

いちからわかる中央銀行と金融政策⑱

欧州中央銀行（ECB）の金融政策③

いかにして「物価の安定」を達成するか

河村小百合

欧州中央銀行（ECB）は欧州連合（EU）のなかの一機関。EUの基本条約である「欧州連合の機能に関する条約」において、ECBの主たる目標は「物価の安定を維持すること」と明確に定められている。

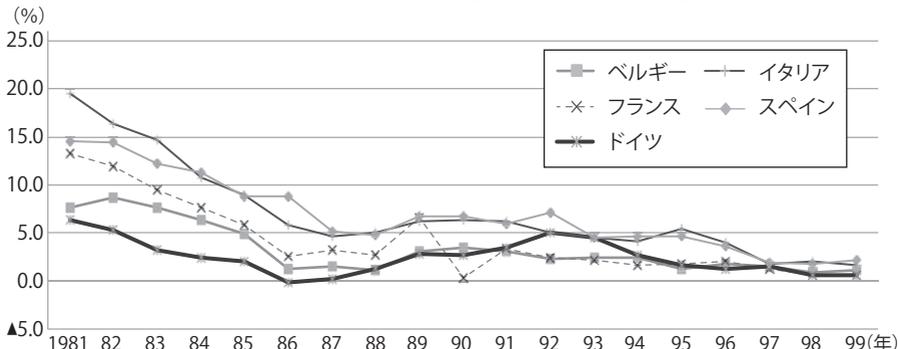
「物価の安定」はECBのミッションであるのみならず、EU全体の目標でもあるが、なぜそれほど重視されているのか。そしてECBが「物価の安定」を追求できるようにするために、どのような環境が整えられているのか。また、一口に「物価の安定」と言っても、一九九〇年から成る巨大な経済圏であるユーロ圏において、具体的にど

のような状態であれば「物価の安定」が達成されているとみなせるのか。さらにECBは、この「物価の安定」を追求するうえで、日ごろの金融政策運営を、何を目安に、どういう戦略で行っているのか。順にみていこう。

1 「物価の安定」は何のため

単一通貨ユーロの導入前の状況をみると、欧州主要国の間には、とりわけ一九八〇年代まで、対前年で見ただけ物価上昇率にかなりの格差が存在した（図表1）。相対的にみて最も低位で物価上昇率が安定していたのはドイツ（一九九〇年の両独統一までは旧西ドイツ

図表1 ユーロ導入前の欧州主要国の消費者物価上昇率(前年比)の推移



(資料)IMF, World Economic Outlook Database, October 2019を基に日本総合研究所作成

であったが、フランスやイタリアといった他の欧州主要国でさえ、物価上昇率は旧西ドイツの二〜三倍もの高さに達していた。

高インフレの国においては当然ながら長短金利の水準も押し上げられる（本連載第三回〔第二〇五四号〕「長短金利はどのように決まるのか」参照）ために経済成長が抑制されるうえ、家計や企業にとつては先行きが見通しにくくなる。また現金を保有する家計にとつて、インフレは課税されるのと同様のコストがかかることを意味し、低所得層であるほど、その重い影響が生活に及ぶことになる。そうした経済の

の目標として掲げられ、後三者が共同体（欧州委員会といういわばEUの政府側）の任務とされた一方で、「物価の安定」はECBのミッションとして位置づけられることとなった。

2 「政府からの独立性」の意味

ただし中央銀行は、そのミッションとして「物価の安定」を与えればよい、というものでもない。EUにおいては、ECBが「物価の安定」の達成に専念できる

もとは、政府が高所得者から税を徴収し社会保障の形で低所得者に給付することを通じて行われるいわゆる「再配分」の機能も弱くなってしまうことが広く知られている。このように高いインフレは社会全体の経済活動に大きなマイナス影響を及ぼし、各国間の経済力の格差につながる。ところが、当時の欧州各国の間で実感

をもって受け止められていた。かたや旧西ドイツは、物価の低位安定を礎に、もちろん要因はそれのみでは決していなかった。戦後の高度成長を達成し、欧州経済のいわば「機関車」としての地位をものにしつつあった。ゆえに、「物価の安定」は「高い水準の雇用」「持続可能でインフレ的ではない成長」「高い度合いの競争力」とともにEU全体

図表2 ユーロ導入前におけるEU主要国の中央銀行の独立性の状況

中央銀行名	機能上の独立性				財政上の独立性	予算の									
	金融政策手段の発動に関する決定の自由					直接的ファイナンス	間接的ファイナンス								
	再割引政策 (公定歩合)	公開市場 政策	最低準備 (準備率)												
ベルギー 国立銀行	権限の分離の結果として、政府との協力要件の枠組みのみ確保				中央銀行	国債基金 (Fonds des Rents) 経路による政府	通常は中央銀行。3%の変更には政府の認可要	(財政上の相互依存は、広い枠組みのなかでの直接・間接の国家への貸出を制限することによって規制)	可。ただし、上限あり	国債基金経由で可。ただし、上限あり					
オランダ 銀行	顕著な機能上の独立性はあるが、金融政策上の行動の自由は制限				財務大臣が、中央銀行理事会と協働しつつ、一般的なガイドラインを发出				可。ただし、上限あり						
フランス 銀行	独立性なし				通常政府(中央銀行は諮問されるのみ)			中央銀行理事会	中央銀行	国家信用理事会を通じて政府	独立性なし	可。上限は毎年、議会の承認を得て、中央銀行と大蔵省との間で決定	中央銀行の裁量により、多少のTBを保有		
イタリア 銀行	独立性なし				貯蓄・信用閣僚審議会が中央銀行へガイドラインを提示。政策手段については、中央銀行が選択						独立性なし	予算の14%まで中央銀行の裁量貸出可。超過令についても可	中央銀行の裁量		
イングランド 銀行	独立性なし				政府は必ず、中央銀行の政策を承認						独立性なし	長期の貸出可。ただし恒常的ファイナンスは不可	国債購入による財政赤字の穴埋めは中央銀行の義務		
ドイツ連邦銀行	ドイツ連邦銀行法により与えられた権限の行使に際し、連邦政府の指示を受けず(=政府からは独立)。ただし、政府と相互に情報を提供し、協議する義務を負う。				中央銀行 連邦政府に2週間の延期要請権限(逆にドイツ連銀は、連邦政府の財政計画委員会と公共部門景気委員会に出席可能。議決権はなし)							原則不可	上限までの短期信用(advances)の供与可。予算の執行に際して生じる短期的な資金不足のつなぎとしてのみ利用可能		
スウェーデン 中央銀行	独立性なし				ガイドラインを大蔵省が作成し、これに中央銀行が協調する。										

(資料) Rolf H. Hasse, *The European Central Bank: Perspectives for a Further Development of the European Monetary Basic Findings 2*, Bertelsmann Foundation, 1990, BIS, *Eight European Central Banks*, George Allen and Unwin 融政策上の課題と政策手段』学陽書房、1992年を参考に日本総合研究所作成

人事の独立性	中央銀行総裁		
	任期	任命者	罷免可能か誰によるか
保証 (政府との権限の分離のため)	5年 再任可	政府の推薦に基づき、国王	政府と意見が相違する場合は、政府による罷免可能。ただし後任は監理会が推薦
	7年 再任可	理事会の推薦リストに基づき、国王が任命。閣僚会議で協議	
独立性なし	無期限	政府	いつでも、政府の要望に基づいて、大統領が罷免し得る
独立性なし	無期限	大統領の同意を得て、首相の推薦に基づいて理事会が任命	理事会による罷免あり
独立性なし	4年 再任可	首相の推薦に基づいて国王が任命	犯罪行為を行った場合を除いては不可
	2年以上 最長8年 再任可	連邦政府の推薦に基づき、中央銀行理事会に意見を聴いたうえで大統領	人格上の理由、本人の自発的意思による場合、中央銀行理事会のイニシアティブによる場合にのみ可能
独立性なし	4年 再任可	内閣の推薦に基づき、国王が任命。副総裁は内閣のみによる	あり

System (Strategies and Options for the Future of Europe Ltd, 1963, 葛見雅之・石川紀(共訳)『ドイツ連邦銀行-金

環境を整えることがまず必要と考えられ、その制度的な手当てがなされた。具体的には、①ECBの政府からの独立性を確保すること、②各国政府の側で、健全な財政運営を確実にを行うこと、の二点である。

