

# Europe Trends

発表日: 2020年7月6日(月)

## 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~

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

- ◇ ドイツ連邦議会は3日、ECBの国債買い入れ策（PSPP）が比例性原則を満たしていることを賛成多数で承認。これにより、ドイツ連邦銀行が国債買い入れ策への参加取り止めや、中銀の独立性やEUの法秩序が脅かされる事態は回避された。
- ◇ コロナ危機を受けて3月に開始されたパンデミック緊急資産買い入れ（PEPP）についても、新たな訴訟が提起されている。結審までには数年の時間を要するとみられ、当面の危機対応でPEPPの有用性が脅かされることはない。
- ◇ だが、ECB内部にはPEPPをいつまで続けるかなどを巡っての意見対立もある。今後、危機時対応からの政策正常化を進める際に、資産買い入れ策が内包する法的限界やラガルド総裁の手腕が改めて問われることになりそうだ。

5月7日付けレポート「[ドイツ憲法裁がECBに3ヵ月の執行猶予宣告](#)」で指摘した通り、ドイツ憲法裁判所は欧州中央銀行（ECB）の公的資産買い入れプログラム（PSPP）が“比例性原則”を満たしているかどうかをドイツの連邦政府と連邦議会在判断し、3ヶ月以内に憲法裁判所に報告することを求めた。比例性原則とは、ある政策によって達成されるべき目的と、そのために取られる手段とが釣り合っていることを要求する法の一般原則。同原則を満たしていないと判断した場合、ドイツ裁判所はドイツ連邦銀行（ECB傘下のドイツの中央銀行）に対してPSPPへの参加を取り止め、これまでPSPPを通じて購入したドイツ国債を売却することを命じるとした。欧州司法裁判所が下した司法判断に疑問を呈する同判決は、今やECBの中心的な政策ツールである資産買い入れの継続と拡大を難しくしかねないばかりか、中銀の独立性やEUの法秩序を脅かしかねないとして注目を集めてきた。

ECBは6月4日の理事会議事録で資産買い入れが比例性原則を満たしているかを詳しく検討するとともに、これまでの議論の経緯を記した内部文書をドイツ政府や議会に提出し、ドイツ連銀のバイトマン総裁を通じてECBの立場を説明してきた。これを受け、ドイツのシュルツ財務相はECBが十分な説明責任を果たしたことを示唆。7月3日にはドイツ連邦議会在が比例性原則を満たしているかを問う採決を行い、ECBの主張を賛成多数で承認した。ドイツ憲法裁判所の判事は連邦政府や連邦議会在が違憲と認めない限り、同裁判所が更なる関与を行わないことを表明している。8月5日の期日を待たずに、本件がECBの資産買い入れ継続の障害となったり、EUの法秩序を脅かす事態は回避された。

今回問題となったのは、ECBが金融政策の一環で2015年に開始した国債買い入れ策についてで、コロナ危機を受けて3月に開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）は法的論争の対象外であった。だが、ドイツではPEPPについてもEU条約違反を問う新たな訴訟が提起されている。ECBは月毎の買い入れ構成に柔軟性が認められるとしながらも、PEPPの国債買い入れもECBの資本金構成比（各国の経済規模に応じた買い入れ構成）に従う必要がある点を認めている。2ヶ月毎に公表される5月までの国別・資産別の買い入れ実績によれば、ドイツ、イタリア、スペインの国債を資本金構成比以上に購入していた。来年央まで予定される新規買い入れ、その後続くであろう再投資期間中に保有残高の構成を資本金構成比に近づけなければ、条約抵触を問われる恐れが出てくる。訴訟提起からドイツ憲法裁判所の司法判断、仮に今回同様に欧州司法裁判所にEU法の解釈を巡って先決裁定（EU加盟国の裁判所が欧州司法裁判所に司法判断を付託する手続き）を求める場合、違憲性の有無が最終的に確定するまでには数年を要する。当面の危機対応でのPEPPの有用性が損なわれることはない。

もっとも、ECB内部にはPEPPがコロナ危機対応で果たす役割を巡って意見対立もあるようだ。オランダ中銀のクノット総裁は3日にブルームバーグ通信のウェブセミナーで発言し、金融緩和の長期化が予期せぬ副作用を招く恐れがあるとし、コロナ危機対応での金融政策への過度な依存を避けるべきと警告を発した。同氏はECBの危機対応をオプション取引のプットオプションに擬え、“中銀プット”への過度な期待を戒め、債務膨張やレバレッジ拡大を招くリスクを指摘した。また、経済情勢が危機時から平時に移行するとともに、PEPPの必要性や効果が失われ、増額延長後の買い入れ枠を使い切らない可能性に言及した。

ECBはPEPPを「コロナ危機の局面が終わったと判断されるまで継続する」と説明している。当初年末までとしていた終了期限を6月の理事会で来年6月末まで延長した際には、コロナ危機に伴う景気や物価の下振れリスクを強調した。感染拡大が収束した後も経済・物価情勢に応じて買い入れを継続する余地を残す事実上のガイダンス修正とみられる。理事会内にはPEPPをいつまで続けるかや、イタリア国債などの重点買い入れを見直すかを巡って意見対立があるとされる。ドイツ連銀のバイトマン総裁が危機時対応でのPEPPの有能性を認めつつ、PEPPの目的を限定的に解釈すべきと主張するのに対して、フランス中銀のビロロドガロ総裁は機動的な市場介入を可能にするため、最大限の柔軟性を確保しておくことを強調する。

こうした理事会内の意見対立は、マイナス金利の深掘りや資産買い入れの再開を決定した昨年9月の包括緩和時を彷彿させる。ドラギ総裁（当時）の独断先行に理事会内に異例の不満が噴出した。昨年11月に後継総裁に就任したラガルド氏は、こうした経緯を踏まえ、就任時に理事会内のコンセンサス・メイキングを重視する方針を示唆していた。年末までの終了を目指すとされた金融政策の戦略検証の期限も、コロナ危機の影響で来年央に延期された。コロナ危機という非常事態を受け、今はPEPPが内包する課題を問題視する声は少ないが、今後危機からの正常化を探る際に改めてラガルド総裁の手腕が問われることになりそうだ。

以上

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調査研究本部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、第一生命保険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。

