

欧州中央銀行は、なぜ国債買い入れに先んじてマイナス金利を導入したか

反対意見を汲んで最終決定に活かすECBと、異論分子を排除する日銀の行き着く先

河村小百合：日本総合研究所 調査部 主席研究員

政策・マーケット 中央銀行の危険な賭け～前代未聞の金融政策は何をもたらすのか

2021.3.19 3:50 会員限定 [\(今月残り記事\)](#)



ECBは各国政府から独立した立場を守りつつ、どのような金融政策運営を行って、ギリシャを除くユーロ圏の重債務国の財政破綻を回避し、欧州債務危機を切り抜けたのか（写真はイメージです） Photo:123RF

欧州では2008年のリーマン・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。とりわけ、ギリシャは2012年中に2度にわたり国債の債務不履行を起こして財政破綻し、単一通貨ユーロもついに瓦解か、という崖っぷちにまで立たされた。欧州中央銀行（ECB）は、先進国の主要中央銀行の中で最も厳しい立場に置かれていたと言っても過言ではない。

連載第4回は、ECBは各国政府から独立した立場を守りつつ、どのような金融政策運営を行って、ギリシャを除くユーロ圏の重債務国の財政破綻を何とか回避し、欧州債務危機を切り抜けていったのか、その背後ではいかなる意思決定の枠組みが機能していたのか、それは今の日銀とわが国の状況とはどう異なるのかをみてみよう。

ギリシャの財政指標粉飾が発端 危機はEUの大国イタリアにまで飛び火

ギリシャでは、政権交代直後の2009年11月に突然、財政収支の名目GDP比の大幅下方改訂（▲3.7%→▲12.5%）が発表され、ギリシャの財政指標への信頼は完全に失墜した。これが欧州債務危機の発端である。

さらに翌2010年2月には、ギリシャが2001年のユーロ圏加盟判断時に財政指標を粉飾していたことまで明らかになった。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、その後たちまち財政運営に窮することになった。そして、わずか2カ月後の同年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のである。

だが、事はギリシャだけでは終わらなかった。債務危機は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。

この頃、欧州の国債流通市場の取引は極端に細り、危機の火の粉はイタリアなどにも及んでいた。投資家にとっては、いつ財政破綻するかわからない国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ったのである。

この頃、欧州の国債流通市場の取引は極端に細り、危機の火の粉はイタリアなどにも及んでいた。投資家にとっては、いつ財政破綻するかわからない国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ったのである。

重債務国の国債買い入れで ECB内部の意見対立が表面化

当時のECBはトリシエ総裁の時代。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1参照)。

(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。	トリシエ	2011年2月、ウーバー総裁が辞任を表明し、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(派出)およびワイトマン総裁が反対。 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 長期ファイナンス・オペ	2011年12月～	ドラギ	2012年7月ドラギ総裁が「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、ワイトマン総裁はこれに賛同し、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。 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手段の一つとして全会一致で決定。 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PSFP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(ワイトマン総裁は反対)。
OMT アウトライト ⁽¹⁾ 金融取引 (短・中期国債買い切りオペ)	2012年9月～		
マイナス金利	2014年6月～		
PSFP 公共セクター買い入れプログラム	2015年3月～2018年12月		
PSFP再開	2019年11月～		PSFP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。ドラギ・ラウレンス・グレンの中央銀行総裁のほか、ラウテンシュレーガー専務理事(派出)が反対に回った模様。クレー専務理事(派出)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(賛成多数)。

(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(ゼロ取引)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。

もっとも、こうした政策運営には、(1) 欧州連合条約でも固く禁じられている“財政ファイナンス”に抵触するのではないか、(2) 各国政府が安住して放漫財政になるのではないか、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。

