

## 「中央銀行の役割」第5回 「欧州債務危機以降のECBの金融政策運営 —多様性と異なる意見の尊重—」

(株)日本総合研究所調査部主席研究員  
河村 小百合

2008年9月のリーマン・ショックは、本連載でもすでに米連邦準備制度（Fed）を例に見たように、先進各国の中央銀行に、金融政策運営の大きな転換を迫ることになった。欧州中央銀行（ECB）もその例外ではない。

ただし、欧州の場合は、リーマン・ショックに追い打ちをかける形で、翌2009年秋以降、欧州債務危機が発生した。まずギリシャ、そしてアイルランド、ポルトガル、というように、ユーロ圏の複数の加盟国の国債が市場で集中的な売りに晒（さら）され、そうした国は国債発行を通じての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ってしまった。財政危機の火の手はさらにユーロ圏のなかで経済規模が独仏に次いで第3位のイタリアや第4位のスペイン、さらにはギリシャに近接するキプロスにも迫ることとなった。

そして欧州では、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。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。当時の欧州では、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4年余りにわたって長期化するなかで、国家の財政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財政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。

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。前回みたように、ECBの意思決定の枠組みは、メンバーの多様性や異なる意見を尊重する考え方の下に組み立てられている。前例のない危機対応を迫られるなかで、そうした意思決定の枠組みはどのように機能し、実際の政策運営に役立てられていったのか。欧州債務危機以降、今日に至るまでの実際の展開と合わせてみてみよう。

### 1 ギリシャの財政粉飾が発端

米投資銀行大手のリーマン・ブラザーズが破綻した金融危機から1年余りが経過し、国際金融市場の動揺がようやく沈静化に向かい始めていた2009年11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▲12.5%に達したと公表した。

これは前政権時に公表されていた▲3.7%を突然、大幅に下方改訂するものだった。財政指標は、前回みたように、加盟国のユーロへの参加資格を判断するうえで重要な判断基準の一つである。ギリシャのその財政指標への信頼はこれを機に完全に揺らぐこととなった。これが欧州債務危機の発端である。

その後2010年2月には欧米の複数の大手紙が、ギリシャが他国に2年遅れ2001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、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、民間金融機関を相手に複雑なデリバティブ（金融派生商品）取引を行っ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2か月後の同年4月にはEU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、ギリシャとはまた別の側面での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。各国が支援要請を行った時期およびその原因をみると、次の通りである。①2010年11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

（図表1）欧州債務危機以降、ECBが採用した新たな金融政策手段の概要とその主な経緯

政策の名称	時期	総裁	主な経緯
SMP 証券市場プログラム	2010年5月～ 2011年3月（一時停止）。 同年8月再開～、 2012年9月、OMT導入とともに廃止。	トリシェ	2011年2月、ウェーバー独連銀総裁（当時は次期ECB総裁候補として有力視）が辞任を表明し、同年4月末で辞任。 2011年8月の政策委員会緊急会合において、SMP再開に対して、シュタルク専務理事（独出身）およびワイトマン独連銀総裁ほか複数の中央銀行総裁が反対。 2011年9月、シュタルク専務理事が辞任を表明し、同年末で辞任。
LTRO 長期リファイナンス・オペ	2011年12月～	ドラギ	
OMT アウトライト（*）金融取引 （短・中期国債買い切りオペ）	2012年9月～		2012年7月ドラギ総裁発言「ECBはユーロを守るためにやれることは何でもする」。 ドラギ総裁の政策運営の方向性に対して、ドイツ連銀が公式に反対、ワイトマン独連銀総裁はこの頃、複数回にわたり辞任を検討。 2012年9月の政策委員会においては、OMTの導入は1名が反対するなか賛成多数で決定。
マイナス金利	2014年6月～		2014年6月の政策委員会において、3本の政策金利の一つである預金ファシリティ金利にマイナス金利を適用することを、金融政策の非伝統的な手段の一つとして全会一致で決定。
PSPP 公共セクター買い入れ プログラム	2015年3月～2018年12月		2015年1月の政策委員会において、金融政策の手段の一つとしてPSPPを導入することを全会一致で決定。同年3月から実施するという時期の判断は賛成多数で決定（ワイトマン独連銀総裁は反対）。
PSPP再開	2019年11月～		PSPP再開を決めた2019年9月の政策委員会では、出席者25名（ECB役員6名および各国中央銀行総裁19名）のうち、役員を含む少なくとも7名が反対。独・仏・蘭・墺の中銀総裁のほか、ラウテンシュレーガー専務理事（独出身）が反対に回った模様。クレー専務理事（仏出身）も反対か。 ラウテンシュレーガー専務理事は、同政策委員会の直後に辞任を表明し、同年10月末で辞任。
PEPP パンデミック緊急買い入れ プログラム	2020年3月～	ラガルド	2020年3月の政策委員会において、7,500億ユーロ規模の国債を含む債券買い入れを全会一致で決定。 その後同年6月の政策委員会において、1兆3,500億ユーロ規模に引き上げ（全会一致）、同年12月の政策委員会では1兆8,500億ユーロ規模に引き上げ（異論もあった模様）。

