

2014/08/15 08:20

## ◎【円債投資ガイド】ECBが量的緩和をやらない理由＝日本総研・河村氏（15日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝ユーロ圏経済において、低インフレ状態の長期化のリスクが強まる中、欧州中央銀行（ECB）は去る6月5日の政策委員会で、有担保での銀行向けの新たな資金供給オペ（ターゲット長期リファイナンス・オペ＝TLTROs）と一部の政策金利へのマイナス金利の導入などを決めた。そして、市場が期待していた米英日の中央銀行が採用している「大規模な資産買い入れ（LSAP＝Large Scale Assets Purchases）」、よく言われるところの「量的緩和（QE）」にECBが踏み切れることは今回（8月7日）の政策委員会でもなかった。

このような政策運営に対するわが国内の論調は、「ECBはユーロシステムの制度上、各国の国債を買いにくいから」、「どの国の国債を買えばよいか決められないから」、「今回、量的緩和はできなかった」とか、「いずれ、量的緩和に踏み切らざるを得なくなるだろう」といった見方が多いようだ。本当にそうなのだろうか。

金融政策運営を議論する毎月の最初の政策委員会の後、ドラギ総裁は毎回、記者会見を行い、丁寧な質疑応答などを通じて、政策決定にまつわる考え方、ロジック、方向性などを丹念に説明している。それ以外にも、総裁、副総裁のみならず専務理事たちも含めた、カンファレンスや講演などの機会もある。

これに加えて、ECBにとりわけ顕著なのが、こうした政策決定を支える背後にあるリサーチ活動の活発さだ。新たな政策課題に直面した際や、新たな政策を打ち出そうとする際などは、とりわけいっそう精力的に、こうしたリサーチ活動が行われているようだ。その成果は、まず個人名のワーキング・ペーパー類で世に問い、一定の時間が経過し、おそらく組織内での十分な議論を経た後は、同行の月報に、公式見解の形でその成果が正々堂々と掲載されている。

ECBは足元に至るまでに何をどのように考えて政策運営を行ってきたのか。これらの対外的な説明や情報発信をできるだけ丹念に追ってみよう。

2008年のリーマン・ショックの直後から、ECBも「非標準的な手段」を導入して金融政策運営を行っている。その手段とは、米英日型のLSAPではない。あくまで、同行のオペの従前からの主力である「有担保方式の資金供給（リファイナンス・オペ）」を、従来の金利入札方式ではなく、「固定金利・全額割り当て（無制限供給）」方式で、従来にない長期の年限で実施し、併せて適格担保基準を緩和する、というものだ。この考え方は、危機対応の際も、現在も変わっていない。

その理由はいくつかある。一つには、欧州の金融システムは、銀行などによる金融仲介が主力だということだ。「LSAPは、家計の経済行動における『資産効果』が大きい、米国のような市場ベースの金融システムの国の方がより効果を発揮しやすい」との

分析をECBは示している。今回のTLTROsは、住宅ローンを除く民間向け貸し出し、主に中小企業向けの銀行貸し出しを促そうというものだ。間接金融が主体の欧州にはそれに応じた、LSAPとは異なるやり方がある。まずそれを試みて、効果を見極めよう、というのがECBの判断なのだろう。

仮にLSAPを行おうにも、どの債券を買い入れるか、という問題もある。米国ほどに直接金融が発達していない欧州では、民間債市場は大きくはない。規模は限られるが、中小企業向け与信の促進のために、ABS買い入れの準備を進めていることをECBは明言している。そのうえでさらにLSAPに踏み切るのなら、その対象は各国債とならざるを得ない。

ちなみに、ドラギ総裁も明らかにしているように、ユーロシステムによる加盟各国債の買い入れは、金融政策運営の一環として流通市場から買い入れるのであれば、基本法である「欧州連合の機能に関する条約」上も容認されている。ただし、マネタリー・ファイナンス禁止の迂回（うかい）となってはいけないことになっている。欧州債務危機のさなか、小規模ながら実際に重債務国の国債を、証券市場プログラムによって買い入れたこともある。確かに、低インフレへの対処としてどの国の国債を買い入れるかの判断は難しいが、極論すれば、国際通貨基金（IMF）が去る7月の対ユーロ圏4条審査で勧告したように、「ECBへの出資比率に応じて、全ての加盟国の国債を買い入れる」といったオプションもなくはないようだ。わが国で考えられているような制度上の制約のみが、ECBがLSAPをためらう要因ということではどうもなさそうだ。

むしろ大きいのは経済全体として「出口」局面を肅々と通過できるか、という問題のようだ。中央銀行がひとたびLSAPを始めれば、その後のバランスシートの縮小は容易ではなくなることは、米英日の中央銀行の実例が如実に物語る。過剰な流動性を長期間放置することになれば、それこそ「インフレ期待」が思わぬ方向に作用し、高インフレを引き起こしかねない—これは去る7月の4条審査で、IMFがECBに低インフレ克服のためにQE実施を勧告したのに対して、ECB側が行った反論の論拠として、同報告書のなかで明らかにされている点だ。

ECBは債務危機の頃から「出口」の確保には意を用いてきた。債務危機の緊張がピークに達する中で同行が講じた3年物LTROは、その金利が市場金利よりやや割高に設定されていた。その設計が奏功し、その後、市場の緊張が緩和するにつれて、これを自律的に繰り上げ償還する動きが強まった。ECBの資産規模（対名目GDP比率）は、債務危機のさなかのピーク時には約33%に達していたが、その後は当初の見込み通り大幅に縮小し、足元では、主要国中央銀行のなかでも最小（対名目GDP比約19%）となっている。これは資産規模の拡大が止まらない日銀（同約52%）の半分以下で、FRB（同約26%）やBOE（同25%）をもかなり下回っている。

そして、国債買い入れには、もう一つの重大な副作用があり得る。欧州債務危機の緊張がピークに達した際にも、ECBは無条件での重債務国国債の買い入れはかたくなに拒んだ。2012年9月に発表した短・中期国債買い切りオペ（OMT）のスキームも、「短・中期国債を買い入れるとしても、当該国の徹底的な財政再建の断行が先」で

あることを明確に位置付けた。その後、実際のOMTの利用実績はない。LSAPによって多額の国債を買い入れ、それを長期間保有し続けるようなことになれば、それが条約の禁じるマネタリー・ファイナンスに該当するか否か、という表面的な問題にとどまらず、より実質的な問題として、当該国の財政再建の意欲やインセンティブにマイナスに作用しかねないと、ECBがみているのは間違いなからう。

こうして、ECBが打ち出した今回の一連の政策の効果がどのようなものとなるか、注目される。今回のTLTROsには、危機対応としてかつて実施された3年物LTROほどの入札が、果たして民間銀行からあるかどうか、不確かな部分も残る。ちなみに、ECBは現段階で、デフレ回避を目的とするLSAPを、完全に排除してはいない。ただ、ECBがそれに取り組むとすれば、今回の政策の効果を一定の期間をかけて見極めた上で、十分な効果が得られないケースや、もしくは外部要因で経済ショックがかかるような場合に、おそらく「最後の手段として」ということになるのであろう。  
(了)

[\[/20140815NNN0047\]](#)

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved