

いちからわかる中央銀行と金融政策①

欧州中央銀行（ECB）の金融政策②

ECBの組織と意思決定

河村小百合

現在のEU加盟国は二八か国。そのなかでユーロ圏に参加するのは一九か国に達する。EU加盟各国の規模をみると、人口四九万人のマルタから八三〇二万人のドイツ（いずれも二〇一九年）まで、面積でみても三一五

km²のマルタから六三万km²のフランスまで、実に小さきままだ。経済力でも大きなバラツキがある。今日の国民国家の樹立に至るまでには各加盟国にはそれぞれの歴史的な経緯があり、独自の言語や文化を有している。加盟国が相互に戦火をまじえた時代も冷戦の時代もあった。そうしたEU各国のなかのユーロ圏への参加国をいかに束

ねて金融政策運営を行っていくのか。ユーロ圏の中央銀行の組織の設計や意思決定の枠組みには、さまざまな工夫が施されている。

1 ユーロシステムとは

「欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）」といっても、実際には、中央銀行業務や金融政策運営が、この名称の単一の組織によって、中央集権的に担われているわけではない。通貨としてのユーロを導入しているユーロ圏加盟国のみならず、ユーロを導入していない非ユーロ圏のEU加盟国も含めた、EU全体における中央銀行

組織は、「欧州中央銀行制度（ESCB：European System of Central Banks）」と称され、ECBおよび加盟各国の中央銀行によって構成されている（図表1）。そしてそのなかに、ユーロ

圏の各国の中央銀行とECBのみによって構成される「ユーロシステム（Eurosystem）」が置かれている。ECBはユーロ圏全体の金融政策運営を司る一方、イギリスやスウェーデンといった非ユーロ圏各国においては、ポンドやクローナといった自国通貨を引き続き使用しつつ、イングランド銀行やリクスバンク（スウェーデン）といった各国の中央銀行が独自の金融政策運営を行っている。

ECBにおいて、金融政策運営等にかかる最高の意思決定機関は政策委員会であり、総裁、副総裁を含む役員六名とユーロ圏の各国中央銀行総裁（現

在は一九名）から構成される。これとは別に開催される役員会は、ECBの金融調節のオペレーションの運営にかかわる決定の責任を負っている。また、ユーロ圏の中央銀行と非ユーロ圏の中央銀行にまたがる機関として一般委員会が置かれ、ECBの総裁、副総裁のほか、EU全加盟国の中央銀行総裁がそのメンバーとなっている。一般委員会は、非ユーロ圏の加盟国がユーロ圏への参加をめざす過程で必要な準備にかかる助言を行うことを主な任務としている。

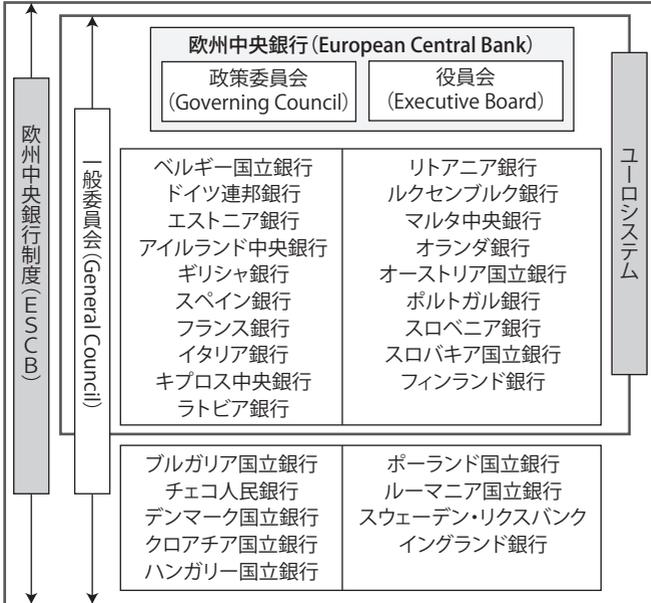
(注1) 金融機関を相手に、資金の貸し付けや国債などの売買を行って、金融市場に資金を供給したり吸収したりすること

