

第5章 欧州中央銀行制度

1. 欧州中央銀行制度 欧州統一通貨ユーロの誕生は、ユーロ圏における単一の金融政策の遂行主体としての中央銀行（欧州中央銀行：ECB）の設立を要請することとなった。実際に、ユーロ誕生（1999年）の前年の98年にECBはドイツのフランクフルトに設立された。ECBの駐在員事務所はベルギーのブリュッセルおよび米国のワシントンにあるが、支店は存在しない。実際の金融政策遂行（オペレーション等）や各国間の資金決済等の実務は、ユーロ圏諸国の各中央銀行により行われている。

欧州中央銀行制度（ESCB）とは、ユーロ圏だけでなく非ユーロ圏も含めたEU全体における中央銀行組織であり、ECBおよび加盟各国の中央銀行により構成される。ECBとユーロ圏の各国中央銀行で構成される部分については、ユーロシステムと呼ばれている。なお、ECBは、非ユーロ圏諸国も含めたEU加盟各国中央銀行の出資により設立された。

ユーロ圏は、99年1月のユーロ流通開始時のメンバーは、アイルランド、イタリア、オーストリア、オランダ、スペイン、ドイツ、フィンランド、フランス、ベルギー、ポルトガル、ルクセンブルグの11か国であり、その後、01年1月にギリシャ、07年1月にスロベニア、08年1月にキプロス、マルタ、09年1月にスロバキア、11年1月にエストニア、14年1月にラトビア、15年1月にリトアニアが加盟し、計19か国となった。

ESCBとユーロシステムにおける意思決定は、ECBの「政策委員会」および「役員会」により行われる。後者は、ECBのオペレーションを遂行する上での意思決定を行う主体であり、実際の運営に係る決定についての責務を負っている。前者は、それ以外のすべての決定についての責務を負っている。なお、ユーロシステムとユーロ非加盟国（EU加盟国）の中央銀行をつなぐための機関としては、「一般委員会」が設けられている。

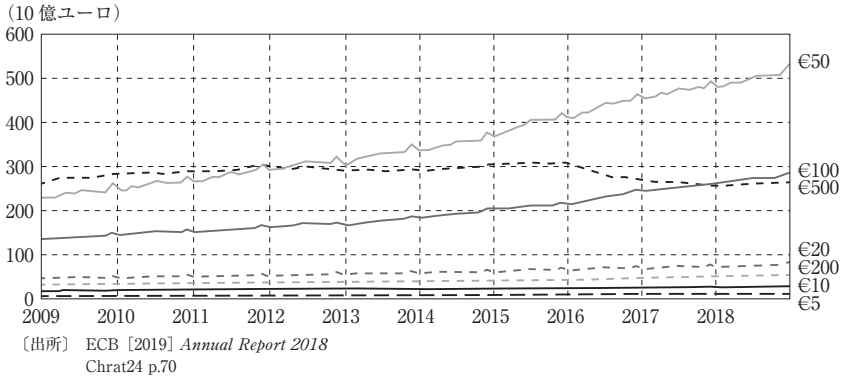
ユーロシステムの重要な業務としてユーロ紙幣（銀行券）の発行がある。これについては加盟各国中央銀行により発行されているが、デザインは統一されている。券種は、従来5・10・20・50・100・200・500ユーロの7種類であったが、このうち500ユーロ紙幣については、テロ等の犯罪に用いられることが多いことから、18年末をもって発行が停止された。

欧州中央銀行（ECB）と欧州中央銀行システム（ESCB）の関係

欧州中央銀行（ECB）	単一金融政策の法的根拠は、「欧州連合の機能に関する条約」および「欧州中央銀行制度、欧州中央銀行規程」による。同規程により、1998年6月1日以降において ECB および ESCB の双方が設立された。ECB はユーロシステムおよび ESCB の中核として設立された。ECB と各国中央銀行（NCB）は、その委託された業務を協力して遂行する。ECB は国際公法下の法人格を有する。
欧州中央銀行制度（ESCB）	ESCB は、ユーロを採用しているか否かにかかわらず、ECB およびすべての EU 加盟国の NCB により構成される。
ユーロシステム	ユーロシステムは、ECB およびユーロを採用した諸国の NCB により構成される。ユーロ圏外に EU 加盟国がある限りにおいて、ユーロシステムと ESCB は共存する。
ユーロ圏	ユーロ圏は、ユーロを採用した EU 加盟諸国により構成される。

