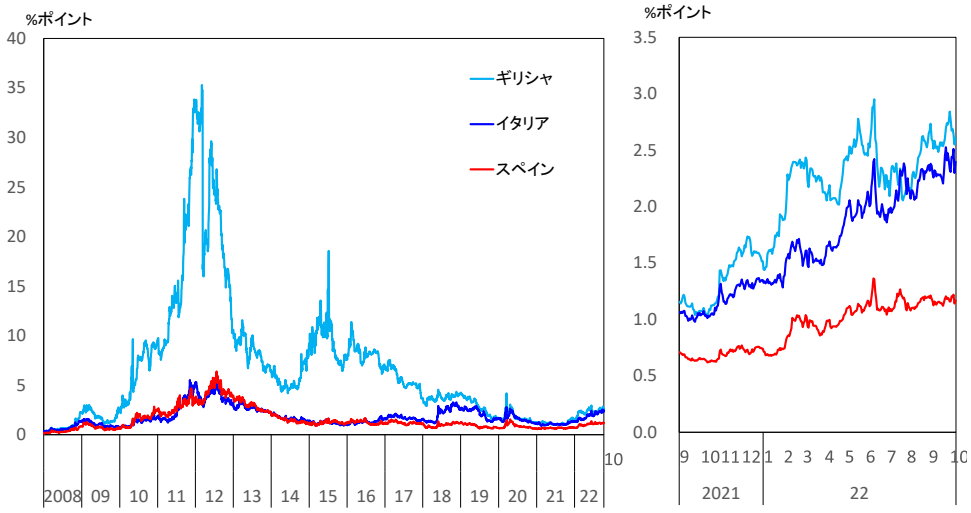
本稿の目的は、以上のような問題認識に立ちつつ、①分断化防止のために本年７月に新たに導入された TPI について、これまでの国債等購入プログラムと比較しながら、どのような違いがあるかを紹介することと、②ユーロ圏主要国で最も政府債務残高（対 GDP 比）が大きいイタリアを念頭においた上で、TPI の特徴が現在の分断化を防止する上でどのような含意を持ち得るかを示すことの二点である。以下では、まず、２章で、スプレッド拡大の現状について確認し、３章で、スプレッドの変動も紹介しながら、これまでに創設された国債等購入プログラムの導入経緯と特徴を概説し、その上で他の制度との違いや評価を述べる。その後、４章で、分断化防止ツールとして現在有効な市場分断化対策である、①無制限国債購入プログラム（Outright Monetary Transactions、以下「OMT」）や、②パンデミック緊急購入プログラム（Pandemic Emergency Purchase Program、以下「PEPP」）の満期償還時の再投資の柔軟性活用と、TPI との相違を整理することで TPI の位置付けを浮き彫りにし、５章で若干のまとめを行う。

２．スプレッド拡大の現状

まずは、ユーロ圏周縁国のスプレッドの推移を確認してみる（図表１参照）。

近年は低水準で推移していたが、2021 年後半以降でスプレッド拡大に転じている。2022 年に入り、PEPP や拡大資産購入プログラム（the extended Asset Purchase Program、以下「APP」。後述３．（３）（ii）参照）の新規購入が順次終了するなかで、インフレが想定以上に進展し、特にイタリア、ギリシャ、スペインのスプレッド拡大が続いている。分断化対策が議論された同年６月 15 日の ECB の臨時会合や、TPI 導入を発表した７月 21 日の政策理事会の直後は一旦低下を転じていたものの、再び上昇している。

図表１　対ドイツ利回り格差（スプレッド）



（備考）10 年国債金利。ブルームバーグより作成。

３． 国債等購入プログラム

本章では、ECB がこれまで、国債等購入プログラムを用いて分断化リスクにどのように対処してきたかを振り返る。スプレッドの推移（図表１参照）とともにこれらのプログラムの導入の経緯、制度の概要を紹介し、他の制度との違い、評価について概説する。なお、ECB が各国の国債を発行市場で購入することを禁じられていることから、いずれのプログラムでも、購入は流通市場で行われている[4]。

（１）証券市場プログラム（the Securities Markets Program、以下「ＳＭＰ」）：2010 年から 2012 年まで

（ｉ）制度導入の経緯

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 年にギリシャの財政運営上の問題が政権交代により露呈されたのを機に、欧州政府債務危機へと発展した。ギリシャを中心とした南欧諸国の国債の取引が縮小し、スプレッドが急激に拡大する中で、ECB は、2010 年５月 10 日に、「証券市場の機能不全と金融政策波及メカニズムの修復」を目的とし、各種の流動性供給策と併せて SMP の創設を決定した[5]。

（ii）制度の概要

SMP は、ユーロ圏の公的および民間債務証券市場に介入し、機能不全に陥った市場の厚みや流動性を確保し、適切な金融政策伝達メカニズムを回復することを目的としている。介入の範囲は、政策理事会によって決定される。ECB は、SMP 導入を決定する際に、ユーロ圏各国政府による、「その年（2010 年）の財政目標を満たし、また過剰財政赤字手続き（以下「EDP」）に伴う期間において、必要なすべての措置を講じる」との声明に留意（In making this decision we have taken note of the statement of the euro area governments）としたとしている。ユーロ各国の財政健全化の取組を前提としていることを意味する。

上記の介入の影響を緩和し、金融政策スタンスは影響を受けないようにするため、SMP に伴って発生した流動性は不胎化（吸収）される。ただし、不胎化以外の、SMP に関する介入の具体的な方法、実施時期、実施規模はいずれも明示[6]されなかった。

購入実績についてみると、定義上は、前述のとおり、ユーロシステム[7]によるユーロ建ての公的・民間債券が対象とされているが、実際に購入対象となったのは重

---

[4] 国立国会図書館（2021）及び ECB（”The Transmission Protection Instrument”, 21July 2022）より。
[5] ECB, “ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets”, 10 May 2010.
[6] SMP で購入対象となった資産の内訳に関し、定期的な情報公開が行われず、SMP の廃止及びその後継として OMT の導入が決定した後の 2013 年 2 月になって 2012 年末時点の計数が公表された。
[7] ECB およびユーロ導入国の中央銀行からなる。

債務国[8]の国債である（図表２参照）。これをみると、イタリア国債がギリシャ国債以上に購入され、全体のおよそ半分を占めていることが分かる。

図表２　ＳＭＰにより購入・保有された国債

(2012 年)	額面	簿価	平均残存年数
アイルランド	142	136	4.6
ギリシャ	339	308	3.6
スペイン	443	437	4.1
イタリア	1,028	990	4.5
ポルトガル	228	216	3.9
合計	2,180	2,087	4.3

（備考）唐鎌（2017）より作成。
・ 単位は億ユーロ。合計値は四捨五入により国別積上げと一致しないものもある。
・ SMP で取得した国債は満期保有目的であり償却原価[9]で評価され、簿価の評価時点は 2012 年 12 月 31 日。

（iii）他制度との比較や評価

SMPの実施条件等は後述のOMTと異なり明確化されておらず、唯一明らかなのは、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を吸収（不胎化）するという方針であった。また、前述のとおりユーロ各国の財政健全化の取組を前提としつつも、後述のOMTと異なり、支援を受ける国に財政再建や競争力向上に向けた取り組みを強制させるための枠組みは附随していなかった。さらに、SMPにより購入された国債の返済順位について、民間投資家がECBに劣後することが事後的に判明した[10]。この点はSMPを通じた国債市場への介入がかえって民間投資家を委縮させ、南欧国債の金利上昇に繋がったとの批判が見られた。

Bruegel (2022) が指摘するとおり、SMP は、これらの状況から、ECB が（自己実現的な）悪い均衡を回避するための準備が十分でないとの印象を金融市場に与え、また、その購入規模が限定的であった点から、ソブリン債市場におけるスプレッドは更に拡大（前掲図表１参照）させてしまった。SMP では金融市場の分断を修復することは叶わず、同プログラムは 2012 年９月の OMT の創設決定をもって廃止されることとなる。

---

[8] 欧州委員会によれば、2012 年のイタリアの政府債務残高（対 GDP 比）は 126.5%とユーロ圏平均（92.9%）を大きく超過していた。
[9] 債券を債券金額より低い又は高い価額で取得した場合において、当該差額分を取得日から満期日に至るまで毎期均等額を貸借対照表価額に加減した評価額。
[10] 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。

（２）ＯＭＴ（無制限の国債購入プログラム）：2012 年から現在まで

（ｉ）制度導入の経緯

ギリシャ財政問題に端を発した欧州政府債務危機は、2011 年夏には銀行危機ももたらしつつイタリア、スペインなどのユーロ圏主要国にまで拡大した。2012 年前半には、ユーロ崩壊のリスク（redenomination risk)が強く意識され[11]、ユーロ圏諸国における国債利回りの多くは大幅に上昇していた（前掲図表１参照）。これに対し、ドラギ ECB 総裁（当時）が、2012 年７月 26 日、「我々の責務の範囲で、ECB はユーロを守るために、必要なことは何でもする用意がある（Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes）」と発言した。その後、同年９月６日の政策理事会で、SMP が廃止され、OMT が創設された。

その際、OMT の実施条件として、ユーロ圏加盟国により創設された EFSF/ESM の支援を受け、これに附随する財政再建プログラムを履行していることが求められることとなった。

EFSF（European Financial Stability Facility、欧州金融安定化基金）は、ギリシャ危機を受けて信用不安に陥ったユーロ圏加盟国に対するセーフティネットとして、2010 年６月に時限的（2013 年６月末を期限）な枠組みとして設立された。EU においては、欧州政府債務危機が発生するまでは、EU 機能条約上の非救済条項（no bail-out clause）[12]を盾にした自己責任論がドイツを中心として幅を利かせていたため、危機に対応する枠組みは想定されていなかった。EFSF は、ユーロ加盟国の政府保証を裏付けとして債券を発行し、資金調達を行い、支援対象国に対し様々な金融支援策（図表３参照）を通じて援助を行うことを目的としている。ESM（European Stability Mechanism、欧州安定化メカニズム）はその後継として 2012 年 10 月に発足し、今日に至る常設機関である[13]。

---

[11] ユーロ崩壊リスクを指す。ECB, “Outright Monetary Transactions, one year on”, 2 September 2013.

[12] 唐鎌（2017）によれば、EU 機能条約（Treaty on the Functioning of the European Union）の第 123 条から第 125 条が EU 関連機関加盟国による救済を禁じているとしている。

[13] 唐鎌（2017）、矢澤（2013）。ESM の目的は、深刻な財政問題に直面している、またはその脅威にさらされているユーロ圏諸国に財政支援を提供することにあり、ユーロ圏全体および加盟国の財政安定の維持に必要と判断された場合にのみ支援を行う。

図表３　ＥＦＳＦ/ＥＳＭの主要な支援プログラム

		目的・内容	対象・支援条件
マクロ経済調整プログラム（①）		資金調達難に直面している国の資金繰り支援。	構造調整プログラム（注）の実施。右からの逸脱があった場合は支援停止。
国債購入（②）	発行市場	加盟国の市場アクセスの維持ないし回復。最終入札額の50%を上限に発行市場で国債買入れ。	・①か下記③の対象国。 ・民間投資家の参加が不十分な場合やESM 調達コストを極端に上回る場合は実施せず。
	流通市場	国債市場の価格形成の適性化促進。加盟国が支援要請し、流通市場で国債買入れ。	・①の対象国または EU 財政・マクロ経済監視枠組みで健全とされた国。 ・EFSF/EMS と「覚書」を締結した①以外の国。
予防的プログラム（③）		経済状況が健全にもかかわらず資金調達難に直面した加盟国の危機を防止。	・PCCL（予防的信用枠）: EU 財政とマクロ不均衡の基準で健全な国。 ・ECCL（強化された予防的信用枠）: PCCL の適用条件を満たさない国。 ・「覚書」の締結要。ECCL の設定、PCCL の引き出し時は、欧州委の監視下に置かれる。

（備考）ESM,　伊藤（2012）より筆者作成。
（注）欧州委が ECB と連携（必要に応じ IMF も）しつつ、作成。

（ⅱ）制度の概要

OMT は、適切な金融政策の伝達と単一性を保護することを目的とした、流通市場を対象とする国債購入プログラムであり、債務危機対策として設計され、主要な特徴は次の通りである。

（実施条件）EFSF/ESM のマクロ経済調整プログラム（図表３の①）または予防的プログラム（ECCL。図表３の③の一部）を適切に履行していることが条件であり、かつ EFSF/ESM による同国国債の発行市場で購入が想定されている場合に限る。政策理事会は、これらのプログラムが完全に履行されている場合に限り、金融政策の観点から正当化される範囲でOMTの実施を検討し、その目的が達成された場合、または同プログラムの内容から逸脱があった場合に終了する。

（買入対象・規模）イールドカーブのうち短期の部分を対象とし、特に残存期間が１～３年のユーロ加盟国の国債の流通市場からの購入を想定。買入れ額の事前の量的制限は設定しない。

（債権者の扱い）ユーロシステムは民間債権者やその他の債権者と同等の扱い。

（不胎化）OMT によって発生した流動性は完全に不胎化（吸収）される。

（透明性）OMT の下で保有される債券残高やその時価は週次で公表され、保有債券

の平均残存期間と国別内訳は月次で公表される。

（iii）他制度との比較や評価

OMT は、SMP からの主要な違いとして、①SMP が（実態は国債対象であったが）民間証券も購入対象として含むとされていたのに対し、OMT は流通市場における国債購入をその対象とされ、②実施条件として EFSF/ESM の支援を受け、これに附随する財政再建プログラムを履行していることが求められ（購入条件の明確化、厳格化）、③国債の返済順位においては、SMP での批判を踏まえ、 ECB と民間投資家とで同順位（pari passu）とされた。また、買入れ額の上限は、SMP では事前には設定されていないことが明記されていなかったが、OMT の場合、これが公表資料に具体に明記（No ex ante quantitative limits are set on the size of Outright Monetary Transactions）[14]されており、無制限の買入れである点をより印象付けるものとなっている。なお OMT により供給された流動性は SMP と同様、不胎化される。

OMT の発動条件を詳しくみてみる。前述のとおり、その発動に際しては、対象国による、図表３の①マクロ経済調整プログラムまたは②予防的プログラム（のうち条件のより厳格な ECCL）の履行が求められている。さらに、EFSF/ESM による発行市場での購入による対象国国債引受けの可能性があること、すなわちユーロ圏加盟国財相会合による救済の意志表明があることも前提[15]とされていた。その意味で、OMT は、ECB 単体で機動的に実施できるものではなかった。

他方で、ECBとEFSF/ESMが共同で動くことになれば、国債の買い手が増えることを意味し、より強力な支援体制を形成することが期待される。また、SMPが国債利回りを抑制できなかった背景の一つには、ECBには各国政府に財政健全化を強制する権限がない点があると考えられるが[16]、EFSF/ESMは、支援プログラム実施状況を監視し、対象国が同プログラムの内容から逸脱している場合には、支援を停止することにより、健全化に向けた強制力を発揮することが可能である。