（資料）ECB公表資料、各種報道を基に日本総合研究所作成。

（注1\*）「アウトライト」は債券の買い切り（レポ取引のような「売り戻し条件付きの買い入れ」ではない）の意味。

（注2）「主な経緯」における、政策委員会の各決定が全会一致であったか否かについては、基本的に、当該政策委員会終了後に開催される総裁・副総裁の記者会見における総裁の発言内容（質疑応答部分を含む）に基づき記述している。誰が反対したとみられるのかについては、現地での報道等を参考に記述している。

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んで財政収支が短期間に大きく悪化したために、②翌2011年4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6月には再度ギリシャが、④2013年3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。さらに2013年3月にはスペインも、銀行部門の立て直し目的に限定される形ではあるが、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

この頃、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、買い手が見つかなくなってしまったのである。

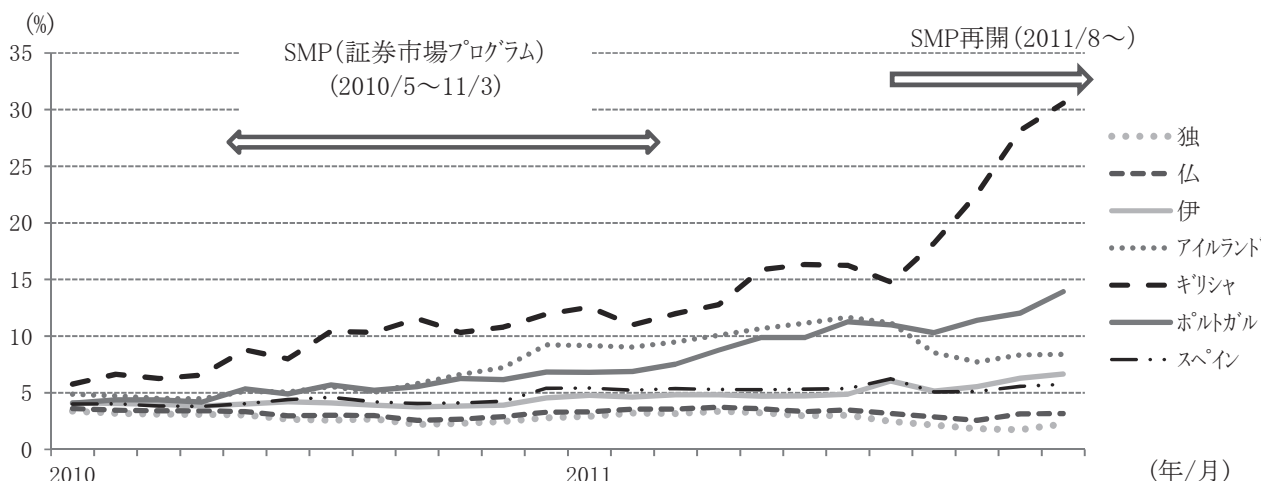
当時のECBはトリシェ総裁の時代であったが、これでは金融政策の効果が市場を通じてうまく伝

わらないとの判断のもと、2010年5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(図表1)。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、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2)。

もっとも、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の根幹で、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はないのか、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、という反対論も根強く、ECB内での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(2011年10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、2011年2月、「個人的事情」を理由に、1年余りの任期を残しながら、同年4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。ウェーバー独連銀総裁による“断固とした抗議”の影響がどこまであったのかは定かではな