〔出所〕 ECB ホームページに基づき筆者作成。

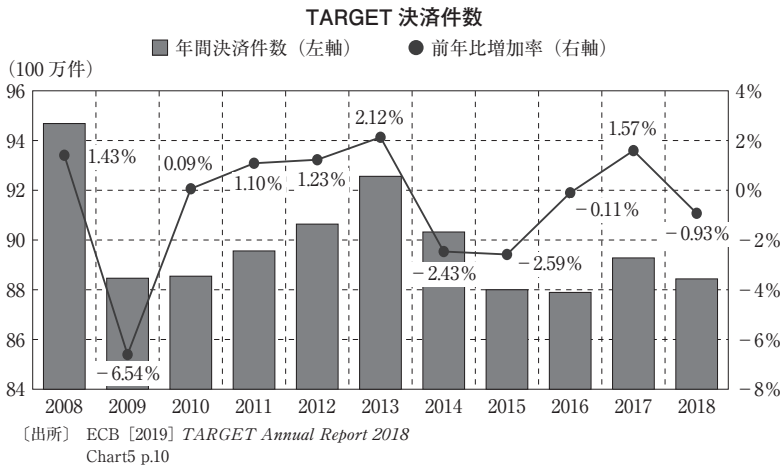
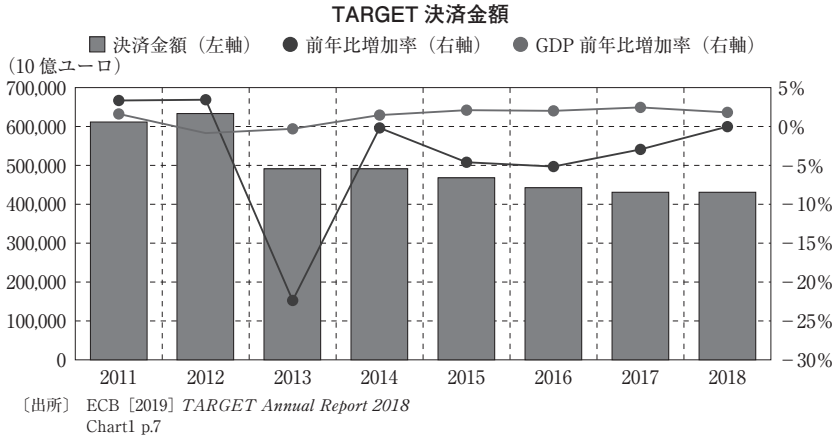
ユーロ紙幣（券種別）発行残高の推移



2. ユーロ域内資金決済システム ユーロ域内における資金決済システムは、TARGET2と呼ばれている。これは当初の TARGET システムに不十分な点が意識されるようになったことから、2007年11月から08年5月にかけて段階的に新しいシステム（TARGET2）に移行したものである。TARGET2は即時グロス決済システム（RTGS）であり、金融機関（銀行等）は加盟各国中央銀行に当座預金（RTGS）口座を保有する。なお、10年11月には小規模銀行のための特別のインターネット経由の参加方式も開始された。参加金融機関間の送金額等の情報伝達については SWIFT 経由で行われているが、このインターネット経由の参加方式は SWIFT への参加は条件とされていない。この他、金融機関によっては、TARGET2に直接参加せずに、その他銀行を通じて間接参加の方式をとる場合もある。なお、参加金融機関がユーロ圏内の他国において、支店等やグループ会社等を保有し、複数の中央銀行に当座預金（RTGS）口座を保有している場合があるが、この場合は①本店・支店・グループの口座をまとめる方法と②複数の口座を1つの口座に準じて扱う方法のどちらかを採用することが可能であり、流動性の節約が可能となっている。