OMT はこのような厳格な実施条件により、これまでに実際に実施されたことは無いが、同制度の創設によって ECB が国債市場に（無制限に）関与する可能性を示し、またその運用における透明性の向上が図られた。さらに財政健全化の点でも EFSF/ESM による規律強化が見込まれるようになったことなどにより、ECB が本腰であるとの市場の受け止めが広がった結果、スプレッドが急速に縮小し、市場は良好な均衡を保つ方向に向かった。

なお、購入対象となる国債の最長年限は３年と SMP（事前に発表されてはいなかったが、同制度廃止後に公表された計数（図表２参照）では購入された国債の平均残存期間は 4.3 年）より短く設定されている。最長３年とした理由について、ドラ

---

[14] ECB, “Technical features of Outright Monetary Transactions”, 6 September 2012.
[15] 土田（2020）。
[16] 山崎（2012）。

ギ ECB 総裁（当時）は、2012 年９月６日の政策理事会後の記者会見で「最も効果的と見られる満期が３年と考えられるため」とした上で、個別具体には、「短期の政策金利に近いこと。中期的なイールドカーブにも影響すること。民間向け貸出に使用される金利に近いこと。ある意味で、LTRO[17]で使用した満期にも近いこと。また、非常に間接的な意味合いとしては、債券保有に関する優先弁済権に関する懸念を減少させること。」と述べている。

唐鎌（2017）は、上述の個別具体の理由のうち、優先弁済権に関する懸念を減少させることを挙げたことについては、SMP での失敗に学び pari passu 条項を付したものの、市場参加者がそれをどの程度信頼するか不透明な面があったため、OMT では長期ゾーンの国債はカバーしないとの方針を強調したかったためであると指摘している。また、長期の国債を購入しない背景としては、（当時の）ECB からすれば、長期金利の抑制は各国政府による財政再建や構造改革で実現されるべきとのスタンスがとられていたため、と指摘している。

（３）公的部門購入プログラム（ＰＳＰＰ）: 2015 年から。新規購入は 2022 年７月１日まで、満期償還された元本の再投資を継続中

（ｉ）制度導入の経緯

2012 年から 2015 年にかけて欧州経済において期待インフレ率が低下するなどデフレリスクが高まり、かつ、短期政策金利がほぼその下限に達していたことから、ECB は、2014 年６月にマイナス金利の導入を決定した。EU ではユーロ圏各国中央銀行による国債の直接引受け（いわゆるマネタリーファイナンス）を禁止しており、マイナス金利は、ドイツを中心に忌避感の強い国債買入れを回避する目的で導入したものであった。しかし、結局、期待インフレ率を引き上げることができなかったため、ECB は、2015 年初に、PSPP によるユーロ圏国債の大量購入を開始した。その目的は、インフレ率を物価安定目標である２％に向けて回復させることであった。このため、国債購入による量的緩和である PSPP においては資産購入の対価として供給された流動性は不胎化させない方針が採られた。

（ⅱ）制度の概要

PSPP は、民間部門の資産を購入する３つのプログラム、CBPP3（カバードボンド購入プログラム）、ABSPP（資産担保証券購入プログラム）、CSPP（企業部門購入プログラム）と併せて APP を構成する [18]。APP は、TLTRO[19]を含む非標準的な金融政策パッケージの一部であり、2014 年半ばより、金融政策の伝達メカニズムを支援し、

---

[17] 長期流動性供給（the Long-Term Refinancing Operations）。ユーロシステムによる公開市場操作の一つで、レポ取引（当時は 36 か月物）の形で実施される。

[18] PSPP 以外の個々のプログラム詳細は、ECB, “Asset purchase programmes” 参照。

[19] ユーロシステムが市中銀行の貸出実績に応じて実施する長期流動性供給の手段（the Targeted Long-Term Refinancing Operations）。

物価の安定を確保するために必要な量的緩和を行っている。

このうち PSPP は、その名が示す通り、ユーロ圏の国及び政府機関（2015 年 12 月に地方政府が追加）、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[20]といった公的部門を対象とした資産購入プログラムである。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。資産の買入額は、PSPP を含む APP 全体で決まっているが、PSPP により購入された資産残高が APP 全体の約８割（2022 年７月末時点）を占めている。このため、PSPP は APP の中核的なプログラムといえる。

PSPP では、買入れ額に関し、①銘柄ごとの発行残高の 33%（一定の場合は 25%）、②発行体ごとの発行残高の 33%（①②のいずれの場合も、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。国立国会図書館（2021）によれば、これは、市場の流動性を阻害し、債券の価格形成を歪めないための措置である。また、集団行動条項（Collective-Action Clauses :CAC）[21]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）と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 と民間債権者で同順位であることが担保されているとしている。

なお、PSPP は、従来の国債等購入プログラムと異なり、量的緩和を目的としていることから、PSPP によって供給された流動性は不胎化されない。

ECB は、コロナ感染拡大以降、金融緩和策の一環として PEPP（後述）と併せ APP による資産購入を進めてきたが、景気の持ち直しとウクライナ情勢による物価上昇を踏まえ、2022 年７月１日で APP の新規購入を終了した[22]。PSPP の購入残高は、2022 年６月末時点で 2.7 兆ユーロに達している。

（iii）他制度との比較や評価

PSPP における資産購入は、ECB と各国中央銀行が行う。資産買入総額に占める割合は、ECB が 10%、各国中央銀行が 90%であり、各国中央銀行には、キャピタルキー（ECB への出資比率）に応じて買入れ枠が割り当てられている。購入資産は、全体の 90%が国債及び政府機関債、10%が EU 機関債等とされ、原則として自国内で発行されたものを買い入れる。また、買入れによる損失は、２割分を ECB が負担し、残り８割分を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（図表４参照）。この点は、全損失を ECB が負担する SMP や OMT とは大きく異なる。ECB 負担分うち、EU 機関債が実質的に無リスクであり、残り 10%（国債・政府機関債うち ECB 購入分）はユーロシステム全体で分配する。このため、あるユーロ圏の国

[20] 具体には欧州投資銀行（EIB）、ESM 等ユーロ圏に所在する EU 諸機関等が発行する EU 機関債。

[21] 一定の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。

[22] ただし資産購入終了後も、十分な流動性条件と適切な金融政策スタンスを維持するために必要な期間は、主要な政策金利が引き上げられた後も、満期に償還された元本を全額再投資することされている。

の国債がデフォルトした際の損失について、他国の中央銀行が負うのはキャピタルキーに応じた分となるため、影響は限定的なものに留まるとみられる。

図表４　ＰＳＰＰのイメージ（2016 年４月以降）

購入対象資産	国債・政府機関債		EU 機関債等
購入割合	80%	10%	10%
購入主体	各国中央銀行 （自国内で発行されたもののみ購入可能）	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	

