

いちからわかる中央銀行と金融政策^{②⑩}

欧州中央銀行（ECB）の金融政策^⑤

デフレ危機との闘い——マイナス金利と資産買い入れ

河村小百合

欧州では二〇一二年、ギリシャが三

月と二月の二度にわたり財政破綻した。翌一三年四月には、ギリシャの隣

国で経済的なつながりがあったため、その破綻の余波で財政危機に見舞

われたキプロスがユーロ圏やIMF（国際通貨基金）から支援融資を受ける五番

目の国となる事態に至った。^{（注1）}しかしながら、その後の同年夏頃からは、足掛

け四年近くに及んだ欧州債務危機も、ようやく収束に向かうこととなった。

（注1）ユーロ圏およびIMFから融資の

形で支援を受けたのは、ギリシャ、キ

プロスのほか、アイルランドとポルトガルがある。そのほかスペインが銀行

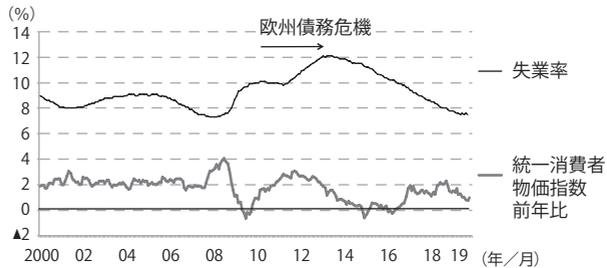
部門向けに限る形でユーロ圏から支援を受けた。

1 債務危機の後遺症

ところが、ほっと息をついたのもつかの間、ユーロ圏各国には次なる試練が待ち受けていた。

二〇一三年末から一四年にかけてのユーロ圏全体の経済情勢をみると、危機の収束を映じ、実に一二%にも達していた失業率がようやく低下傾向に転じた。一方、ユーロ圏各国の物価上昇率は、景気回復の足取りが確かなものとなれば上向くはずのところ、逆に低下の一途をたどった（図表1）。一四年

図表1 ユーロ圏の失業率と統一消費者物価指数前年比の推移



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

末以降には前年水準を割り込む時期もみられるなど、このままではユーロ圏経済が、物価が持続的に下落し続けてしまうデフレーション（以下デフレ）に陥ってしまうのではないかと深刻に懸念される事態となった。その傾向は、

債務危機の際、大幅な増税や歳出カットなどの厳しい財政緊縮を余儀なくされたギリシャ、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインといった重債務国でとりわけ顕著となった。

2 デフレはなぜいけないのか

デフレとは、モノの値段が下がるのだから、直感的には消費者にとっては悪いことではないように思われるかもしれない。確かに消費者の側の所得金額が確実に維持されるなかで、生活に必要なモノの値段だけが下がるのであればそのとおりであろうが、世の中のモノ全体の値段がジリジリと下がり続ける、いわゆる「デフレ・スパイラル」に入ってしまったら話は全く別だ。企業を例にとれば、仮に同じ数の商品が売れ続けたとしても売上高は減り続け、同じ人数の従業員を雇い続けるこ

と、もしくは従業員に同じ金額の給料を払い続けることは難しくなる。そうやって世の中全体の経済活動の縮小傾向が止まらなくなってしまうのだ。

ひとたびそうした事態に陥ってしまうと、中央銀行が経済を刺激したくとも、金融政策が効かなくなり、手の施しようがなくなってしまう。本連載第三回（第二〇五四号）で説明したように、金利は「予想物価上昇率」とそれ以外の部分である「実質金利」で構成される。中央銀行にとっては、金融政策運営で金利を下げるとしてもせいぜいゼロ%近傍までという限界がある^(注1)。仮に経済全体がデフレ状態にすでに陥ってしまったもとの短期金利をゼロ%としても、予想物価上昇率がマイナス%に落ち込めば、経済全体に作用する実質金利の部分はプラス%に相当し、これでは金融緩和で経済を刺激すると

