

欧州中央銀行の危機対策

伊豆久

はじめに

欧州危機は予断を許さない状況が続いているが、そうした中で欧州中央銀行はどのように対応しているのか。昨年（二〇一一年）の動きを見ると、まず政策金利（表1）は、四月、七月と二度にわたって計〇・五%引き上げられている。これは、危機が収束したとの判断からというより、危機国を中心に中央銀行からの資金供給が増えており、それは維持せざるをえないため、そうした条件下でインフレ圧力を抑えるべく、金利を引き上げたものと思われる。危機国（の金融機関）にとって第一に重要なのは流動性であって、金利コストは二次的なものだからである。しかしながら、昨年夏以降、状況が急速に悪化したために、政策金利も引き下げられ、年末には元の一・〇%に戻っている。

しかし、政策金利の動きより重要な意味をもつのは、非伝統的な方法による資金供給である。昨年実施されたものの中から、①国債買切りオペ、②期間三年の資金供給、③FRB（米国連邦準備制度理事会）との為替スワップによるドル供給、の三つを取り上げ、以下、その内容と意味を整理することとする。¹⁾

表1 欧州中央銀行の政策金利

発効日	政策金利
2009年5月13日	1.00%
2011年4月13日	1.25%
7月13日	1.50%
11月9日	1.25%
12月14日	1.00%

(注) 政策金利はMRO (Main refinancing operations) の最低入札金利。

1 国債買切りオペ

現在の欧州危機がギリシャ等のソブリン・リスクの高騰に由来していること、他方で欧州中央銀行はFRBや日本銀行などと異なり伝統的に国債の買切りオペを行ってこなかったことから、国債買切りオペの実施の有無、その金額は大きな注目を集めてきた。積極的な国債買切りをを求める意見がある一方で、財政赤字のマネタイゼーションを招くものとしてオペに反対する見解も有力である。

八月七日、欧州中央銀行総裁が、(前日までに発表された)イタリアとスペイン両政府の財政・構造改革案を歓迎し、SMP(証券市場プログラム)を積極的に実施するとの声明を発表した。市場は、欧州中央銀行による両国の国債買切りオペの開始を意味するものとしてそれを歓迎した(表2)。

では実際のところ、買切りオペ額はどのように推移したのだろうか。それを示したのが図1である。買取額は、SMPの開始(二〇一〇年五月)後二ヶ月ほど増加しているが、その後およそ一年の間横ばい状態が続いていた。それが、この八月の声明と同時に再び大きく増え始めたのである。

しかしながら、これをもって欧州中央銀行がようやく本格的な国債買

表2 欧州中央銀行の証券買切りオペ・プログラム

CBPP (Covered Bond Purchase Programme : カバードボンドの買切りオペ)

2009年5月7日の政策理事会で決定 (予定額600億ユーロ)

2010年6月30日、予定額に到達し終了

2012年1月26日時点の残高580億ドル

CBPP 2 (Covered Bond Purchase Programme 2)

2011年10月6日の政策理事会で決定 (12年10月までに予定額400億ユーロを買取)

2012年1月26日時点の残高54億ユーロ

SMP (Securities Market Programme : 証券の買切りオペ)

