

いちからわかる中央銀行と金融政策⑩

## 欧州中央銀行（ECB）の金融政策④

欧州債務危機——財政破綻の瀬戸際での金融政策運営

河村小百合

二〇〇八年九月のリーマン・ショックを引き金とする世界的な金融危機以降、欧州中央銀行に限らず、先進各国の中央銀行は、金融政策運営の大きな転換を迫られることになった。

欧州の場合は、それに追い打ちをかける形で、翌二〇〇九年秋以降、欧州債務危機が発生した。一部の加盟国の国債が市場で集中的な売りに晒され、そうした国は国債発行による市場からの資金調達が難しくなり、財政運営を安定的に継続することができなくなりました。

民間銀行は、欧州に限ったことではないが、自国ないしは諸外国の国債を

一定程度保有しているのが通常である。ゆえに、国債の価格が大きく下落すれば、民間銀行の経営を大きく揺るがす事態となる。

欧州では、金融危機前から、民間銀行が自国のみならずユーロ圏加盟他国の国債を相当な規模で保有していた。例えば、ドイツの一部の銀行が、財政が健全なドイツ国債では利回りが低く投資妙味に欠けるため、財政事情が相対的に悪いギリシャの国債を、高い利回りにつられて多く保有する、といった構造が常態化していた。欧州債務危機が結果的には四年余りにわたって長期化するなかで、国家の債務危機が

銀行危機を誘発しかねない状況に至った。

さらに、本来は国債の安定的な引受先であるはずの民間銀行の経営が悪化することで、それが回り回って国家の債務危機をさらに深刻化させる、という、いわば「負の相乗効果」のような状態に陥ったのである。市場の緊張の度合いは、ドラギ前総裁が欧州中央銀行（ECB）総裁として着任した二〇一一年一月前後～二〇一二年にかけて、最も高まることになった。

このように、ECBは金融危機以降、先進国の主要中央銀行のなかでも最も厳しい状況下での金融政策運営を迫られた中央銀行であるといっても過言ではない。各国政府から独立した立場を守りつつ、ECBはどのような金融政策運営を行って、欧州債務危機を切り抜けていったのか。

## 1 ギリシャの財政粉飾が発端

リーマン・ショックから一年余りが経過し、金融危機がようやく沈静化に向かい始めていた二〇〇九年一月、前月の総選挙で政権交代となり発足したギリシャのパパンドレウ新政権は、同年財政収支の名目GDP比が▲一二・五%に達したと公表した。これは前政権時に公表されていた▲三・七%を突然、大幅に下方改訂するもので、それを機に同国の指標への信頼性は完全に揺らいだ。これが欧州債務危機の発端である。

その後二〇一〇年二月には欧米の複数の大手紙が、ギリシャが他国に二年遅れて二〇〇一年にユーロ圏入りを果たした際の財政指標粉飾疑惑を報じた。ユーロ圏への加盟が認められるためには、本連載第一六回（第二〇八二

号）で述べたように、財政や物価などの厳しい条件をクリアする必要があったが、かねてより財政事情の悪かったギリシャは、複雑なデリバティブ（金融派生商品）を用いて国債残高が減少したように見せかけるなどして財政指標を粉飾し、ユーロ圏加盟のための条件をクリアしていた、というのである。国内外からの財政運営の信認を完全に失ったギリシャは、その後たちまち、市場で国債を発行しようとしても引き受け手が見当たらない状況に陥り、財政運営に窮することになった。そしてわずか二か月後の同年四月にはEU（欧州連合）とIMF（国際通貨基金）に支援を仰ぐことになってしまった。

そればかりではない。債務危機は、様々な弱点を抱えたユーロ圏の他国にも飛び火し、アイルランド、ポルトガル、キプロスといった国々がEUなどに対

して次々と支援要請をせざるを得ない事態に追い込まれた。時系列でみると、①二〇一〇年一月にはアイルランドが、リーマン・ショックによる不動産バブルの崩壊で銀行危機に至り、問題銀行への資本注入のためのコストが高<sup>か</sup>らんで財政収支が短期間に大きく悪化したために、②翌二〇一一年四月にはポルトガルが、元来経済基盤が弱かったところに金融危機やギリシャ危機の影響で経済情勢が一段と悪化したために、③同年六月には再度ギリシャが、④二〇一三年三月にはキプロスが、同国の民間銀行が隣国ギリシャの国債を多く保有していたところにギリシャが財政危機に陥ったため苦境に陥り、それを財政運営上支え切れなくなったために、いずれの国も支援要請を行い、実際にユーロ圏やEU、IMFなどから支援を受ける事態となった。<sup>(注)</sup>