ころか、逆に金融引き締めになってしまい、いつまでたっても国の経済活動は上向かない。このように、デフレは、その逆の現象であるインフレと同様、経済全体に深刻なコストをもたらし、とが広く知られている。

(注2) 近年はマイナス金利を採用する中、中央銀行もいくつか存在するが、マイナス幅はわずかなものにとどまることが多い。

3 日本の「二の舞」だけは回避を

ユーロ圏経済のデフレ懸念が強まった二〇一四年六月、欧州中央銀行（ECB）はその月報のなかで、物価動向に関する詳細な分析に基づく公式見解を明らかにしている。それによれば、一口にデフレと言っても度合いは様々で、①消費者物価の前年比がマイナスになるとしても短期間で済むと同時

に、②その傾向が幅広い品目には広
らず、③経済活動全体に大きな負の影
響を及ぼすに至らない、といった場合
はそれほど心配はない。問題はこれら
の基準のいずれについても逆の事例に
該当する、「あからさまなデフレーション」^(注4)
のケースだ。

ECBの分析では、一九三〇年代の
世界的な大恐慌の時代は別として、戦
後の主要国の物価動向を振り返る限
り、こうした「あからさまなデフレ
ーション」に該当した事例はごく限ら
れ、一九九五〜二〇一三年の日本と、
一九九九〜二〇〇四年の香港しかない。
香港は国際的な取引を活発に行う小国
の事例で、物価動向に対して為替レ
ートが与える影響が大きく、大国のケー
スとは同列には論じられない。ECB
が決してその「二の舞」となりたく
ないのはもちろん、経済大国である日

本が、八〇年代末のバブル崩壊による
九〇年代後半の深刻な金融危機の後に
陥った「あからさまなデフレーション」
のケースのほうだ。二〇一四年入り頃
のECBの当局者たちにとって、長き
にわたりデフレに苦しむ日本経済のこ
とが頭をよぎったであろうことは間違
いない。

(注3) ①消費者物価の前年比マイナスが
長期化し、②その傾向が幅広い品目に
広がり、③経済成長率が極めて低い
かまたはマイナスの状態が持続する、
といったケース