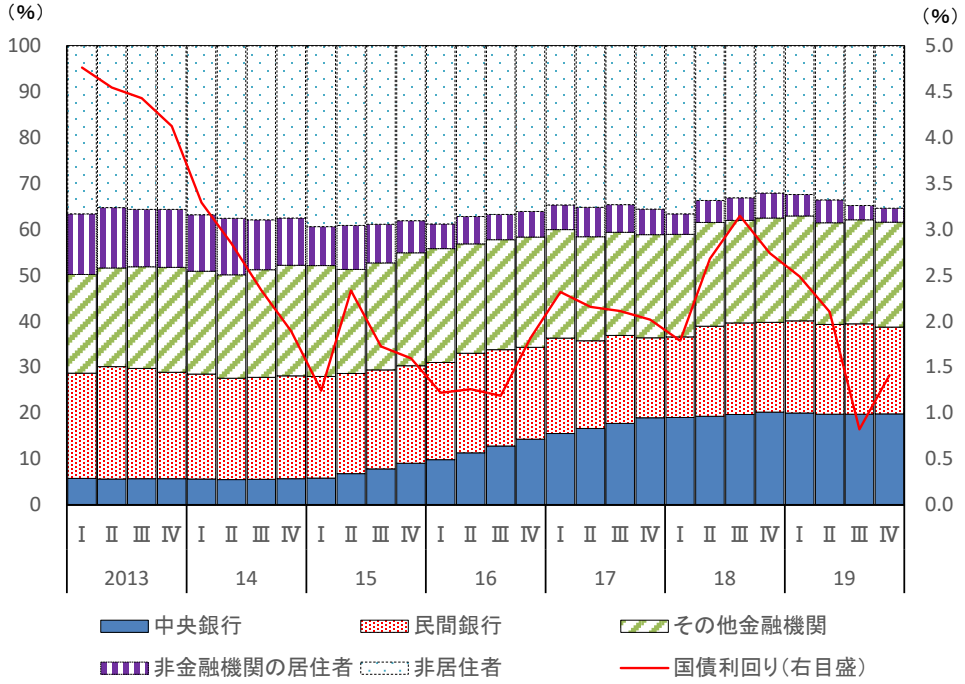
（備考）国立国会図書館（2021）より作成。

PSPP はデフレ対策として物価上昇が目的とされている一方、実態としては、このように各国中央銀行による自国国債の買入れであるため、ギリシャ危機後なお燻り続けるソブリン危機の鎮静化も意図されていたと考えられる。銀行は、国債のリスクを中央銀行に移転させることで、資産価値の毀損リスクを軽減でき、また、PSPP は、（OMT と異なり）ESM の支援とそれに付随する財政再建プログラムの履行というコンディショナリティに縛られることなく国債を購入が可能であり、これにより国債価格を維持し、デフォルトリスクを軽減できるためである[23]。イタリアを例に取ると、イタリア中央銀行の国債保有比率は、同利回りの下降期間とほぼ同じ 2015 年から 2017 年にかけて増加傾向にあったことがわかる（図表５参照）。

PSPP は、このように各国中央銀行による国債購入が突出していたため、ユーロ圏諸国間のスプレッドをさらに縮小させる上で一定の役割を果たしたとする見方もあり[24]、これらから、PSPP はファンダメンタルズに起因するケースも含む分断化対策として ECB に位置付けられていた可能性がある。

[23] 松浦（2020）より。
[24] Bruegel (2022).

図表５　イタリア国債保有者の内訳



（備考）イタリア国債利回り（10 年物四半期末値）はブルームバーグより、国債保有者別割合は Bruegel database of sovereign bond holdings developed in Merler and Pisani-Ferry (2012) より作成。

PSPP において購入対象となる国債の残存期間は、OMT の１～３年から１～30 年に拡大されており、その背景は、物価安定目標である２％に向けて回復させるための金融政策の波及経路にあると考えられる[25]。まず、ECB が大量に国債を購入することで、需給バランスが変化し、国債価格が上昇し、金利が低下する直接的な効果がある。この効果は ECB が実際に購入した債券（国債）に限定されず、PSPP と同様に 1～30 年の残存期間を持つ他の債券の利回りの低下にも波及し、中でも残存期間が長い債券に対する金利低下効果が大きいと予想される。

PSPP では購入対象となる国債の残存期間を拡大したことにより、これらの証券のイールドカーブ全体が下押しされることとなる。このような変化に直面した投資家は、これらの証券以外の、例えば株式に資金を向け、また金融機関の場合は、証券保有に代えて、収益率の面で相対的に有利となった貸出を選好することが考えられる。このようにみると、PSPP における残存期間の拡大には、ポートフォリオ・リバランス効果を通じた量的緩和措置の波及が期待されていた可能性がある。

（４）パンデミック緊急購入プログラム（ＰＥＰＰ）：2020 年から。新規購入は 2022 年３月まで、満期償還元本の再投資は最短でも 2024 年末まで継続。

（ｉ）制度導入の経緯

[25] ECB “Embarking on public sector asset purchases”, 10 March 2015.　この他、山崎（2015）及び湯本（2018）を参考とした。

2020 年初のコロナ禍の発生、拡大に伴い、欧州の経済状況は悪化した。EU 加盟国は大型の財政出動により対応を図ったが、各国の財政赤字は悪化した（図表７）。

ECB は、同年３月 12 日の政策理事会において APP による追加的な資産購入を決定していた。政策理事会終了後の記者会見において、イタリアの長期金利が上昇していることへの対応について問われた際に、ラガルド ECB 総裁が「ドイツとイタリアの長期金利スプレッドを縮小するのは ECB の任務ではない」と発言し、同政策理事会前まで 200bp 近傍であったイタリア国債の対独スプレッドが、280bp 近い水準まで急拡大する事態を引き起こした。こうした状況を受け、ECB は同年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。

（ⅱ）制度の概要

PEPP は、2020 年３月に開始された非標準的な金融政策であり、コロナ禍によってもたらされる金融政策の波及メカニズムとユーロ圏の経済見通しに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、公的及び民間部門の両方の債券を対象とした資産購入プログラムである。PEPP における公的部門の資産の購入枠は、当初 7500 億ユーロであったが、同年６月４日には 6000 億ユーロ、次いで同年 12 月 10 日に 5000 億ユーロが追加され、合計 1.85 兆ユーロとなった。PEPP による資産購入は 2022 年３月末に終了したが、公的部門の資産については、満期により償還された元本を少なくとも 24 年末まで再投資することされている。

（ⅲ）他制度との比較や評価

PEPP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対する深刻なリスクに対処することを目的としている。市場分断化対策という視点では、分断化の原因がパンデミックに起因するものを対象としている点が、他のツール（例えばファンダメンタルズでは説明できないスプレッドの拡大を対象とするTPI。４．（１）参照。）と異なると言えよう。

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、パンデミック対応という緊急措置としての性質より、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と同様にキャピタルキーをベースラインとするが、実際の運用は柔軟に行われる（図表10及び11）。債券の残存期間は最短１年から最短70日まで短縮されている。また、PSPPでみられた銘柄ごとや発行体ごとと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、欧州政府債務危機時に導入されたOMTと比較すると、最大の違いは、OMTが、EFSF/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のに

対し、PEPPにおける公的部門の資産購入にはその要件がない点である。すなわち、OMTは前述の通り、ECBが自らの意思で発動することできないのに対し、PEPPはECBが機動的に実施することが可能である。

PSPPと違い、PEPPにおける公的部門の資産購入の枠組みでは、満期により償還された元本の再投資にあたり投資先に柔軟性がある。この点が分断化防止リスクに与える効果については、４．で述べる。