2010年5月9日の政策理事会で決定

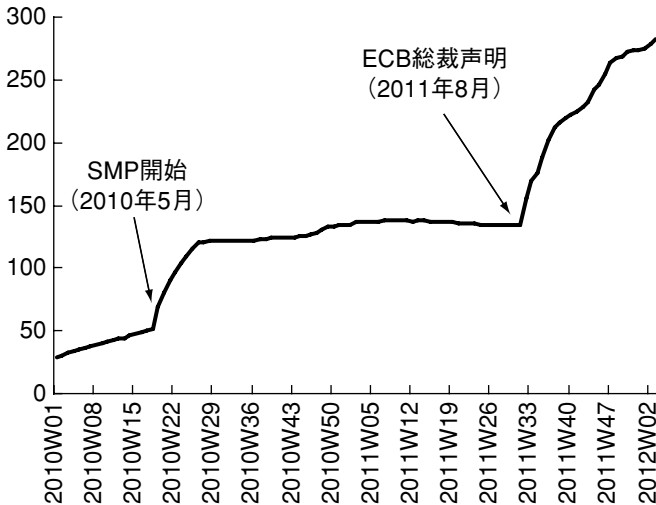
2011年8月7日、SMPを「積極的に実施する」とのECB総裁声明を発表

2012年1月20日時点の残高2,190億ユーロ

い取りに乗り出したと判断するのはミスリーディングであろう。図2が示すように、欧州中央銀行のバランスシート（資産≠通貨供給総額）に占める証券買取残高（CBPP+SMP）は、現在でも一〇・四%にすぎない⁽²⁾。FRBのバランスシート（二〇一二年二月一日時点）では国債が五六・八%、MBSが二八・六%を占め、日銀でも国債が六一・三%を占めている（二一年九月末時点）のと比較すると、余りに少ない。

そもそも、欧州中央銀行は国債買いオペの目的を、少なくとも公式には国債価格の買い支えとしていない。SMPが発表された二〇一〇年五月一日の声明では、その目的は「証券市場の機能不全（malfunctioning）に対し、金融政策の適切な波及メカニズムを回復すること」とされている。中央銀行が誘導するのはあくまで短期金利であるが、そのコントロールが实体经济（ひいては金融政策の最終ターゲットである物価）に効果的に波及するためには国債市場は十分な流動性を持ち、適切な価格発見機能を維持しなければならない。ところが欧州の国

図1 CBPP+SMP（10億ドル）



(注) 週次ベース（2010年第1金曜日から12年第3週金曜日まで）。

例えば2010W01は2010年の第1金曜日時点を表す。

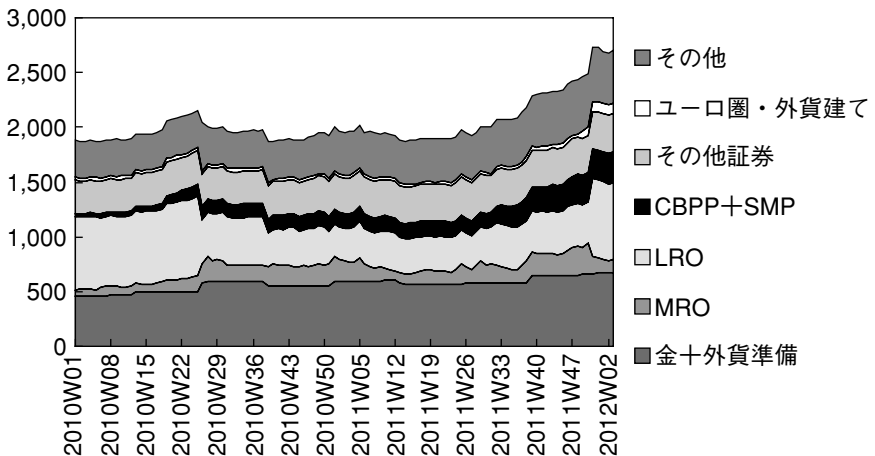
(出所) ECBウェブサイト資料より作成。

債市場の一部にその機能の低下が見られるため、そこに介入する
 必要が生じた、という意味であろう。⁽³⁾ 中央銀行としては極めて正
 統的な説明であるが、ユーロの崩壊も懸念される現状において慎
 重にすぎるとの批判は避けられないであろう。

しかし、各国中央銀行におけるバランスシートの構成の違いは、
 それぞれの国の通貨供給方法の違いであり、大枠としては、実体
 経済を反映した各国金融市場の構造に規定されることになる。例
 えば、輸出主導型の経済で固定相場制度を維持しようとするれば外
 貨準備の比率が大きくなり、間接金融が優位であれば銀行向け貸
 出が中心とならざるをえない。しかしながら欧州中央銀行の場合、
 そこに、「政府の銀行」としての不完全性という問題が加わる。
 財政の統合がなされていないからである。

すなわち、中央銀行は「銀行の銀行」として個別金融機関に融
 資を行うが、ここでは公平性の観点からの問題が生じやすい。そ
 こで、成長通貨の供給方法としては一般的に国債の買切りオペが
 用いられるのである。ところが欧州の場合、通貨は統合されてい
 るものの国債は統合されていないため、むしろ国債の買切りオペ
 のほうが不公平を生んでしまう。ギリシャ国債が買われてドイツ