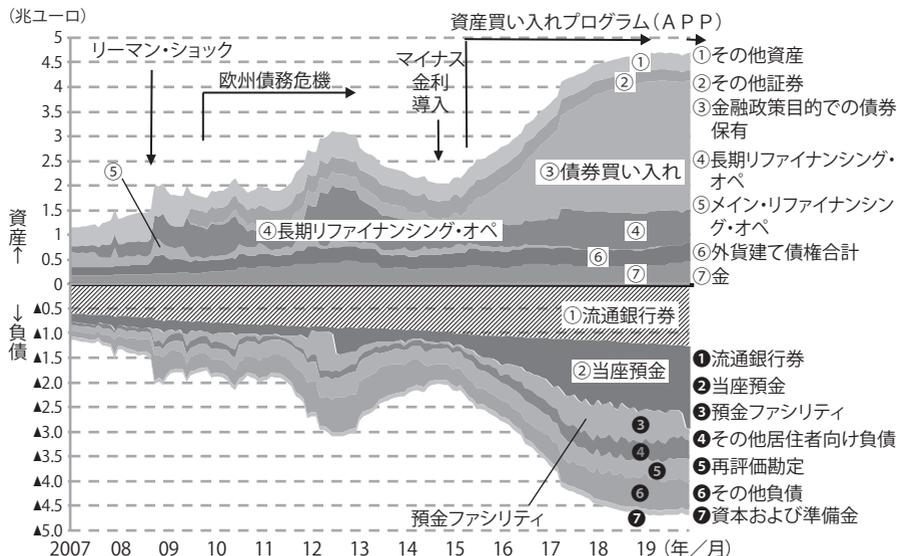
(注4) ECBはこれを outright deflation
と称している。

4 積極的なバランス・シート政策

そこでECBは二〇一四年六月、そ
れまでの金融政策運営姿勢を大きく転
換した。前回(第二〇八八号)も述べた
ように、それまでのECBは、リーマ

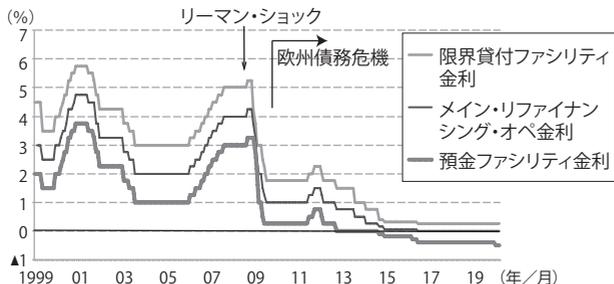
ン・ショックのみならず、欧州債務危
機という厳しい事態に瀕しても、米英
の中央銀行のような大規模な資産買い
入れには安易に踏み切らず、いわば「消
極的なバランス・シート政策」をとっ
ていた。ECBが国債の直接の買い入
れは避け、民間銀行向けの資金供給「長
期リファイナンスング・オペ」によつ
て資金を潤沢に供給し、間接的に危機
の収束を図ったことが奏功し、その後、
危機の緊張が峠を越えたところで、こ
れらの民間銀行は次々と、同オペを通
じて借り入れた資金を繰り上げ返済
し、二〇一二年頃には三兆ユーロの規
模にまで膨張していたユーロシステム
(ECBおよび各国中銀の総称)の balan
ス・シートはみるみるうちに縮小した
(図表2)。これは、国債等の大規模な
買い入れを実施し、言い換えれば「積
極的なバランス・シート政策」を最初

図表2 金融危機前からのユーロシステムの資産／負債の主な内訳推移



(資料) ECB, "Statistical Bulletin" のデータを基に日本総合研究所作成
(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

図表3 欧州中央銀行の政策金利の推移



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

からとった米英の中央銀行とは対照的な動きであった。しかしながら ECB としてもデフ

レ懸念が強まったこの段階に至り、米英中銀のみならず日銀等の金融政策運営やその成果にもらみつつ、「積極的なバランス・シート政策」に転じた。ただし ECB の場合、米英日の中銀のようにいきなり大規模な資産買入れに着手することは避け、二〇一四年六月に、まずマイナス金利政策を先行して導入した(図表3)。

5 三本の政策金利とマイナス金利

中央銀行の政策金利の設定の仕方にはいろいろな方法がある。日銀の場合是一本の政策金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)で金融政策運営を行ってきたが、ECB は三本の政策

金利を設定し、それぞれ、「市場金利の上限」、「市場金利の誘導水準（仲値相当）」、「市場金利の下限」としての役割を持たせ、実際の市場金利はこの「上限」と「下限」の間を変動する。^(注5)

三本のうちの真ん中に位置するものが、ECBが金融市場向けに資金を供給するオペに適用される「メインリファイナンスング・オペ金利」だ。これに対して「上限」機能を担う「限界貸付ファシリテイ金利」や、「下限」機能を担う「預金ファシリテイ金利」は性質が異なる。両ファシリテイとも、ECBではなく民間銀行側の発意によって、自らの日々の資金繰りの必要性に応じていつでも、ECB側に資金の貸出ししないしは資金の受け入れ（預金の預け入れ）に必ず応じてもらえる、^(注6)という性質を有するものである。

二〇一四年六月、ECBはこのうち、

「下限」機能を有する「預金ファシリテイ金利」にマイナス金利を適用することとした（当初は▲〇・一％↓その後▲〇・五％にまで引き下げ）。これは、民間銀行がECBに資金を預かってもらおうとすれば、それまでとは逆に、民間銀行側からECB側にマイナス金利相当の手数を支払わなければならなくなることを意味する。マイナス金利の適用対象は、「預金ファシリテイ」の利用による分にとどまらず、民間銀行が他行との資金決済目的などでユーロシステムに預けている当座預金にも拡大された。ECBとしては、それまでの「金利引き下げの限界はゼロ％」という通念を打ち破る形で、何とかして金融政策運営を通じて、ユーロ圏のあらゆるさまざまなフレ状態への転落を未然に防ぎたい、との意図があったものとみられる。