TARGET システムを利用した決済金額は、導入からしばらくは急速に増加していたが、リーマン・ショックからユーロ危機を経験した後においては、若干の減少傾向にある。これには統計手法の変更や証券取引の決済方法の変更（T2S）も影響している。決済件数ベースでは、最大のものは銀行顧客間のものであり、これに銀行間の決済が続いている。

種々の決済の結果として、各国中央銀行には TARGET バランス（債権・債務）が発生することとなる。平時においては、経常収支の赤字国の中央銀行の TARGET バランスは債務超過となるわけではあるが、資本収支等によって埋め合わされる場合が多い。しかしながらユーロ危機の時期のような場合は、TARGET 債権・債務ともに膨張することとなる。このことは、すぐに大きな問題となるわけではないが、TARGET 債務の大きな国がユーロシステムから離脱するような場合は、大きな問題が発生する。規定では当該債務額は、それ以外の国の中央銀行により負担されることとなっているが、実際にそのような事態が発生するならば大きな混乱が予想される。



3. 危機以前の金融政策運営 ESCB および ECB の金融政策運営の基本的な目標は物価の安定である。その目標を追求するための環境として、ECB には独立性が付与されている。この ECB の独立性には、組織としての独立性、法的な独立性、意思決定主体のメンバーの人的な独立性、機能・業務運営上の独立性、財務面・機構的独立性が含まれる。

ECB における物価の安定とは、より具体的には消費者物価指数の前年比上昇率が2%未満の水準にとどまることであり、いわゆるインフレーションターゲットリングは採用していない。一方で、デフレーションは容認しない姿勢は明確にしている。

この基本目標を達成する手段は、平時においては最短期市場金利（EONIA）（およびターム物金利：代表的なものは EURIBOR）の ECB が好ましいと判断する水準への誘導である。ECB の準備預金制度（中央銀行当座預金積立制度）は完全後積み制度（期間約6週間）であり、他の中央銀行と同様にマクロ的な準備需要には過不足なく供給（資金余剰の際には吸収）するというのが平時の対応である。銀行券要因や財政要因により発生するマクロ的な資金需要に対しては、メイン・リファイナンス・オペ（MRO：期間1週間）が平時における主たる供給手段であり、この金利が ECB における中心的な政策金利となっている。そして、その近傍の水準に EONIA が誘導されている。

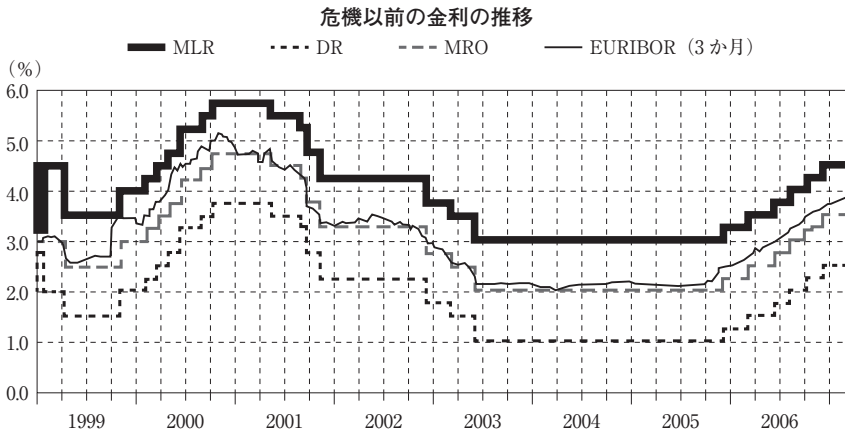
その他の資金供給手段としては、長期リファイナンス・オペ（LTRO：危機以前は期間3か月が基本）、ファインチューニング・オペ（FTO）、構造オペ（SO）があり、マクロ的に過不足がないだけでなく、個別金融機関の積み不足等が起こらないような工夫がなされている。

市場金利の誘導手段として、2種類のスタンディング・ファシリティが設けられている。ひとつは限界貸付ファシリティ（MLF：期間オーバーナイト）であり、MRO 金利よりも若干高い金利で金融機関がユーロシステムより借り入れられるものである。もうひとつは預金ファシリティ（DF：期間オーバーナイト）であり、これは MRO 金利よりも若干低い金利でユーロシステムへ預入できるものである。両者とも平時においては市場金利よりも不利であるため利用は少ないが、両者の金利の間（コリドー）に市場金利を誘導する手段となっている。