(図表2) 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。

いが、SMPはその後、2011年3月に一時停止された。

その後も債務危機の火はくすぶり続けて市場は荒れ、2011年8月には、ECBは政策委員会の緊急会合まで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4か月ぶりに再開し、買い入れ対象の拡大も決めた。イタリア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、ドイツ出身のシュタルク専務理事と、ウェーバー前総裁の後任である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9月、シュタルク専務理事も、「個人的な事情」を理由に、2011年末で辞任すると発表した。

### 3 ドラギ総裁就任

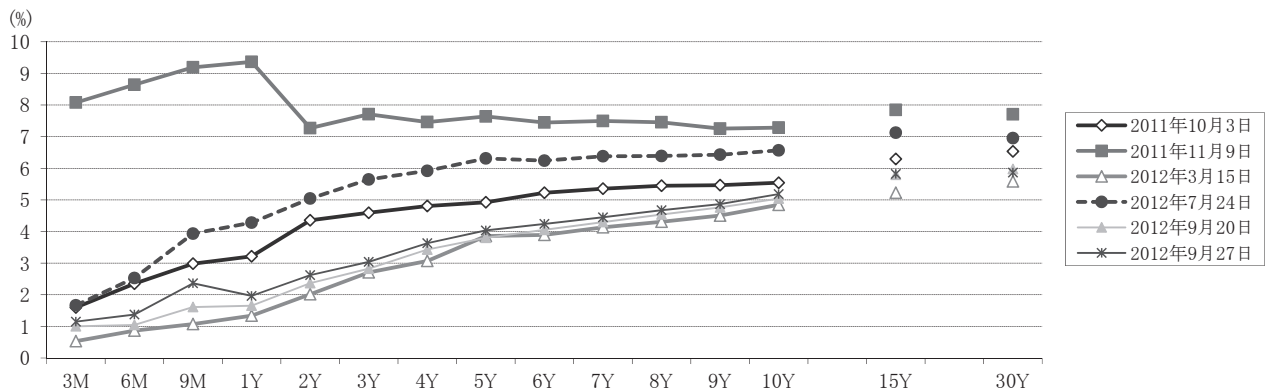
トリシェ総裁の任期満了が迫る2011年秋、債務危機は一層深刻化し、ついには独仏に次ぐユーロ圏第3位の経済大国であるイタリアの財政運営継続まで危ぶまれる事態となった。万が一、そのイタリアにユーロ圏やIMFなどから財政支援が必要となる事態となれば、その所要金額の規模はギリシャやアイルランド、ポルトガルのケースとは桁違いのものともなりかねない。

図表3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、1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。ところが当時のイタリアでは、とりわけ11月初め、国民の歓心を買うべく財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1年未満の短期国債を発行しようとしても10%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、財政運営はとてつ回らない。各国の国債市場や国際金融市場における価格発見機能が健全にしっかりと機能しているもとの、放漫財政国に対して市場から突きつけられる警告とはこれほど厳しいものになるのである。

そのような危機の真ただ中であつた2011年11月1日に、トリシェ総裁の後任として就任したドラギECB総裁は、最初の11月の政策委員会でも、政策金利の0.25%の引き下げを打ち出したほか、続く12月の政策委員会では、かつては期間が最長3か月という設定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・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、本連載の第3回でも述べたように米Fedが、さらにはイングランド銀行も、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、ドラ

(図表3) 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。

ギ体制となった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。ドラギ総裁の前職はイタリア中央銀行総裁で、当時、財政運営上の最たる苦境に陥っていたのはイタリアにほかならなかったにもかかわらず、である。異例の形式・規模でのLTROの導入、という決定の背景には、同年春先から様々な形で表明されていた、ドイツ勢を中心とする、国債買い入れに対する反対意見を鑑み、トリシェ総裁時代の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ECBとしての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つたび買い入れてしまえば、いずれ政策の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ECBは、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、各国国債を直接買い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済むようにすることを通じて、間接的に各国の財政運営を下支えする、という方法を編み出し、選択したのである。こうした政策運営はほどなく奏功し、2012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3）。

#### 4 ギリシャの2度にわたる財政破綻

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、2012年に入ってから、前年10月のユーロ圏首脳会議で決定された「債務の50%減免」（＝民間銀行による債権放棄）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の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3月に一旦決着し（ギリシャの1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5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ECBは、単一通貨ユーロの発足後13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7月、ロンドンでのスピーチのなかで、「我々のマンデートのなかで、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。

もっとも、ドラギ総裁のこの発言後、ほどなく開催された8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をめぐる情勢は再び緊迫化した。