(注5) ゆえにこうした三本の政策金利による金融政策運営は「コリドー（回廊）」方式とも呼ばれる。

(注6) こうした機能を「スタンディング・ファシリテイ」と称する。

6 マイナス金利先行のもう一つの意図

そしてマイナス金利の導入には、実はもう一つの意図があった。大規模な資産買い入れに伴って生じる最大の難点は、本連載の第九回（第二〇六八号）で米連邦準備制度を例に説明したように、民間銀行が預ける中央銀行当座預金が大きく膨張して、市場全体が「巨額のカネ余り」状態に陥ってしまうことにある。そうしたもとは、金融緩和が必要なくなったときに中央銀行が機動的に市場金利を引き上げ誘導することが困難となりかねないほか、その過程で中央銀行の財務運営にも大きな

負担がかかりかねない。

ECBは大規模な資産買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ており、大規模な資産買入れを行うとしても、それがそのまま中央銀行当座預金の増加につながらないよう、できる限り抑制する枠組みをあらかじめ仕組んでおきたいとの意図のもと、まず、マイナス金利を導入した。そして、それから半年余りが経過した二〇一五年三月に、各国債を含む債券の大規模な買入れに踏み切った。ECBはもちろん、民間銀行を相手に国債などを買い入れる。ただし、ECBとしては、民間銀行側に、その対価として得る資金を企業向けの貸出しなどに向けてほしい。それができてはじめてユーロ圏の経済は上向き、デフレ懸念も払拭される。民間

銀行側はその算段がなく、消去法的にユーロシステムに預けるしかないのであれば、そもそも国債の買入れにに応じてくれなくて構わない。そのようなことのできるだけならないようにするために、今後は、ユーロシステムに資金を預けるのであれば、マイナス金利を適用し、民間銀行から手数料をとらせていただく、とECBは割り切ったことになる。

その後のユーロシステムのバランス・シートの拡大振りは図表2のとおりである。図中でマイナス表示している負債勘定の構成をみると、あしと足許(二〇一九年一月末時点)では、民間銀行がユーロシステムに預けている当座預金と預金ファシリテイの合計は、流通銀行券の約一・五倍に抑えられていることがわかる。これに対して日銀の場合は足許の同比率は約四倍と当座預金の膨張

振りが著しい。ECBの場合は、政策運営上の工夫が奏功して、同じ大規模な資産買入れを行うにしても、その副産物である当座預金等の膨張を一定程度抑制できていることがうかがわれる。こうしたあたりに、ECBの、異例の政策運営による副作用などへの懸念といった多様な意見も傾聴しつつ政策運営の枠組みを形成し、コンセンサスの醸成を図ったうえで実行に移すという、思慮深い政策運営振りとその成果がみてとれよう。

7 ドラギ総裁退任間際の再緩和と軋轢あつれき

大規模な資産買入れへの着手当初、ECBは、欧州債務危機時のピークであった三兆ユーロを資産規模拡大のめどとしていたが、ユーロ圏経済が持ち直すには時間を要し(前掲図表1)、

実際には、それを大きく上回る五兆ユーロ弱の規模にまで買い入れが続けられた後、二〇一八年末をもって停止された。二〇一四年にかけ、いったん縮小させたバランス・シートを再拡大させたECBが、程度の差こそあれ、それを今後いかに縮小し正常化させるのかという、日米英の中央銀行に通じる課題を抱えていることは間違いない。当時、ドラギ総裁はマイナス金利から脱却するなどして正常化への道筋をつけたうえで一九九一年一〇月に任期を全うするものとみられていた。

ところが、ユーロ圏経済を取り巻く環境はその後激変した。米中の貿易戦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にあることが明らかになった。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。そうしたなかでユーロ圏の物価上昇率は

