

## ECBの国債購入策にお墨付き

発表日：2015年1月15日(木)

～欧州司法裁の法務官が見解表明～

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

- ◇ ECBの国債購入策（OMT）が財政ファイナンスを禁じたEU条約に抵触するかを巡って、欧州司法裁の法務官は原則として条約に適合するとの見解を表明した。法抵触を回避するための条件として、①ECBが金融支援プログラムに直接関与しない、②特別措置が必要な合理性を説明する、③発行直後の買い入れを控えることを挙げたが、OMTの運営や効果に大きな影響を与えるものではない。
- ◇ ECBは近く国債QEを開始する可能性が高いが、今回の司法見解を国債QEにも援用すれば、法的障害の多くはクリアできそうだ。ドイツ憲法裁が問題視している国債購入の無制限性、パリパス規定、最低格付け要件など、財政ファイナンスとの境界線を曖昧にする買い入れ条件についても、法務官は特段の注文をつけなかった。国債QEの制度設計にも大きな制約とならない。

### ■ ECBの国債購入策は原則として合法

欧州司法裁判所の法務官は14日、昨年2月にドイツ憲法裁判所から負託されたECBの国債購入策（OMT）がEU条約に抵触するかの判断を巡って、「原則としてEU条約に適合する」との見解を表明した。OMTは債務不安国の改革履行を条件に、事前に金額の上限を定めずにECBが流通市場で国債を買い入れる措置として2012年9月に導入されたもの。法務官による意見陳述に法的拘束力はないが、欧州司法裁の判決は過去多くのケースで意見陳述に沿った内容となってきた。意見陳述から概ね4～6ヶ月後に予定される最終判決でも、OMTが条約に適合的との判断が下される可能性が高い。OMTの合憲性を巡る今回の法務官の意見陳述は、ECBが近く導入を検討している国債購入を含む本格的な量的緩和（国債QE）の法的障害の有無や制度設計を左右するものとして注目を集めてきた。今回の司法判断は国債QEに関するものではないが、多くの法律上の争点が国債QEにも当てはまる。法務官はOMTがEU条約に抵触しないための幾つかの条件を提示したが、総じてドイツ憲法裁よりも穏健なものにとどまり、国債QEの開始や制度設計において大きな制約とはならなそうだ。13日にクレー理事が「22日に国債購入の決断を下す準備がある」と発言したのに続き、14日にはドラギ総裁が「国債を購入する準備がある」と発言。国債QEの開始は既に理事会の多数派意見となっている模様だ。法的障害をクリアできる見込みが立ったことで、22日のECB理事会での国債QEの開始決定に向け、また一歩前進した。

### ■ ドイツ憲法裁の疑問を一蹴

法務官はまず「ECBは金融政策の立案と実行に当たって広範な裁量を与えられるべきであり、当該分野での専門性と経験を有していない裁判所がECBの活動を審理するに当たっては相当程度の慎重姿勢が求められる」との基本認識を表明。そのうえで個別の争点については、下記の見解を明らかにした。

### 【金融政策の権限を逸脱】

OMTがECBに与えられた金融政策上の権限を逸脱し、各国政府が行うべき一般的な経済政策に該当するかを巡っては、「OMTの目的は原則として合法で金融政策と調和するものだが、ECBが金融支援プログラムで果たす役割の大きさに鑑みれば、ECBの行動が一定の状況下で単なる経済政策をサポートするものと受け止められない恐れもある。そのため、OMTが金融政策の手段としての性格を保持するために、ECBは実施に当たって当該国の金融支援プログラムへの直接的な関与を控えなければならない」。また、「ECBはOMTのような非伝統的な措置を採用する理由について、措置が正当化される特殊な状況を明確かつ正確に特定し、適切な説明を行わなければならない」との見解を表明した。