歴史を振り返れば、中央銀行に独立性が与えられるようになったのは、実はここ二〇年ほどのことに過ぎない^(注1)。そこで、ユーロ導入前のEU主要国における中央銀行の独立性の状況を振り返ってみよう(図表2)。金融政策運営の事実上の決定権限に関する「機能上の独立性」の面では、ドイツを除くほとんどの国において、当時は政府の側が事実上の決定権限を握っていたことがわかる。加えて「財政上の独立性」をみても、多くの国で、一定の上限を付しつつも、中央銀行による国債の直接的・間接的な引き受けが可能とされ、

めないこととする。」

ただし、ECBは高い独立性を与えられるのと同時に、政策運営等に関する説明責任を負うこととなった。EUの機関である欧州議会や欧州委員会、経済・財務理事会(Ecofin Council)等と必要な対話を行い、協調することが求められている。

また、「人事の独立性」をより強固なものとするために、総裁、副総裁をはじめとする役員^(注2)の任期は、相対的に長く設定されることとなった。ユーロシステムにおける理事会のメンバーは任期八年で再任は不可、各国中央銀行総裁は最低五年の任期で再任可能とされている。そして、これらのメンバーは、過去の政策運営のパフォーマンスを理由に裁量的に解任されることはない。メンバーが任期途中で退任するこ

中央銀行による財政ファイナンスが政府の不健全な財政運営を助長しかねない構図となっていた。さらに「人事の独立性」をみても、少なからぬ国々で政府の意に沿わない政策運営を行った中央銀行総裁は罷免され得る枠組みとなっていた。ドイツを除く各国においては、このように様々な面で中央銀行の独立性が欠如していた。そのため、ともすれば金融緩和を求める政府側の要求に屈しがちとなり、当該国の経済・金融情勢に応じた、真の意味で必要であったはずの機動的な金融政策運営を行って得なくなることが多かった。それらの中央銀行は、結果的に高インフレの進行を抑え切れず、図表1に示したような物価上昇率の格差拡大につながる一因となったと認識されるようになった。

ゆえに、ECBの発足に際しては、

欧州連合の機能に関する条約第一三〇条において、欧州中央銀行の独立性について、次のように明確に定められることとなった(訳は筆者)。

「条約および欧州中央銀行制度、欧州中央銀行規程によって付与された権限を行使し、任務や義務を履行するに際しては、欧州中央銀行も、各国中央銀行も、また意思決定主体のいかなるメンバーも、連合の機関、主体、局ないし庁、および加盟各国政府やその他のいかなる主体からも、指示を仰いだり受けたりすることは決してしないこととする。連合の機関、主体、局ないし庁、および加盟各国政府は、この基本原則を尊重し、欧州中央銀行および各国中央銀行の意思決定主体のメンバーに対して、その任務をいかに果たすのかに影響を及ぼすことを求

図表3 ハイパーインフレや高インフレが発生した国の財政や中央銀行の状況

国名	発生年	インフレ率	財政 (国内債務/ GDP比率)	中央銀行 (マネタリーベース/ GDP比率)
【ハイパーインフレ】				
アルゼンチン	1989	3,079.5	25.6	16.4
ブラジル	1987	228.3	164.9	9.8
	1990	2,947.7	155.1	7.1
ドイツ	1920	66.5	52.6	19.4
	1923	22,220,194,522.37	0.0	0.0
【高インフレ】				
ギリシャ	1922	54.2	53.0	34.3
	1923	72.6	41.3	32.7
イタリア	1917	43.8	79.1	24.1
	1920	56.2	78.6	23.5
日本	1944	26.6	236.7	27.8
	1945	568.1	266.5	74.4
ノルウェー	1918	32.5	79.3	86.4
	1920	18.1	106.9	65.6
フィリピン	1981	13.1	10.4	6.6
	1984	46.2	11.0	13.9
トルコ	1990	60.3	14.7	7.4
	1994	106.3	20.2	7.1

(資料) Reinhart & Rogoff, *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009を基に日本総合研究所作成

