

ECBの量的緩和政策

伊豆 久

はじめに

六月一四日、ECB政策理事会は、二〇一五年三月から続けてきた量的緩和政策を年内をもって終了すると発表した（なお、満期到来分については順次再投資し、債券保有残高は維持）。

米国FRBは、二〇一四年一〇月に新規の債券買入れを停止しており（一七年一〇月からは再投資額も削減し保有額を縮小中）、欧州もほぼ四年遅れで量的緩和から脱却することになった。

一方、日本銀行は、年間八〇兆円を「めど」とする国債の新規買入れ額こそ四〇兆円程度まで引き下げてきたものの、量的緩和政策からの出口はまだ見通せない状況にある。

これら中央銀行の量的緩和政策については、その目的、波及経路、副作用、出口戦略等すでに様々に論じられてきたが、本稿では、日米との「違い」に焦点を当てながら、まず、ECBの量的緩和政策の特徴を改めて整理することとしたい。

すなわち、量的緩和政策は、いずれの国においても、①政策金利を（事実上）ゼロ%まで引き下げたあとの非伝統的政策の一つとして、②不況・デフレ対策を目的に、③具体的には国債等の債券を大量に買い入れるという形で、実施されてきた。これらは日米欧に共通するわけであるが、少し細かく見ると、当然ではあるがいくつかの重要な違いがあることがわかる。

例えば量的緩和の実施の「順序」を見てみると、ECB⁽¹⁾の場合、量的緩和政策の導入が日本や米国に比べて遅く、かつその前にマイナス金利政策を導入している（図表1参照）。つまり、欧州では△マイナス金利→量的緩和▽の順であったわけであるが、対照的に日本では△量的緩和→マイナス金利▽の順であり、また、米国ではそもそもマイナス金利政策を実施していない。その違いは何に由来したのだろうか。

また買入れの対象を見ると、FRBでは、国債とともにMBSを買入れられているが、政策開始時（二〇〇八年一月）はMBSと政府機関債のみであり、その後の買入れ総額においても国債よりMBSのほうが大きい。この点、欧州ではカバードボンド等も買われているもののその額は非常に小さく、ほとんどは国債が占めている。また日本では、国債が中心である点では欧州と同じであるが、株式（ETF・REIT）を買入れられているという点で他の二国と大きく異なる。こうした買入れ対象の違いにはどのような意味があるのだろうか。

さらに政策の実施期間についても、欧米は、政策の実施期間（買入れ総額）を事前に決定するという方法がとられたのに対して、日本銀行の場合、実施期間は明示しない一方で「二年程度」という目標達成の期限を示したところに大きな特徴がある。つまり、日本では政策実施期間は無期限であるのに目標達成期限は定められており、欧米では政策の実施期間が限定されているのに目標達成期限は明示されていないのである。

こうした違いの背景や意味を明らかにすべく、まず本稿では、日銀やFRBとの比較を念頭に、ECBの量的緩和政策の性格を検討する。

図表1 量的緩和政策とマイナス金利政策

日本銀行	2013年4月量的質的緩和 2016年1月マイナス金利
FRB	2008年10月準備預金への付利開始 2008年11月QE1
ECB	2014年6月マイナス金利 2015年1月量的緩和

（注）年月は決定日。

1 貸出中心の通貨供給政策

ECBの量的緩和政策における大きな特徴の一つは、先にも述べたように、マイナス金利政策を先行して導入し、遅れて量的緩和政策を始めたことである。

その理由は、一つには、そもそもECBにおいては、(欧州危機が発生するまで) 国債の買入れオペを実施したことがなく、量的緩和政策に対する抵抗感が極めて強かったためであろう。そしてもう一つは、(例えば米国と比較した) 金融市場の構造を見た時、証券市場に対して銀行のウエイトが大きいため、金融政策の波及経路において銀行の仲介機能への依存度が高く、貸出金利の低下や貸出額の増加という、枠組みとしては伝統的な政策が重視されたためであろう。

少し詳しく見てみよう。

図表2はユーロシステムの連結バランスシート(資産)の推移である。通常時(リーマン・ショックが起こる二〇〇八年九月以前)を見ると、外貨準備が大きな比重を占め、国債がない⁽³⁾。日銀やFRBでは、成長通貨(非発行銀行券残高)に相当する額までは、長期国債が保有されてきたのと対照的である。

