

の一元化、破たん処理ルールの一元化、共通の預金保険制度創設の3つの柱があるが、ユーロ圏の大手128行がECBの監督下に移った以外は、捗捗しい進捗はない。「金融取引税」はまだ10カ国の合意にとどまる。

EUの債務危機への抜本対策が遅れる中、ECBには過剰な期待が集まり、数々の失望も生み出した。

ECBは、2010年5月から、金融市場から国債を買い上げる証券市場プログラム(SMP)を導入し、リスクを抱える国債の利回り抑制を図った。

一方、政策金利はポルトガルの財政破たん後の2011年4月に1%から1.25%に、7月のムーディーズがポルトガル国債を4段階引き下げた直後に1.5%に引き上げた。背景には2010年の財政出動で景気が上向いているという判断があった。

その後直面したスペインとイタリアの国債利回り上昇の第1波では、金融市場を通じて両国の国債を買い上げた。この決定には4人の理事が反対したとされる。

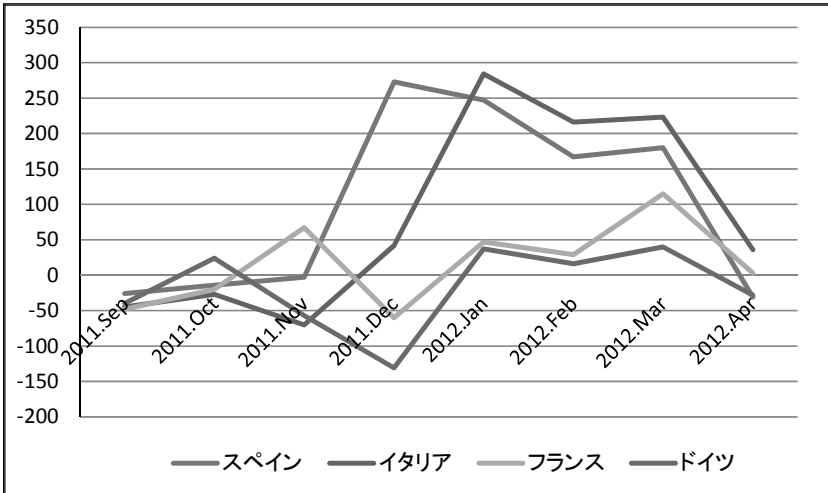
第2波では、デクシアの破たんに即応しカバードボンド(担保付債券)購入による400億ユーロの資金供給

(CBPP)を決定した。その後、12月までに政策金利を1%に戻した上で、金融機関向けに長期のリファイナンス・オペレーション(LTRO)を行った。この流動性供給は通常と異なり、市場金利より安い政策金利で、担保の範囲内であれば額無制限で、融資期間は3年(通常は3ヶ月から1年)という異例の措置だった。これにより1兆ユーロが金融市場に供給された。

LTROは、資金調達コストが上昇していた金融機関への低利資金供給で産業界の資金需要に応えるという名分があったが、ユーロ建ての銀行間貸借の金利を押し下げるとともに、債務危機国の金融機関に国債購入を促す効果をもった。

イタリアとスペインの銀行による国債売買は2011年12月から買い越しに転じ、2012年4月までの5ヶ月でイタリアは801億ユーロ、スペインは836億ユーロ増えた(図2)。この間の企業向け融資は、イタリアが247億ユーロ、スペインは230億ユーロ減少した。比較として、この間のフランスの銀行は国債を133億ユーロ買い越し、ドイツは66億ユー

図2 スペイン、イタリア、フランス、ドイツの銀行による国債保有の増減



注：国債の国別は非公表。

出所：ECB

ロ売り越し、企業向け融資はフランスが34億ユーロの減少、ドイツは1億ユーロの増加だった。

イタリアとスペインは、2012年2月から4月にかけて国債償還ラッシュを迎えたが、スペイン国債の利回りは2月末に4%台に、イタリア国債は5.4%に低下し、新規国債発行で乗り切った。債務危機国の国債償還を円滑に進めるという意図の下、ECBがLTROを使い周到な仕掛けを行ったことが窺われる。

一方、2012年3月、ECBはSMPが各国の財政改革意欲を削いでいる

とみなし、停止した。これは国債利回り上昇第3波の伏線となった。

OMT 取りまとめでユーロ加盟国の財政政策をけん制

第3波ではEUがESM発足に尽力したにもかかわらず、スペインとイタリアの国債利回り上昇が止まらず、ECBへの不満や批判が渦巻いた。ドラギ総裁の「ECBはユーロ維持のためでき得ることは何でもする」発言はそういう折にあたる。

