

2017/12/12 08:00

◎【円債投資ガイド】ECBの正常化への道筋＝日本総研・河村氏（12日）

河村小百合・日本総合研究所調査部上席主任研究員＝「これはテーパリングではなく、単なる規模の縮小だ」（this is not tapering; it's just a downsize.）－。欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、2017年10月26日の記者会見での質疑応答の最後でこう述べた。これは、資産買い入れプログラム（APP）の18年1月以降の買い入れ規模縮小（月当たり600億ユーロ→300億ユーロへ）を決めた政策委員会後の記者会見でのものだ。すでに報じられているように、この政策委員会においては、メンバーの大多数がAPPをなおオープンエンドとすることを支持した由で、それゆえ「テーパリングではない」ということなのだろう。

さはさりながら、ECBも米連邦準備制度（Fed）に続き、超金融緩和からの脱却、正常化に向けて一步を踏み出したことは間違いない。ただし、それはFedが現在、着実に歩みを進めている正常化プロセスや、ひいては日銀がはずれたどらざるを得ないとみられる道筋とは、相当に違うものとなりそうだ。それを理解する上では、ECBが金融危機・欧州債務危機以降、どのように金融政策運営を展開してきたのか、そしてその結果、足元におけるユーロ圏の短期金融市場とユーロシステム（ECBと各国中銀を合わせたユーロ圏の中央銀行の総称）のバランスシートがどのような状況になっているのか、を理解しておく必要がある。

08年秋の金融危機、そして立て続けに発生した欧州債務危機に際し、ECBは、「大規模な資産買い入れ」に走ったFedやイングランド銀行とは一線を画し、通常の金融政策オペレーションの主力の手段として用いてきた有担保方式の資金供給（リファイナンス・オペレーション）の要件を緩和し、異例の長期間・大規模な資金供給を行うことによって危機を乗り切った。危機のピークは12年ごろで、ユーロシステムのバランスシートは3兆ユーロ規模にまで拡大した。その裏側では、“相互不信状態”に陥った市場参加者がリスク回避のためにユーロシステムに積み上げた余剰資金（「超過流動性」。Excess liquidity）は8000億ユーロにまで膨張していた。当時、ユーロシステムが民間銀行から受け入れる当座預金には、同時期の日米中央銀行とは異なり、従前通り一切付利は行われず、無利子であったにもかかわらず、である。

その後、民間銀行は、危機の緊張が緩和するにつれて、市場実勢対比で高めに金利が設定されていた長期リファイナンス・オペによるユーロシステムからの借入れを次々と繰り上げ償還していったため、13年から14年の初めにかけて、ユーロシステムのバランスシートの規模は急速に縮小した。当座預金に積み上げられていた超過流動性も、14年初には1000億ユーロ程度にまで一気に取り崩された。

現在のECBの金融政策運営は、この後に始まる、いわば、危機後の金融政策の「第2幕」の流れの中にあるものだ。債務危機を何とか乗り越えたユーロ圏経済は、危機の後遺症もあり、13年ごろからデフレ傾向が鮮明になるという新たな課題に直面した。これに対処するためECBは、14年6月、「信用緩和」に乗り出すと宣言し、3本の政策金利のうちの「預金ファシリティ金利」に初めて0.1%のマイナス金利を適用した。同金利は、民間銀行が希望すればいつでもユーロシステムが資金の預け入れに応じるというスタンディング・ファシリティに適用されるもので、ECBが金融調節を行う上で市場金利の下限を画する役割を担ってきたものだ。

そしてそれと同時にECBは規定を改正し、従前は無利子であった当座預金（準備預金の積み立て分を除く）について、預金ファシリティ金利がマイナス圏内にある限り、当座預金も同じ幅のマ

マイナス金利を適用することとした。民間銀行からすれば、ユーロシステムに資金を預けるのであれば、預金ファシリティを利用するか当座預金に置くかを問わず、マイナス金利が適用されることとなった。

債務危機時に積み上がっていた超過流動性がほぼ解消されていた14年半ばの時点で、こうした「信用緩和」策が導入された結果は、わが国の短期金融市場において、2000年代の日銀の量的緩和下で見られた状況や16年2月のマイナス金利導入以降に見られる状況とは異なるものだった。ユーロ圏ではマイナス金利下でも短期金融取引の出来高は減少はせずむしろ増加し、超過流動性が積み上がることもなかったのである。

そしてECBが、各国債の買い入れを含む本格的なAPPに乗り出したのは、それから半年以上後の15年3月である。それ以降は、ユーロシステムにおいてもさすがに超過流動性が積み上がり始め、短期金融市場の取引高も徐々に減少傾向にある。しかしながら、ユーロシステムのバランスシートの負債サイドの構成を見ると、17年11月末時点で、超過流動性（当座預金と預金ファシリティの合計）は2兆ユーロ弱で、発行銀行券（同1.1兆ユーロ強）の2倍未満の状態だ。これに対して同時点の日銀の負債サイドをみると、当座預金は365兆円弱で、発行銀行券（同102兆円弱）の約3.6倍の規模に到達している。ECBと日銀とでは、短期金融市場における余剰資金、裏を返せば、中央銀行に滞留している超過流動性の規模に大きな差が出ていることが見て取れる。

ECBの今後の正常化の道筋は、年明け後に月300億ユーロペースに規模を縮小して継続される資産買い入れが最終的にいつまで継続されるのかにも依存する部分は残るが、日米の中央銀行の正常化プロセスとはかなり違うものとなる可能性が高い。ECBは資産買い入れを収束させた上で、いずれ3本の政策金利を徐々に引き上げていくとみられるが、預金ファシリティ金利が0%になったところで、当座預金に適用される金利は、14年6月に改正した規定通り、0%に戻すだろう。そして、預金ファシリティと当座預金とで構成される超過流動性の残高をにらみつつ、同ファシリティ金利を徐々にプラス圏内へと引き上げていくものとみられる。

短期金融市場の取引高が減少していても金利形成機能が維持されていれば、中央銀行としては、現在Fedが実際に行っているように、そして日銀もいずれはそうせざるを得なくなるように、当座預金にプラスの付利をし、その付利水準を徐々に引き上げるようなことをはせずとも、従前通りの金融調節オペレーションで短期金利の引き上げ誘導ができることになる。そして、そうした道筋を実際にたどることができれば、ECBの場合は、日銀の現行政策の「出口」の局面で懸念される財務の深刻な悪化ともほぼ無縁、ということになるだろう。

「超金融緩和状態からの正常化」と一口に言っても、実際に各中央銀行がたどることになるであろうその道筋は、バランスシートを拡大する過程でどのような金融政策運営を行ってきたかに依存し、かなり異なるものになることに注意する必要があるだろう。（了）

[/20171212NNN0051]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved