

# 欧州中央銀行の選択

## 米英日とは、引き続き一線を画す

この6月、欧州中央銀行（ECB）は、主要国の中央銀行としては初の事例となる「マイナス金利」の導入を含む、新たな非伝統的手段による金融政策運営に乗り出すことを決定した。ただし、ECBのこのような政策運営は、米英日の中央銀行による「大規模な資産買い入れ（いわゆる量的緩和）」型の非伝統的手段による金融政策運営とは、引き続き一線を画すものとなっている。低インフレ状態の長期化をいかに回避するか、というわが国に通ずる課題を抱えたECBは、どのような意図でこのような政策運営に踏み出したのか、非伝統的手段による金融政策運営にはいかなる課題やリスクがあると考えられているのかを、本稿では解説する。

### TLTROsとマイナス金利を導入

去る6月5日、ECBは、ユーロ圏の低インフレ状態が長期化するリスクが高まったとの判断を受け、新たな非伝統的手段を含む次のような一連の金融緩和措置を発表した。

①政策金利のさらなる引き下げ（一部に主要国中央銀行としては初の事例となるマイナス金利の導入を含む

む）②新たな枠組みとしての「ターゲット長期リファイナンスング・オペ（TLTROs）」の導入③資産担保証券（ABS）のアウトライト買い入れ（＝買い切りオペ）に関する準備作業の強化④オペにおける「固定金利・全額割り当て入札手続き」（いわゆる無制限資金供給）方式での実施期間延長⑤「証券市場プログラム」（欧州債務危機の際に、

一時的かつ限定的な規模で行われた、重債務国の国債を含む資産買い入れ）のもとで供給された流動性を不胎化するために週次で実施していた微調整オペの停止（＝当該要因で発生した過剰流動性の放置）――が今回の金融緩和策の内容である。

2008年のリーマン・ショックに端を発する世界的な金融危機以降、主要国の中央銀行は、政策金利の引

日本総合研究所上席主任研究員  
河村小百合  
かわむら・さゆり 88年3月京  
大法学部卒、同年日本銀行入行、  
91年2月日本総合研究所入社  
（調査部）、14年7月から現職。09  
年から財務省国税審議会委員、  
13年から内閣官房行革推進会議  
歳出改革WG構成員をそれぞれ  
務める。

き下げ余地が乏しくなった後、大規模な資産買い入れ（LSAP）、いわゆる「量的緩和（QE）」を中心とする非伝統的手段による金融政策運営を展開してきた（図1、5頁）。ただし、その目的は時間の経過とともに変容しつつある。当初は、各中央銀行とも危機の収束を目的としていたが、危機後の実体経済や物価情勢が思わしくないことが明らかになると、軸足は、イールドカーブや資産価格、市場で形成されるインフレ期待などに働きかけることを目的とするものに移っている。

### ECBの基本的な考え方

これに対しECBの場合は、リー

〔図1〕主要国中央銀行のバランス・シートの規模と構成の比較 (14年時点)

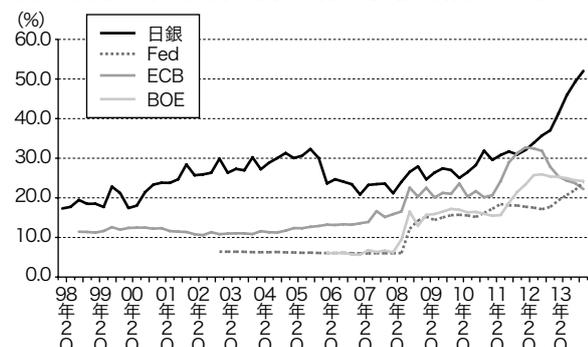
中央銀行		総資産 (名目GDP比)	マネタリー ベース (名目GDP比)	アウトライ ット 買い入れ (名目GDP比)	アウトライ ット 買い入れ (総資産比)
欧州中央銀行 (ユーロシステム)	直近(14年5月)	18.7	12.8	2.2	11.9
	ピーク(12年6月)	32.5	18.8		
	危機前(07年)	14.4	9.1		
連邦準備制度	直近(14年5月)	25.7	23.4	24.2	99.0
	危機前(07年)	6.2	5.8		
日本銀行	直近(14年5月)	51.5	46.4	44.8	87.6
	危機前(07年)	21.7	17.7		
イングランド銀行	直近(14年5月)	25.0	22.9	26.5	99.6
	危機前(07年)	7.2	5.3		