続く9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1～3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（図表4）。この政策委員会後の記者会見の場で、ドラギ総裁はこの決定が満場一致ではなかったが、反対は政策委員会メンバーのなかで1名にとどまったことを明らかにしている。それが誰であったのかは定かではないが、事前に表明されていた反対意見の趣旨も十分に汲んだうえで、OMTを「いかに財政危機下にあれど、財政再建が先でECBによる国債買い入れはその後で、しかも先行きの金融政策運営に悪影響を及ぼしかねない長期国債は避け、比較的早期に満期の到来する短・中期国債に限る」という厳しい枠組みとしたことが政策委員会での賛成多数の決定につながったものとみられる。そして結果的に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ことが、すでに支援を受けていた

(図表4) ECBによる「短・中期国債買い切りオペ (Outright Monetary Transactions)」の概要  
(2012年9月6日政策委員会決定)

条件	対象国がEFSF/ESMプログラムの適用を申請し、それに従って財政再建策を実行すること。
対象	1～3年満期の国債。イールド・カーブの短めの部分が対象。
資金供給額の上限	設定はなし。
債権者の扱い	短・中期国債を買い入れるユーロシステムの地位は、当該国に対する他の債権者と同等 (pari passu)。
不胎化	本オペによって創出される流動性は、完全に不胎化される。
透明性	本オペによる保有残高およびその市場価値は、週次で公表。デュレーション、および国別の内訳は、月次で公表。
証券市場プログラム (Securities Market Programme)	本オペ導入の決定に伴い、終了。SMPによって供給された流動性は、従来同様吸収され、SMPポートフォリオにおいて保有される証券は、満期まで保有される。

(資料) ECB, Press Release, 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactionsを基に日本総合研究所作成。

ギリシャやアイルランド、ポルトガルの例からも明らかであったため、今日に至るまで、実際には一度も加盟国から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12月に再度、財政破綻するに至ったギリシャを除けば、2013年入り後、欧州債務危機は収束に向かうこととなった。

## 5 「やれることは何でも」の意味

「やれることは何でもやる」—わが国でも、わたしたちにとって聞き覚えのあるフレーズではないか。

第2次安倍政権発足直後の2013年3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4月から、黒田日銀は年間約50兆円という巨額のペース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、その後、枠組みの変更は経つつも、今日に至るまですでに7年以上にわたり継続している。その考え方はまさに、「デフレ脱却、ないしは2%の物価目標の達成が先で財政再建は後」、というものだ。そして、その後のわが国の財政事情は、今まさに見ての通りの状態となっている。

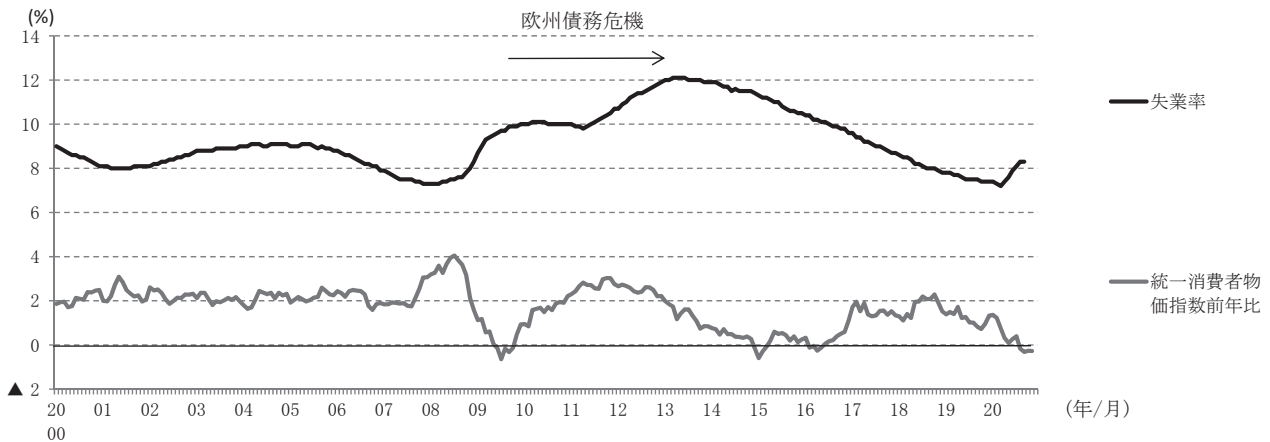
これに対し、欧州債務危機の火の手が上がるなかでECBが打ち出した政策はあくまで、「財政再建が先」で「ECBによる国債買い入れは後」だった。OMTは実際に発動されることもなかった。それでも危機は収束に向かい、ユーロ圏各国では、少なくとも目下のコロナ危機の到来前までは、わが国とは対照的に、総じて本腰を入れた財政再建が進んでいた。欧州債務危機で打撃を受けた国々も、イタリア等も含め、わが国がいつまでたっても達成できずにいるプライマリー・バランス（基礎的財政収支）の黒字化は当然で、公債残高規模もわが国よりはるかに小さいレベル、という状態にまで財政運営を改善させていた。そしてそれが現下のコロナ危機への対応余力を生み出すことにつながっている。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、その答えを雄弁に物語っているといえよう。

