

ラガルドECBの課題

16年ぶり「戦略的レビュー」の方向性

ドラギ前欧州中央銀行（ECB）総裁は8年間に及ぶ任期中、欧州債務危機を巧みな手腕で切り抜けた後、低迷が長引いたユーロ圏経済を立て直すべく、異例の大規模な資産買い入れに踏み切った。2018年末で買い入れをいったん終了したものの、正常化の道筋をつけることはできず、任期終了目前の昨年9月には政策委員会メンバーの意見が割れる中、資産買い入れを再開するなど再度の金融緩和を強行し、ECB内でのあつれきが深刻化した。昨年11月に就任したラガルド新ECB総裁は、続く12月の政策委員会後の記者会見で、ECBとして16年ぶりに金融政策運営の「戦略的レビュー」を実施することを明らかにした。新総裁の下でECBにはいかなる課題が待ち受けているのか。

金融政策運営の経緯

欧州各国は08年のリーマン・ショックに続き翌09年秋、ギリシャの財政粉飾発覚を契機とする欧州債務危機に立て続けに見舞われることとなった。図表1は当時から今日に至るまでのECBの金融政策運営に伴うバランスシートの資産、負債それぞれの推移を見たものである。結果的

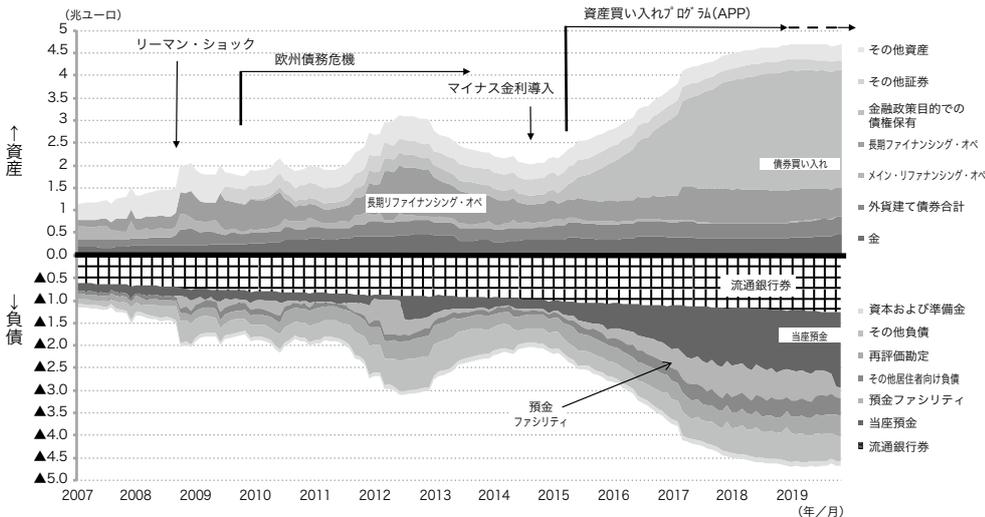
には3年半余りの長期に及んだ欧州債務危機の初期段階のECBはトリシェ総裁の時代。危機が徐々に深刻化し、問題国の財政破綻リスクが市場参加者に明確に意識されるようになる中、各国国債の取引は細り、国債市場は機能不全に陥った。トリシェ体制下のECBは「証券市場プログラム」（SMP）と称して、市場の標的とされた問題国の小規模な国

債買い入れに踏み切ったものの、危機の収束にはほど遠かった。そうした状況で11年に金融政策運営のバトンを受けたドラギ総裁の下、ECBは最初の政策委員会で、政策金利の0・25%幅の引き下げを打ち出した（図表2）のに続き、12月の政策委員会で、かつては3カ月の期間で実施していた銀行向けの資金供給（金融調節）手段である「長期リ

日本総合研究所主席研究員
河村小百合
かわむら・さゆり 88年3月京
大法卒、19年7月から現職。11年
から社会保障審議会委員、15年
から行政改革推進会議民間議員、
19年から財政制度等審議会財政
制度分科会委員をそれぞれ務め
る。

ファイナンシング・オペ」（LTRO）を3年という異例の長い年限で、また、民間銀行側が必要な担保をECBに差し入れられる限り金額無制限で供給する、という思い切った新たな政策を打ち出した。リーマン・ショックの発生から3年が経過した当時はくしくも、米連邦準備制度やイングランド銀行といった他の主要中央銀行が、自国の国債などの大規模な買い入れ（いわゆる「量的緩和」）をまだ継続していた時期に当たるとは、しかしながら当時のECBは、これほどユーロ圏各国の債務危機が深刻化した局面でありながらも、そうした政策を短絡的に採用することとは決してなかった。そこには、トリシェ総裁時代のSMPによる国債