図2 ユーロシステムのバランスシート・資産 (10億ドル)



(出所) 図1に同じ。

国債は買われなくなれば、ドイツは容認しがたいであろう。むしろ、金融機関向けの担保付き融資を、ユーロ圏一律に入札形式で行うほうが公平であるということになる。欧州中央銀行が、国債の買いオペには非常に消極的である一方で、金融機関への長期資金の供給には積極的かつ柔軟であるのは、こうした事情も大きいように思われる。⁴⁾

2 長期資金の供給

欧州中央銀行の資金供給の満期期間は、通常時においても非常に長い。例えばFRBの通常の金融調節のためのオペが原則オーバーナイトであるのに対して、欧州中央銀行の主力オペであるMRO (Main refinancing operations) は一週間、補助的なLR O (Longer-term refinancing operations) は三ヶ月である。

リーマン・ショック以降、欧州中央銀行は、MROからLR Oに比重を移し、さらに期間を一年に拡大したLR Oを繰り返してきたのであるが、昨年末には(二月二日)、期間三年というオペを実施した。これには五二三の金融機関から四八九二億ユーロの応札があり、全額が供給されている(欧州中央銀行はリーマン・ショック以降、応札額全額を固定金利で供給している)。前述した国債買いオペ(SMP)は昨年八月から四ヶ月をかけて約一五〇〇億ユーロであったから、その三倍、また、欧州中央銀行のバランスシート(オペ前時点)が約二兆五千億ユーロであったから、その二割に相当する資金を一度に供給したことになる。うち五五%程度は欧州中央銀行からの既存の借入れの返済にあてられたと推定されるが、それでも、この巨額の資金供給は欧州の金融機関の資金繰りを大きく改善した。年末から一二年初めにかけての欧州ひいては世界の金融市場の安定は、このオペによるところが大きいとされている(同じオペはこの二月二九日にも予定されている)。

満期三年という長期の資金供給は、中央銀行の従来の原則からすれば異例の手段である。前述のように、そもそも欧州中央銀行は他の中央銀行に比べて長期の資金供給への依存度が高かったのであるが、しかしながら、日銀やFRBにおいても、近年、方法や表現は違うものの、長期金利（あるいは将来の政策金利）への関与が高まっている。欧州の長期オペはより直接的な形ではあるが、そうした潮流のなかに位置づけることもできるであろう。

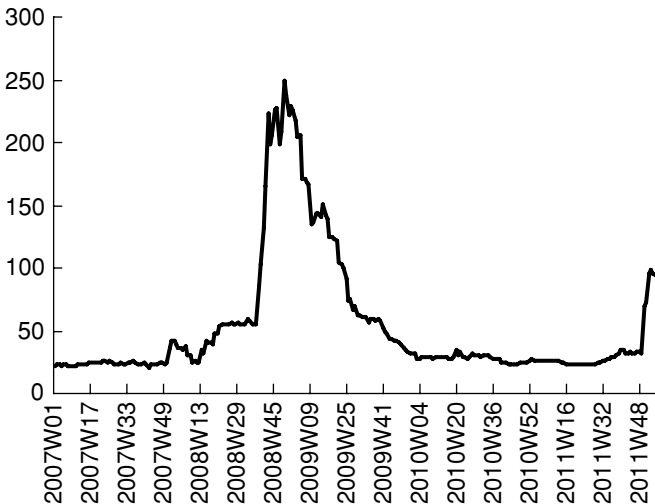
3 FRB等との為替スワップによるドル供給

(1) 為替スワップによるドル供給

欧州中央銀行が昨年行ったもう一つの特徴的なオペは、外貨（ドル）の供給である。一二月七日に一度のオペで五〇七億ドルが供給されている（図3）。金額はリーマン・ショック時にははるかに及ばず、バランスシート全体に占める比率も非常に小さいが（図2の「ユーロ圏・外貨建て」、その意味するところは小さくない。