2 米Fedとは対照的な分権的構造

中央銀行の役割とは金融政策運営を行うことのみでは決してない。それ以外にも銀行券の発行（「券券銀行」）や、外国為替操作（外国為替市場介入）の実施、「政府の銀行」としての役割である国庫金の受け払い等の計理、銀行監督、国内の民間銀行を束ねる立場としての決済システムの運営（「銀行の銀行」といった様々な機能を担っている（図表2）。

ユーロシス

図表1 欧州中央銀行制度 (E S C B) とユーロシステム



(資料) Hanspeter K. Scheller [2006]. The European Central Bank History, Role and Functions Edition 2006, European Central Bank, 2006を基に、日本総合研究所が一部加筆(アップデート)し作成

中央銀行の役割とは金融政策運営を行うことのみでは決してない。それ以外にも銀行券の発行（「券券銀行」）や、外国為替操作（外国為替市場介入）の実施、「政府の銀行」としての役割である国庫金の受け払い等の計理、銀行監督、国内の民間銀行を束ねる立場としての決済システムの運営（「銀行の銀行」といった様々な機能を担っている（図表2）。

この点は、連邦制国家であるアメリカがこうした様々な中央銀行の機能を担ううえでの最大の特徴は、それが「分散型」ないしは「分権型」とでもいべきものになっている点である。

カ合衆国の中央銀行である連邦準備制度においては、地区連銀が複数存在するなかで、オペレーション実施の役割をもつばらニューヨーク連銀に担わせるなど、集中型、ないしは集権的な色彩が濃いのは対照的となっている(図表2)。

そもそもEU(欧州連合)においては、経済・通貨統合そのものが、各国の主権を大いに尊重しつつ組み立てられたものであった。そしてユーロの導入に際しても、ユーロシステムは、各国の既存の中央銀行構造を基盤に、ユーロ圏全体としての文化的・国民的な多様性に配慮する形で設立された。各国には、ユーロを導入する前の段階で、それぞれ独特の金融システムが形成されており、民間金融機関と中央銀行との間で長年の取引の蓄積があり、信頼関係も醸成されていた。ユーロシステム

図表2 ユーロシステムと米国連邦準備制度の中央銀行としての機能の比較

機能／中央集権化の尺度	ユーロシステム	連邦準備制度
	ユーロシステムはECBおよび19の各国中銀(NCB)により構成	連邦準備制度は理事会および12の連邦準備銀行により構成
金融政策の定義付け／実行	行う 集権的(定義付け)／分権的(実行)	行う 集権的
銀行券の発行	行う 分権的	行う 分権的
外国為替操作の実行	行う 主として分権的	行う(財務省の代理として) ニューヨーク連銀が専担
外貨準備の保有と管理	行う 主として分権的	行う ニューヨーク連銀が専担
政府の財務代理人としての行動 (最後の貸し手機能を含む)	一部のNCBsによる 分権的	行う ニューヨーク連銀が専担
金融システムの安定の促進	行う 主として分権的	行う 集権的
銀行監督	一部のNCBsによる 分権的	行う 主として分権的
決済システムの円滑なオペレーションの促進	行う 分権的	行う 分権的
統計情報の収集	行う 分権的	行う 集権的
国際金融機関への参加	行う 主として分権的	行う 集権的

(資料) Phillip Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli [2008]. "The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making – Selected Issues", Occasional Paper Series No.79, European Central Bank, January 2008.を基に、日本総合研究所が一部の項目をアップデートし、作成

(原資料) P. Pollard, "A Look inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve", Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis, January/February 2003より抜粋