〔図表1〕金融危機前からのユーロシステムの資産/負債の主な内訳別推移



(注) 本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成。
 (出所) ECB, "Statistical Bulletin" のデータを基に日本総合研究所作成

買入れが、かえってイタリアなどの財政規律の緩みにつながったという反省のほか、中央銀行として国債などの債券をひとたび大規模に買い入れてしまえば、いずれ正常化が迫

られる局面での売却は容易ではなく、金融政策運営が新たな困難に見舞われかねない、との判断があった。ECBは、ドイツ勢を中心とするこうした反対意見も十分に踏まえた上

で、多額の各国国債をすでに保有するユーロ圏の民間銀行がECBから潤沢な資金供給を受けることで、それらを手放さなくて済むようにするという形で、ECBが各国国債を直接買い入れることはしなくても間接的に各国の財政運営を下支えする道を選択したのである。こうした政策運営はほどなく奏功し、12年入り後は、ギリシャを除くユーロ圏各国の長短期債の金利水準は徐々に落ち着いていくこととなった。

唯一、ギリシャのみは同年中、3月と12月の2度にわたり国債のデフォルト（債務不履行）を引き起こし、一

時はユーロ瓦解の危機まで懸念される事態に陥った。しかしECBは、ドラギ総裁がユーロ防衛のための断固たるスタンスを明確に発信したほか、12年9月の政策委員会では、市場の標的にされた国の短・中期国債をECBが無制限で買い入れるオペ（OMT）の枠組みを設けた。

OMTはあくまで、当該国がユーロ圏の定める厳しいプログラムに従い、先に財政再建に着手することを条件に発動するもので、実際にその利用が各国側から申請されることはなかったが、危機の火の手を鎮静化する上で絶大な威力を発揮した。13年春先には、ギリシャの財政破綻の余波でキプロスがユーロ圏や国際通貨基金（IMF）に支援を仰ぐ局面もあつたものの、同年夏以降、危機はついに収束した。それとともにECBのバランスシートも、異例のLTROに踏み切った当初のくろみ通り、14年にかけて急速に縮小していったことが図表1からも読み取れる。中央銀行としてこうしたバラ

ンスシートの動きはリーマン・ショック以降、量的緩和に踏み切り、資産規模が拡大する一方となっていた米英中央銀行とは大きく異なるもの

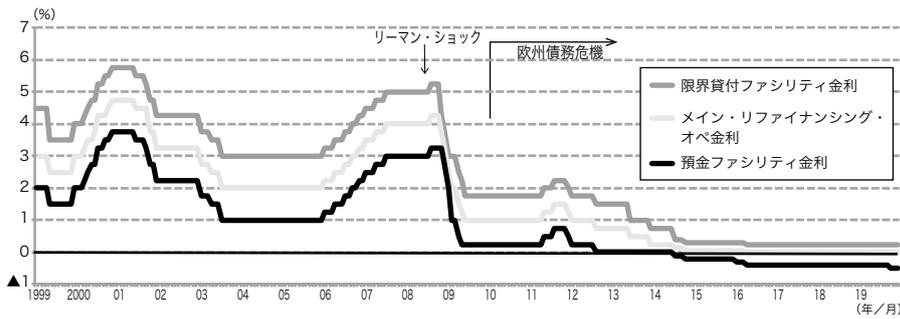
で、当時、ドラギ総裁はECBによる危機対応の金融政策運営とその収束状況こそ、先行きの機動的な金融政策運営の基盤を確固とするものとして胸を張っていた。

デフレ懸念で政策転換

ところが、異例の金融政策運営はここで幕引きとはならなかった。債務危機の収束に一息ついたのもつかの間、13年末から14年にかけてユーロ圏各国の物価上昇率は低下の一途をたどり、前年を割り込む時期も見られるなど、デフレーションが深刻に懸念される事態となった（図表3）。物価の低迷傾向は、債務危機で痛手を被り厳しい財政緊縮を余儀なくされた重債務国にとりわけ顕著となった。

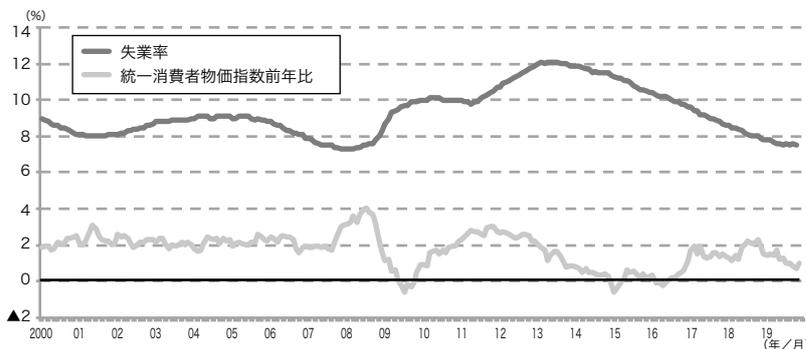
こうした事態を深刻に受け止めたECBは14年6月、それまでの金融政策運営姿勢を大きく転換した。それまでは前述のように、ECBとしてはリーマン・ショックのみならず、欧州債務危機という厳しい事態に直面しても、米英の中央銀行のような大規模な資産買い入れに安易に踏み切ることはせず、いわば「消極的なバランスシート政策」をとっていた。