これは、ユーロ圏各国では、①外貨準備の保有・管理が財務省ではなく中央銀行の責務とされているため、バランスシートに占める外貨準備の比率が非常に大きく、⁽⁴⁾その上に国債を買い入れる余裕がないこと、②ドイツを中心に財政ファイナンスへの警戒心が非常に強いこと、③財政政策は一本化されていないため、単一の国債市場が成立しておらず、買入れ国債の選定、国債ごとの信用リスクや金利差の扱いの決定が簡単ではないこと、が原因であると思われる。

そのため通貨供給は、伝統的に、MRO(満期一週間)とLTRO(満期三ヶ月)と呼ばれる中央銀行貸出

(またはレポ)⁽⁵⁾によって行われており、二〇〇八年のリーマン・ショック時も、二〇一〇年以降のユーロ危機においても、主たる対応はこうした貸出政策によって担われてきたのである（貸出金利の引下げ、貸出額の拡大、満期の長期化、担保基準の引下げなど）。

その象徴的な政策が、「ドラギ・バズーカ」との異名をとった満期三年、金利一・〇%固定、金額無制限の貸出であった（二〇一一年二月八日決定、図表2参照）⁽⁶⁾。

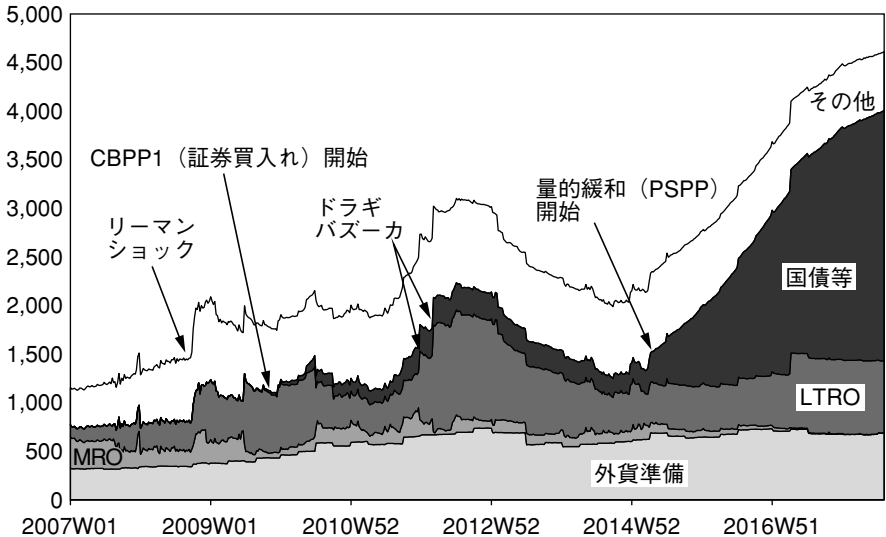
貸出金利を含む政策金利も、こうした文脈において引き下げられてきたのであり、マイナス金利の導入もその一環として位置づけられてきたのである（図表3）。

2 ECBの危機対応策

ただし、留意すべき点が二つある。

一つは、図表2のバランスシートには表れない、中央銀行による貸出のアンバランスである。ユーロ危機とそれに対するECBの対応の大きな特徴の一つは、こうした貸出による資金供給が、一部の危機国に集中してな

図表2 ユーロシステムの資産構成



(注) 10億ユーロ。週次、2007年1月～2018年第30週。

(出所) ECB, Statistical Data Warehouseより作成。

れた点にある。すなわち、ユーロ危機は、ギリシャやイタリア等の国々に偏って起こったため、そうした危機国の金融機関からドイツ等の金融機関への資本逃避が発生し、危機国の金融機関が厳しい資金不足に陥ることになった。そこで、上記のような中央銀行貸出が行われたわけであるが、ドイツ等の金融機関はむしろ逃避資金が流入して資金余剰状態（中央銀行への超過準備保有）にあり、オペに参加する必要がない。つまり、単一の条件で一律の貸出が行われるにもかかわらず、一部の危機国の中央銀行を通じてオペのみが大量に応札を受け、巨額の資金供給がなされるといふ結果を生んだのである。ただし、そうしたアンバランスは、ユーロシステムの連結バランスシートである図表2には表れない。⁽⁷⁾