再び低迷基調となった（前掲図表1）。

そうしたなか、ドラギ総裁の退任間際の二〇一九年九月、ECBは、マイナス金利幅のさらなる深堀り（▲・四↓▲・五%）などと合わせ、国債等の資産買い入れを同一一月から再開するなどの、再度の金融緩和を決めた。この政策スタンス転換には政策委員会内でも反対論が根強かったなかで、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のは本連載第一七回（第二〇八四号）で述べたとおりである。

8 一六年振りの戦略的レビュ

こうした状況下で二〇一九年二月、後任のラガルド新総裁が就任した。同総裁は続く一二月の政策委員会後の記者会見の場で、ECBとして今回は金融政策運営のスタンスは変更しないことに加え、二〇二〇年中に「戦略的レ

図表4 ECBの金融政策運営戦略の2つの要素

第1の要素	「物価の安定」をいかに定義するか	「物価安定とは、ユーロ圏の統一消費者物価指数（HICP）の前年比上昇率が2%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」（1998年政策委員会決定）
第2の要素	何に着眼して物価安定に対するリスクの分析を行うのか	「安定志向の2本柱アプローチ（経済分析および金融分析）」（2003年5月政策委員会決定） <不採用とされた他の戦略> 「マネタリー・ターゲティング」 「直接的なインフレーション・ターゲティング」 「為替レート・ターゲティング」

（資料）ECB, *The Monetary Policy of the ECB 2011* を基に日本総合研究所作成

ビュ」を行うことを明らかにした。

ECBの金融政策運営戦略には、①「物価の安定」をいかに定義するかと、②ユーロ圏経済のいかなる側面ないしは指標に着目してリスクの分析を行うのか、という二つの要素がある（図表4）。第一の要素に関しては、ユーロ導入前の一九九八年の政策委員会に

において、物価安定とは、ユーロ圏の消費者物価の前年比が二%未満の状態が中期的に維持されること、と明確に定められた。第二の要素に関しても、二〇〇三年五月の政策委員会において、経済分析と金融分析の双方に立脚する「安定志向の二本柱アプローチ」によることが決定された（詳細は本連載第一八回〔第二〇八六号〕参照）。

ラガルド総裁は今般、この金融政策運営戦略を約一六年振りに見直すのに際し、広範であらゆる問題を対象とするが、とりわけ中期的な政策目標をいかに定義づけるかが中核になると述べている。世界的にみても低成長・低インフレ状態が長期化・広範化するなかで、従来「二%」ないしはその近傍に設定されるケースが多かった中央銀行の金融政策運営目標を今後どうするのかは、日米等の中央銀行にも共通する課題であり、ECBが今回、改めて

いかに定義付けし直すのが注目される。

また、同総裁はこのほか、近年の技術革新や気候変動による経済への影響や、格差問題なども検討の対象に含める可能性を示唆している。気候変動問題は、ラガルド氏がIMF専務理事在任中からの持論であるほか、二〇一九年一月に就任したフォンデアライエン新委員長率いる欧州委員会が掲げる重点課題でもあるが、本来は中央銀行ではなく政府が取り組むべき課題である、との意見も根強い。

いずれにせよ、このようにして中期的な目線での金融政策運営戦略を、時代の変化に応じて形で見直し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り、また、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ものとみられる。

ECBはこのように、従来から金融政策運営戦略の在り方について事前に十分な議論を尽くし、その結果をまとめた基本的な戦略などを対外的に明確に十分に説明したうえで、実際の金融政策運営に臨んできた。そうした姿勢がこれまでの思慮深く賢明な政策運営に結実していると考えられる。

他方、そうした姿勢は、残念ながら日銀には、黒田総裁就任の前後を問わず長らく欠けてきたものでもある。だからこそ、黒田総裁就任の際に、十分な議論を尽くすことなく、それほど急激な政策転換が可能になってしまったともいえる。ECBが今後展開するであろう「戦略的レビュー」の内容から、日本としても大いに学ぶべきであるといえよう。

（株）日本総合研究所調査部主席研究員