ECBの平時の資金供給（吸収）手段

名称	取引のタイプ		期間	頻度
	資金供給	資金吸収		
・公開市場操作				
MRO	現先	－	1 週間	週次
LTRO	現先	－	3 か月	月次
FTO	現先・外為スワップ	現先	非標準化	不定期
SO	現先 及びアウトライト	ECB 債務証券の発行 及びアウトライト	標準化／ 非標準化	定期及び不定期 不定期
・スタンディング・ファシリティ				
MLF	現先	－	O／N	アクセスは取引先の任意
DF	－	預金	O／N	アクセスは取引先の任意

〔出所〕 ECB [2011] *THE MONETARY POLICY OF ECB 2011*. を参考に筆者作成。
Table 4.1 p.95



〔出所〕 ECB [2007] *Annual Report 2006*
Chart1 p.16

4. 世界金融危機への対応 2007年夏ごろから米国ではサブプライムローン危機が顕在化していた。それを原因として発生したのが2008年9月のリーマン・ショックであるが、欧州の金融市場ではその約1年前の07年8月にBNPパリバが傘下の3つのファンドを凍結したことから金融市場には緊張が走った。ユーロシステムは、これに無制限の資金供給で応じた。また、ECBは長期リファイナンス・オペ（LTRO：通常3か月）を6か月物についても供給した。この過程で、従前の資金供給の中心であったメイン・リファイナンス・オペ（MRO）の資金供給量に占める割合が低下し、LTROの割合が上昇した。

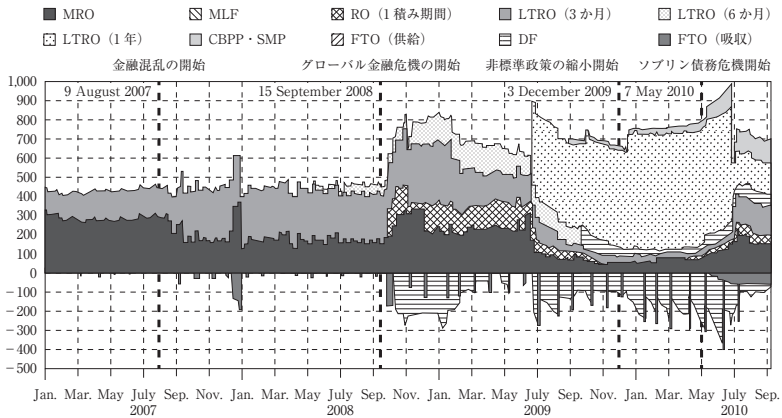
この時期の欧州の多くの金融機関は、短期のドル資金の調達を行う一方でドル建て債券（MBS・CDS等）への投資を行っていたが、危機の進行の過程でドル資金調達に苦慮することとなった。ECBはこれへの対処を目的として米国のFRB等との間で一時的なスワップ協定を結び、これにより調達した資金によりドル資金を供給した。

08年9月のリーマン・ブラザーズの破綻（リーマン・ショック）は、米国のみならず欧州の金融市場に深刻な機能不全をもたらした。ECBはまず政策金利（MRO金利）を急速度で低下させ、リーマン・ショック後の5.25%から09年5月には1%へと3.25%の引下げを行った。

この時期におけるECBの危機対応のための施策としては、LTROの期間延長（最長12か月）、オペの適格担保基準の緩和等による資金供給の弾力化がある。その他では、ドル等の外貨資金調達のためにFRB等の主要国の中央銀行との間で通貨スワップ協定を締結し（FRBとのスワップラインは08年10月13日には無制限となった）、外貨建ての資金を供給した。