(出所) Vitor Constância, "Recent challenges to monetary policy in the euro area", speech at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, June 19, 2014, European Central Bankを基に日本総合研究所作成  
(原資料) ECB, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England

「非伝統的な手段に相当する」という認識で、金融政策運営が行われてきたのである。なお、米英日の中央銀行が、政策金利の引き下げ余地がなくなるなかでの「代替的な手段」としてLSAPを用いているのとは対照的に、ECBの場合、政策金利という手段も、市場にシグナルを送る重要な手段として引き続き活用するという特徴がある。非伝統的な手段(異例の形式でのオペ)は、あくまでその「補完的な手段」として、金融政策の効果が伝達される経路の機能回復や向上のために活用されるが、

非伝統的な手段そのものにシグナリング機能があるとはECBは考えていない。そのような政策運営の結果、ECBのバランス・シートの規模は、欧州債務危機の緊張がピークに達した12年初からの1年間は対名目GDP(国内総生産)比で30%超と、主要国中央銀行の中でも日銀と並び最も高い水準に達していた(図2)。しかしその後は、このLTROの枠組みが、当初からその適用金利がメイン・リファイナンス・オペの金利に連動し、やや割高となる設計とされていたことが奏効し、危機の沈静化に伴い、民間銀行側で繰り上げ償還する動きが強まった(図3、6頁)。その結果、ECBの資産規模の縮小傾向は顕著となり、足元(14年第1四半期)の対名目GDP比は約22%と、主要国中央銀行のなかでは最小の規模となっている。ECBの今回の政策決定の背景には、ユーロ圏でインフレ率の低下傾向が目立ち始め(図4、6頁)、わが国がこれまで経験してきたような「デフレ状態の長期化」に陥りかねないとの懸念が強まりつつあることが大きい。その意味ではECBもこ

〔図2〕日米欧中央銀行の資産規模の推移(名目GDP比)



(出所) Datastream  
(原資料) 日本銀行、内閣府、FRB、USBEA、ECB、Eurostat、BOE、ONS

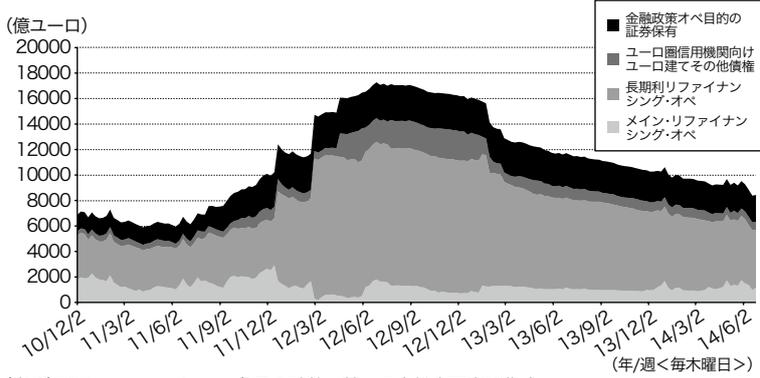
マン・ショック後に欧州各国で債務危機が立て続けに発生するという、より深刻な事態に見舞われたにもかかわらず、他の主要国中央銀行とは一線を画し、LSAPによる金融政策運営を行うことはなかった。同行が従前からオペの主力としてきた有担保方式での資金供給オペのなかで新たな枠組みを導入して大規模な資金供給を行い、危機を乗り切ってきたのである(図1)。具体的には、