(注) このほか、二〇一三年三月にスペインが、銀行部門の立て直しのために、ユーロ圏から支援を受けている。

## 2 国債買い入れをめぐる亀裂

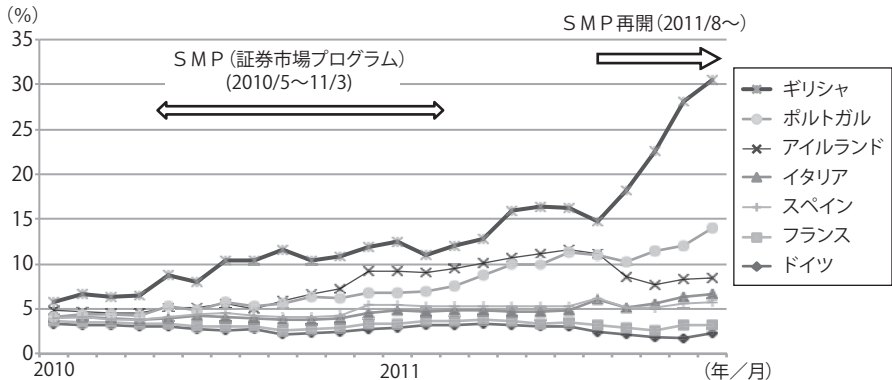
そして同じ頃、欧州の国債流通市場では、ギリシャ国債に限らず、それ以外の国々の国債も含めて取引が極端に細り、いわば「機能不全」状態に追い込まれていた。危機の火の粉はかねてから財政事情の悪かったイタリアなどにも及び、いつ財政破綻するかわからない国々の国債を誰も抱えたくはないゆえ、買い手がつかなくなってしまうのである。

ECBは、これでは金融政策の効果が市場を通じてうまく伝わらないとの判断のもと、二〇一〇年五月から、金融政策運営の一環として、「証券市場プログラム(SMP)」による債券の買

い入れを開始した。当時、どの債券を買うのかをECBは明示することを避けたが、その真意は債務危機で市場から狙い撃ちされていた国々の国債買い入れにあった。このSMPはその後、二〇一一年三月に一時停止されるまで続けられたが、各国債金利の上昇を抑制するうえで、一定の効果があった(図表1)。

もつとも、こうした政策運営は、いかに危機対応策の一環とはいえども、①中央銀行の政府からの独立性を維持するうえで根幹で、条約でも固く禁じられている財政ファイナンスに抵触する可能性は本当にないのか、②またより現実的な懸念として、各国政府がECBの国債買い入れに安住し、財政再建のために本来必要な増税や歳出削減を怠る可能性もあるのではないか、という反対論も根強かった。そしてE

図表1 2010～11年の欧州各国の10年国債金利の推移



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成

ＣＢ内では、深刻な意見対立が次第に表面化した。

ＥＣＢの政策委員会メンバーでもあるドイツ連銀の当時のウェーバー総裁は、トリシェＥＣＢ総裁（二〇一一年一〇月で任期満了）の後任の有力な候補とみられていた。しかしながら、二〇一一年二月、「個人的事情」を理由に、一年余りの任期を残しながら、同年四月末でドイツ連銀総裁を辞任すると発表し、有力視されていた次期ＥＣＢ総裁の座も投げ打つ形で民間に転出した。その背景には、このＳＭＰ実施をめぐる意見対立があったとみられている。

その後も債務危機の火はくすぶり続けて市場は荒れ、二〇一一年八月には、ＥＣＢは政策委員会の通常の会合に加え、緊急会合を開催せざるを得ない事態にまで追い込まれ、ＳＭＰによる国債の買い入れを四か月ぶりに再開し、