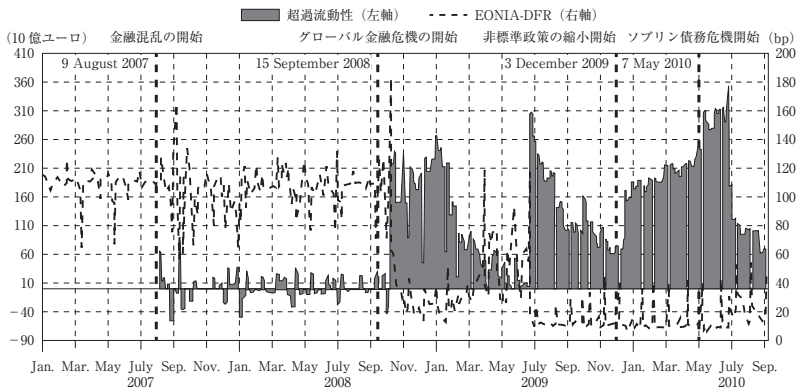
また、ユーロシステムは、09年6月から10年の間において、カバードボンドの買入プログラム（CBPP）を実施した（買入総額約600億ユーロ）。世界金融危機により、住宅ローン担保証券（MBS）や債務担保証券（CDO）等の証券化商品市場は、壊滅的な打撃をこうむったが、その影響を受け、スキームの異なるカバードボンド（オリジネーターのバランスシートから切り離されない）市場も混乱した。ECBはこの市場における機能回復を狙って一種の信用緩和政策としてCBPPを実施した。

危機時の流動性の供給および吸収



〔出所〕 Monthly Bulletin (ECB) 2010-10
Chart6 (p.68)

超過流動性（日次）および金利スプレッド（EONIA-DFR）



〔出所〕 Monthly Bulletin (ECB) 2010-10
Chart7 (p.68)

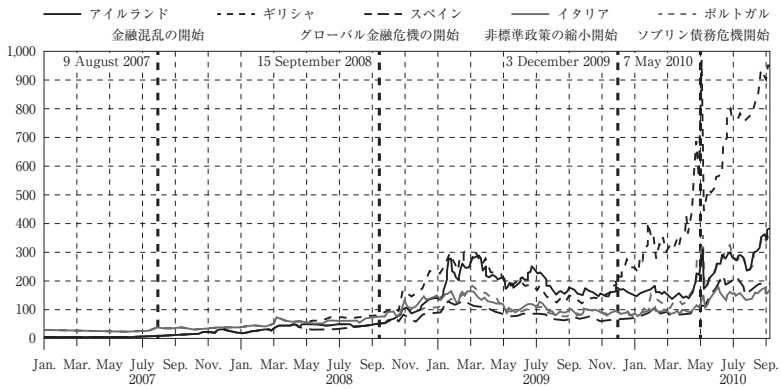
5. ユーロ危機と非標準的金融政策の採用(1) リーマン・ショックによる大きな混乱が問題の完全解決とはいかないものの、何とか終息へ向かったと思われた2009年の秋(10月)、ギリシャで発足した新政権が、前政権によるユーロ加盟時の財政指標の操作疑惑を公表したことにより、欧州の金融市場、特に国債市場は大混乱することとなった。

ギリシャは10年4月にEUおよびIMFに支援要請を行い、実際に支援(約730億ユーロ)が行われるとともに、財政破綻国への支援の枠組みも整えられた。ただし欧州の国債流通市場においては、ギリシャ国債等の価格低下(金利上昇)、取引量低下といった事態も発生したため、ECBは10年5月に証券市場プログラム(SMP)の導入を決定し、ユーロ圏の公共債・民間債の買入を行った。ただし、このうちの公共債の買入についてはECBとしては従前には行っていなかったものである。これについては財政ファイナンス(中央銀行による政府への信用供与)の恐れがあることから、流通市場からの買入に限定されており、またこれが量的緩和とは異なることを示す意味から、これによって供給された流動性については、ほぼ同額の資金吸収オペが実施されるという不胎化政策が取られた。

しかしSMPの採用によっても周辺国の財政危機は改善せず、ギリシャに次いでアイルランド、ポルトガルがEU、IMF等による支援を受けることとなった。特にギリシャは、12年に事実上のデフォルト状態となった。ECBとしては、SMPを11年11月に一時停止し(この間においても買入を行わない時期有り)、これに代えてLTROによる無制限の資金供給へと舵を切った。具体的には、LTROについて3年物という従前に比べて非常に長い期間のもの(VLTRO)を、無制限供給方式で11年12月と12年2月の2回実施した。これにより供給された流動性は約1兆ユーロであった。