①リーマン・ショック直後の08年9月から、応札側の資金需要の全額にオペで応えるという「固定金利・全額割り当て」方式を導入したほか、②オペの期間設定の面でも、3年という異例の長期間のオペ(長期リファイナンス・オペ(LTRO))を11年12月と12年2月の2度にわたって実施。また、③欧州の各国債が相次いで格下げされるなかでも、こうした大規模なオペを有担保方式で引き続き実施できるようにするため、適格担保基準を緩和した。同行の場合、こうした政策運営がまさに「非伝統的な手段に相当する」という認識で、金融政策運営が行われてきたのである。なお、米英日の中央銀行が、政策金利の引き下げ余地がなくなるなかでの「代替的な手段」としてLSAPを用いているのとは対照的に、ECBの場合、政策金利という手段も、市場にシグナルを送る重要な手段として引き続き活用するという特徴がある。非伝統的な手段(異例の形式でのオペ)は、あくまでその「補完的な手段」として、金融政策の効果が伝達される経路の機能回復や向上のために活用されるが、

こへきて、わが国に通ずる課題を抱えての金融政策運営を迫られる局面に入ったとみることができ。ただし、ECBは現時点では、非伝統的手段を用いた政策運営に関する従来からの考え方を堅持している。すなわち、①金融緩和の明確なシグナルを市場に送るために、3本の政策金利(限界貸付ファシリティー金利、メイン・リファイナンス・オペ金利、預金ファシリティー金利)のすべての引き下げが実施された。このうち市場金利の下限を事実上規定する預金ファシリティー金利は、

こへきて、わが国に通ずる課題を抱えての金融政策運営を迫られる局面に入ったとみることができ。ただし、ECBは現時点では、非伝統的手段を用いた政策運営に関する従来からの考え方を堅持している。すなわち、①金融緩和の明確なシグナルを市場に送るために、3本の政策金利(限界貸付ファシリティー金利、メイン・リファイナンス・オペ金利、預金ファシリティー金利)のすべての引き下げが実施された。このうち市場金利の下限を事実上規定する預金ファシリティー金利は、

〈図3〉ユーロ・システムの主な資金供給手段による供給残高の推移



(出所) ECB, Monthly Bulletin各号の計数を基に日本総合研究所作成

今回の決定前の段階ですすでにゼロ％に設定されていたため、初めてマイナス金利が適用された。また、②さらなる資金供給のための手段としては、今回も L S A P ではなく、有担保方式での与信による資金供給方式で、新たな T L T R O s の枠組みが打ち出された。これは、民間金融機関による家計および非金融法人企業

向け貸出を支援するためにユーロシステムが資金供給を行う枠組みであるが、家計向け住宅ローンのみは支援の対象外となっている。ユーロ圏では、財政調整のための強い緊縮圧力が作用した重債務国でとりわけ、デフレにも陥りかねない低インフレ傾向が顕著である一方、ドイツをはじめとする国々ではすでに地価上昇が目立ち始めるなど、資産バブルの懸念も指摘されている状況に対応したものとみられる。今後、3カ月に一度の頻度で3回実施される T L T R O s の満期はすべて18年9月に設定され、適用金利は、貸出実行時点のメイン・リファイナンス・オペ金利に10bpのスプレッドが上乘せされる。繰り上げ償還は24カ月経過後から可能である。このように、以前の3年物 L T R O と同様、必要性が薄ければ、その規模の自律的な縮小を促す仕掛けが盛り込まれている。

### IMFの提言

ECBのこのような政策運営に対しては、国際金融界から異論もある。国際通貨基金(IMF)は、7月14日に公表したユーロ圏に対する4

条協議の報告書で、低インフレ状態がさらに長期化する場合、ECBはQEによるバランス・シートの拡大に踏み切るべきだ、と提言している。その際の買い入れ資産としては、欧州の民間債はそもそも市場規模が限られるため、「ユーロ圏の各国債をECBへの出資比率に比例する形で買い入れることが望ましい」とした。