## 6 債務危機の後遺症でデフレ懸念が表面化

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。

2013年末から14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12%にも達していた失業率がようやく低下傾向に転じた。他方、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

(図表5) 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.

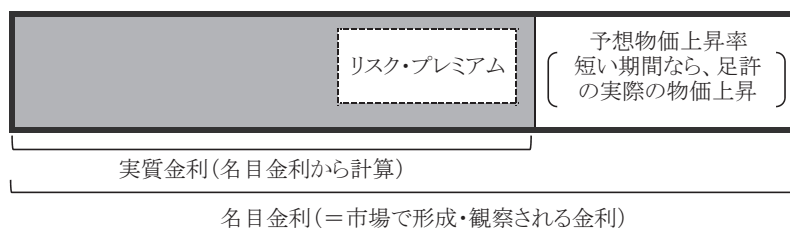
ころ、逆に低下の一途をたどった(図表5)。14年末以降には前年水準を割り込む時期もみられるなど、このままではユーロ圏経済が、物価が持続的に下落し続けるデフレーション(以下デフレ)に陥ってしまうのではないかと深刻に懸念される事態となった。その傾向は、債務危機の際、大幅な増税や歳出カットなどの厳しい財政緊縮を余儀なくされたギリシャ、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインといった重債務国でとりわけ顕著となった。

デフレとは、モノの値段が下がるのだから、一見、消費者にとっては悪いことではないのではないか、という見方もあろう。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るが、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。図表6で示すように、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<sup>1</sup>。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1%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1%に相当し、これでは金融緩和で経済を刺激するどころか、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、

(図表6) 金利の構造(概念図)



(資料) 日本総合研究所作成。

1 近年はマイナス金利を採用する中央銀行もいくつか存在するが、日銀やECBの例を含め、マイナス幅はわずかなものにとどまることが多い。

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すことが広く知られている。

## 7 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2014年6月、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がらず、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<sup>2</sup>に該当する、「あからさまなデフレーション (outright deflation)」のケースだ。

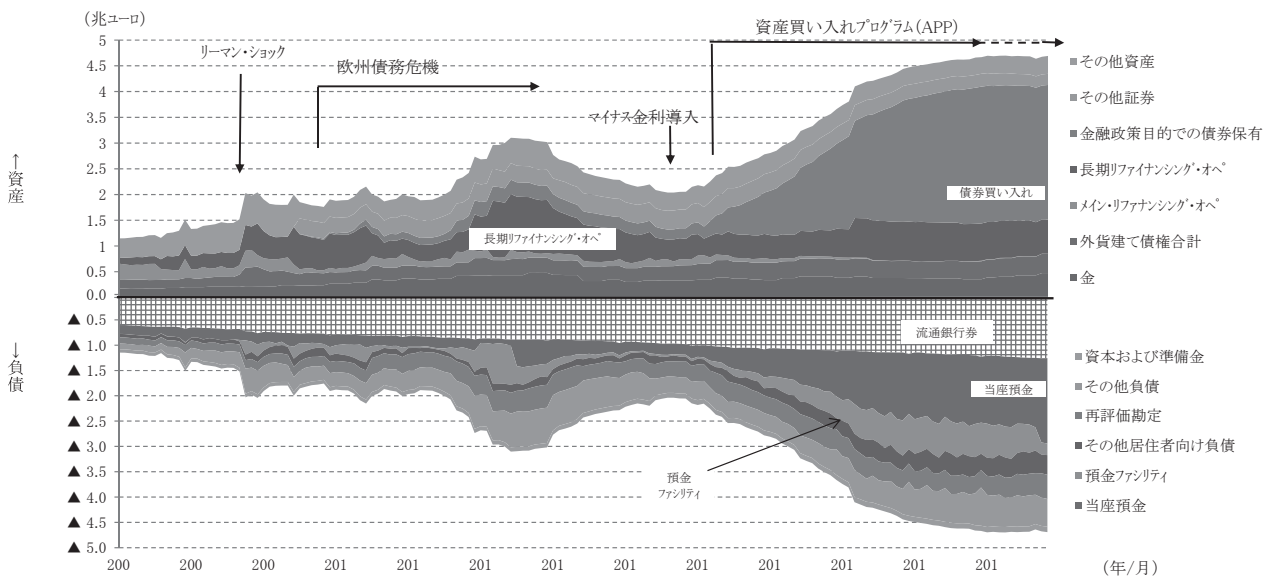
ECBの分析では、1930年代の世界的な大恐慌の時代は別として、戦後の主要国の物価動向を振り返る限り、こうした「あからさまなデフレーション」に該当した事例はごく限られ、1995～2013年の日本と、1999～2004年の香港しかない。香港は

