

2008年以降のECB（欧州中央銀行）の 危機対策

川野 祐司 *Yuji Kawano*

(一財)国際貿易投資研究所 客員研究員

東洋大学 経済学部 准教授

要約

ユーロ地域 (euro area) では2008年の金融危機に加えて2009年にはギリシャ危機が発生し、金融市場に大きな負担がかかった。ECB (欧州中央銀行) はこれらに対応するため、政策金利の引き下げ、公開市場操作 (オペ) のルール変更、証券購入プログラム、準備率引き下げや現行の政策の継続期間を公表するフォワードガイダンスなどの政策で対抗した。

ECB は、2008年から2009年までは政策金利の引き下げやオペのルール変更によって金融市場の不安を取り除こうとした。その後の債務危機に対しては、証券購入プログラムによって、特定の証券の市場の混乱を避けようとした。2011年にドラギ総裁が就任すると、ECBは「何でもやる」ハト派へと転換し、景気支援のために資金供給を行うようになった。ECBの政策は金融システムの安定性を守ることから徐々に変わっていき、政策の効果も小さくなっていった。

長期で必要以上の金融緩和は弊害が大きい。世界経済の回復がみられる今こそ、ECBは異常な金融緩和からの脱出を試みるべきである。

なお、ユーロの金融政策の主体はユーロシステム (欧州中央銀行にユーロ導入国の中央銀行を加えたもの) であるが、本稿では一般によく用いられているECBという表記を用いる。

1. はじめに

通常の状態では、金融政策は物価の安定などの目的を達成させるために金融政策を発動する。金融緩和に景気を下支えする能力があるかどうかは、20世紀には重要な論点であったが、2010年代に入ると、金融緩和が労働市場を改善させることができると無条件に信じられるようになった。この点は興味深いトピックだが、本稿ではスキップする。

一方、危機が生じているときには、通常期と異なり、危機対応のための特別な政策が必要となる。危機時には過度な不安が金融市場を支配しており、銀行は金融市場、特に短期金融市場での取引に対して極度に慎重になる。銀行は必要以上の資金を手元に置こうとするため、市場全体の資金量が不足する。そこで、中央銀行は本来の必要額よりもはるかに多くの資金供給を行う必要がある。

本稿では、2008年10月以降にECBが実施した金融政策に注目する。

ユーロ地域（euro area）の金融市場は、2008年のリーマンショック、2009年のギリシャ危機の影響を受

け、大きな負荷がかかっていた。これらの危機の影響はその後もくすぶり続け、ECBは明確な出口を示せていない。

第2節では、ECBの政策を4つに分類して概説する。第3節ではそれらの政策の役割を論じ、第4節では評価を試みる。

2. ECBの危機対応

本節では、2008年10月から2014年7月までの政策について俯瞰する。同時に、いくつかの専門用語についての概説も行う。ただし、本稿では、FRBなどとの外貨スワップ協定、ユーロ地域中央銀行との協定、ユーロ地域銀行に対する緊急流動性支援は対象外とする。

これらを除いても、政策金利の変更は15回、その他に21件と多くの政策を実施してきた。

（1）政策金利

資源価格の高騰などによるインフレ率の上昇に対応するために、政策金利は2008年6月に4.25%へ引き上げられた。しかし、その後は、資源

価格の暴落やリーマンショックなどにより 2008 年 10 月から 2009 年 5 月までのわずか 8 カ月間で計 3.25% 引き下げられた。その後は、引き上げも 2 度実施されたが、基本的には引き下げが続き、2014 年 6 月には過去最低の 0.15% に達している。

コリダーとは、ECB が設定する 2 つの金利で作られる回廊を指す。通常は、貸出金利を政策金利よりも 1% (=100bp ベーシスポイント) 高く、預金金利を政策金利よりも 1% 低く設定しており、コリダー幅は 2% となっている。

表 1 ECB の政策金利の変更

公表日	変更幅	コリダー幅
2008/10/8	0.50%引き下げ (4.25→3.75)	200bp→100bp
2008/11/6	0.50%引き下げ (3.75→3.25)	
2008/12/4	0.75%引き下げ (3.25→2.50)	
2008/12/18	変更なし	100bp→200bp
2009/1/15	0.50%引き下げ (2.50→2.00)	
2009/3/5	0.50%引き下げ (2.00→1.50)	
2009/4/2	0.25%引き下げ (1.50→1.25)	
2009/5/7	0.25%引き下げ (1.25→1.00)	200bp→150bp
2011/4/7	0.25%引き上げ (1.00→1.25)	
2011/7/7	0.25%引き上げ (1.25→1.50)	
2011/11/3	0.25%引き下げ (1.50→1.25)	
2011/12/8	0.25%引き下げ (1.25→1.00)	
2012/7/5	0.25%引き下げ (1.00→0.75)	
2013/5/2	0.25%引き下げ (0.75→0.50)	150bp→100bp
2013/11/7	0.25%引き下げ (0.50→0.25)	100bp→75bp
2014/6/5	0.10%引き下げ (0.25→0.15)	75bp→50bp 預金金利は-0.10%