買い入れ対象の拡大も決めた。イタリヤとスペインの国債はこの時から買い入れ対象に加えられた模様である。

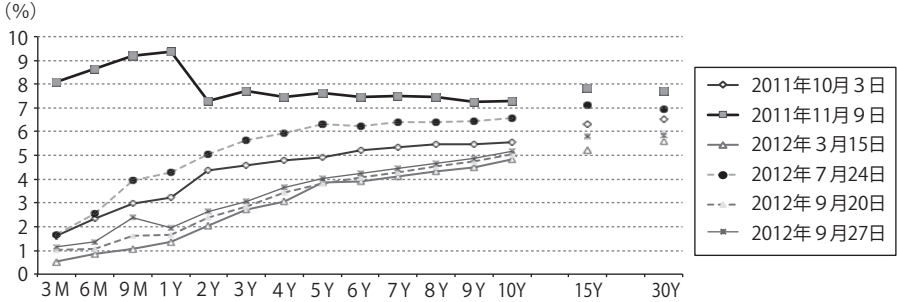
しかしながら、政策委員会のこの決定には、ドイツ出身のシユタルク専務理事と、ウェーバー前総裁の後任でありワイトマン独連銀総裁を含む、複数の中央銀行総裁が反対票を投じたとみられるなど、ＥＣＢ内の意見対立は一層深刻な事態となった。翌九月、シユタルク専務理事も、「個人的な事情」を理由に、二〇一一年末で辞任すると発表した。当時のこうした状況を振り返れば、その後八年が経過した、ドラギ前総裁時代の末期にあたる本年九月以降、ＥＣＢ内部での意見対立が再び表面化した事態（詳細は前々回（第二〇八四号）参照）には既視感がある。

### 3 ドラギ総裁就任

トリシェ総裁の任期満了が迫る二〇一一年秋、債務危機は一層深刻化し、ついにはドイツに次ぐユーロ圏第三の経済大国であるイタリアの財政運営継続まで危ぶまれる事態となった。万が一、そのイタリアにユーロ圏やＩＭＦなどから財政支援が必要な事態となれば、その規模はギリシャやアイルランド、ポルトガルのケースとは桁違いのものともなりかねない。

図表2はイタリアの財政当局がこの頃、直面したイールドカーブの変化を示したものである。一国が財政運営を続けるうえで本当に切羽詰まったとき、資金繰りのために発行する国債は長期国債でなくともよく、一年物やそれ未満の短期の国債でも当座は十分に資金繰りをしのげることになる。ところが当時のイタリアでは、とりわけ一月初め、国民の歓心を買うべく財

図表 2 2011年10月～12年9月のイタリア国債の金利変化



(資料) Datastreamを基に日本総合研究所作成  
 (注) 2011～12年各日のスポット・レート

政再建に取り組まずに済ませようとしたベルルスコーニ首相の退陣直前の時期には、市場ではイタリアの財政破綻観測が強まり、イタリアは一年未満の短期の国債を発行しようとしても一〇%近い高金利を市場から要求される事態に陥った。これでは利払い費が目先から膨大な額となるため、財政運営はとも回らない。

こうした厳しい金融情勢に際し、一月一日に就任したドラギ総裁は、最初の十一月の政策委員会でも、政策金利の〇・二五%の引き下げを打ち出したほか、続く一二月の政策委員会では、かつては三か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「長期リファイナンスング・オペ」（LTRO）を、三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

りにおいて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。当時の他の主要中銀の金融政策運営に目を転じれば、本連載でもこれまで述べてきたとおり、米連邦準備制度やイングランド銀行が、金融危機の収束のため、各国債などの大規模な買い入れを行っていた時期に当たる。しかしながら、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は決してなかった。そこには、トリシエ総裁時代のSMPによる国債買い入れが、多かれ少なかれイタリアなどの財政規律の緩みを招いたことは否定できず、それが危機のさらなる深刻化につながったという反省があった模様である。また、中央銀行として国債などの債券をひとたび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い、という事情もあった。

いずれにせよ、SMPに対するドイツ勢を中心とする反対意見も十分に傾聴したうえで、ECBは各国国債を直接買入れることはしないものの、異例の手法・規模でのLTROという新たな金融政策運営手段によって、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、それらを手放さなくても済むようにする、という方法で、間接的に各国の財政運営を下支えする、という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、二〇一二年に入ってから、ギリシャを除くユーロ圏各国の国債の長短金利の水準は、徐々に落ち着いていくこととなった（前掲図表2）。