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、80年代末のバブル崩壊による90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。2014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。

## 8 積極的なバランス・シート政策

そこでECBは2014年6月、それまでの金融政策運営姿勢を大きく転換した。すでに述べたように、それまでのECBは、リーマン・ショックと立て続けに起こった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「積極的なバランス・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・オペ」によって資金を潤沢に供給し、間接的に危機の取

(図表7) 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 (2007～2019年)



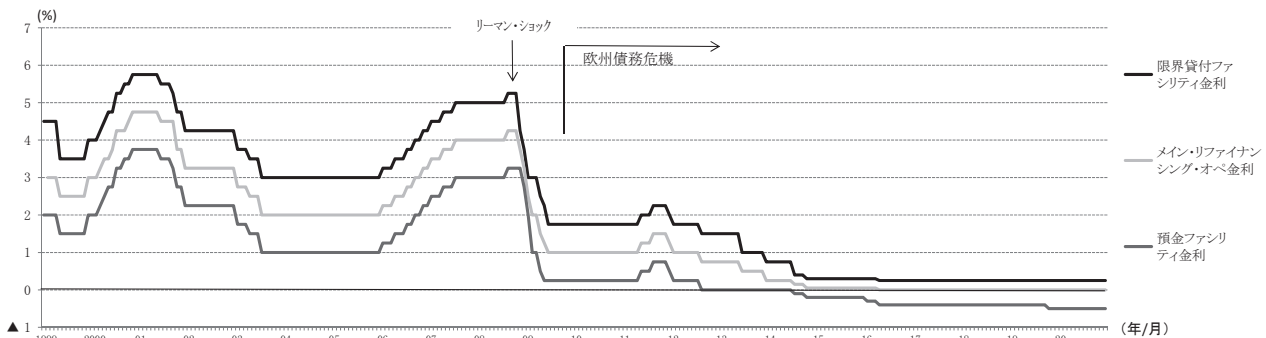
(資料) ECB, “Statistical Bulletin”のデータを基に日本総合研究所作成。

(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。

2 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。



(図表8) 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.

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、2012年頃には3兆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）のバランス・シートはみるみるうちに縮小した（図表7）。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もにらみつつ、「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い入れに着手することは避け、2014年6月に、まずマイナス金利政策を先行して導入した（図表8）。

## 9 3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。日銀の場合は一本の政策金利（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3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<sup>3</sup>。

三本のうちの真ん中に位置するのが、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・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ィ金利」や、「下限」機能を担う「預金ファシリティ金利」は性質が異なる。両ファシリティとも、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、という性質<sup>4</sup>を有するものである。

2014年6月、ECBはこのうち、「下限」機能を有する「預金ファシリティ金利」にマイナス金利を適用することとした（当初は▲0.1%→その後▲0.5%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料を支払わなければならないことを意味する。マイナス金利の適用対象は、「預金ファシリティ」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、ユーロ圏のあからさまなデ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。