〈図表2〉欧州中央銀行の政策金利の推移



(原資料) European Central Bank.
(出所) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

〈図表3〉ユーロ圏の失業率と統一消費者物価指数前年比の推移



(原資料) Eurostat.
(出所) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

しかしながら、ECBとしてもこの段階に至り、米英中銀のみならず日銀などの金融政策運営もにらみつつ、政策委員会として「積極的なバランスシート政策」に転じたことを、後日、クレー理事らが明らかにしている。ただしECBの場合、大規模な

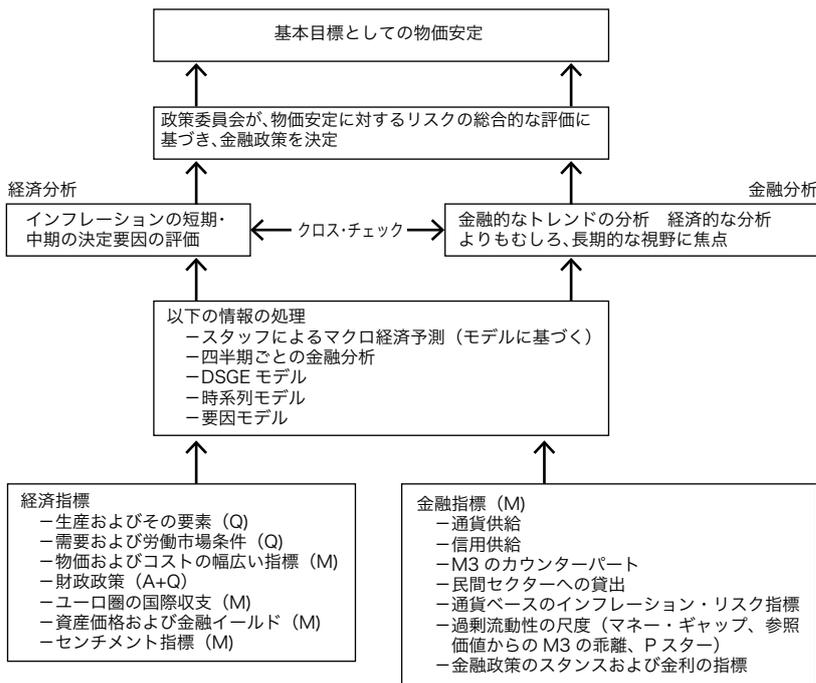
資産買い入れを先行して実施した他の主要中銀の政策運営を、効果のみならずデメリットなども含めて検証し尽くした上で、実際の政策運営の手法や手順などを慎重に組み立ててきたようである。実際、米英日中銀のようにいきなり大規模な資産買い入れに着手することは避け、14年6月にまずマイナス金利政策を先行

して導入した。これはECBの場合には、ユーロ圏の民間銀行がユーロシステム（ECBのみならず各国中銀も含めたユーロ圏の中銀の総称）に預けた当座預金などの全額にマイナスの付利を行う（民間金融機関側から手数料を取る）もので、大規模な資産買い入れに伴って生じる最大の難点である、中央銀行当座預金（超過準備）の増加をできる限り抑制する枠組みをあらかじめ確立しておく意図があったものとみられる。そうした下地を整えた上で、ECBはマイナス金利の導入から半年余りが経過した15年3月に、各国債を含む債券の大規模な買い入れに踏み切った。着手当初、ECBは、欧州債務危機時のピークであった3兆円を資産規模拡大のめどとしていたが、実際にはそれを大きく上回る5兆円弱の規模にまで買い入れが続けられた後、18年末をもつていったん停止された。

ドラギ体制末期の緩和再開とあじき

しかしながら、ユーロ圏経済を取り巻く環境はその後激変する。米中の貿易競争が激化したあおりで、ユーロ圏経済の主軸であるドイツ経済まで減速傾向が明らかになった。英国のEU離脱問題も迷走し、「合意なき離脱」の可能性が高まった時期もあった。そうした中でユーロ圏の物価上昇率は再び低迷基調となり（図表3）、前年比が再びマイナス圏内に沈む国まで出始めた（図表4）。そうした中、19年9月の政策委員会でECBは①マイナス金利幅のさらなる深掘り（政策金利の一つである預金ファシリティ金利を▲0・4から▲0・5%に引き下げ）と合わせて、その適用に際しての2層システムの導入②同11月から国債などの資産買い入れを月200億円のペースで再開—などからなる、再度の金融緩和を決めた。ただし、こうした政策スタンス転換には政策委員会の開催前から反対派メンバーの意見が公然とメディアで多く報道されるなど、反対論が根強かつた中でドラギ総裁がそれらを押し切って決定したため、ECB内には深刻な亀裂が残ることとなった。政策委員会メンバー25人中の少なくとも7人が反対に回り、その中には独仏の関係者やECBの役員も含まれていた、と報じられている。実際、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事はその後、2年以上の任期を残しながら突然、