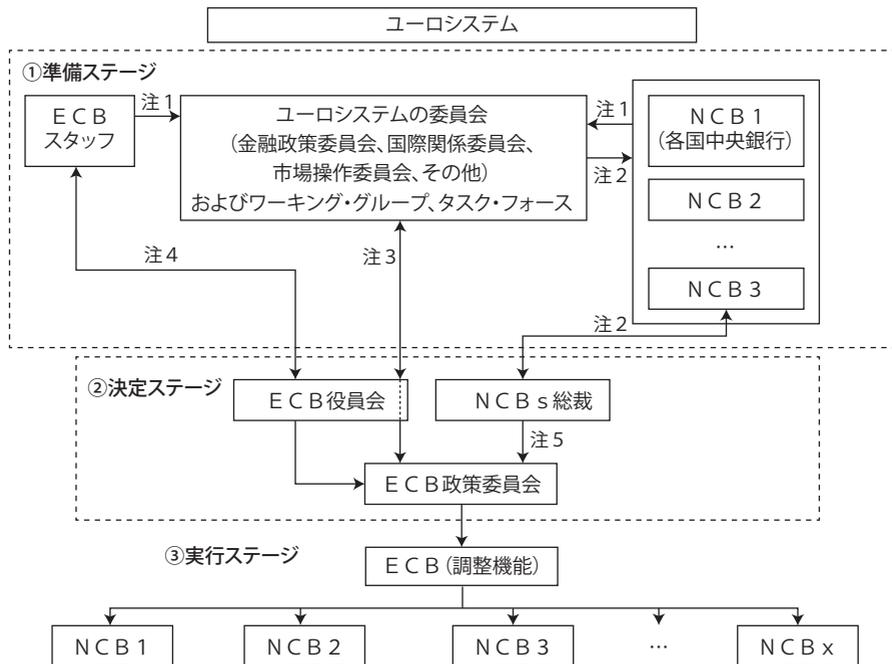
はそれらを尊重するかたちで構築されたのである。

それゆえ、ECBの所在地こそ、ドイツのフランクフルトに定められたものの、実務上の機能を誰が担うかという制度設計の面では、米国の連邦準備制度において、ニューヨーク連銀がもっぱら果たしているような役割を、たとえばドイツ連邦銀行にもつばら担わせる、といった選択肢がとられることは、政治的な意味では決してあり得なかつたのである。また、ユーロシステムにおいても、欧州中央銀行と各国中銀の間に組織的な上下関係、ないしは主従関係は認められない。

3 ボトムアップ型の意思決定

ユーロ圏への参加各国を、そして各国中央銀行を平等に扱うこのような基本的な考え方は、ECBの金融政策運

図表3 ECBの金融政策運営の意思決定プロセス



(資料) 図表2 前掲(資料)を基に日本総合研究所作成

(注1) 委員会、ワーキング・グループ、もしくはタスク・フォース向けの準備作業

(注2) NCBメンバーはNCB総裁に報告。NCB総裁は指針を供与

(注3) 事務局により役員会に送付された手紙や文書がNCB総裁に伝達される。役員会は指針を供与

(注4) ECBスタッフによって準備された政策委員会の文書は、事務局経由で役員会に伝達。役員会は準備を先導

(注5) ECB総裁経由で文書および報告書を伝達

営上の意思決定方式にも生かされている。具体的な金融政策運営の方針が決定され、実行に移されるまでには、①準備ステージ、②決定ステージ、③実行ステージ、の三つの段階が存在する（図表3）。いずれのステージにおいても、ECBの役員やスタッフのみならず、各国中央銀行の総裁およびスタッフが、検討や意思決定、政策の実行に深く関与する制度設計となっているが、その際、各国中央銀行による関与の度合いも公平なものとなるよう、配慮がなされている。以下、段階ごとに詳しくみてみよう。

まず、①準備ステージにおいては、ECBの役員会がイニシアティブをとりつつ、②の決定ステージでの最終的な意思決定に役立てるべく、ユーロシステム的全スタッフにより、技術的な意味での準備作業が行われる。その内

容としては、ユーロ圏内外の金融・経済情勢の分析もあれば、金融政策の各手段の効果等の検討、さらにはオペレーションの実務上の論点等の検討など、極めて多岐にわたる。そのような作業や検討を行うに際しては、ユーロシステム内に設けられた数多くの「委員会」や「ワーキング・グループ」、「タスク・フォース」が機能を発揮する形で進められている。これは、金融政策運営の意思決定に向けての準備作業のすべてを、ECBのスタッフのみで完結させてしまうことなく、各国中央銀行からも等しく公平な形で、すべての論点、課題の検討への参加を得て、貢献を求める制度設計となっているためである。