### 【財政ファイナンス】

OMTがEU条約が禁止する財政ファイナンスに相当するかを巡っては、「EU条約は流通市場での国債購入を禁止していないが（禁止すればECBは通常の金融政策を行ううえで不可欠の手段を失うことになる）、市場介入に当たっては、財政ファイナンスに抵触しないよう十分な配慮が必要となる。OMTの導入により、発行市場での投資家の国債購入に何らかのインセンティブが働くことは避けられない。OMTの有効性を大きく損なう投機的な動きを防ぐため、流通市場への介入に当たってECBは細心の注意を払う必要がある」。「OMTを実行するに当たっては、流通市場と発行市場の間で実質的な違いがあることを確保し、市場価格が形成される形で行わなければならない。例えば、発行市場で国債が発行された直後に、流通市場でECBが国債を購入することは、両市場の違いを曖昧にする」との見解を表明した。

### 【無制限性】

事前に金額の上限を定めていないことが財政ファイナンスの要素を内包しないかについては、「事前に購入の量的な限度額を設定すれば、発行市場での介入が意図する効果を大きく損なうばかりか、投機を招く恐れがある」と指摘し、ECB内部では上限が設定されているとして問題視しなかった。

### 【パリパス規定】

OMTがECBにパリパス（他の投資家と同等の返済順位）を想定していることに対しては、「ECBに優先弁済順位を設定して国債を購入すれば、他の投資家の当該国債への需要に影響を与える。パリパス規定はECBが金融市場の正常な機能を極力阻害しないための手段であると捉えている。債務リストラ時にECBが債権の全額もしくは一部を放棄することを余儀なくされる可能性があることが直ちに、財政ファイナンスに相当する訳ではない。ECBは集団行動条項（CAC）に基づく債務リストラの際に、債権放棄に必ず反対することや債権の全額回収を目指すことを明言している」と指摘した。

### 【最低格付け要件】

OMTが対象国債の最低格付け要件を設定しない点については、「OMTが低格付け国債の購入も意図していることは、そのことでECBを国債のデフォルトリスクに晒したとしても、財政ファイナンスを禁じたEU条約に抵触する訳ではない。こうしたリスクはこの種の政策に内在するもので、プログラムの技術的条件や実際の運営に当たってECBがデフォルト・シナリオに明白に直面している場合に初めて合法性が問われるべきである」と述べた。

---

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。

## ■ 国債QEの制度設計にも大きな制約とならず

このように今回の法務官の見解は、ドイツ憲法裁が掲げた争点の多くが問題とならないことを示唆した。法抵触を回避するために必要とした条件も、①ECBが金融支援プログラムに直接関与しない、②特別措置が必要な合理性を適切に説明する、③発行直後の購入を控える3つのみで、OMTの運営や効果に大きな影響を与えるものではない。国債購入の無制限性、パリパス規定、最低格付け要件など、財政ファイナンスとの境界線を曖昧にする買い入れ条件についても特段の注文をつけなかった。債務危機克服の立役者であるOMTの威光を傷つけなかったばかりか、今後の国債QEについても制度設計上の大きな制約を課すものとはならない。ただ、支援プログラムへの直接関与が問題視されたことから、従来のトロイカ（EU、IMF、ECB）体制によるプログラムの策定・実行・監視からECBが外れる可能性が高まった。

今後、欧州司法裁の最終判断を待って、ドイツ憲法裁はOMTの国内法規との適合性を最終判断する。ドイツ憲法裁が欧州司法裁の決定に従わないリスクも残る。その場合もドイツ憲法裁の法的拘束力はECBに及ばないため、OMTプログラムの制度設計の変更などを求めることは出来ない。ただ、可能性は低いと見られるが、ドイツ憲法裁がドイツ連邦議会に対してESM支援への参加を見送るように要請すれば（OMTの発動にはESMによる支援が必要）、ESM決定で拒否権を持つドイツの反対でOMTの発動が出来なくなる。また、国債QEが開始されれば、ドイツで今回同様に違憲立法審査が提訴される可能性が高い。その場合も、今回の法務官の基本見解に倣えば、法抵触が問われる可能性は低いだらう。

以上