銀行は短期の資金が足りなくなると短期金融市場で調達するが、短期金融市場の金利が貸出金利よりも高くなると ECB から貸出金利で借り入れる。また、短期金融市場の金利が預金金利よりも低くなると銀行は ECB に預け入れる形で資金を運用し、預金金利を得ようとする。そのため、コリダー幅を超えて金利が変動することは少ない。

政策金利の引き下げに伴って、コリダー幅も徐々に狭められているが、下限となる預金金利のマイナス化を防ぐためであった。しかし、2014年6月には、預金金利が -0.10% まで引き下げられた。この点について ECB は、ある一定程度のコリダー幅を確保するための処置だとしている。

（2）公開市場操作（オペ）

公開市場操作は、国債などの担保と引き換えに、銀行に対して一定期間資金を貸し出す政策であり、主に、資金返済までの満期が1週間の主要オペ（MRO：main refinancing operations）と満期3カ月の長期オペ（LTRO：longer-term refinancing operations）が用いられる。通常期に

は、どちらもオークション方式が用いられた。より高い金利を提示した銀行から順に資金を借り入れることができ、供給予定量に達したところで打ち切りとなる。MROの基準金利は ECB が提示するが、これが政策金利である。より低い金利しか提示できない銀行は競争に負けて ECB から資金を借りられない可能性があり、その場合は短期金融市場で調達するしかない。

ECBはまず、2つのオペのルール変更により資金供給量を増やしていった。具体的には、オークション方式をやめ、ECBの提示する金利（＝政策金利）で資金調達できるようになった。これにより、オペの参加銀行は金利の高低で競争しなくてよくなった。また、入札額全額が借りられるようになった。

その後は、満期やルールが異なるいくつかのオペが導入された。SLTRO（supplementary LTRO）は、通常3カ月のLTROの満期を6カ月や12カ月に延ばして実施するもので、銀行の流動性に対する不安を和らげる政策である。また、STRO（special term refinancing operations

特別満期オペ) は満期 1 カ月のオペである。ECB の準備預金制度の周期が 1 カ月であることに対応させたものであるが、2014 年 6 月に廃止された。

これらのオペの中では、2011 年 12 月に公表された満期 3 年の LTRO (いわゆる「バズーカ砲」) と 2014 年 6 月に公表された TLTRO (targeted

LTRO) が特に注目された。特に TLTRO は、ユーロ地域の銀行に対して住宅ローン以外の貸し出しを増やすよう明確なメッセージを送っている。

TLTRO の詳細については、川野 (2014c) ITI フラッシュ 197 号を参照のこと。

表 2 公開市場操作ルールの変更

公表日	公表内容
2008/10/8	MRO を固定金利, 全額落札へ
2008/10/15	適格担保リスト拡大
2008/10/15	LTRO を固定金利, 全額落札へ
2008/10/15	SLTRO, STRO の導入
2009/5/7	満期 1 年の LTRO (6 月, 9 月, 12 月の計 3 回実施)
2010/3/4	LTRO の正常化
2010/5/10	LTRO の正常化を中断, 再び固定金利, 全額落札へ
2011/8/4	SLTRO (満期は約 6 か月)
2011/10/6	10 月に満期 12 カ月の SLTRO, 12 月に満期 13 カ月の SLTRO
2011/12/8	満期 3 年の LTRO (2011 年 12 月, 2012 年 2 月)
2011/12/8	適格担保リスト拡大
2013/3/23	適格担保リスト縮小
2014/6/5	TLTRO の導入 (7/3 に詳細公表), STRO の廃止

（3）証券購入政策

証券購入政策は、対象となる証券の市場の機能不全を防ぐために実施されている。このプログラムの目的は資金供給ではなく、ECBが証券の買い手となることで対象証券の価格暴落を防ぐことにある。価格暴落は、証券を保有する銀行に評価損を発生させたり、担保付資金取引を停滞させたりする。その悪影響を防ぐ政策である。そのため、ECBは幅広く証券を購入するのではなく、プログラムの対象となる証券を限定している。

CBPP（covered bond purchase programme カバードボンド購入プログラム）は銀行が発行する担保付社債をECBが購入するものである。

2009年のCBPPは2010年6月にいったん終了した。2011年には新たにCBPP2を実施し、2012年10月まで続けられた。それぞれ、600億ユーロ、400億ユーロの購入上限を設定しており、無制限に購入したわけではない。