ユーロシステムにおいては、このように、準備ステージにおいても、特定の見解や立場、特定国の中央銀行、もしくはECB自身のスタッフの見解の

みが反映されたり参考とされてしまうことのないよう、厳格な手続きやスキームが定められている。

そして、②決定ステージにおいては、ECBの役員と各国中央銀行総裁が参加する政策委員会において、金融政策運営の方向性が決定される。ユーロ圏への参加国は当初一一か国だったものがその後年々増加し、現在では一九か国に達している。そうしたなかで、政策委員会の意思決定を公平、かつ効率的に行うために編み出された工夫については次節4で述べる。

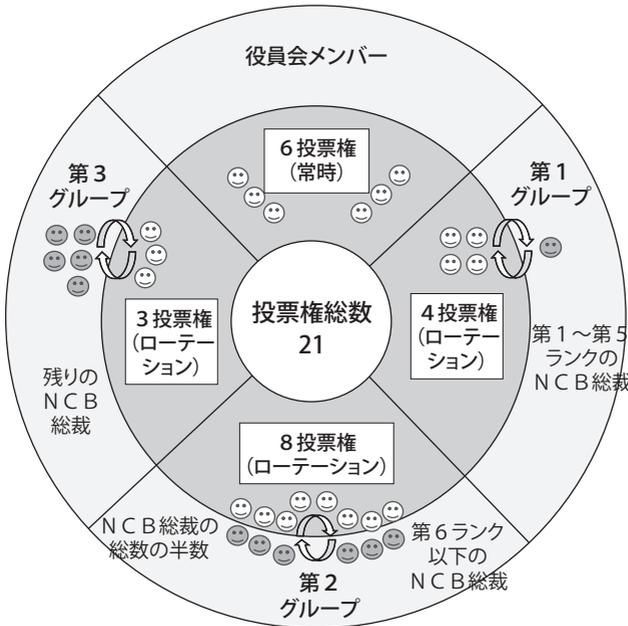
さらに③の実行ステージにおいては、各国中央銀行がさらに緊密にかかわることになる。政策委員会において、例えば政策金利の上げ下げや資産買入れの実施、といった金融政策運営上の何らかの決定がなされると、ユーロシステム内の市場操作委員会、ないし

は各国中銀の調整を担うECBサービスが、ユーロ圏のすべての参加国中央銀行の金融調節を調整したうえで、各国中銀が、分権的な形で、政策委員会の示したガイドラインを守りつつ、一齐に政策を実行に移すことになる。

4 政策委員会の投票権ローテーション

ECBの政策委員会は、役員会のメンバーとユーロ圏各国の中央銀行総裁によって構成され、合議体として行動する。議決はメンバー一人一票方式で行われ、メンバーが所属する中央銀行を擁する国の経済規模の大小には一切関係はなく、一票は一票で、その重みにウエイト付けがなされることはない。冒頭で述べた人口に即してみれば、マルタ中央銀行総裁も一票、そしてドイツ連銀総裁も同じ一票、である。た

図表4 ユーロ圏参加国が27か国に到達した時点における、ECB政策委員会の3グループ・ローテーション制度



だし、ユーロ圏への参加国が年々、拡大するなかで、政策委員会における投票権の配分のローテーションに関する以下に述べるようなルールが設けられ、ユーロ圏の参加国が一九か国に達

した二〇一五年からその適用が始まっており、そのローテーションのルールなかで経済規模が一定程度、勘案される仕組みとなっている。

具体的には、まず、役員会のメンバー

(資料) 図表1前掲(資料)を基に、日本総合研究所作成
 (注) 2013年7月のクロアチアのEU加盟により、EUの総加盟国数は28か国となっているため、現時点では、政策委員会における各国中央銀行総裁の人数の最大数は28名となる。

(総裁、副総裁、およびそれ以外の理事四名)は、政策委員会において、恒常的に投票権を有する。

ユーロ圏参加各国の中央銀行の総裁は、自国の経済規模に応じたランクにより、二グループ(ユーロ圏への参加国が一九〜二か国の場合)、ないしは三グループ(同一二か国以上となった場合)に分けられ、経済規模の大きい国の中央銀行の総裁ほど、投票権を得る頻度が高くなるという枠組みとなっている(図表4)。各国の経済規模に応じたランクは、①各国のGDP(国内総生産)と②民間金融機関の資産規模という二つの要素を、①対②が五対一となる比率で組み合わせた複合指標に基づいて決められる。現在、ユーロ圏の加盟国は一九か国のため、各国中銀総裁は第一グループの五か国(ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ)とそれ以