（５）伝達保護手段（ＴＰＩ）: 2022 年７月から現在まで

（ｉ）制度導入の経緯

PEPPによる買入れが2020年４月より開始され、これによりイタリア国債の対独スプレッドは急激に縮小し、その後は100bp程度で安定的に推移した。ただし、2021年秋頃より、インフレ率が物価目標値を超え急速に上昇したことを背景に、ECBはAPPやPEPP終了と利上げといった金融正常化を打ち出していくなかで、再びスプレッドは拡大に転じ始めた（前掲図表１）。７月の利上げ開始を事実上予告した2022年６月９日の政策理事会後、イタリア国債の対独スプレッドは、240bpを超える水準まで拡大した。これを受けて、ECBは、同15日、臨時政策理事会を開催し、分断化防止に向けて①PEPP償還資金の再投資の柔軟活用と、②新たな枠組みの設計を急ぐ方針を確認し、その後の７月の政策理事会でのTPI導入に至っている[26]。

（ⅱ）制度の概要

TPI は、健全で持続可能な財政・マクロ経済政策を追及する国を対象とし、ファンダメンタルズからは正当化できない無秩序な国債市場の金利差の拡大に対応するため、残存期間１年から 10 年間の国債等を流通市場から買い入れる枠組みである。ECB は、スプレッドが「無秩序」で「正当化できない」状況に陥り、金融政策スタンスの円滑な伝達の妨げになると ECB が判断すれば、TPI を発動するとしている。

TPIの発動は、ECBの政策理事会による判断（①市場および金融政策の伝達指標の包括的な評価、②適格基準の評価、および③TPIによる購入がECBの主要目的の達成と整合性かの判断）に基づいて行うこととされている。

（ⅲ）他制度との比較や評価

TPI の他制度との比較や評価については、OMTとPEPPとの相違を整理した上で第４章において述べる。

ここまで、ECBが導入してきた国債を含む資産購入プログラムを概観してきたが、これらを整理したのが、図表６である。

---

[26] 伊藤（2022）より。

図表６　ＥＣＢによる国債等購入プログラム概要

	証券市場プログラム（SMP）	無制限国債購入プログラム（OMT）	資産購入プログラム（APP)のうちの公的部門購入プログラム（PSPP)分	パンデミック緊急購入プログラム（PEPP)のうちの公的部門	**伝達保護手段（TPI）**
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 2022年7月1日終了（注1）	2020年3月導入決定 2022年3月末終了（注2）	**2022年7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。	**事前の期限の定めなし**
買入れの適格性	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	**買入れの適格性は次の基準から評価：①ＥＵの財政フレームワークに準拠しているか、②深刻なマクロ不均衡を抱えていないか、③財政が持続可能であるか、④健全で持続可能なマクロ経済政策を採用しているか**
買入れ対象	公的部門・民間部門が発効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	**国、地方政府、ECBが定める機関により発行された市場性のある債券。適切であれば、民間部門の証券購入も検討され得る。**
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	総額1兆8500億ユーロ	**事前の制限なし**
キャピタルキーに応じた国別の買入れ枠の割当て	なし	なし	あり	あり（注３）	**不明**
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	**1～10年**
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	**民間債権者と同順位**
不胎化／非不胎化	不胎化	不胎化	非不胎化	非不胎化	**不明（注4）**
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3.0兆ユーロ（2022年6月末時点） 対象：ユーロ参加国、EU機関等	累計（償還分控除）で約1.7兆ユーロ（2022年6月末時点） 対象：ユーロ参加国、EU機関等	―

（備考）ECB、国立国会図書館（2021）、報道等より筆者作成。なお、国債購入はいずれも流通市場より。
（注１）十分な流動性条件と適切な金融政策スタンスの維持に必要な期間は、主要な政策金利引上げ後も、満期に受領した元本を再投資する。
（注２）満期に受領した元本を少なくとも24年末まで再投資する。
（注３）キャピタルキーをベンチマークとしつつも、市場の状況に応じて柔軟に対応。
（注４）TPIの買入れは、適切な金融スタンスへの潜在的干渉を回避するため、ECBのバランスシートや金融政策スタンスに持続的な影響を与えないように実施される(以下の英文は、ECB（"The Transmission Protection Instrument", 21July 2022）より抜粋、下線は筆者。)とされていることから、「不胎化」を念頭に置いている可能性が高いとみられる。
In order to avoid potential interference with the appropriate monetary policy stance, should the TPI be activated, the Governing Council will address the implications of the TPI purchases for the scale of the aggregate Eurosystem monetary policy debt security portfolio and the amount of excess liquidity. Purchases under the TPI would be conducted such that they cause no persistent impact on the overall Eurosystem balance sheet and hence on the

４．　分断化リスクへの対処方策の比較

これまでみてきたとおり、ECB は、分断化リスクに対処するツールとして、現在 OMT、PEPP、さらに 2022 年 7 月の政策理事会で策定した TPI を有している。ここでは、現在利用可能な手段についての分断化リスクへの対処の効果に関する比較を行い、どのような状況において有用なのか、またそれぞれが直面しうる課題は何かについて整理することにより、TPI の位置付けを確認する。

（１）ＯＭＴとＴＰＩの比較

OMT は、これまで実際に適用されたことがないものの、買入れ額が無制限であることから、2012 年の制度創設時にスプレッドが急低下した事実が示すように、既に強力な手段であることは証明されている。ただし、OMT は、発動条件として ESM プログラムの履行が課されており、これは厳しい条件と考えられる。

ESM の最高意思決定機関は、ユーロ圏各国の財相からなる理事会（The Board of Governors）であるが、金融支援の供与・方法・条件などの決定については理事会の全会一致が求められる。このため、意思決定に時間を要する場合が多い。

一方、TPI の発動は、上記３（５）で述べたとおり、ECB の政策理事会による判断（①市場および金融政策の伝達指標の包括的な評価、②適格基準の評価、および③TPI による購入が ECB の主要目的の達成と整合性かの判断）に基づいて行うこととされている。

TPI はその発動条件において、OMT と比べ ECB の裁量に拠るところが大きいため、より機動的な発動が可能と見込まれる。

また、TPI においては、ファンダメンタルズが健全である国において、ファンダメンタルズからは「正当化」できない「無秩序」な市場の動きによりスプレッドが拡大した場合に、残存期間 1 年から 10 年の国債等の買入れを行うが、スプレッドが持続的に改善し、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場合に、買入れは停止する仕組みとなっている。

なお、ファンダメンタルズが健全であるかは以下の基準（上述②の適格基準）で判断される。

ア）EU 財政ルールの順守：過剰財政赤字手続き（EDP）の対象となっていない。
イ）深刻なマクロ経済不均衡の是正手続き（EIP）の対象となっていない。
ウ）財政の持続可能性：公的債務の持続可能性について、ECB 内部の分析ほか、可能であれば欧州委員会及び IMF による分析も考慮し確認。
エ）健全で持続可能なマクロ経済政策運営：復興・強靭化ファシリティ（RRF）[27]に

[27] EU 加盟各国のコロナ危機からの経済復興と構造改革を促進するための基金。各国は復興・強靭化計画を作成し、欧州委員会の承認を得ることにより、経済規模等の指標を元に定められた国別割当額の範囲内で EU から資金提供を受けることができる（RRF の詳細は、内閣府（2021）の第 1 章第 2 節参照）。

基づく復興・強靭化計画、EU の年次の政策監視サイクルであるヨーロピアンセメスターにおける国別勧告（CSRs）を遵守しているか。

OMT では ESM プログラム履行による厳格な財政再建の要件が設けられているのに対し、TPI では、EU のマクロ経済・財政監視プロセスを取り込むことで、財政健全化に向けたインセンティブが削がれないよう一定の歯止めが設けられているものとみられる。

ここで、OMT 発動のタイミングを検討するため、現在のユーロ圏のファンダメンタルズ（経済財政状況）を確認しておく。

（ⅰ）財政状況

財政状況は、コロナウィルス感染拡大への対応として実施された拡張的な財政政策の結果、ユーロ圏の各国のうちイタリアやスペインの対 GDP 比でみた政府債務残高は、歴史的な高水準に積みあがっている（図表７参照）。