もう一つは、量的緩和以前の債券買入れである（図表4）。通常時にECBは債券の買入れを行ってこなかった

図表3 ECBの政策金利

(%)

発効日	預金 ファシリティ	MRO	限界貸付 ファシリティ
2008年07月09日	3.25	4.25	5.25
2008年10月08日	2.75	4.25	4.75
2008年10月09日	3.25	4.25	4.25
2008年10月15日	3.25	3.75	4.25
2008年11月12日	2.75	3.25	3.75
2008年12月10日	2.00	2.50	3.00
2009年01月21日	1.00	2.00	3.00
2009年03月11日	0.50	1.50	2.50
2009年04月08日	0.25	1.25	2.25
2009年05月13日	0.25	1.00	1.75
2011年04月13日	0.50	1.25	2.00
2011年07月13日	0.75	1.50	2.25
2011年11月09日	0.50	1.25	2.00
2011年12月14日	0.25	1.00	1.75
2012年07月11日	0.00	0.75	1.50
2013年05月08日	0.00	0.50	1.00
2013年11月13日	0.00	0.25	0.75
2014年06月11日	-0.10	0.15	0.40
2014年09月10日	-0.20	0.05	0.30
2015年12月09日	-0.30	0.05	0.30
2016年03月16日	-0.40	0.00	0.25

(注) 預金ファシリティ：日銀の「補完預金制度」に相当。翌日物の預金を受け入れる。

MRO：Main Refinancing Operation

2008年10月15日より、それまでの通常の入札方式（最低入札金利を表示）から固定金利・金額無制限方式に移行した。

限界貸付ファシリティ：日銀の「補完貸付制度」に相当。「預金ファシリティ」の金利とともに、市場金利の上限と下限を設定することになる。

(出所) ECB (www.ecb.europa.eu), "Key ECB interest rates"に注を付記。

図表4 ECBの債券買入れオペの推移

	決定日	開始日			
CBPP 1	2009年5月7日	2009年7月	買入れ額が目標の600億ユーロに達した2010年6月に買入れ終了。		
SMP	2010年5月9日	2010年5月	ギリシャ、アイルランド、スペイン、イタリア、ポルトガルの国債。ピーク時（2012年2月）2,195億ユーロ。12年9月終了。		
CBPP 2	2011年10月6日	2011年11月	12年末までに400億ユーロ買入れ予定のところ、発行額の伸び悩みなどから164億ユーロで12年10月に終了。		
OMT	2012年9月6日	買入れ実績なし。			
APP	CBPP 3	2014年10月2日	2014年10月	2015年3月よりAPPの一部として実施。	
	ABSPP	2014年10月2日	2014年11月	2015年3月よりAPPの一部として実施。	
	PSPP		2015年1月22日	2015年3月	PSPP（公共債の買入れ：国債、エージェンシー債、EU機関債）を導入。買入れ額は、CBPP3とABSPPと合わせ合計月間600億ユーロ（純増分）。 実施期間は少なくとも16年9月末まで。 買入れ上限（対発行残高）：同一銘柄4分の1、同一発行体3分の1。
			2015年12月3日		買入れ期間を、少なくとも2017年3月末までに6ヶ月延長。 買入れ対象に地方債を追加。 買入れ証券で満期が到来したのものについては再投資する。
			2016年3月10日		買入れ額を月額800億ユーロに増額（16年4月から）。 事業社債を対象に追加（CSPP）。 EU機関債の買入れ上限を残高の3分の1から2分の1に引上げ。
			2016年12月8日		買入れ額を17年4月から月額600億ユーロに減額し、実施期間を少なくとも2017年12月末までに9ヶ月延長。
			2017年10月26日		買入れ額を18年1月から月額300億ユーロに減額し、実施期間を少なくとも2018年9月末までに1年間延長。
		2018年6月14日		買入れ額を18年10月から月額150億ユーロに減額し、年内で終了。 現在の政策金利水準を少なくとも2019年夏まで維持する予定。	
CSPP	2016年3月10日	2016年6月	APPの一部として実施。		