取りまとめられた「新たな国債買

い入れプログラム (OMT) 」は、ECB が財政危機に陥った国の国債を無制限に買い支える一方、被支援国は厳しい改革を受け容れるというものだ。OMT には理事が一人、反対した。

通常、国債の無制限買い支えは中央銀行の禁じ手だが、ECB の連合国家の中央銀行という立ち位置がこのプログラムを可能とした。また ECB は財政改革で主導権を握ることでモラルハザードを回避できるとした。

ただ、OMT はこれまで一度も発動されていない。「厳しい財政改革」が各国の財政規律の緩みに対する強力な抑止力となっている。

ギリシャの債務危機は長期化しているが、アイルランドは 2012 年 7 月に、ポルトガルは 2014 年 4 月に金融市場に復帰した。スペインは金融再編で銀行の不良債権比率が低下、キプロスも 2015 年 4 月に全ての預金規制を撤廃した。

景気回復に向け量的緩和の正念場に

長引く景気低迷と、金融機関からの繰上げ返済による LTRO 効果の減殺に対応し、ECB は新たな政策を導入した。先ず 2014 年 6 月に中央銀行預け入れの預金にマイナス金利を導入した。政策金利も 6 月に 0.4% に、9 月に 0.3% に引き下げ、実質ゼロ金利状態になった。

ECB はさらに「ターゲット LTRO (TLTRO) 」という資金供給プログラムを開始した (表 6)。供給の目標額は 1 兆ユーロ、返済期限は 2018 年 9 月。企業向け、および不動産ローンを除く個人向け融資を増やした銀行は借り入れ枠が拡大される。

10 月からは、カバードボンドの商業銀行からの買い入れを再開した。カバードボンドは個人ローン債権を組み込んだものが多く、供給資金が同じ分野に再投資され消費を底上げする効果が期待されている。

表 6 ECB による資金供給拡大策

開始時期	政策	内容
2014年9月	TLTRO	2018年9月までの貸付。リファイナンス・オペに0.1ポイントの上乗せ金利。目標は1兆ユーロ。貸出を決める入札は計8回を予定。
2014年10月	カバードボンド買い入れ	ABS以外のカバードボンド買い入れ再開。2014年11月からABSも対象に追加。カバードボンド買い入れ期間は最短で2年、目標は1兆ユーロ。
2015年3月	QE(量的緩和)	月600億ユーロ規模のユーロ建て債券購入(カバードボンド含む)。インフレ率が2%に近づくまで、または2016年9月まで。延長もありえる。

さらに、2015年に入り強いデフレ懸念が広がったため、ECBは3月に量的緩和(QE)に踏み切った。国債・政府機関債、EU機関債およびユーロ圏所在の国際機関債を金融市場から継続して月額600億ユーロ買い入れる。この政策はECBの理事全員が支持しているが、うち5人は時期尚早と考えていたようだ。

量的緩和に踏み切った時のECBの国債保有額はユーロ圏GDP比で約20%。計画通りだと2016年9月までに1兆ユーロ増加し、ユーロ圏GDP比は25%になる。

様々な理由で量的緩和を不安視する見方もある。まず、経済が堅調な国に資金が偏重し格差が拡大する懸念が出ている。金利が安いユーロによるキャリートレードで効果を損なうという見方もある。ECBの預金準備のマイナス金利を嫌う金融機関が売り渋る、対象債券の約半分を保有する外国人投資家も売り渋るという見方もある。ドイツが新規国債発行を抑制しているため買い入れ額に制約が出る可能性もある。ユーロ安による周辺国への影響も懸念される。

そもそも持続的な成長に向けて忘

れてならないことは、金融政策では財政政策の代替はできないということだ。各国の財政再建と減税による消費刺激が伴わなければ、個人消費も企業の投資も増えず、消費者物価はデフレ圧力にさらされ続ける。

ギリシャ向け第3次支援の必要性は以前から指摘があったが、EUにとり2015年1月発足のチプラス政権による抵抗は誤算だっただろう。7月に交渉が妥結したが、支援額が大きく膨らんだことは歪めない。

そんな最中、中国の経済成長率の鈍化と中東・アフリカからの難民問題が欧州経済を震撼させている。さらにVW社によるディーゼル・エンジン不正も影を落とす。

難民問題は短・中期的には各国の財政負担要因となり、社会不安、政治不安にも繋がる。反EU勢力台頭や、英国で実施予定のEU残留国民投票への影響も無視できない。

2015年の経済成長率は1.6%と堅調だが、危機再燃の火種を一掃したわけではない。ECBの現在の金融政策は非常時の域にあることに留意しつつ、動向を注意深く見守っていく必要がある。