ただし、2021 年からの数年間にかけては、政府債務残高の対 GDP 比（図表８）が低下すると予測されている。これは、インフレの進展を反映した高い名目 GDP 成長率が国債の計算上の利子率（implicit interest rate）を上回ることにより、政府債務残高の対 GDP 比が低下していく効果に支えられたものである（22 年及び 23 年は欧州委員会による予測値）。図表８は、イタリア財政におけるこうした効果をみたもので、21 年に GDP 比を押下げる方向に転じており、その後、名目成長率の伸びの鈍化にともない同押下げ効果が減衰していくものと予想されている。

（ⅱ）経済状況

金融正常化プロセスの一環として、7 月 1 日に APP による資産購入が終了し、7 月に約 11 年ぶりに政策金利が引上げられ、さらに 9 月には 75bp の利上げが実施されている。このような金融引締めやウクライナ情勢長期化を背景として、欧州の経済成長率見通しは悪化しており、景気の下振れリスクがある。

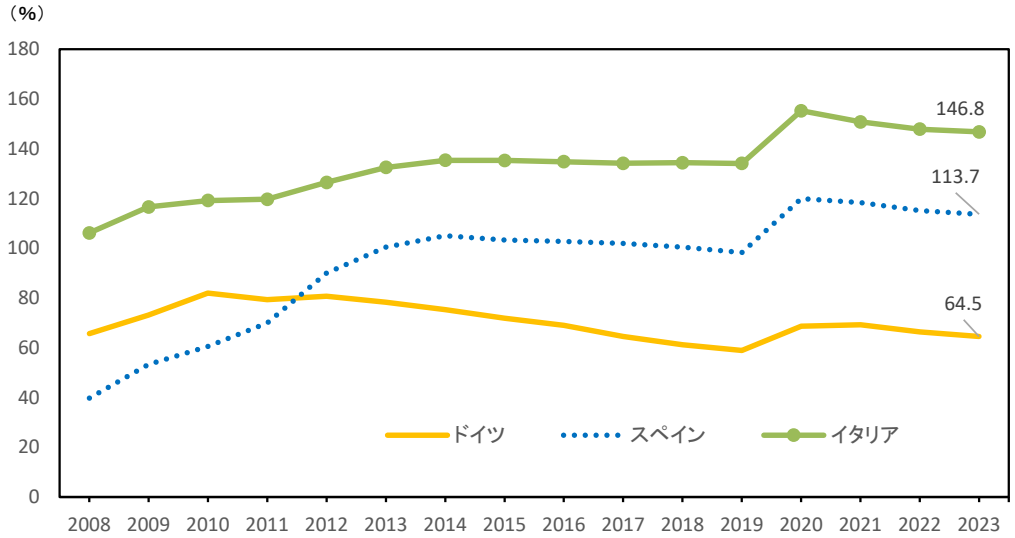
また、EU の復興・強靭化計画の一環として、成長促進に向けた改革が加盟国において今後数年間に実施されることが予定されており、これが、ファンダメンタルズの改善をもたらし、市場の懸念の軽減につながる可能性がある。

スプレッドは、欧州政府債務危機時の異常な高水準や、それ以降のピーク時よりもまだ低い水準にあるものの、2021 年秋以降着実に上昇している。スプレッド拡大には、成長率の低下と高水準の政府債務に対する市場の憂慮が反映されているものとみられる。

以上をまとめると、今後、景気が急速に悪化していけば政府債務残高の積み上がりは依然として課題となり得るが、現在のファンダメンタルズが、財政の持続性が直ちに危ぶまれる状況にあるとは言えない。このため、分断化防止ツールのうち、債務危機対策として制度設計された OMT については、現時点では適用が求められ

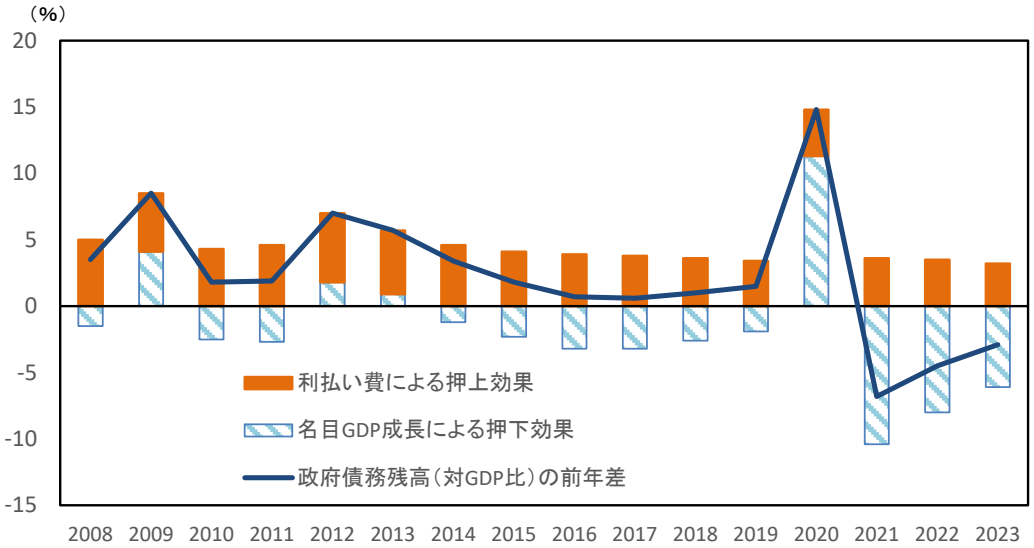
る状況にはないといえよう。

図表７　政府債務残高（対ＧＤＰ比）



（備考）欧州委員会より作成。22 年及び 23 年は予測値。

図表８　　イタリア財政における利払い費と名目ＧＤＰ成長が債務残高ＧＤＰ比の変化に与える効果（対ＧＤＰ比）



（備考）欧州委員会より作成。22 年及び 23 年は予測値。

（２）ＰＥＰＰ再投資資金の柔軟活用とＴＰＩの比較

ECB は 2021 年 12 月の政策理事会において、分断化に対処するため、コロナ禍の影響などファンダメンタル以外の理由でスプレッドが拡大している国に集中的に買入れるなど、柔軟な方法で PEPP の償還資金を再投資できると述べている[28]。

また、利上げを決定した 2022 年 7 月の政策理事会においても、PEPP の再投資の柔軟性がパンデミックに関連した金融政策の伝達におけるリスクへの第一の防衛手段であることに変わりはなく、今後も機動的に行うと述べている。前述の通り、（OMT ほどではないにせよ）TPI の発動には様々な条件があることから、PEPP の再投資の柔軟活用は ECB にとって最も扱いやすい分断化防止策であり、実際既に実施されている。

ここで、PEPP による公的資産の買入れとキャピタルキーとの乖離の推移をみてみよう（図表９参照）。PEPP 創設当時は、イタリアやスペインがキャピタルキーを上回って（逆にドイツは下回って）購入されており、PEPP が、分断化防止ツールと意図されていたことを実績としても裏付けている。その後、徐々にベースラインであるキャクピタルキーに回帰しつつあったが、2022 年 6-7 月において、再びイタリア、スペインなどの国債を買い越しており、再投資時の柔軟性活用が既に実施されていることが見てとれる。ユーロ圏加盟国間のばらつき（図表 10）でみても同様に創設当時はキャピタルキーから乖離していたものの、やがて回帰し、また足下で乖離し始めているのが分かる。