とがあり得るのは、任務を果たすための条件を満たし得なくなった場合、裁判で有罪となった場合、ないし、深刻な不品行があった場合に限られる。

(注1) 例外的にそれ以前から政府からの独立性を有していた中央銀行は、主要国のなかでも米連邦準備制度やドイツ連邦銀行等に限られる。

3 財政ファイナンスの禁止

EU全体として「物価の安定」という目標は、中央銀行による金融政策運営のみでは達成できるものでは決してなく、各国が健全な財政運営を行うことが欠かせない。歴史的にみても、各国が、とりわけ戦時中に、国債を中央銀行に引き受けさせて戦費を安易に調達し、結果的にハイパーインフレや高インフレを招来した事例は数多く存在する（図表3）。

ECBとしてもいわゆる「財政ファイナンス」（政府からの国債の直接的な引き受け）は決して行わないことや、各国政府の側でも過剰な財政赤字を発生させないこと、EUが定めた財政運営ルールである「安定・成長協定」に従うことが、EUの基本条約において、明確に定められている。

4 物価安定の定義付け

では、ECBが目標とする「物価の安定」はいかなる状態をもって達成したとみなせるのか。

政府から独立した中央銀行、いつでもその内実には実は幅があり、本連載第二二回（第二〇七四号）でとりあげたイングランド銀行のように、金融政策運営の目標の設定権限は政府が保有し、中央銀行側は金融政策運営上の「手段の独立性」しか有しないケースもある。他方、ECBの場合は、EUの基本条約によって、「手段の独立性」のみならず「目標設定の独立性」を与えられた、極めて独立性の強い中央銀行となつている。

一九九九年のEU導入に先立つ九八年、ECBの政策委員会は慎重な検討を重ねたうえで、「物価安定とは、

アップ」の過程にある後発国のインフレ率は、EU圏の平均値よりは高くなることが多いことによる。ECBとしては、こうした実情を踏まえつつ、EU圏全体としての物価上昇率の目標を「前年比二%未満だが二%近い水準に維持する」ことを通じて、国ごとの物価上昇率の格差を一定程度までは容認し、構造的にEU圏の平均値よりも低い物価上昇率となってしまう国においても、デフレのリスクを回避するうえで十分なマージンを確保できるようにしている。

（注2）実際には、これ以外にも様々な要因で、各国間のインフレ率に格差が生じることがあり得る。足許であれば、債務危機の後遺症の度合いが各国の物価情勢にもかなりの影響を及ぼしているように見受けられる（後述）。

EU圏の統一消費者物価指数の前年比上昇率が二%未満にとどまること。

そして、そのような物価の安定が、中期的に維持されることである」という量的な定義を示した。ここで考慮されているのは、前年比二%を超えるようなインフレーションは許容できない、という点のみならず、デフレーション（幅広い物価指数が自律的に低下していくこと）もまた、物価安定と相容れるものではないゆえに、デフレのリスクを回避するうえで、十分なマージンを確保する、という点も含まれている。

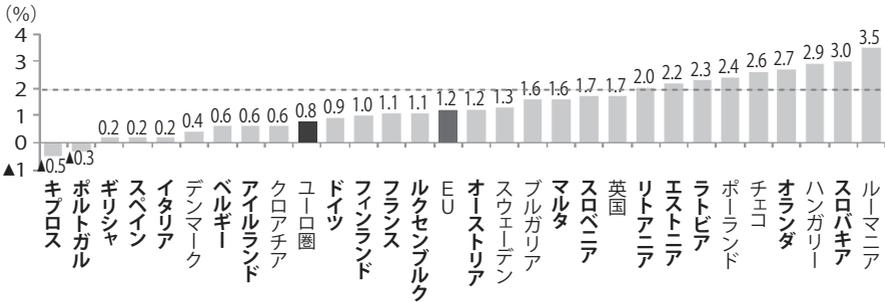
加えてEU圏の場合、物価上昇率にも国ごとに差がある（図表4）。これは、一般的に考えればEU圏に加わった国ごとの経済の発展段階に差があり、総じて経済が成熟化した国のインフレ率は相対的に低位となりがちであるのに対して、経済が「キャッチ・

5 インフレーション・ターゲットティングは採用せず

ECBによるこうした「物価安定」の定義には、ある一定の時点で特定の物価上昇率を達成する、といった拘束的な考え方は一切示されておらず、あくまで「二%未満」という状態が中期的に維持されることに重きが置かれている点に注意する必要がある。