〈図表6〉欧州中央銀行の金融政策の運営戦略の流れ

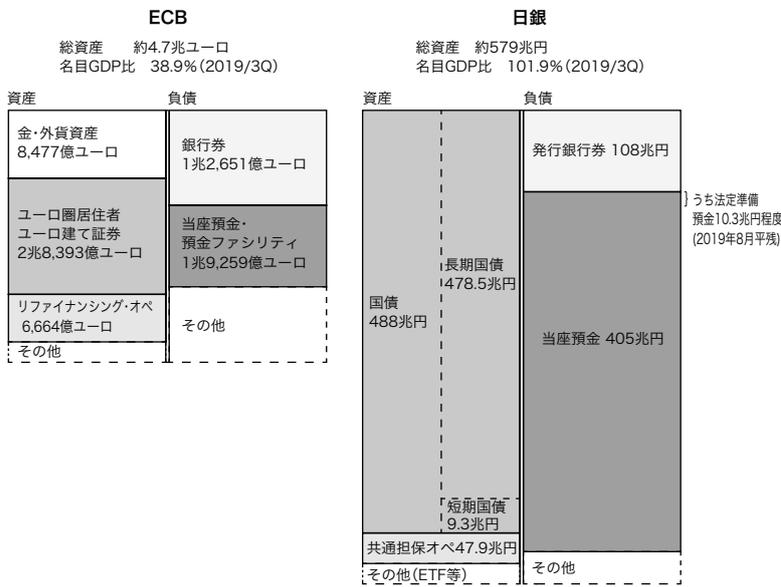


(注) 指標のアベイラビリティのうち、Aは年次、Qは四半期次、Mは月次を示す。
 (出所) 河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月、p109、図表3-2
 (原資料) Philippe Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli, "The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making – Selected Issues", Occasional Paper Series No.79, European Central Bank, January 2008.

取り組みべき課題である、との反論も根強い。いずれにせよ、このようにしてECBの中期的な目線での金融政策運営戦略が、時代の変化に合った形で見直されていくプロセスを通じて、ECBとしても危機以降に積み上げた異例の金融政策運営を徐々に正常化する道を探っていくことになる。さらに、そうした議論

の積み重ねを通じて、メンバー間の意見対立を超えたコンセンサスの醸成が図られるとみられる。ちなみに、黒田日銀が13年4月に掲げて、一時は日本中がもてはやした「マネタリーベース・ターゲティング」(マネタリーベースを年間約60兆〜70兆円相当ペースで増加させる)や「直接的なインフレーション・

〈図表7〉ECBと日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較 (2019年11月末時点)



(出所) ECB, *Statistics Bulletin*、日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』の計数を基に日本総合研究所作

日銀の場合、黒田東彦総裁の就任前の段階から、ECBのようにならぬよう、金融政策運営の在り方について

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「2年」といった期間設定が適切かどうかは分からない、といった理由で退けている。

ターゲットインング」(消費者物価の前年比上昇率2%を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する)は、ECBの金融政策運営戦略の選択肢としては、03年時点で明確に否定されていたことに留意すべきである。ECBは「マネタリーベース・ターゲティング」については、物価安定の目標を達成する上

で必要な情報は、マネーの分析のみからでは得られない、として退けた。また、「直接的なインフレーション・ターゲットインング」にしても、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

じめ十分な議論を尽くしておき、その結果を対外的に明確に説明する、といった取り組みはおよそ不十分であった。だからこそ、黒田総裁就任に伴う急激な政策転換が、本来必要な議論を経ることなく可能になってしまったともいえよう。

そして、黒田総裁就任後に開始された「量的・質的金融緩和」は、当初こそ劇的な円安進行や物価の押し上げが見られたものの、その後はいくらか長期化させても物価目標の達成に一向に効いている節はない。日銀のバランスシートは、ECBに比較すれば膨張の一途をたどっており(図表7)、中銀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。中銀が金融政策運営の目標として掲げる「物価安定」をいかに捉えるべきか。その達成のための金融政策運営戦略をいかに組み立てるべきか。ECBが今後取り組む「戦略的レビュー」の議論から、わが国も今後の金融政策運営の在り方を学ぶことが求められているといえよう。