こうした指摘に対して、ECB側は現段階では消極的なスタンスを貫き、報告書には、同行側の反論の内容も掲載されている。ここではとりわけ、ユーロ圏にとって今後、外生的なショックが発生したり、インフレ見通しが悪化したケースにおいて、QEも一つの選択肢たり得るが、現時点では採用しないとしている。QEは万能薬ではなく、他の政策手段同様、一定の制約があるためだ。国債金利がすでに相当に低い環境下で、金融政策のトランスミッション・メカニズムがどう機能するかには、不確実な側面もある。同行がバランス・シートを拡大すれば、それが伝播していく経路で、「期待が重大な役割を果たし、高インフレ

〈図4〉主要国(経済圏)の経済・物価・財政指標の推移

	実質GDP (前年比)				消費者物価 (前年比)				財政収支 (名目GDP比)			グロス政府債務残高 (名目GDP比)		
	12年	13年	14年	96~06年平均	12年	13年	14年	96~06年平均	09年	14年	変化	09年	14年	変化
ユーロ圏	▲0.6	▲0.4	1.1	2.4	2.5	1.4	0.8	1.9						
フランス	0.4	0.4	0.8	2.3	2.0	0.9	1.0	1.6	▲7.5	▲3.8	3.7	73.0	115.0	42.1
ドイツ	0.9	0.5	1.9	1.5	2.0	1.5	1.3	1.4	▲3.1	▲0.2	2.9	66.0	84.0	18.3
イタリア	▲2.4	▲1.8	0.6	1.5	3.0	1.2	0.8	2.4	▲5.4	▲2.7	2.7	117.0	147.0	30.6
スペイン	▲1.6	▲1.2	1.0	3.7	2.4	1.4	0.3	3.0	▲11.1	▲5.5	5.6	43.0	108.0	66.0
日本	1.5	1.5	1.3	1.1	0.0	0.4	2.6	0.0	▲8.8	▲8.4	0.5	162.0	230.0	67.2
米国	2.8	1.9	2.5	3.4	2.1	1.5	1.8	2.6	▲12.8	▲5.8	7.0	64.0	106.0	42.4
英国	0.3	1.7	2.9	3.3	2.8	2.6	1.9	1.6	▲11.2	▲5.3	5.9	47.0	102.0	54.7

(注)▲はマイナス

(出所) BIS, 84th Annual Report, June 2014を基に日本総合研究所作成

(原資料) 各国データ、Consensus Forecast, OECD

(原資料注) 実質GDPと消費者物価の2014年値は、2014年5月時点のConsensus Forecastベース。財政収支・グロス政府債務残高はOECDベース

「つながりかねない」というのが ECB側が示した考え方なのだ。これに先立つ6月29日、国際決済銀行(BIS)は今年度版の第84次年次報告を公表した。そのなかで BISは、主要国中央銀行の非伝統

的な手段による金融政策運営が直面

する課題として、①効果の低さ②周辺国・市場への影響③予想外のデイスインフレーション④出口の局面で後手に回るリスクの4点を挙げている。そしてB I Sは、主要国中央銀行の近年の金融政策運営によって、多くの新興国やスイスで負債レベルが危険水域に入ったとみられるなど、不均衡は拡大し、足元の金融資本市場の状況は、实体经济とかけ離れて過熱している、そして、このような政策運営からの出口に向けてのかじ取りは「経済的、金融的、政治的な意味で、極めて困難なものとなり得る」と強い調子で警告している。

このように、L S A Pをめぐるスタンスは、実は国際金融の当局者の間でも賛成一色、というわけでは決していない。積極派と消極派とに分かれているのが実態なのだ。これはかつて「資産価格バブルに対して金融政策当局はいかに対応すべきか」という点に関して、バブル生成を未然に防ぐための対応は困難かつ不要でバブル崩壊後に対応すれば足りると考える「Fedビュー」と、未然に防ぐための対応が必要と考える「B I Sビュー」とに分かれていた