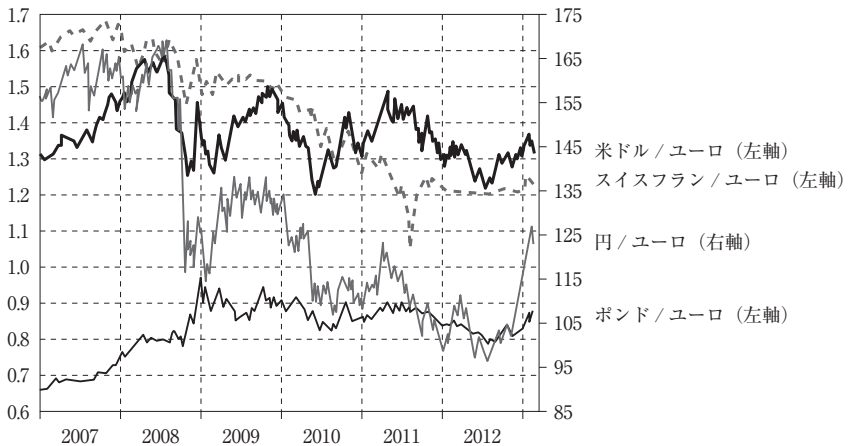
12年は、ギリシャのユーロ圏離脱問題がピークとなり、ユーロ安が進行したが、7月26日のドラギ総裁の「ECBはユーロを守るためには何でもやる」発言と9月の短・中期国債の買い切りオペ(OMT)の導入決定により、ユーロの危機的状況は改善した。ただしOMTについては、その後1度も実施されてはいない。13年以降において、欧州債務危機の緊張が緩和するにつれてLTROの償還が進み、ECBのバランスシートは縮小していった。

ドイツ国債とのスプレッド (10年)



〔出所〕 Monthly Bulletin (ECB) 2010-10
Chart13 (p.73)

ユーロの為替レート



〔出所〕 ECB [2013] Annual Report 2012
Chart5 p.25

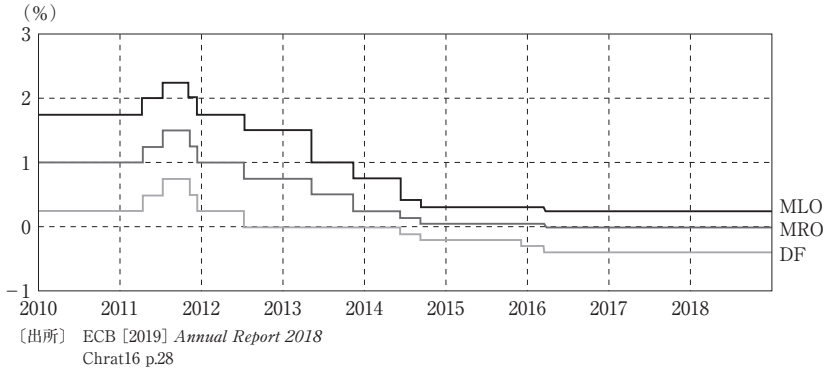
6. ユーロ危機と非標準的金融政策の採用(2) ECBの金融政策は、2014年に別の転機を迎えた。危機の鎮静化の一方で、実体経済の停滞や物価上昇率の鈍化があり、デフレ懸念が出てくるようになったことにECBは対応を余儀なくされたからである。ECBは、14年6月にDF金利を初めてマイナス(-0.1%)とした。さらには、金融機関がユーロシステムに保有する当座預金の金利もすべて同率のマイナス金利が適用されることとした。同時に、民間銀行への低金利大量融資としてのTLTRO1(Targeted-LTRO1:住宅ローン以外の与信拡大に的を絞ったもの、最長期限18年9月)が開始され、資産買入プログラム(APP)を拡充する方針(具体的にはABSとカバードボンドの購入:ABSPP-CBPP3)が明らかとされた。