供給されたドルは、米国FRB等との為替スワップ協定に

図3 欧州中央銀行の外貨供給（10億ユーロ）



(出所) 図1に同じ。

よって調達されている。協定は、サブプライムローン問題が深刻化した〇七年二月二日に最初に締結され、その後、協定先、金額、満期が拡大されたが、欧州金融機関のドル不足が収束したことから、一〇年二月一日をもって終了していた。ところがドル不足の再燃により、同年五月一〇日に再締結されていたのである。それから一年以上積極的に利用されることはなかったが、昨年九月一五日にそれまでの一週間物にくわえて三ヶ月物が導入された。さらに、一月三〇日には、供給金利を〇・五%引き下げるとともに（市場金利（OIS）への上乗せ金利を一%から〇・五%に引き下げ）、マージンコールを二〇%から一二%に引き下げている。そして一二月の五〇〇億ドルの供給となったわけであるが、こうした措置が取られた背景を少し詳しく見てみよう。

（2）欧州金融機関のドル調達難

図4は欧州におけるドル市場（ユーロダラー市場）と米国短期国債の利回り格差を示したものである。欧州金融機関のドル調達における上乗せコスト、いわばドル調達の困難度を表す。二〇一〇年五月にギリシャ危機が深刻化した際に急騰した利回り格差は、その後落ち着いていたが、昨年夏から再び大きく上昇している。欧州の金融機関は、保有する国債価格の値下がりによって信用リスクが高まり、ドルの調達が難しくなったのである。

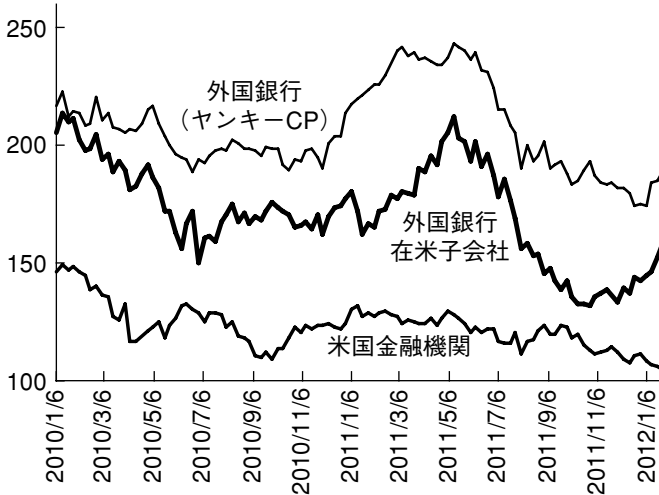
欧州の金融機関はドル建ての資産を多く抱えているが、米国でリテール業務を展開しているわけではないので、そのファイナンスはホールセール市場でのドルの調達によるほかない。（ユーロダラー市場での調達以外の）主要な手段は、米国でのCPの発行である。図5を見ると、米国のCP市場において、欧州系を中心とする外国銀行のウエイトは米銀のそれよりもはるかに大きいことがわかる。しかも、昨年二〇一一年の推移を見ると、夏場まで外銀による発行は大幅に上昇していたものの、年後半に急減している。後半の残高の減少は欧州銀行の信用

図4 ドル金利スプレッド (ベーススポイント)



(注) 週次ベース (2010年第1金曜日から12年第3週金曜日まで)。
 ドル金利スプレッド=(ユーロダラー金利)-(TB利回り)。3ヶ月物。
 (出所) FRB, Selected Interest Rates (H.15) より作成。

図5 金融機関のCP発行残高 (10億ドル)



(注) 週次ベース (2010年第1水曜日から12年第4水曜日まで)。
 (出所) FRB, Data Download Program より作成。

リスクが忌避されたためであるが、前半の伸びが大きかった分、欧州系金融機関は借換えができなくなり窮地に陥ったのである。

では、一十年前半に欧州系を中心とする外国銀行のCP発行が大きく伸びたのはなぜだったのだろうか。米国の投資家（主にMMF）が欧州系金融機関のドル建てCPを積極的に購入した理由、金融機関の側でもそれを大量に発行した理由はどこにあったのかを見てみよう。

（3）欧州系金融機関のドル建てCP発行の増大（二〇一一年前半）

米国MMFは、リーマン・ショック時に元本割れが発生したこと、また運用利回りの歴史的な低水準が続いていることから、流入資金、運用額の減少が続いている。しかし同時に、運用対象となる短期金融商品の品薄にも直面している。⁽⁵⁾