3 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。

4 こうした機能は「スタンディング・ファシリティ」と呼ばれる。

## 10 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、連載第3回で米Fed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。ちなみに、2015年2月の「米国金融政策フォーラム」において、コンスタンシオECB副総裁（当時）は、大規模な資産買い入れによるリスクや潜在的なコストとして、①中期的なインフレーションのリスク、②出口戦略と中央銀行が損失を被る可能性、③高いレバレッジやイールドを追求する動きによる金融の安定に対するリスク、④低金利下で金融機関のリスク管理が潜在的に緩いものとなるリスク、⑤資産効果と格差の拡大、という5つの点を明確に指摘している。

ECBは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ていた。そして、大規模な資産買い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るよう、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2015年3月に、各国債を含む債券の大規模な買い入れ（PSPP：公共セクター買い入れプログラム）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。民間銀行側にその算段がなく、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、そもそも国債の買い入れ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も、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。

ちなみに、こうした異例の政策導入に踏み切った際の政策委員会における意思決定の状況を見ると（前掲図表1）、2014年6月のマイナス金利は全会一致で、2015年1月のPSPPの枠組みも全会一致で、それぞれ導入が決定されている。ワイトマン独連銀総裁は唯一、PSPPの導入時期を2015年3月とすることに時期尚早として反対しているが、そのワイトマン独連銀総裁も含めて、この「マイナス金利先行+PSPP導入」という新たな政策の枠組みには賛成しており、それだけこの政策が、コンスタンシオ副総裁が上述のように指摘した5つのリスクへの対応も含めて、よく練られたものであったことが窺われよう。

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前掲図表7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、コロナ危機到来前の2019年末時点では、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ィの合計は、流通銀行券の約1.4倍に抑えられている。これに対して日銀の場合は2019年末の同比率は約3.6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い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たことがわかる。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策定し、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。

## 11 ドラギ総裁退任間際の軋轢と16年振りの「戦略的レビュー」

大規模な資産買い入れへの着手当初、ECBは、欧州債務危機時のピークであった3兆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のには時間を要し（前掲図表5）、実際には、それを大きく上回る5兆ユーロ弱の規模にまで買い入れが続けられた後、2018年末をもって停止された。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19年10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、

(図表9) 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。

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5）。

ドラギ総裁の退任間際の2019年9月、ECBは、マイナス金利幅のさらなる深堀り（▲0.4→▲0.5%）などと合わせ、国債等の資産買い入れを同11月から再開するなどの、再度の金融緩和を決めたが、実際には満場一致で円満に決定できた政策がほとんどなかったのは、前回詳述したとおりである（前掲図表1）。

その後2020年入り後には、欧州も世界各国とともにコロナ危機の大波のなかのまれていくことになった。ECBも他の主要中銀と同様、2020年3月に国債等の大規模な買い入れ（PEPP：パンデミック緊急買い入れプログラム）に踏み切ること余儀なくされ、ECBとしても、国債等の大規模な買い入れの正常化への着手までには、まだ相当な時間を要するとみられている。

他方、2019年11月には、ドラギ総裁の後任として前職はIMFの専務理事であったラガルド新総裁が就任している。同総裁は続く同年12月の政策委員会後の記者会見の場で、ECBとして2020年中に実に16年ぶりとなる「戦略的レビュー」を行うことを明らかにした。その後、コロナ危機の影響で、同レビューは2021年まで期間を延長して実施されることになっている。

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9）。第1の要素に関しては、ユーロ導入前の1998年の政策委員会において、物価安定とは、ユーロ圏の消費者物価の前年比が2%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2の要素に関しても、2003年6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ている。

ラガルド総裁はこの金融政策運営戦略を約16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「2%」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かが注目される。

ここまで述べてきたように、メンバーの多様性や異なる意見を尊重するECBにおいては、これまで、危機対応の政策運営の在り方等をめぐって、激しい意見対立があらわになる局面が何度も存在した。しかしながら、ECBはそのたびに反対意見や少数意見を十分に傾聴し、最終的な枠組みに反映させる形で、政策の質を高めてきたように見受けられる。その結果は、特定の考え方や主張に偏らない、ECBのバランスのとれた金融政策運営に結実しているように見受けられる。それはユーロ圏の各国および各国民に対して、ECBがもたらし得る最大の恩恵でもある。2019年9月の政策委員会の場で明らかになった反対意見がいかに対応するか、という点に対する答えはおそらく、2021年にかけて実施されている「戦略的レビュー」を通じて出されていくものとみられ、今後の帰趨が注目される。いずれにせよ、ECBのこうした意思決定に基づく金融政策運営は、多様な意見を尊重し、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を図っていくことの重要性を物語っているといえよう。