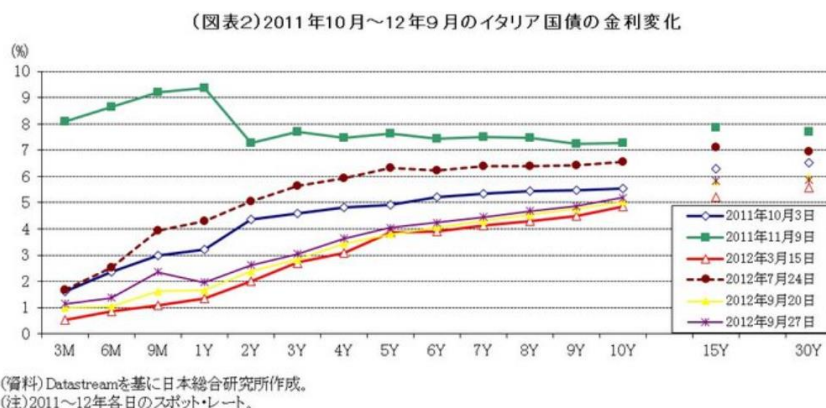
当時のドイツ連銀のウーバー総裁は2011年2月、1年余りの任期を残しながら辞任すると突然発表し、有力視されていた次期ECB総裁の座も投げ打つ形で民間に転出した。SMPはその後、2011年3月に一時停止された(前掲図表1参照)。

しかし、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SMPによる国債の買い入れを再開した。しかしながら、この決定には、ドイツ出身のシュタルク専務理事やワイトマン独連銀総裁ら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2011年末で辞任すると発表した。

イタリア短期国債で10%もの高金利 放漫財政国に突き付けられた市場の警告

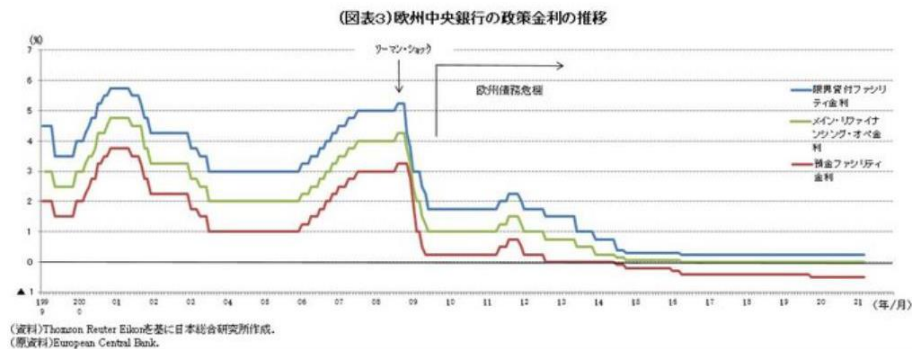
トリシェ総裁の任期満了が迫る2011年秋、債務危機は一層深刻化し、ついには独仏に次ぐユーロ圏第3位の経済大国であるイタリアの財政運営の継続までが危うくなった。

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、1年物やそれ未満の短期の国債でも当座は十分に資金難をしのげる。ところが財政破綻観測が強まった当時のイタリアでは、1年未満の短期国債を発行しようとしても、なんと10%近い高金利を市場から要求される事態に陥った（図表2参照）。これでは利払い費が目先から膨大な額となるため、財政運営は非常に難しくなる。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。



危機の真っただ中にトリシェ総裁の後任として就任したドラギECB総裁(現イタリア首相)は、最初の11月の政策委員会でまず3本の政策金利の0.25%の引き下げを打ち出した（図表3参照）(ほか、続く12月の政策委員会では銀行向けの資金供給手段である「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、また金額無制限(ただし有担保が条件)で供給するという、思い切った新たな政策を打ち出した。

当時は米連邦準備制度(Fed)やイングランド銀行(BOE)が、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、それと同様の政策を短絡的に採用することは決してなかった。ドイツ勢を中心とする反対意見などに鑑み、ECBは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を実施した。



要するに、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たのである。そのお陰で、民間銀行は資金を調達するために国債を売る必要がなくなり、国債の売りが減少して価格が安定することによって、信用不安が薄らぎ、各国政府は市場からの資金調達を続けられたのである。