すなわち、①サブプライム問題によりCP市場の中心であったABCP市場が崩壊、ピーク時（二〇〇七年七月）に一兆一九〇〇億ドルあった残高は現在三割（三五〇〇億ドル）にまで減少している。他の発行体を見ても、米国企業は余剰資金を溜め込む一方でCPの発行を抑制しており、また米銀も市場性資金への依存を高められる状況にはない。そのため、CP全体の残高も二兆一六〇〇億ドルから九七〇〇億ドルへと大幅に減少しているのである。②また従来の有力な発行体であったファニーメイやフレイディマックの債務発行も、復活するには至っていない。③そして米国政府の短期国債（TB）も、質への逃避から需要が高止まりしている上に、一一年一月、財務省がSFPの終了を発表、TBの需給もタイトな状況が続いているのである。⁽⁶⁾

他方で、欧州系金融機関のドル需要は、右に述べた理由から非常に強い。さらに昨年四月よりFDIC（米国

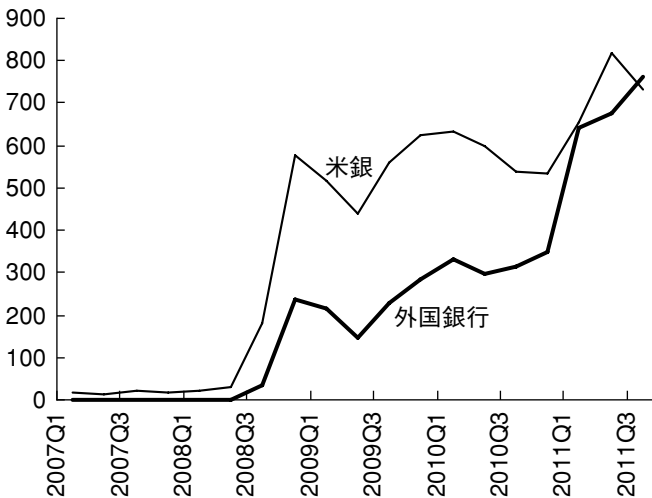
連邦預金保険公社）は、預金に加えて市場性債務も保険料算定の対象とすることとしたが、預金保険の対象外である外国銀行の米国拠点は当然そのコストを負担する必要がある。一方で、FRBは準備預金に対して〇・二五%の金利を付しているため、リスクフリーの運用が可能となる。それゆえ、欧州系金融機関は、預金保険料の負担がない分、米銀以上に積極的にドルを調達し、FRB預金を積み上げたのである。図6を見ると、昨年（2010年）の外国金融機関のFRB預金の伸びは目覚しく、九月末時点で米銀のそれを上回ったことがわかる。外国銀行の準備預金が国内銀行の預金を上回っている中央銀行というのも極めて異例のことである。

つまり、以上のような、投資家サイドにおける投資先金融商品の不足、発行体の側でのドル需要の高まりが、図5に示されたような昨年前半の、外国銀行によるCP発行の増大をもたらしたのである。