DF金利は、その後14年9月、15年12月、16年3月に各0.1%引き下げられマイナス0.4%となった。そしてMRO金利は、DF金利がマイナス0.4%となった16年3月に0%にまで引き下げられた。

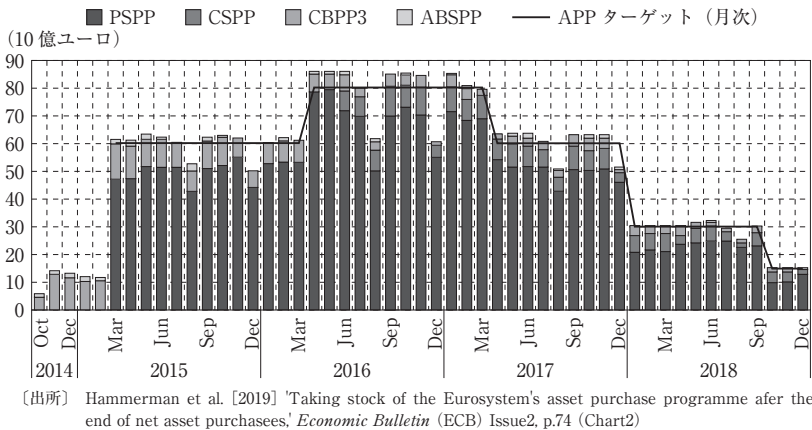
ECBは15年1月についてAPPを公共債を中心に月間600億ユーロ買い入れることとしたが、これは一般的にはECBによる量的緩和(QE)の開始と呼ばれている。この時点でECBは従来消極的であったバランスシートの拡大政策へ転換したといえよう。このAPPの当初期限は16年9月であったが、15年12月に17年3月までの延長および償還分の再投資が決定された。ただし、APPの月間購入額はDF金利がマイナス0.4%に引き下げられた16年3月に800億ユーロに増額された。また同時期に社債購入プログラム(CSPP)も開始された。なお、16年6月には貸出増加を支援するTLTRO2(期間4年)が開始された。これはTLTRO1の終了後の後継制度として採用されたものであるが、MLO金利(0%)で借り入れられ、貸出増の場合にはDF金利(-0.4%)での借入が可能な制度設計となっている。

APPはその後、16年12月に月間600億ユーロ、17年10月に月間300億ユーロ、18年6月に月間150億ユーロに減額され、18年12月をもって一旦は終了した。ただしそれ以降においても、債券の償還分の再投資は行われており、バランスシートの規模は維持されている。一方で、DF金利のマイナス金利の0.4%、MRO金利の0%という水準はAPPの減額、終了の過程においても変更されなかった(19年秋まで)。

政策金利の推移



APPによる購入額の推移



7. ユーロ圏の非標準的金融政策再開と財政政策 ECBは2019年9月の政策理事会で3年半ぶりに金融緩和を決めた。中銀預金金利をマイナス0.5%へ引き下げ、量的緩和を月額200億ユーロの債券買入により11月から再開した。

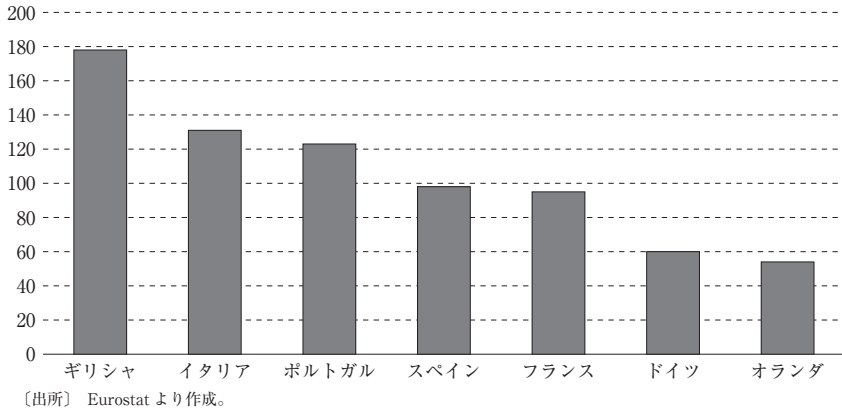
ユーロ圏の成長率は第2四半期に前期比0.8%増（年率）へと減速、米中貿易戦争の影響の強いドイツはマイナス成長となった。牽引車ドイツの失速、待ち構える Brexit（イギリスの EU 離脱）を念頭に、若干の国の反対を押し切って、ドラギ総裁のリーダーシップで緩和策を決め、ユーロ加盟国へ財政支出による出動を呼びかけた。QE 再開の具体策は11月に就任の新 ECB 総裁クリスティーン・ラガルド氏（前 IMF 専務理事）の最初の大仕事となった。