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2参照）。

ユーロ崩壊の瀬戸際という危機でも 「財政再建が先」「国債買い入れは後」を貫く

ところがギリシャだけは別で、2012年に入ってから2度にわたり国債の債務不履行を余儀なくされた。同時に厳しい財政緊縮を迫られた国民の不満も噴出し、同年夏頃からは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たのである。

ドラギ総裁は同年7月、ロンドンで「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。このフレーズの威力は大きく、実際、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、その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（前掲図表1参照）。

続く9月の政策委員会でECBは、そうした温度差も踏まえ、新たに短・中期国債の買い切りオペ（OMT）の導入を決定した。これは、対象国がユーロ圏の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が買い入れるというものだ。

要するに、事前に表明されていた反対意見の趣旨も十分に汲み、申請国は加盟国政府で構成されるユーロ圏の指示に従って、まさに“身を削る”厳しい財政再建をまずやってもらう。ECBはそれを確認してから初めて、当該国の国債を無制限で買い入れる。対象を短・中期国債に限ることで、せいぜい3～5年以内に到来する満期のタイミングでECBは当該国債を手放せるため、先々の金融政策運営への悪影響

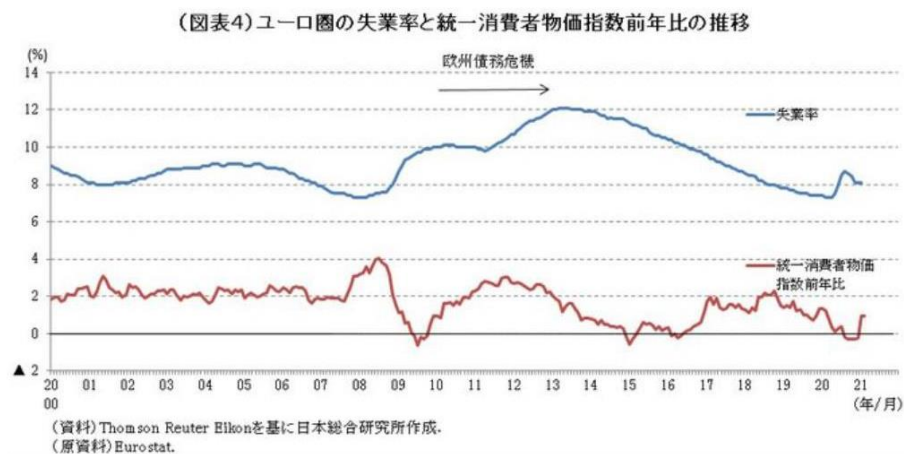
は限定できる、というのだ。

欧州債務危機時のECBはあくまで「財政再建が先」で、「ECBによる国債買入れは後」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み、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。

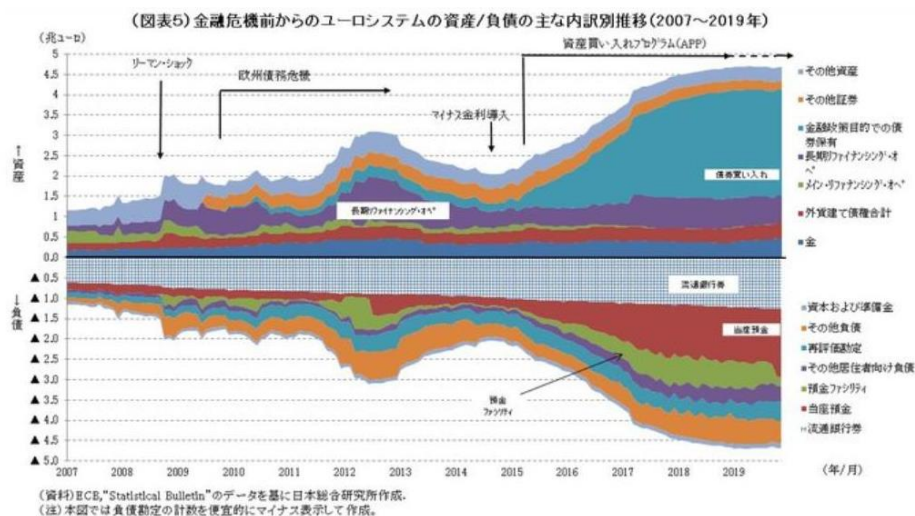
債務危機に陥った国々にとって、ECBの政策運営は一見「血も涙もない対応」だった。しかし、政府から独立した中央銀行とはいかにあるべきか、そして本当の意味で各国の将来のためになる中央銀行の金融政策運営とはいかにあるべきかを、雄弁に物語っているといえよう。

