

## ECBの国債購入策に“物言い”

発表日：2014年2月10日(月)

～OMTはEU条約に抵触する可能性が高い～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主席エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ ドイツの憲法裁判所（独憲法裁）はECBによる国債購入策（OMT）がEU条約に抵触する可能性があるとし、EU司法裁判所（EU司法裁）の法の見解を求めることを明らかにした。独憲法裁が問題視しているのは、①OMTがECBに認められる金融政策の範囲を逸脱していないか、②大規模な所得再配分スキームでないか、③EU条約が禁止している財政ファイナンスに該当しないかなど。
- ◇ 独憲法裁は、金額の上限を設定しない無制限の国債購入、購入した国債の満期保有、購入した国債が債務削減の対象から除外されないパリパス条項などに一定の制約を課すことで、OMTがEU法と適合性を保つことができるとの判断も示唆している。EU司法裁へ法的解釈を委ねることで、OMTの存在そのものが違憲とされることを回避しようと配慮している。
- ◇ EU司法裁は独憲法裁ほど厳格な法解釈は行わないとみられるが、最終判断が出るまではOMT発動のハードルは高くなる。万が一、OMTが一定の制約を受ける場合、OMTの核心部分にケチがつけられることになる。今は債務危機が沈静化し、OMTを実際に発動する状況にはないが、次に市場の緊張が再燃した時、OMTによる危機封じ込めの力は従来考えられていたよりも弱くなる恐れがある。

ドイツの憲法裁判所（以下、独憲法裁）は7日、EUの恒久的な財政・金融安全網である欧州安定メカニズム（ESM）と財政規律を強化した新たな財政協定（fiscal compact）の合憲性を巡る司法判断を3月18日に下すことを明らかにした。また、同時に審理中のECBによる新たな国債購入策（OMT）がEU条約に抵触する可能性があるとし、上記2案件とは切り離し、EU司法裁判所（以下、EU司法裁）の法の見解を求めることを発表した。独憲法裁の見解では、OMTはECBに与えられた金融政策上の権限を逸脱するもので、加盟国の権利を侵害し、財政ファイナンスを禁じたEU条約に抵触する可能性が高いとのこと。独憲法裁が問題視しているのは、①OMT創設の決定が、金融政策に限定されるECBに付託された権限を逸脱し、本来、加盟国が行うべき経済政策に該当する可能性がある点、②OMTがEU条約で認められていない加盟国間の大規模な所得再配分の要素を内包している可能性がある点、③OMTがEU条約が禁止している財政ファイナンスに該当する可能性がある点、④OMTを通じてECBが市場の価格形成に影響を与える可能性がある点など。

OMTが金融政策か経済政策かを巡って独憲法裁は、一部の加盟国の国債を購入することが一定の条件下で金融政策の伝達メカニズムの機能不全を是正し、金融政策の運営目標の達成を支援するからと言って、OMT創設の決定を金融政策とみなすことは出来ないと解釈している。仮に金融政策の伝達メカニズムが

阻害される度に、一部の加盟国の国債を購入することが認められるとすれば、当該加盟国の信用状況の悪化を改善させる権限をECBに与えることになる」と論じている。

また、財政ファイナンスに該当するかを巡っては、EU条約はECBが加盟国から直接国債を購入することを禁止しているばかりか、機能上同一とみなされる方法で迂回して国債を購入することも禁じている。加盟国間の国債利回りのスプレッド縮小を直接的な目的としているOMTは、①購入対象が限定されている点、②支援プログラムと並行して行われる点、③債務削減の対象から除外されていない点、④購入した国債を満期まで保有する点、⑤市場の価格形成にECBが介入する点において、迂回策による国債購入に該当すると独憲法裁は判断している。

思い起こせば、ユーロ危機を沈静化させたのは「ユーロ防衛のためにはいかなる措置も辞さない」とのドラギECB総裁の言葉だったが、その言葉を政策として具体化したのがOMTだった。OMTが従来の国債購入策（SMP）と比べて優れていると評価されたのは、①事実上の無制限購入を約束した点、②財政再建・構造改革の履行を条件とした点、③優先弁済順位を設定しない点などであった（表）。仮に独憲法裁の要求する形でOMTに一定の制約が加わる場合、OMTが強力なツールと受け止められた理由の多くが削がれることになる。

（表）欧州中央銀行による国債購入プログラムの新旧比較

	既存の国債購入プログラム (SMP)	新たな国債購入プログラム (OMT)
対象資産	国債（国債以外も対象だが、実際に購入したのは国債のみ）	国債
対象年限	残存期間4～5年を中心	残存期間が1～3年
対象国	ECBに裁量	EFSF/ESMに国債購入での支援要請を求めた国で、ECBが必要と認めた場合
政策目標	金融政策の正常な伝達メカニズムを回復	ユーロ解体への根拠のない不安に起因した国債市場の歪みに対処し、ユーロ圏の全ての国で金融政策の正常な伝達メカニズムを確保
購入市場	流通市場のみ	流通市場のみ
規模目標	なし	事実上の無制限購入を約束（＝「政策目標に照らして必要だけ購入する」）
購入実績	残高は最大で2,195億ユーロ、週毎の最大購入額は220億ユーロ	なし
金利目標	なし	なし
不胎化	する（同額の資金を吸収）	する（同額の資金を吸収）
優先弁済順位	事実上の優先弁済順位（ギリシャの債務交換の対象外）	パリパス（返済時に同順位）とする法整備
コンディショナリティ	なし	あり、ケース・バイ・ケース、EFSF/ESMの国債購入に付随したコンディショナリティ、IMFの関与も求める、不履行時には購入停止も
出口戦略	原則として満期保有	原則として満期保有だが、場合によっては市中売却も
透明性	事後的に1週間毎の購入金額を開示、対象資産は非開示	事後的に週毎に購入金額を開示、月毎に平均満期と対象資産を開示

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

独憲法裁がOMTの合憲性に強い疑問を呈しつつも、自ら判断を下さずに、EU司法裁の見解を求めたことは、独憲法裁の司法判断がECBの行動を法的に拘束することが事実上困難であることや、違憲判決が及ぼす潜在的な影響の大きさに配慮したものと考えられる。EU司法裁は一般により親EU的な法解釈

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を行うことで知られており、OMTがEU法に抵触しないとの判決を下す可能性もある。その場合は独憲法裁がEU司法裁の法解釈を受け入れるか、ドイツの国内世論との兼ね合いもあり、法の番人として難しい立場に追い込まれる。他方、仮にEU司法裁が独憲法裁に近い厳しい法解釈をした場合、OMTは幾つかの制約を受けることになるが、存在そのものを違憲とされることは回避されそうだ。

何れにせよ、EU司法裁の判決が出るまでは（少なくとも数ヶ月を要するとの見方が多い）、OMTが実際に発動されるハードルが高くなったことは言うまでもない。また、一定の制約を受ける場合、債務危機を沈静化させたOMTの核心部分にケチがつけられることになる。今は債務危機が沈静化しており、OMTを実際に発動する状況にはないが、次に市場の緊張が再燃した時、OMTによる危機封じ込めの力が従来考えられていたよりも弱くなる恐れがある。

以上