(注) CBPP：Covered Bond Purchase Programme
 SMP：Securities Markets Programme
 OMT：Outright Monetary Transaction
 ABSPP：Asset-Backed Securities Purchase Programme
 APP：Asset Purchase Programme
 PSPP：Public Sector Purchase Programme
 CSPP：Corporate Sector Purchase Programme

(出所) ECB, Annual Report各号、政策決定日の総裁記者会見要旨等より作成。

たと述べたが、リーマン・ショック以降、例外的な債券買入れが行われている。カバードボンドとギリシャ等の危機国債を対象に実施されているが、図表2が示すように、バランスシート上の規模はそれほど大きくない。

3 量的緩和と政策の導入

このように、リーマン・ショック後もユーロ危機に際しても、ECBは貸出政策を中心に対応してきたわけであるが、二〇一五年一月になって、国債の大量買入れによる量的緩和政策に踏み切る。それはどのような理由によるのだろうか。その時の政策理事会の議事要旨を見よう。⁽⁸⁾

そこで最も大きな議論となったのは、消費者物価指数（総合）の急激な低下にどのように対応すべきかであった。ユーロ圏のインフレ率は、これまで述べてきたような貸出政策にもかかわらず、二〇一二年以降低下傾向にあり、一四年末にはついに〇・三％（一一月）からマイナス〇・二％（一二月）へと、リーマン・ショック直後以来のマイナス圏に突中してしまったのである（図表5 楕円部分）。

その原因は単純で、世界的な原油価格の急落であった（図表6）。それまで一バレル一〇〇ドル前後で推移していた原油価格（WTI）は、米国のシェール革命等を背景に、一四年七月の一〇三ドルから一五年一月の四七ドルへと大幅に下落したのである。

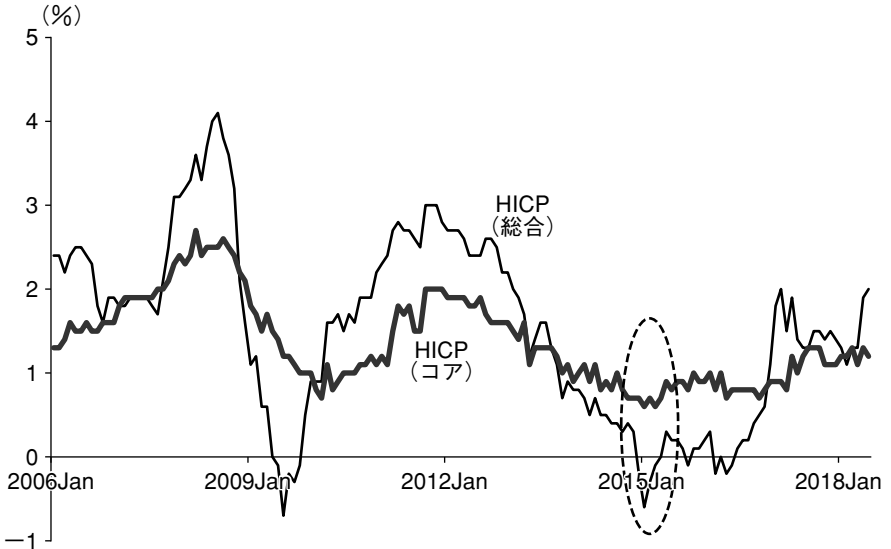
ただし、図表5が示すように、総合指数はマイナス圏に沈んだものの、生鮮食品とエネルギーを除いたコア指数は一四年末でも〇・七％で下げ止まっており、その点が議論となった。

すなわち、一方では、今回の原油安の主たる原因は供給側にあり、そのことは、（エネルギーを除く）可処分所得を増やし、欧州経済にとってプラスであるとの主張がなされている。しかしながら、執行部のプラート理事

(Peter Praet) は「原油価格の急落は確かに、それ自体としては経済見通しにとって前向きな要因であるが、それはインフレ期待が十分にアンカーされている時に限られる。・・・原油価格の急落は、中長期的な市場ベースの期待インフレ率を押し下げており、アンカーが外れるリスクの高まりを暗示している」と強い懸念を示した。そして結局、国債を中心とする巨額の資産買入れプログラムの開始が多数の支持を得て決定されたのである。⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾

この時の論点は、ほぼ同じ時期の日銀の「異次元緩和の拡大」(一四年一〇月)の際の議論とよく似ている。政策委員会の議事要旨は、「多くの委員は原油価格の下落は長い目でみて日本経済にとってプラスであるものの・・・短期的とはいえず、現在の物価下押し圧力が残存する場合・・・デフレマインドの転換が遅延するリスクが大きいと述べた」としている。⁽¹¹⁾ どちらも、原油価格が長期的にはプラスであるとしても、それがもたらす期待インフレ率の低下を恐れているのであ

図表 5 ユーロ圏の消費者物価上昇率



(注) HICP : Harmonised Index of Consumer Prices
 コア : 非加工食品とエネルギーを除く。
 (出所) ECB, Statistical Data Warehouse より作成。

る。

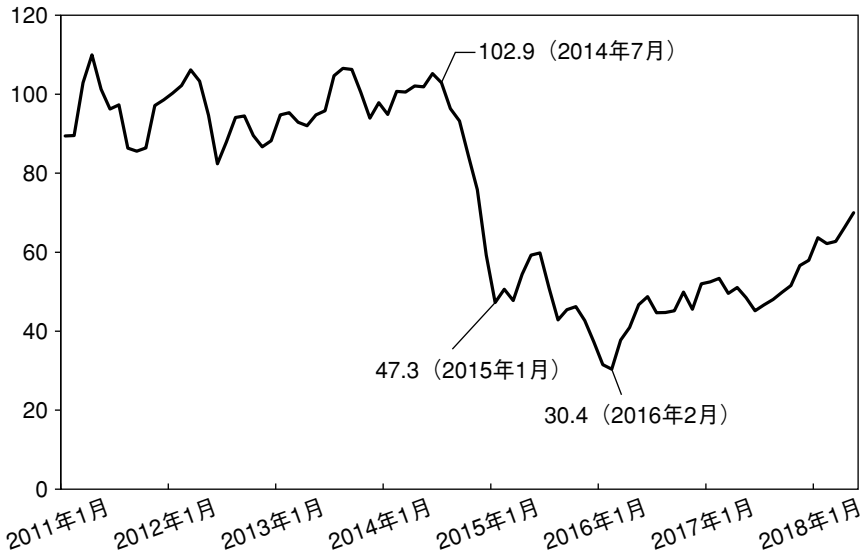
その後も原油価格は低迷を続け、一年後の一六年二月には三〇ドルまで下落する。それに対して、ECBは、図表4にあるように、一五年一二月に量的緩和の実施期間を半年延長し、一六年三月には買入れ額を月額六〇〇億ユーロから八〇〇億ユーロへと引き上げている。そして日銀は、同時期（一六年一月）、マイナス金利に踏み切ったのであった。

どちらの中央銀行も、原油価格の急落とそれによる期待インフレ率のさらなる低下に対して、他に対処の方法がなくいわばなりふり構わず、量的緩和を導入し拡大させていることがわかる。ただ日銀の場合は、一六年に入った段階で、国債の買入れに対して物理的な限界が懸念されるようになったため、さらなる量的拡大ではなく金利政策を選ぶざるをえなかったのである。

おわりに

その後、ECBは、原油価格の回復を背景とするイ

図表6 原油価格の推移



(注) ドル/バレル、WTI、月次 (2011年1月～18年5月)。
(出所) World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet) より作成。

ンフレ率（総合）の上昇を確認して、一六年一二月には買入れ額を六〇〇億へと引き下げており（テーパリングの開始）、それが今年末での新規買入れ終了へとつながっている。そもそも、コア指数で見れば、原油価格急落時も〇・六%を下回ることにはなかったのである。

他方、日本ではインフレ率が二%に向けて上昇することはなく、日銀は、当初「二年度」とした目標達成時期の度重なる修正へと追いつまされた。さらに、マイナス金利導入後の長期金利の過度の低下への厳しい批判を受けて、一六年九月には、政策の枠組みそのものを「量的緩和」から「長短金利の低位固定（YCC）」へと全面的に転換せざるをえなくなったのである。そしてそこからの出口はまだ見通せていない。