「日本のデフレの二の舞」だけは回避するため 積極的なバランス・シート政策に転じる

ところが、ユーロ圏各国には次なる試練が待ち受けていた。景気回復の足取りが確かなものとなれば上向くはずのユーロ圏各国の物価上昇率が、逆に低下の一途をたどり、デフレが懸念されるようになったのである（図表4参照）。それはECBの当局者たちにとって、1980年代末のバブル崩壊を受けた90年代後半の深刻な金融危機以降、長きにわたりデフレに苦しむ日本経済の姿を想起させるのに十分なものだった。



すでに述べたように、それまでのECBは国債の直接買入れを避けたことが奏功し、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、FedやBOEとは対照的に、みるみるうちに縮小していた（図表5参照）。



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、「なんとしても“日本の二の舞”だけは回避を」という思いから、「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（前掲図表3参照）。

国債買い入れに先んじてマイナス金利導入 その2つの狙いとは

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、金融政策運営を行っている。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。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、何とかしてユーロ圏のデフレ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。

そしてマイナス金利の導入には、実はもう1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、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（連載第2回、第3回のFedやBOEの例を参照）。

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に、できる限り抑制する枠組みを予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、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としては民間銀行側に、国債をECBに売り渡した対価として得る資金は企業向けの貸出しに向けてほしい。その可能性がなく、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。だから今後は、ユーロシステムに資金を預けるのなら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。

マイナス金利もPSPPも 全会一致で導入された背景

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1参照）、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、それぞれ決定されている。それだけこの政策がよく練られたものであったことがうかがわれよう。

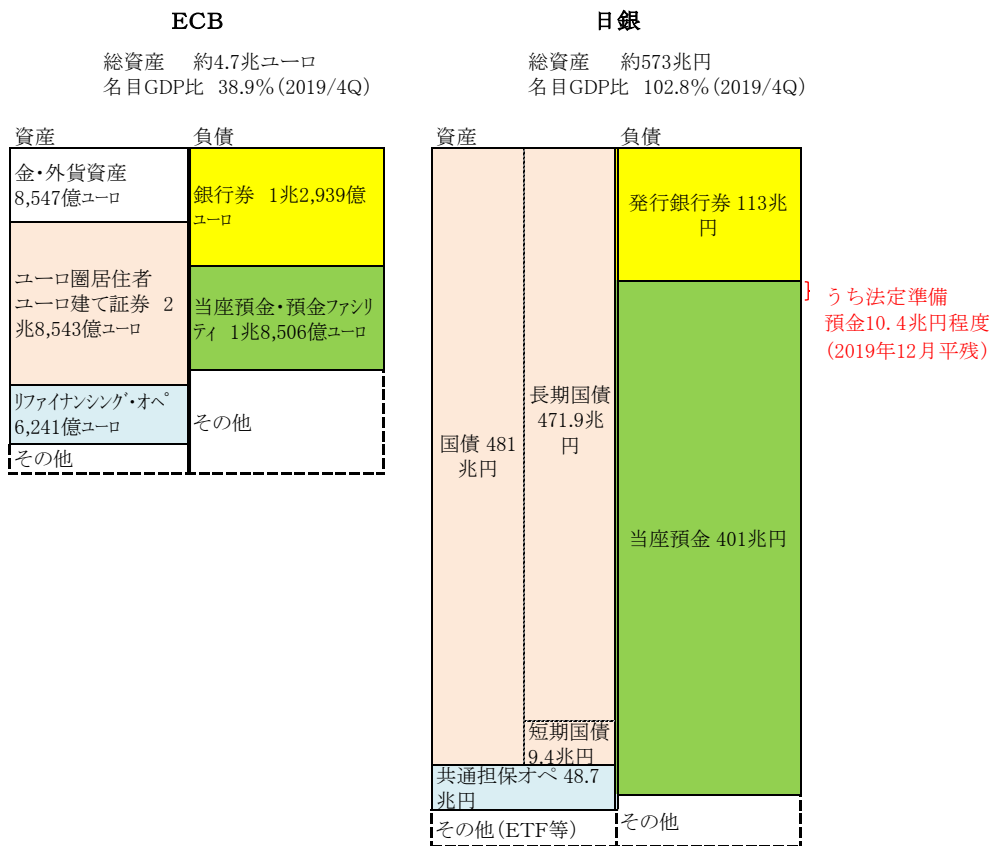
その後のユーロシステムのバランス・シートの拡大ぶりは前掲図表5のとおりであるが、注目すべきは図中でマイナス表示している負債勘定の構成の推移で、コロナ危機到来前の2019年末時点での計数を日銀のそれと比較すると一目瞭然だ（図表6参照）。