ただし、PEPP における再投資に利用可能な償還資金の規模は、ソブリン市場の緊張が高まっている場合にはスプレッドを抑制するのに十分でない可能性がある。Bruegel (2022) によれば、PEPP 債の償還は、今後 12 か月間で約 2000 億ユーロ（1 か月あたり約 170 億ユーロ）と推定される。2022 年 7 月に資産購入が終了した APP も満期償還された元本を再投資することとされており、このうち PSPP 債[29]の今後 12 か月の償還額が 2, 420 億ユーロ（１か月あたり約 200 億ユーロ）と推定されている。これを加えても、合計で約 360 億ユーロ/月程度である。市場の緊張が高まっている場合としてパンデミック発生当初を例にとると、PEPP による当時（2022 年３月から５月まで）の公的部門債券の購入額は約 900 億ユーロ/月（図表 11 参照）である。再投資の原資は、残存期間が様々に異なる債券（前掲図表６参照）からの償還額となるため、これを遥かに下回る規模となる。

このように、PEPP 再投資資金の柔軟活用は、即応性という点では、TPI より優れているものの、事前に買入れの上限額が設定されておらず、かつ新規の購入である

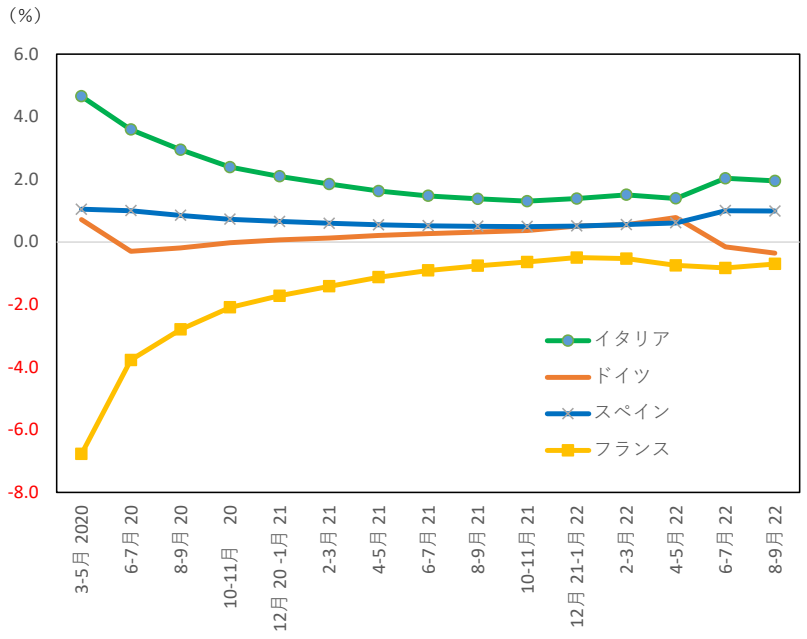
---

[28] In particular, in the event of renewed market fragmentation related to the pandemic, PEPP reinvestments can be adjusted flexibly across time, asset classes and jurisdictions at any time. This could include purchasing bonds issued by the Hellenic Republic over and above rollovers of redemptions in order to avoid an interruption of purchases in that jurisdiction, which could impair the transmission of monetary policy to the Greek economy while it is still recovering from the fallout of the pandemic.

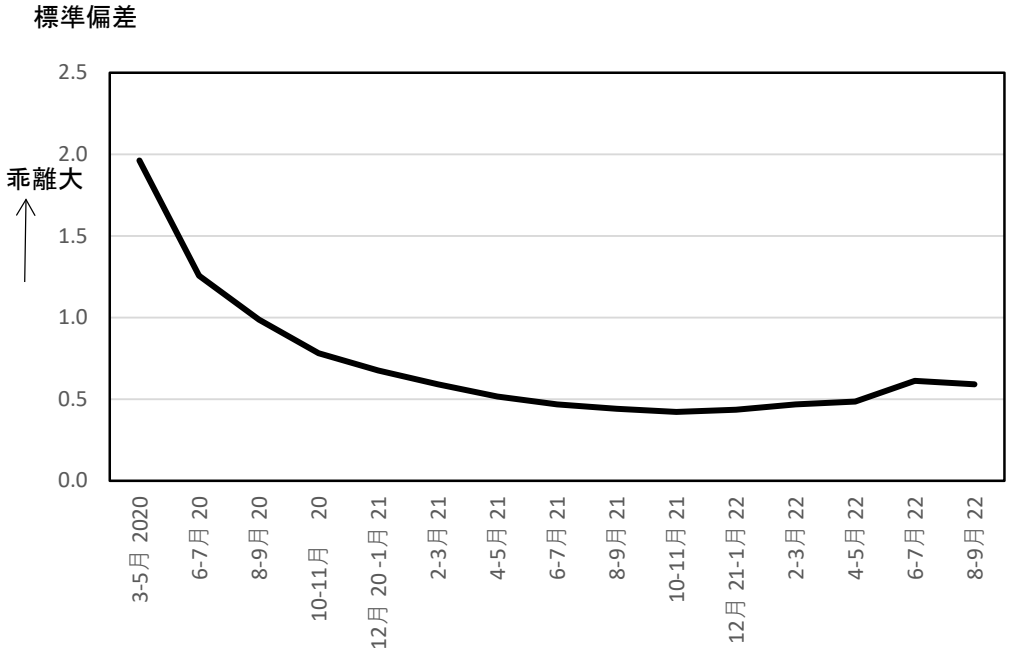
[29] 分断化リスクへの対処方策という観点では、PSPP における再投資には PEPP のような柔軟活用が認められていない点に留意が必要である。

