

## プロが解説

## ゼロ金利下の金融政策 ②



# 欧州は日米と一線 銀行重視で資金供給

指南役 河村 小百合さん (日本総合研究所 上席主任研究員)

かわむら・さゆり 1988年(昭和63年)京大法卒、日銀に入行。91年に日本総合研究所に入社し、2014年から現職。専門は金融と公共政策。15年から行政改革推進会議(議長・安倍晋三首相)の民間議員で、歳出改革ワーキング・グループの座長代理を務めている。近著に「欧州中央銀行の金融政策」がある。

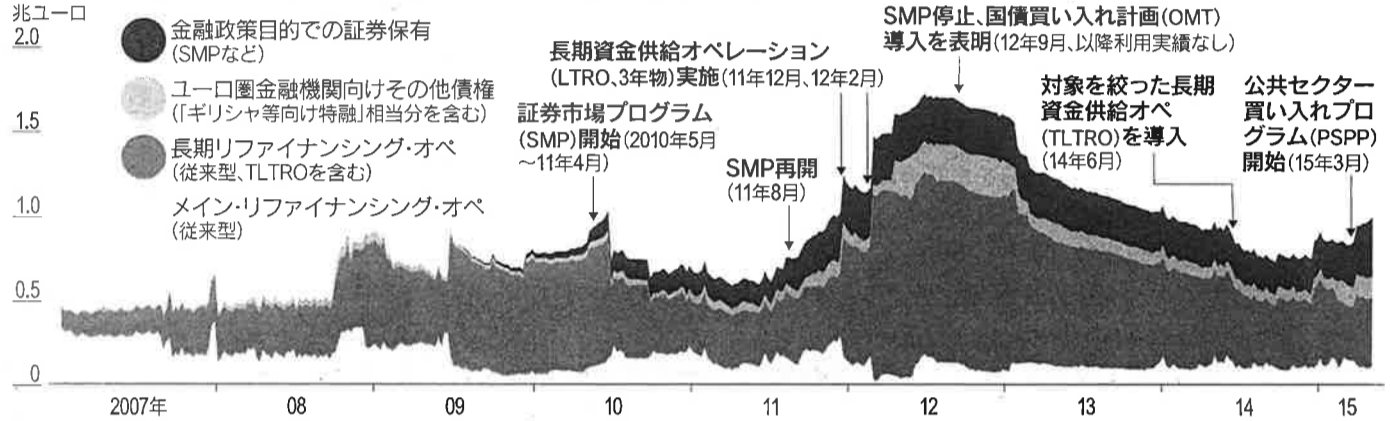
## 資産の大規模買い入れ抑制、政策金利を優先

欧州は2008年のリーマン・ショック後、09年秋から債務危機に直面しました。今回は最も厳しい経済金融情勢に向き合ってきた欧州中央銀行(ECB)の取り組みを説明します。

ECBは3つの政策金利を同時に上げ下げします。中心は「メイン・リファイナンス・オペ金利」で、公開市場操作(オペ)の中心である有担保方式の資金供給(リファイナンス・オペ)の適用金利です。残りは民間銀行が市場で資金調達できない場合、中央銀行に貸し出してもらう時の「限界貸付ファシリティ金利」(市場金利の上限)と、市場で資金を誰にも借りてもらえず中央銀行に預ける時の「預金ファシリティ金利」(市場金利の下限)があります。リーマン・ショック後はすべて大きく引き下げました。

リファイナンス・オペ金利は09年5月には1%となり、引き下げの余地が狭まりました。そこでECBは金融政策運営の軸をリファイナンス・オペにしたまま、オペの手法を大きく変えて対応しました。供給期間

### 欧州の資金供給は危機時も従来の「有担保方式の資金供給」が中心だった



主な供給手段による資金供給残高。欧州中央銀行(ECB)の「Monthly Bulletin」や「Statistical Bulletin」のデータをもとに日本総合研究所作成

を長期化し、担保を差し入れる限り無制限で供給する異例の方式で収束をはかったのです(グラフ参照)。

同じころ、米国などは下の表のように大規模な資産買い入れ(LSAP)に踏み切りました。ECBも資産買い切りオペは実施しましたが規模は限定的でした。「カバード・ボンド買い入れオペ」や重債務国の国債買い入れを含む「証券市場プログラム(SMP)」などで、グラフでは「金融政策オペ目的の証券保有」に該当します。

ECBは危機前から最近まで一貫して「緩和か引き締めか」という金融政策の方向性を政策金利で示し、危機のさなかの11年夏には物価高を受けて2度利上げしました。14年以降は、0%だった預金ファシリティ金利にマイナス金利を導入しています。ECBは資産の買い入れペースやバランスシートの規模に金融政策の方向を示す機能を持たせられないと考え、LSAPを中心とする他の主要中銀とは一線を画します。「非標準的な手段」と自ら呼ぶ