SMP（securities markets programme 証券購入プログラム）は国債も社債も購入可能であり、流通市場の機能不全を防ぐために導入された。しかし、証券を購入すると市場に資金を供給することになるため、それを相殺するための資金吸収オペを実施しており、これを不胎化介入といっている。

表3 証券購入政策

公表日	公表内容
2009/5/7	CBPPの導入
2010/5/10	SMPの導入（不胎化介入も実施）
2011/10/6	CBPP2の導入
2012/8/2	OMTの導入（9/6に詳細公表）
2014/6/5	SMPに伴う不胎化介入の廃止
2014/6/5	ABS購入プログラムの導入

OMT (outright monetary transactions 買い切りオペ) は、債務問題等を抱えた加盟国の国債を購入するものである。OMT の対象となる国債には、EU による債務削減手続きが進んでいることを条件としている。買い切りオペであるため、一度購入した国債を一定期間後に売り戻す操作がない。この政策も国債市場の安定性が目的であるため、不胎化介入が実施される。OMT が導入されたことにより、SMP は終了となった。SMP による新規の買入れは行わず、購入した証券の満期が到来するにしたがって残高は減少していく。

ABS 購入プログラムは資産担保付証券の購入を指すが、本稿執筆時点では詳細が公表されていない。

SMP では、資金吸収オペをロールオーバーさせる形で不胎化介入を実施してきたが、2014年6月にはSMPの残高に対する不胎化介入を廃止すると公表した。これにより、SMPは資金供給オペの性格を持つようになった。

(4) その他

2011年12月8日には、預金準備

率が2%から1%に引き下げられた。預金準備率が引き下げられることで、銀行はより多くの資金を貸し出しに振り向けることができるため、緩和政策の一環といえる。

2013年6月4日にはフォワードガイダンスを導入した。ECBのフォワードガイダンスは、現在の緩和政策がいつまで続くのかを表現したものである。具体的には、現在行われているMROやLTROの特殊ルール(固定金利で全額落札)をいつまで続けるのか公表することがフォワードガイダンスになり、執筆時点では2016年12月がその期限である。

3. 緩和政策の役割

前節でみた4つの政策の役割をみていこう。政策金利の引き下げは、金融市場に対して取引しやすい環境を提供している。どうしても資金を調達したい銀行は市場金利よりも高めの金利を提示するだろうが、低金利政策の下では市場金利の水準が低く、銀行はより低コストで資金を調達できる。

オペのルール変更は、市場に供給

する資金を直接的に増加させている。銀行は十分な資金を ECB から調達することができるため、市場を支配していた不安は徐々に和らぐだろう。

証券購入政策は、南欧の国債のような特定の証券の市場の機能不全を防ぎ、適切な証券価格を維持させている。これにより、金融市場における取引の円滑化が促される。

その他の政策は、上述の政策を補完している。準備預金を少なくすることで銀行の資金余力を増やし、フォワードガイダンスは市場の期待形成の安定化に寄与する。

これらの政策は情勢の変化に合わせて徐々に導入されてきた。

ECB は、2008年から2009年にかけて矢継ぎ早に政策金利の引き下げをおこないつつ、公開市場操作を改革して流動性の供給を進めたが、その動きは2009年5月でいったん止まり、2010年5月までの約1年間は大きなアクションがない。川野(2009)で明らかにしているように、資源価格の乱高下とリーマンショックの他に、中東欧諸国への資本流入と流出がみられ、ヨーロッパは3つのショックに見舞われた。しかし、当時は

2009年後半から世界景気が徐々に回復するとみられており、ECBも出口を模索していた。

この時期の政策は、MRO や LTRO の全額落札などの非伝統的手段も採られていたが、短期金融市場における資金の目詰まりを防ぐためのものであった。

その後、2009年12月にギリシャ危機が発生した。当初は金融政策に影響はなさそうであったが、数年かけて徐々にヨーロッパ経済全域にかかわる危機に広がり、金融市場の不安が高まっていった。それでも、2011年の夏には2度にわたって政策金利を引き上げている。これについては、速やかな出口政策を目指していたというポジティブな評価と危機の深さを見誤っていたというネガティブな評価があるだろうが、私は前者を採りたい。

2011年11月にドラギ総裁が就任し、ECBの政策が大きく転換した。端的には、インフレ抑制重視のタカ派から「何でもやる」ハト派にECBは転換し、緩和姿勢をさらに強めた。市場に対して、緩和方向のサプライズを繰り返し、2011年12月と2012

年2月には満期3年のLTROを実施した。その後も政策金利の引き下げが続き、2014年6月には政策金利が0.15%まで引き下げられ、引き下げの余地はほとんどなくなった。