ECBはこうした「物価安定」という目標の定義付けを検討すると合わせて、実際の金融政策運営を何を目標とするのか、という金融政策運営の戦略の検討も行っている。その際に検討対象とされた選択肢には、①マネタリー・ターゲットイングや、②直接的なインフレーション・ターゲットイング、③為替レート・ターゲットイングがあつた。

図表4 2019年9月時点のEU圏およびEU加盟国の消費者物価前年比の状況



（資料）Eurostat, “September 2019 Annual Inflation down to 0.8% in the euro area Down to 1.2% in the EU”, newsrelease, October 16 2019を基に日本総合研究所作成
（注）太字はEU圏加盟国

①のマネタリー・ターゲットイングは中央銀行によるマネーの供給量(マネタリーベース)を直接的な目安にするもので、黒田総裁率いる日銀が二〇一三年や一四年時点で掲げていたマネタリーベースの年五〇兆円増、八〇兆円増といった政策目標もこれに該当する。しかしECBは、物価安定の目標を達成するうえで必要な情報は、マネーの分析のみからでは得られない、としてこの戦略を退けた。

②の直接的なインフレーション・ターゲットイングは二〇一三年時点の黒田日銀がまさに「二年で二%」と掲げたように、特定の目標時点と、特定の物価上昇率の水準を区切って、その達成を目指すものである。しかしECBは、金融政策運営上の適切な対応とは、一般的に、物価安定に対するリスクの源がどこにあるかによって決まる。少

なくとも、インフレーションの見通しそのものによって捉えられるよりもより深い、背後にある経済情勢や行動の分析が必要になる。また、他国でしばしば設定される、目標達成までの「二年」といった期間設定が適切かどうかはわからない、といった理由でこの戦略も退けた。

③為替レート・ターゲットイングは、ユーロ導入前の一部のEU加盟国が採用していた戦略である。しかしECBは、為替レートの推移が輸入物価への影響を通じて、国の物価水準全体に相対的なインパクトを及ぼし得るそうした「開放経済下の小国」においては妥当な戦略であるとしても、ユーロ圏のようにならぬ巨大な経済圏にとっては、ユーロの対外的な為替レートが圏内の物価全体に及ぼす影響は限定的であるとして退けた。

そしてECBとしては、これら①②③のいずれにもあてはまらない、その時々々の経済情勢と金融情勢の両方を丹念に分析して、中期的な「物価安定」の目標達成に向けての金融政策運営を行うという「安定志向の二本柱アプローチ」という戦略を採用し、今日に至っている。

さはさりながら、黒田日銀が二〇一三年に掲げて、一時は日本中がもてはやした「マネタリーベース・ターゲットイング」や「直接的なインフレーション・ターゲットイング」が、先進国の中央銀行の金融政策運営の選択肢としては、一九九八年の時点でECBによって明確に否定されていたことに留意すべきである。黒田日銀によるそうした金融政策運営は、当初こそ、劇的な円安進行や物価の押し上げがみられたものの、その後はいくら長期化させ

ても物価目標の達成に一向に効かないばかりか、中央銀行である日銀の財務運営に深刻な負担が蓄積されることを通じて、中長期的な物価安定の基盤は脅かされるばかりという展開に至っている。^(注3)

(注3) この点は、本連載の今後の回で詳述する。

6 低迷する足許の物価

ユーロ導入後のユーロ圏の実際の物価動向をみると(図表5)、ECB発足当初の二〇〇〇年代前半はおおむね、前年比二%程度で安定的に推移したものの、その後二〇〇八年にリーマン・ショック、翌二〇〇九年秋口からは欧州債務危機と立て続けに厳しい経済ショックに見舞われ、ECBも他の主要中央銀行と同様、過去に前例のない厳しい金融政策運営を迫られた。その

間、圏内の物価情勢も大きな影響を受けることを余儀なくされた。足許ではユーロ圏の物価上昇率は再び低迷しており、欧州債務危機の際に

図表5 ユーロ導入後のユーロ圏の消費者物価(総合、前年比)の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonのデータを基に日本総合研究所作成

深刻な財政危機に陥ったキプロス、ポルトガル、ギリシャ、スペイン、イタリアといった南欧の重債務国を中心に、再びデフレの危機が忍び寄りつつある(前掲図表4)。

次号では、危機以降、ECBがいかなる金融政策運営を迫られたのかをみていくこととした。