外の第二グループに分けられている。第一グループには四投票権が割り当てられているため、ユーロ圏経済の中心であるドイツの連銀総裁でさえ、政策委員会五回のうち一回は投票権がないことになる。^(注2)第二グループの一四名の^(注2)中銀総裁には一一の投票権が割り当てられている。

ちなみに政策委員会のメンバーは個人の資格で選出され、出身国、ないしは出身中央銀行の代表として行動するのではなく、ユーロ圏全体の利益に即して行動しなければならぬこととされている。

このように、構成メンバーの多様性(ダイバーシティ)に最大限配慮したユーロシステムの制度設計は、ECBの設立後今日に至るまでの実際の金融政策運営にも大きな影響を及ぼしているように見受けられる。

(注2) これは、米国の連邦準備制度において、金融政策運営を決する公開市場委員会(FOMC)で投票権を有する地区連銀総裁が同様のローテーション方式で決められるなかで、唯一、ニューヨーク連銀総裁のみが例外的な扱いを受け、FOMCにおいて恒常的に投票権を有するのみならず、FOMCの議長としての役割も果たしているのは極めて対照的である。

5 禍根を残した九月の政策委員会

しかしながら実際には、ECBの置かれた局面によつては、あらかじめこのように精緻に組み立てられた意思決定の枠組みが^(せいち)ありながらも、それを実際に適用することが困難になる局面も存在する。

くしくも、去る九月一二日に開催された政策委員会がその例となつてしまった。折しも、米中貿易戦争が激化

し、来る一〇月末の英国の「合意無き離脱」の可能性が高まるなかで、ECBはこの日、政策金利の引き下げや、昨年未で一度停止したはずの資産買入れの再開、といった金融緩和策を決めたが、実際には満場一致で円満に決定できた政策はほとんどなかった。

政策委員会後の記者会見の場でドラギ総裁は、そのなかでもとりわけ、「資産買入れの再開」がもつとも紛糾し、相当程度の反対派がいたことを認めた。にもかかわらず同総裁は、「結局、幅広い合意が得られたので採決をする必要はなかった。明らかな多数が存在した」と述べた。

確かに政策委員会の意思決定はECBの規則上、「コンセンサス方式で行う」と漠然と定められているのにもかかわらず。しかしながら、これほど精緻な投票権のローテーションの枠組みを定

めておきながら、これほど重要な案件で採決をしなかったことを受けて、欧州の現地では波紋が広がっている。

政策委員会に出席するのはドラギ総裁、デギントス副総裁を含む役員六名と一九か国の加盟国中銀総裁の合計二五名。今回決定された資産買入れの再開に関しては、このうち少なくとも七名が反対に回り、うち四名はフランス、ドイツ、オランダ、オーストリアの中銀総裁とも現地では報じられている。今回の政策委員会で投票権を有しなかったのは、フランス、エストニア、アイルランド、ギリシャの各中銀総裁。裏を返せば、政策委員会の開会前から、さらなる金融緩和に対して公然と、声高に反論を唱えていたドイツ、オランダ、オーストリアの中銀総裁は皆、今回は投票権を有していた。反対派の中には役員も含まれていた模様だ。ドイ

ツ出身のラウテンシュレーガー理事はその後、あと二年以上の任期を残しているにもかかわらず、一〇月末で辞任することが明らかになった。資産買入れ再開決定への不満が背景とみられている。役員の中ではこのほかにも、フランス出身で金融市場や金融調節などを担当するクレー理事も、今回の決定の反対に回っていたとも報じられている。ドラギ総裁も、彼らにまで目前で反対票を投じられる採決は到底できなかった、ということか。

ドラギ総裁の任期は一〇月末まで。多様なユーロ圏各国を束ねて意思決定をし、一本の金融政策運営を行っていくことは本当に難しい。政策委員会のこの「亀裂」をどう修復するか。後任であるフランス出身のラガルド総裁の手腕が注目される。

(株)日本総合研究所調査部主席研究員