（4）欧州金融機関への資金供給の減少

そこに、一一年八月、欧州のソブリン問題がますます深刻

図6 FRB準備預金（10億ドル）

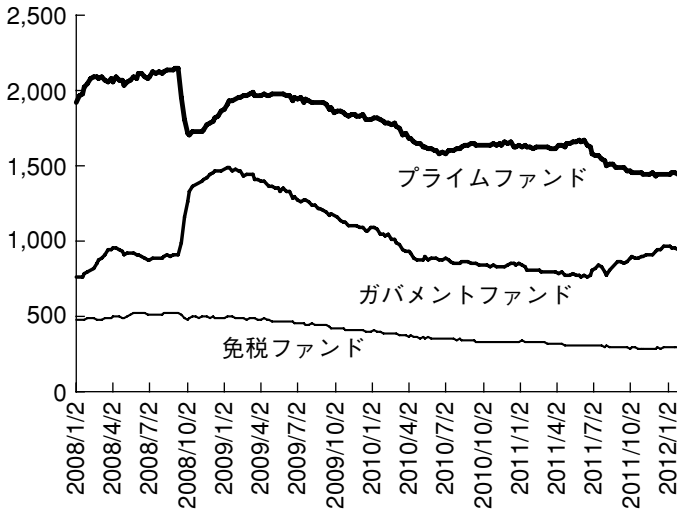


(出所) FRBより作成。

化し、イタリア、さらにはフランスへと影響が広がるに及んで、欧州金融機関が発行する債務への投資は大きく減少することになった。図7は米国MMFの種類別の運用残高の推移を示しているが、昨年夏から、プライムファンドが減少し、ガバメントファンドが増加していることがわかる。MMFのなかでも民間債務を多く組み込み、高い利回りを追求するプライムファンドは、欧州金融機関の発行するCPなどへの投資の比率が高い。そこで危機の再燃を受けて、多くの投資家がプライムファンドからリスクの低いガバメントファンドに乗り換えたものと思われる。プライムファンドはCPへの投資余力を失い、その結果、図5が示すように、欧州系を中心とする外国金融機関は、夏から秋にかけてCPの発行すなわちドル調達に著しい支障を来たようになったのである。

欧州中央銀行が昨年一二月に、五〇〇億ドルの供給に踏み切ったのは以上の背景によると思われる。

図7 米国MMFの純資産額（10億ドル）



(注) 週次ベース（2008年第1水曜日から12年第4水曜日まで）。
 プライムファンド：CP、CD、レポなど主に民間債務に投資。
 ガバメントファンド：TBなどに投資。
 免税ファンド：地方債などに投資。

(出所) 米国投信協会（ICI）ウェブサイト資料より作成。

おわりに

こうした非伝統的な手法が奏効し、昨年末から今年初めにかけて、市場は一時的な平静を取り戻している。しかしながら、日銀白川総裁が、一月のロンドンでの講演で述べたように、中央銀行の「最後の貸し手」としての流動性供給の本質は「時間を買う」政策にすぎない。いわば問題を先送りすることができるだけであって、しかも「時間を買うコストは着実に上昇する」。その限られた時間の間に、危機国の財政赤字の削減とEU内での支援体制の強化を進め、中長期的には財政の統合を進めるほかに、ユーロが生き残る道はないのである。

注

(1) 本稿では昨年(二〇一一年)の危機対応を対象とする。リーマン・ショック(二〇〇八年)から二〇一〇年までの欧州中央銀行の対応については、拙稿「欧州中央銀行における『資金偏在』問題」本誌二〇一一年六月号、「欧州中央銀行とE L A (緊急流動性支援)」本誌二〇一一年一〇月号参照。

(2) 図1の「その他証券」は、各国中央銀行が独自に保有する証券で、金融調節を目的とするものとは区別される。

(3) ECB, *Annual Report 2010* (pp. 18-19) においても、SMPの根拠として、金融政策波及の三つのルート(価格チャネル・バランスシートチャネル・流動性チャネル)における国債市場の役割が説明されている。

(4) なお、欧州中央銀行は制度的に国債の買いオペが禁止されているとの誤解が時折見受けられるが、禁止されているのは国債の発行市場での買取り(引受け)であって、流通市場での買いオペは禁止されていない。それは日本などと同じである。ただし、流通市場における買いオペが間接的実質的に引受けと同じ機能を果たしうることは否定できず、それに対する中央銀行の対応には、国や時代による違いが大きい。

(5) 以下、本節はIMF, "Why Do U.S. Money Market Funds Hold So Much European Bank Debt?" *Global Financial Stability Report*, September 2012, pp. 24-25に拠る。

(6) SFFP (Supplementary Financing Program) は、市中への国債供給を目的に、リーマン・ショック時に、財務省とFRBが協力して策定したプログラムである。すなわち、FRBが国債を発行し、その発行代わり金はそのまま財務省がFRBに設けた特別勘定に凍結保有するというものである。これは、リーマン・ショック時に、①証券化商品が、価格評価不能となり担保として利用できなくなったことから、レポ市場の機能低下が懸念され、②代わりに国債の需要が高まったために、③国債を別途供給する必要が生じたこと、に対応したものである。国債の供給が目的であって、政府の資金調達が目적ではないため、発行代わり金はそのままFRBの口座で保有されていた。その金額は、ピーク時には五千億ドルに達している。しかしながら、昨年一月、財務省は、当時でも二千億ドルあったSFFPの残高を五〇億ドルに縮小することを発表した。米国の政府債務残高の上限が政治問題化したこと、国債供給の必要性が低下したことよると思われる。

(いず) ひさし・客員研究員)