イタリアでは18年3月の総選挙で左派ポピュリスト政党5つ星と右派ポピュリスト政党同盟が1、2位を占め、6月両党による連立政権が発足、財政赤字の大きな予算案を作成し、監視役の欧州委員会と衝突した。19年7月同盟は政権を外れ、中道左派の民主党と5つ星の連立政権に転換したが、コンテ首相は「今の EU ルールでは経済成長は無理。成長しながらルールを守りたい」とルール変更要求を EU に行った。EU 財務相理事会の諮問機関、学識研究者などで構成される欧州財政委員会は9月財政ルールを検証した報告書を公表し、より機動的な財政出動を提唱、また一定の基準を満たせば ESM など EU・ユーロ圏の基金を活用できるなどインセンティブ型に改めるよう求めた。ギリシャ、イタリアの政府債務を共同で切り捨てる措置も必要だ。

ドイツ流の中央銀行制度、ドイツ流の財政緊縮路線を採用したユーロ圏はユーロ危機から政治危機を招いた。ユーロ圏の金融・財政政策路線の転換を求める声が強まる。19年5月の欧州議会選挙ではドイツ流を推し進めてきた中道右派と中道左派の政党の議席数が大きく減って過半数を失い、リベラル政党とグリーン（環境保護派）が大きく伸びた。5年ぶりの交代となる EU 諸機関のトップは、欧州委員会委員長がドイツのフォンデアライエン氏だが、EU 大統領（EU 首脳会議常任議長）、ECB 総裁、外務・安全保障上級代表、欧州議会議長はいずれもラテン系諸国出身者が選ばれた。EU の内政・外交両面で統合促進派の仏マクロン大統領のプレゼンスが強まっている。

20年代、ユーロ圏経済の安定を高める「ユーロ3.0」への発展が望ましい。米中両大国、イギリス・ロシアとの対峙を迫られる EU の強化もまったなしだ。

ユーロ圏諸国の政府債務残高（GDP 比，2018年）



ECB の非標準的金融政策の一覧表

NMP	日付	DF 金利	量的緩和 (QE)	TLTRO	その他
第1次	14.06.05	▲0.1%	—	TLTRO I	
第2次	14.09.04	▲0.2% MRO0.05%	—		ABSPP CBPP3
第3次	15.01.22		PSPP 導入決定：月額600億€。16年9月まで（延期可）		3月実施
第4次	15.12.03	▲0.3%	期限17年3月に延期。満期債券再投資。地方債購入可。		
第5次	16.03.10	▲0.4% MRO 0%へ	買入月額800億€。1銘柄上限33%から50%へ	TLTRO II	CSPP
第6次	16.12.08		買入月額600億€へ減額。期限17年12月へ延期。		
第7次	17.10.26	金利18年9月まで不変。	18年1月以降買入月額300億€。資産購入終了18年9月末へ。		
第8次	18.06.14	金利19年夏まで維持	18年10月以降月額150億€、12月終了。保有資産再投資（長期間）。		
第9次	19.09.12	▲0.5% （階層金利採用）	19年11月以降月額200億€。期限定めず。	TLTRO III	

〔注〕 NMP：非伝統的金融政策。TLTRO：目標を絞った LTRO（長期理フィナンシングオペ）。DF：預金ファシリティ＝中銀預金。MRO：主要政策金利。ABSPP：資産担保証券購入プログラム。CBPP3：カバードボンド購入プログラム（第3次）。PSPP：公的部門証券購入プログラム。CSPP：社債購入プログラム。

〔出所〕 筆者作成。各項目については本文参照。