2014年6月にTLTROを導入、預金金利のマイナスへの引き下げ、ABS 買入れ表明などを公表し、ECBにはほとんど追加手段がなくなった。南欧の国債などの無条件買い切りオペ(いわゆる量的緩和QE)や政策金利のゼロへの引き下げくらいしか手段が残されていない。

4. 緩和政策の評価

これまでみてきたように、ECBはまず、金融市場の不安を止めるための資金供給を行い、その後は特定の証券市場への介入に踏み切った。ドラギ時代に入ると、市場へのサプライズを重視するようになり、事実上の量的緩和に踏み切った。2014年に入ると、マイナス金利やTLTROを導入し、更なるサプライズを求めるとともに、金融緩和によって民間への貸し出しを増やすという景気支援政策に完全に転換した。端的には、

ECBの政策は、金融緩和から、量的緩和、病的緩和へと変遷したといえる。

このような変遷の背景には、市場や政治、マスコミなどからの圧力があっただけでなく、FRBや日銀の緩和政策によるいわゆる近隣窮乏化政策にもさらされており、それらに対抗せざるを得ない事情もあった。

これらの政策は果たして効果があったのだろうか。

金融緩和時代、すなわち2008年から2009年夏までの政策によって、ユーロ地域の金融市場は安定性を取り戻し、約1年間にわたって追加措置は不要となった。その後の証券購入政策は、EU条約の遵守の問題をはらんでおり、EU加盟国政府のモラルハザードと財政再建にかかわる混乱を生み出した。

ドラギ時代の政策は景気の下支えを企図するものであったが、ユーロ地域の銀行の貸し出し環境は改善せず、単なるサプライズに終わっただけでなく、インフレファイターとしての信認をも失った。

ECB(2014)によると、ユーロ地域の企業の資金需要は2014年に入

って徐々に改善し、第2四半期には資金需要はプラスに転じている。ユーロ地域の銀行は貸し出し条件の緩和に動き始めているが、現時点では力強く回復しているとはいえない。この動きの要因としては、金融緩和よりも世界景気の回復のインパクトの方が大きいように思われる。

2014年中に予定されているECBのストレステストが厳しい査定になるといわれている。ユーロ地域の銀行は、ストレステストをクリアするまでは簡単には貸し出しを増やせない状況にある。また、段階的に導入されるバーゼルIIIへの対応も、銀行を慎重にさせている。金融緩和が不十分だから貸し出しを増やさないわけではない。

例えば、バズーカ砲（2011年12月と2012年2月の満期3年のLTRO）は、据え置き期間が過ぎて繰り上げ返済が可能になると、銀行は次々と繰り上げ返済をはじめ、満期到来前に事実上完済した。つまり、銀行が必要としない資金供給には緩和政策の意味がない。貸し出し増加を狙ったTLTROやマイナス金利の効果もはなはだ疑問である。

効果がないだけなら大きな問題とはならないが、緩和政策には副作用が伴う。川野（2014a）やBIS（2014）が指摘するように、過度で長期の緩和政策には様々な弊害が存在する。

超低金利は家計に対する低金利税の役割を果たし、家計の購買力を削ぎ、政府は財政再建を先延ばしにしようとする。貸し出し環境の緩和は企業の資金調達を容易にはするものの、本来市場から退出すべきゾンビを温存させる結果となる。これらは、長期的な経済成長にとっては妨げとなる。

その他にも、金融機関だけでなく、経済全体のリスクテイク姿勢が強くなり、ジャンクボンドや住宅関連商品などへの投機がみられるようになる。次の危機のマグマがたまりつつあるといえるだろう。

このような弊害があるため、緩和政策からは速やかに抜け出すことが必要である。ドラギ前のECBは、政策金利の引き上げやオペの正常化などを試みていたが、結局は脱出に失敗した。イングランド銀行やFRBには緩和政策からの脱出の兆しがある。ECBもこれらの動きに乗じて病的

緩和から脱し、ユーロ地域経済の健全な成長に寄与すべきである。

【参考文献】

川野祐司 (2009) 「ヨーロッパ経済回復への道」拓殖大学海外事情研究所『海外事情』2009年6月号、pp.40-56.

川野祐司 (2014a) 「量的緩和と病的緩和— Theory of Monetary Policy Design, Quantitative Easing and Quackish Easing —」『東洋大学経済学部ワーキングペーパー』、No.15.

川野祐司 (2014b) 「2014年6月5日にECBが公表した金融政策について」『国際貿易投資研究所フラッシュ』、No.191.

川野祐司 (2014c) 「ECB (欧州中央銀行)、ターゲット長期オペの詳細を公表、景気下支え効果は期待薄」『国際貿易投資研究所フラッシュ』、No.197.

BIS (2014) *84th Annual Report*.

ECB (2014), *The Euro Area Bank Lending Survey 2nd Quarter of 2014*.

ECB ホームページ (<http://www.ecb.europa.eu/>)