政策をなぜ採ったのでしょうか。

第1の理由は、欧州の金融仲介機能が日本と同様、メインは間接金融でその担い手は銀行だという点です。家計の金融資産のポートフォリオを見ると、直接金融が中心の米国では株式や投資信託などを多く保有し、「資産効果」が経済全体の浮揚につながりやすい一方、欧州の家計が保有するのは主に銀行預金と保険商品です。それでECBは間接金融主体の欧州に合った非標準的な手段を重視したのです。

## 高めの金利が奏功、民間銀の繰り上げ返済進む

2つめの理由は、買い入れる資産の問題です。間接金融が主体の欧州では、民間が債券を発行する規模が相対的に小さく、ECBによる大量の買い入れは価格形成メカニズムをゆがめかねません。米英日の中銀並みに資産を大きく買い入れるなら、その対象は加盟各国の国債とならざるを得ません。欧州連合(EU)は条約で「中銀による財政ファイナンス」を極めて厳格に禁じています。ECBも目的が何であれ、各国政府の財政再建への意欲に影響し兼ねない点を強く懸念しています。

そして第3の理由として、ひとつはLSAPに踏み切ってしまうと「出口」局面での政策運営に大きな困難が伴うリスクがあります。金融緩和を終える局面で長期の金融資産を売りオペに出すのは、市場金利への影響等を考えれば現実的ではありません。この点でECBの採用した有担保による貸出方式の大量資金供給は、その適用金利が市場金利に対してやや高めでした。それが奏功し、危機後には民間銀行が自力

### 主要国中央銀行のバランスシートの規模と構成(2015年2月時点)

中央銀行	直近	総資産 (名目GDP比)	マネタリー・ベース (名目GDP比)	資産買い切り分 (名目GDP比)	資産産比 (総資産比)
日本銀行	直近	59.1%	54.7%	53.1%	89.9%
	危機前(2007年)	16.3	17.1		
	(参考)量的緩和 終盤期(2005年末)	30.9	23.1		
米連邦準備制度 (Fed)	直近	24.5	23.4	24.4	99.5
	危機前(2007年)	5.8	5.5		
英イングランド 銀行	直近	22.6	20.8	20.9	92.4
	危機前(2007年)	5.4	4.4		
欧州中央銀行 (ユーロシステム)	直近	17.6	11.9	2.2	12.1
	ピーク(2012年6月)	26.2	18.0		
	危機前(2007年)	9.9	8.8		

ECBのコンスタンシオ副総裁の講演資料(2015年2月27日)をもとに日本総合研究所が一部加筆して作成。14年のGDPはOECDのエコノミック・アウトLOOK(14年11月発表)にもとづく。連邦準備制度のマネタリー・ベースは14年10月の数値

で安く資金調達できるようになったため、高い金利の資金の繰り上げ返済が順調に進みました。ECBと加盟国中銀の合計を示す「ユーロシステム」の資産規模はグラフの通り、短期間のうちに縮小したのがわかります。

ユーロ圏経済は14年以降、債務危機の後遺症の影響もあって経済の低インフレ化、デフレ懸念の高まりという新たな課題を抱えることになりました。そこでECBは15年3月から「資産買

い入れの拡大」プログラムを始めました。14年中に実施していたカバード・ボンド等の買い入れオペに、各国の国債など公共債を加え合計で月600億1000万のペースで資産を買い入れるのです。少なくとも16年9月まで続ける予定で、資産規模は危機時のピーク(12年、2兆1000億程度)並みかそれ以上です。

欧州の金融仲介の中心的役割を担う民間銀行にさらに資金を供給し、企業などへの貸し出しを一段と促すのがそ

の目的です。超過準備に適用される預金ファシリティ金利はすでにマイナスです。民間銀行側からすれば新プログラムで供給された資金を超過準備として積み上げると余計なコストがかかるため、企業などへの貸し出しに回す強いインセンティブが働くしくみで、超過準備に0.1%の利息を払っている日銀とは逆の仕掛けなのです。

また「財政ファイナンス」による弊害や市場機能の低下を回避するため、買い入れ債券の上限として①発行体ごとに33%②各銘柄ごとに25%という上限を設定しました。これに対して日銀の場合は、国債残高全体に対する保有シェアはすでに3割を超え、個別銘柄ごとでは6割、7割にまで達するものも少なくなく、政策細部の設計はここでも極めて対照的です。

このように日銀とはかなり考え方が違うのがECBなのです。今回は米連邦準備理事会(FRB)がLSAP終了後の正常化に向けた戦略をどのように検討してきたのかみてみましょう。