ECBの場合は、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、後先のことはおよそ考えないかのごとき日銀の場合は、2019年末の同比率は約3.6倍と当座預金の膨張ぶりが著しい。同じ国債などの大規模な買い入れを行うにしても、ECBの場合はマイナス金利の先行という工夫が奏功して、中央銀行としては可能な限り避けたい当座預金などの膨張を一定程度抑制できていたわけだ。

これまでみてきたように、欧州債務危機をくぐり抜けてきたECBにおいては、激しい意見対立が露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に十分に傾聴し、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ことは間違いなからう（前掲図表1）。

その背景には、異なる国や異なる文化を尊重し、メンバーの多様性や異なる意見を尊重する、という欧州統合のそもそもの理念と、それを忠実に反映する形で組み立てられているECBの意思決定の枠組みがあるのだ。

(図表6) ECBと日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較(コロナ危機前の2019年末時点)



(資料)ECB, *Statistics Bulletin*, 日本銀行『金融経済統計月報』の計数を基に日本総合研究所作成

「やれることは何でも」 同じ言葉がもたらした結果の大きな違い

日銀の黒田総裁は、これまでの国会の参考人質疑や記者会見で、これまた何十回となく「現在の日銀の金融政策運営が、放漫財政を助長しているのではないかと」も問われている。それに対する答えはいつも、「財政上のモラルの問題は政府が財政民主主義の中で考えるべきだ」の1点張りだ。これほど深刻な「事実上の財政ファイナンス」状態に陥っているながら、この先の財政運営がどうなるかと知りません、と言っているに等しい。

ECBのドラギ総裁は2012年7月に「やれることは何でもやる」と述べたが、これはわが国でも聞き覚えのあるフレーズではないだろうか。

第2次安倍政権発足直後の2013年3月、白川前総裁に代わり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。「財政再建が先、国債買い入れは後」を貫いたECBとは全く逆だったのだ。そして、黒田総裁就任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。

日銀の政策委員会のメンバーもすっかり“リフレ派”が中心となって久しく、ECBのように、政府から真に独立した立場で、金融政策に関する専門的な分析や知見に基づく多様な意見を戦わせて、質の高い政策を練り上げる場からはほど遠いように見受けられる。世界最悪の財政事情にある国の金融政策運営を、こうした中央銀行に任せたままで本当に大丈夫なのか、不安に思うのは筆者だけではないだろう。

(日本総合研究所 調査部 主席研究員 河村小百合)

DIAMOND online 2021年3月19日 3:50 公開から抽出し作成