注

(1) ユーロ圏の中央銀行制度は、ECB (European Central Bank: 欧州中央銀行) と一九ヶ国の中央銀行から成る「ユーロシステム」である。ECBは銀行としての規模は「ユーロシステム」の一割程度で非常に小さい。ユーロシステムとしての意思決定は、一九人の中央銀行総裁（ただし投票権はローテーション方式で一五名）とECBの六人の役員で構成される「ECB政策理事会」で行われる。以下、本稿での「ECB」はこの「政策理事会」を指す。

(2) それぞれの量的緩和の開始時を見ると、FRBは「今後数ヶ月をかけて」MBS等を合計六〇〇億ドル買入れるとし（二〇〇八年一月二五日）、ECBは「二〇一六年九月までに」国債等を月間六〇〇億ドル買入れるとし（二〇一五年一月二二日）、それぞれ期限を定めた決定となっているが（ただしそれらはその後、延長されることになる）、物価目標の達成時期には言及していない。対照的に日銀の場合、長期国債の年間買入れ額を年間五〇兆円と決定したが（二〇一三年四月四日）、実施期間や買入れ総額の上限は定めない一方で、目標達成期限を「二年度」と明記

した。日銀の場合、名目長期金利の低下余地が限られる中、期待インフレ率の押上げに頼るほかに、そのためには達成期限を明記することが効果的だと考えられたからであろう。

- (3) ユーロシステムに加盟する中央銀行の中には、ユーロ圏加盟以前に国債を買い入れそれを保有しているところ、従業員の年金等の運用のため国債を保有しているところ等があるが、それらは金融政策とは区別された債券保有であり、図表2では「その他」に分類されている。しかしそうした債券保有は、当然ながら、単一の金融政策を阻害する恐れがあるため、各国中銀による金融政策以外の目的のための金融資産保有については、それを制限するルール（ANFA: Agreement on Net Financial Asset）が定められている。ANFAは長らく秘密文書とされてきたが、二〇一六年二月に公開された。ECB, "ECB explains the Agreement on Net Financial Assets," February 5, 2016, Philipp König and Kerstin Bernoth, "The Eurosystem's Agreement on Net Financial Assets (ANFA): Covert Monetary Financing or Legitimate Portfolio Management?" *DIW Economic Bulletin*, 12+13, 2016.

- (4) この点、例えば日本の場合、外貨準備のほとんど（約九割）は財務省（外為特会）が保有しており、市場介入（外貨買入れ）のための資金は為券（国庫短期証券）の発行によって賄われている。日銀は長年にわたりそれを買い入れてきたのであり、したがって、外為特会における外貨保有と、日銀による国債保有（の一部）は対応していることとなる。ユーロ圏の場合、それが中央銀行による外貨保有に「単純化」されているのである。

- (5) 担保付貸出とレポは経済機能としては同じである。ユーロ圏においてはどちらの法形式をとるかはその各国中銀に委ねられており、例えばドイツ連邦銀行の場合は貸出形式をとっている。

- (6) 二回に分けて、計一兆〇一八七億ユーロが供給された。

- (7) ユーロ危機へのECBの対応については拙著『金融危機と中央銀行』（九州大学出版会、二〇一六年）第三章参照。

(8) ECB, "Account of the monetary policy meeting, 21-22 January 2015." なお、ECB政策理事会は、それまで議事要旨を公開しておらずこれが議事要旨の公開された最初の理事会となった。

(9) なお、ECBでは、議決における投票権者の個々の投票行動も、賛否の投票数も公表されていない。それ以前に、ほとんどの場合、総裁が多数の意見を集約する形で結論が出され、投票そのものが実際には行われないようである。ただし、満場一致であったか否かは、理事会後の記者会見で説明されることが多い。

(10) この理事会で続いて議論となったのは、実際の買入れ方法、すなわち買入れる国債の範囲、中央銀行ごとの買入れ額の割当、(損失が発生した場合の)損失負担のあり方等であった。それについては、拙稿「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」本誌二〇一七年六月号参照。

(11) 日本銀行「政策委員会金融政策決定会合議事要旨(二〇一四年一〇月三一日開催分)」八頁。

(い) ず ひさし・客員研究員