

「国債購入プログラム(OMT)は直接財政支援ではない」ECB 月報より

特別研究員 小林 敏雄  
[kobayashi\\_toshio@iima.or.jp](mailto:kobayashi_toshio@iima.or.jp)

## 1. ドラギ ECB 総裁の下での積極的金融緩和策

欧州ソブリン危機の深刻化と実体経済の停滞という状況下、2011年11月にトリシェ氏から地位を引き継いだドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁は、就任直後から政策策金利の引き下げを断続的に実施するとともに、2011年末には銀行融資の刺激を狙った3年物の長期資金供給オペ（LTRO）により民間金融機関への流動性供給を実施してきた。

これらに加えて、2012年9月6日の政策理事会（Governing Council）において、ユーロ圏の国債を流通市場で購入する「国債購入プログラム（Outright Monetary Transactions; OMT）の導入を決定し、ECBとして積極的にユーロシステムの維持に向けた姿勢を明確にしている。

ドラギ総裁の下でのECBによる一連の措置に対しては、政策当局者および市場関係者から広く支持を受けているが、他方で、特にOMTに対しては、加盟国への直接財政支援ではないのか、中央銀行としての役割を超えているのではないかとの批判が根強くあり、9月の政策決定会合においてメンバーである独連銀総裁が反対票を投じたことにもそれは表れている。

ドラギ総裁は、特に批判の強いドイツに対し、10月24日に独連邦議会下院を訪れ、ユーロ圏債務危機をめぐる議員と会合を持つという異例の行動をとったが、この中でドラギ総裁は、OMTをはじめECBのとした措置につき説明をしたと報じられている。

## 2. OMTの概要

ECBの月報9月号によると、OMTは以下のような条件のもとに実施されるとしている<sup>1</sup>。

- (1) OMTによるユーロ圏の国債購入は流通市場においてのみ実施される。
- (2) OMTで購入される国債は満期1年から3年の物を対象とする<sup>2</sup>。
- (3) OMTを実施するには、EFSF（欧州金融安定基金）・ESM（欧州安定メカニズム）

<sup>1</sup> 本稿執筆時点（11月8日）で、OMTの具体的な発動はまだ行われていない。

<sup>2</sup> この理由として、ECBは、市場に緊張が高まった時、もっともその影響を受けるのが短い年限の金利である点を挙げるとともに、下記に述べるOMT実施に必要なコンディショナリティの実施の面でも有益であること、ユーロシステムのバランスシートが永続的に拡大することを防ぐことができる点等を指摘している。

により付される厳格かつ効果的なコンディショナリティの存在が条件となる。

(4) 政策理事会は OMT に関するその開始、継続、中止等すべての決定を、ECB に付与された独立性のもとに行う。

(5) OMT により供給された流動性はすべて不胎化される。

### 3. OMT が適用国への直接の財政支援ではないとする ECB の立場

ECB の月報 10 月号では、前号に引き続き OMT に関し、金融政策としての妥当性、中央銀行の独立性の観点等からみて問題がないことを論じる記事を掲載している。ECB が OMT に対する批判をかなり意識した表れとみることができる。

ECB は、EU 機能条約（幾多の改正により修正されたローマ条約）123 条により、公債を発行市場で購入することを禁止されており、また、これを踏まえた理事会規則<sup>3</sup>は、上記条約 123 条を回避する目的をもって流通市場で購入することも行ってはならないと規定している。

これを踏まえたうえで、ECB は「OMT は価格安定目的の達成、財政規律、中央銀行の独立性の 3 つのセーフガードを設けることにより、直接財政支援を禁止する規定に抵触しない」と、OMT の金融政策としての妥当性を説明している。以下、ECB 月報に具体的に示されたポイントを紹介する。

(1) OMT は価格安定を目的とする金融政策である

(ア) 投資家の一部にユーロ後退 (reversibility) の懸念があることを背景に、国債市場にひずみが生じ国債市場の価格形成機能が正常に機能していない。国債市場がユーロ圏において金融政策を浸透させるために重要な役割を担っていることからすると、これは金融政策の有効性を阻害する要因となっている。

OMT は非伝統的な金融政策手段であるが、現在の例外的な金融市場の状況下では必要な政策であり、ECB が金融市場においてその政策目的を達成するため市場性商品をアウトライトに売買することを認めている ECB の定款の規定 (18 条第 1 項) に基づくものである。

(イ) OMT をどの市場において実施するかは、慎重な評価を行ったうえで、政策理事会で決定される。購入する国債の満期を 1 年から 3 年に限定していることは、従来の金融政策との関連を考慮したうえでのことである。

OMT の効果は、それが適用されるユーロ圏加盟国がその基礎的マクロ経済条件を維持回復するための適時適切なマクロ経済政策、構造政策、財政政策に依存している。それゆえ、OMT の発動に当たっては、EFSF/ESM を利用する際に設定されるコンディショナリティが不可欠である。ただしそれは必要条件であり、ECB 政策理事会は、OMT の開始、継続、中断、終了を決定するにあたり、ECB に託された金融政策の観点から

<sup>3</sup> 1993 年 12 月 13 日の理事会規則 No3603/93

独立して判断する。

(ウ) OMT により供給された流動性はすべて不胎化されるので、ベースマネーの供給量は増加しないし、流動性の状況に変化は生じない。

#### (2) 財政規律の維持

財政規律を維持確保するため、OMT の利用はマクロ経済政策、構造政策、財政適正化政策を盛り込んだコンディショナリティに従う加盟国にのみ限定される。

#### (3) 中銀の独立性

OMT の実施要領は、政策理事会において、金融政策としての必要性、有効性の観点から、完全に独立の立場で設計されたものであり、個別の適用にあたっては、政策理事会が自主的に判断する。

### 4. 若干の考察

ユーロ崩壊の可能性まで論じられる状況の中で、その基本的解決策である財政政策や構造改革については、利害関係者間の調整という政治プロセスが大きなハードルとなっている。仮に合意できても、その実施により短期的には経済にマイナスの影響が見込まれ、プラスの効果が発現するまでには時間がかかることが想定される。ユーロ崩壊ということになれば通貨面、経済面ばかりでなく、これまでの欧州統合の成果にまで影響の及ぶ政治的、社会的に大きなインパクトがあることはだれもが懸念していることである。

中央銀行といえども経済政策全体の中で大きな役割を担う一翼として、その執る措置、あるいは執らない措置の持つ影響を考慮せざるを得ない。機動的な政策決定が可能な ECB の金融政策へ負荷がかかることは一定程度仕方がないともいえる。

OMT の適用が想定されているといわれるスペインは、2012 年より 2013 年さらに経済状況が悪化すると見込まれており、スペインが EFSF/ESM の支援を要請し、さらに ECB に OMT の発動を求めた時、ECB がどのような判断、対応をするか注目される。中央銀行の独立性は、歴史の経験から生まれた人類の知恵だといわれる。現実への対応と政治との距離感の中で、ドラギ総裁率いる ECB の模索は続いていく。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>