ことを彷彿させる。

ただし今回の場合は、実際にL S A Pに踏み切った中央銀行のうち、米連邦準備制度(Fed)に関しては、消極派(B I SやE C B)が指摘するような先行きのリスクや副作用があり得ることを当初から認め、それを踏まえた政策運営が行われてきている側面もある。例えばF R Bのバーナンキ議長(当時)は「Q E 3」導入直前の12年8月の時点で、L S A Pの潜在的なコストとして、①証券市場の機能を損なう②Fedが緩和的な政策からスムーズに脱出できることに関する大衆の信頼を減殺する③金融の安定性に対するリスクとなる④連邦準備が財務面での損失を被る可能性がある—という4点を指摘していた。そのうえで、「出口」局面での資産売却が容易ではないことに鑑み、政策金利の引き上げを先行させて金融市場に緊張感を保ちつつ、資産規模の正常化には相当な年月をかけて取り組む、というシナリオが当初から考えられていた。そして足元の政策運営をみても、そのようなシナリオに基づき「出口」に向けた取り組みが、着々と進められているのである。

## L S A Pの課題とわが国への示唆

E C Bが、なぜ簡単にはL S A Pに踏み出そうとはしないのか。その理由は単に、ユーロシステムの欧州連合(E U)における位置付け上、中央銀行として加盟各国の国債を買いにくい、という制度的な理由だけではない、という制度的な理由だけでは決してなからう。そこには、L S A Pに伴う先行きのリスクや副作用という各国に共通する課題も透けて見える。これまでの各中央銀行の経験からすれば、L S A Pによっていかにベース・マネーを増やしても、信用乗数効果に見合う形でマネー・サプライが増加したわけではない。効果として期待できる経路は、

長期金利の水準を押し下げるルートを通じてのポートフォリオ・リバランス効果や、市場の期待への働きかけが中心だ。欧州における金融仲介機能は、直接金融中心の米国とは異なり、間接金融が主に担っている。そうしたなかでL S A Pに踏み出したとしても、果たしてどの程度の効果が期待できるのか。金融政策のトランスミッション・メカニズムは改善されるのか。巨額の国債を中央銀行が買い入れることに伴う将来的な

リスクや副作用はどうか。市場の流動性を低下させ、市場によるフェアーな価格の発見機能やリスクのシグナリング機能を損なうことはないか。過剰な流動性を長期間放置することなしに、しかるべき期間内に中央銀行の資産規模を正常化させることができるのか。将来的に高インフレや資産バブルを惹起するようなことはないか。L S A Pによって各国が財政再建に取り組む意欲やインセンティブをそぐことはないか—E C Bとしては恐らく、こうした諸々の点を考慮しているのであろう。

そしてL S A Pを実施しているもう一つの主要国、日本は現在、「出口」からはもつとも遠い位置にあるとみられている。そしてこれまでのところ、「出口」の議論は時期尚早として、当局自らが封印している。わが国の場合、財政事情が米英両国とは大きく異なることからすれば、米国型のL S A Pからの「出口」シナリオ、資産規模の収縮に先立ち、政策金利の引き上げを先行させるシナリオは、Fedよりもはるかにハードルが高い。財政の安定的な運営の継続が脅かされることになるからだ。「出口」をめぐる、現実を見据えた議論の不

在―これこそがわが国のL S A Pにかかわる最大の問題であろう。

にもかかわらず世論や市場の関心は、もつぱら目先の景気の行方ばかりに集中しているようだ。先行きのリスクにいかに対処するかを考えるどころか、追加緩和の可能性ばかりが取り沙汰されているようにも見受けられる。他方、財政再建への取り組みは一向に進まない。この5年間の財政収支の改善幅を他の主要国と比較すれば(図4)、わが国のみが財政再建の「棚上げ」状態が続けていることは明らかだ。そしてそれは、わが国のL S A Pからの「出口」の通過を、一段と困難なものとする。

経済の低インフレ化にいかなる政策運営をもつて対応するか―相通ずる課題に直面すれども、欧州とわが国の対応には金融政策運営、財政政策運営の両面で、大きな開きが生じつつある。中長期的な意味での経済政策運営の結果にまで大きな開きが発生することのないようにするためにも、今、わが国が、欧州の視点に学ぶべき点は多いといえよう。