#### 4 やれることは何でも

ところが残念ながら、欧州債務危機はなお、収束には程遠い状況にあった。ギリシャは、二〇一二年に入ってから、

前年一〇月のユーロ圏首脳会議で決定された「債務の五〇％減免」（＝民間銀行に対する棒引き）をいかに実施するかという、財政・経済の立て直しを図るうえで最大のヤマ場を迎えることとなった。ギリシャの債務の棒引きは同年三月に一旦決着し（ギリシャの一回目の財政破綻）、直ちに実行に移されたものの、その決着内容は、欧州各国の銀行を中心とする外国債権者のみならず、ギリシャ国民自身にも多大な負担と痛みを課すものであったために、同年五月に実施されたギリシャの総選挙では国民の不満が噴出し、ギリシャのユーロ圏脱退が取り沙汰される事態となった。ユーロ圏各国や欧州中央銀行は、単一通貨ユーロの発足後一三年目

にして、ユーロ崩壊の瀬戸際という最大の危機に立たされることとなったのである。

ドラギ総裁は同年七月、ロンドンでのスピーチのなかで、「我々のマンデーのなかで、ECBはユーロを守るためにやれることは何でもする」と発言した。いわば、単一通貨ユーロが果たして持ちこたえられるのかという疑念が渦巻いていたこの時期におけるこのフレーズの威力は大きく、実際、この発言が内外に広く伝えられた翌日以降、スペインやイタリアの国債利回りは大きく低下した。

もつとも、ドラギ総裁のこの発言後、ほどなく開催された八月の政策委員会では、こうした政策運営の方向性に対して、ワイトマン総裁以下のドイツ連銀が公式に反対し、同総裁は、この頃、複数回にわたり辞任を検討したと報じ

られるなど、ECBをめぐる情勢は緊迫化した。

続く九月の政策委員会でECBは、政策委員会メンバー間でのそうした温度差も踏まえたうえで、新たな枠組みとして、短・中期国債の買い切りオペ(OMT)の導入を決定した。これは、対象国が、ユーロ圏が定めるプログラムに従い、財政再建を断行することを条件に申請すれば、満期一〜三年の短期・中期国債に限り、金額無制限でECBが買い入れることを主な内容とするものである。結果的にOMTは、ユーロ圏の定める財政再建プログラムが極めて厳しいものであるため、今日に至るまで、実際には一度も申請されたことはなかった。しかし、ECBのこうした姿勢も奏功し、同年一二月に再度、財政破綻するに至ったギリシャを除けば、二〇一三年入り後、欧州債務危機

は収束に向かうこととなった。

## 5 黒田総裁との違い

「やれることは何でもやる」——そういうえば、日本でもかつて耳にしたことがあるフレーズだ。

第二次安倍政権発足直後の二〇一三年三月、白川前総裁に代わる新日銀総裁候補となった黒田東彦氏は、衆議院議院運営委員会における所信表明のなかで、「もし私が総裁に選任されたら、市場とのコミュニケーションを通じて、デフレ脱却に向けやれることは何でもやるという姿勢を明確に打ち出していきたいと思う」と述べている。そして就任直後の同年四月から、黒田日銀は年間約五〇兆円という巨額のペーすでの国債等の買い入れをはじめとする「量的・質的金融緩和」を打ち出し、今日に至っている。その考え方はまさ

に、「デフレ脱却、ないしは二%の物価目標の達成が先」、「財政再建は後」というものだ。そして、その後の日本の財政規律の弛緩しかん振りは今、まさにみてのとおり状況になっている。

これに対し、欧州債務危機の火の手が上がるなかでECBが打ち出した政策はあくまで、「財政再建が先」で「ECBによる国債買い入れは後」だった。OMTは実際に発動されることもなかった。それでも危機は収束に向かい、ユーロ圏各国では、日本とは対照的に、総じて財政再建が進んでいる。債務危機に陥った国々にとって、ECBの政策運営は一見「血も涙もない対応」だった。しかし、本当の意味で各国の将来のためになる中央銀行の金融政策運営とはいかにあるべきかを物語っているといえよう。

(株)日本総合研究所調査部主席研究員