TPI と異なり、再投資資金という枠が決まっていて買入れ額が制限されるため、市場ストレスの度合いによっては、その効果は限定的なものとなろう。

図表９　ＰＥＰＰによる国債購入実績の構成比のキャピタルキーからの乖離幅（ユーロ圏主要国）

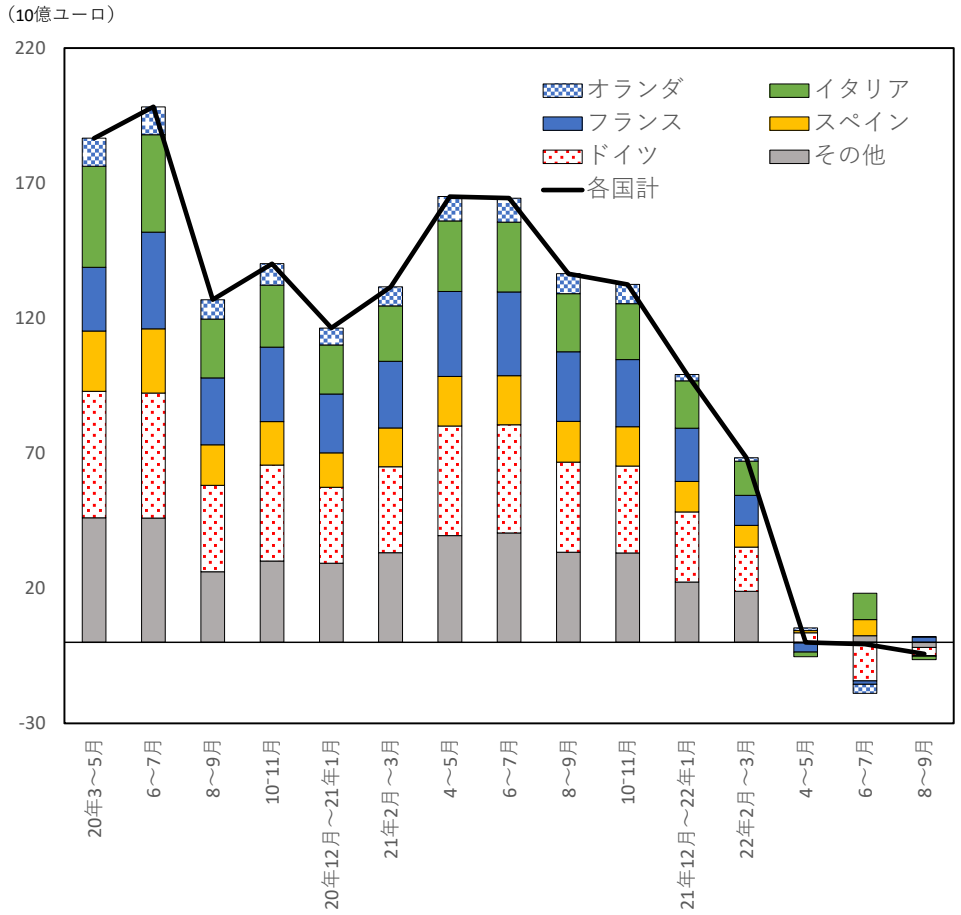


図表 10　キャピタルキーと購入実績との乖離の標準偏差（ユーロ圏各国）



（備考）いずれも ECB より作成。ユーロ圏全加盟国の累積ベース購入実績を用いて算出。

図表 11　　ＰＥＰＰによる公的部門債券購入額



（備考）ECB より作成。初期値除き隔月値。純購入ベースのため償還額が購入額を上回る場合はマイナスとなる。

５．まとめ

本稿では、スプレッドの拡大として現れるユーロ圏における分断化[30]を防止するツールを評価する観点から、これまでの ECB の国債等購入プログラムを振り返り、新たに創設された TPI について、現在実施されているプログラムである OMT、PEPP との相違に照射して整理を行った。改めて各章を総括すると、第２章では、ユーロ圏周縁国のスプレッドが、2021 年以降拡大に転じており、2022 年に入り PEPP や APP の新規購入が終了する中で、インフレが想定以上に進展し、スプレッドは TPI 導入が発表された 2022 年７月以降も拡大傾向にあることを確認した。第３章では、

[30]分断化の研究については、金融政策の伝達メカニズムの出発点である、無担保翌日物金利に着眼したものもある。Eisenschmidt, J. et al. (2018)　によれば、無担保翌日物金利は、政策金利の操作対象、即ち金融政策の伝達メカニズムの出発点であり、経済活動にとって最も重要な長期金利は、将来の翌日物金利にリスクプレミアムを加えたものであるため、やがてイールドカーブ全体に波及していくとしている。このため、分断されることなく、適切に機能する翌日物市場は、金融政策を円滑に伝達する上で重要であるとし、無担保翌日物金利市場における分断を測定する指標の紹介や、新たな指標開発の可能性について言及。

第４章で比較する分断化防止の各ツールを理解する上での補助線となるよう、これまでに創設された国債等購入プログラムの導入経緯と概要を概説し、他のプログラムとの相違や評価を述べた。第４章では、TPI の位置付けを理解する上での手掛かりを得るために、OMT 及び PEPP と比較を行い、各分断化防止ツールが、どのような状況において有効であり、また、それぞれが直面し得る課題を整理し、次のような点を明らかにした。PEPP は即応性という点では、一定の実施条件が付されている TPI より相対的に優れているが、再投資資金という枠によって買入れ額が制限されているため、市場ストレスの度合いによっては、その効果は限定的と見込まれる。OMT は、債務危機対策として制度設計され、その発動には厳格な条件が付されている。現下のユーロ圏の経済財政状況を観測する限り、OMT の発動が求められる状態には至っていないものと考えられる。TPI にはこのような両制度が想定する政策対応の隙間を埋める役割が期待されているものと考えられる。

このように発動の容易さでいえば、既に実施されている PEPP の再投資資金の柔軟化活用、次いで TPI、そして OMT はこれからも最終手段であり続けるだろう。既に PEPP の再投資資金の柔軟化活用が実施されており、イタリア国債の購入はキャピタルキーから再び乖離しつつある。今後、PEPP の再投資資金の柔軟化活用という枠組みの限界が試されることとなると思われる。

現状、イタリアは、EDP の対象ではなく、名目上、TPI 発動時のファンダメンタルズの健全性要件の一部は満たしていることになる。ただし、9 月 25 日に実施された総選挙を経て誕生するイタリア新政権が、今後、どのような政策運営を行うかによっては、「健全で持続可能なマクロ経済政策運営」から逸脱し、健全要件を満たさなくなる可能性も排除されない。金融市場が、イタリアの景気先行き不透明感から、同国の債務問題を意識し、さらなる緊張を示した場合に、TPI 発動の是非が問われることとなろう。

以　上

（参考文献）

Bruegel (2022)”Fragmentation risk in the euro area: no easy way out for the European Central Bank”, Monetary Dialogue Papers.
ECB (2010) Monthly Bulletin, May 2010.
Desantis, R. (2016) “Credit spreads, economic activity and fragmentation”, ECB Working Paper Series No1930 / July 2016.
Eisenschmidt, J. et al. (2018) “Measuring fragmentation in the euro area unsecured overnight interbank money market: a monetary policy transmission” , ECB Economic Bulletin, Issue 5/2018.
伊藤さゆり（2022）「ECB の新枠組みだけではユーロ圏の分断化は防げない」ニッセイ基礎研究所　Weekly エコノミストレター
伊藤さゆり（2012）「常設の金融安全網・欧州安定メカニズム（ESM）発足の意義」ニッセイ基礎研究所　基礎研レポート
翁邦雄（2013）「金融政策のフロンティア」日本評論社
奥田宏司（2018）「ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」（PSPP）について」立命館国際研究　31-2,　October 2018
唐鎌大輔（2017）「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
国立国会図書館（2021）「欧州中央銀行の国債買入れ策の動向と課題」レファレンス 846
財務省（2020）「日本と欧州連合（EU）の関係強化と欧州の経済状況について」「ファイナンス」令和 2 年 1 月号
田中素香（2016）「ユーロ危機とギリシャ反乱」岩波新書
土田陽介（2020）「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 第 112 号
内閣府（2021）「世界経済の潮流 2021 年Ⅰ―ポストコロナに向けて―」
内閣府（2012）「世界経済の潮流 2012 年Ⅰ―欧州債務危機を巡る緊張が続く世界経済―」
内閣府（2011）「世界経済の潮流 2011 年Ⅱ―減速する世界経済、狭まる政策余地―」
内閣府（2011）「世界経済の潮流 2011 年Ⅰ―歴史的転換期にある世界経済：「全球一体化」と新興国のプレゼンス拡大―」
内閣府（2010）「世界経済の潮流 2010 年Ⅱ―財政再建の成功と失敗：過去の教訓と未来への展望―」
内閣府（2010）「世界経済の潮流 2010 年Ⅰ―アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政危機のコンティジョン―」
松浦一悦（2020）「欧州銀行同盟の課題と将来」松山大学論集第 32 巻

矢澤朋子（2013）「欧州安定メカニズム（ESM）」大和総研「経済の広場」
山崎加津子（2015）「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 2015 春季号 Vol.18
山崎加津子（2012）「ECB が国債購入プログラムの刷新を表明」大和総研
湯本雅士（2018）「金融政策入門（第２版）」岩波新書