

欧州中央銀行の量的引き締め策に向けた論点整理

土 田 陽 介

要 旨

2020年春、新型コロナウイルスの世界的な流行（パンデミック）が発生し、金融市場が大混乱に陥った。主要国の中銀は相次いで国債を中心とする金融資産を購入する資産購入策を強化し、経済と金融の安定に努めた。そのうち欧州中央銀行（ECB）の資産購入策は、米連銀や英中銀、日銀などと異なり、その導入の経緯から二本の柱から構成されていた。すなわち、一本目の柱が従前から実施されていた資産購入プログラム（APP）であり、二本目の柱がパンデミックを受けて導入されたパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）である。そのうち APP について、ECB は2023年3月より量的引き締め策を実施する。

量的緩和に代表される資産購入策を採用したいずれの中銀も、その出口戦略に当たっては、国債に代表される金融資産をどの程度の規模、またどの程度の速度で圧縮するかという共通の課題を有している。加えて ECB の場合、どの国の金融資産の保有を削減するか、あるいは再投資を優先するか、という現実的かつ宿命的な課題を有している。その分だけ、ECB の量的引き締め策は他の中銀以上に、戦略・戦術に緻密さと臨機応変さが求められる。

キーワード：欧州中央銀行、金融政策、量的緩和、量的引き締め、信用不安

目 次

- | | |
|-----------------------|----------------------------------|
| 1. はじめに | 3.3 小括 |
| 2. ECB による資産購入策の概要 | 4. 量的引き締め戦略の論点 |
| 2.1 APP | 4.1 信用格差への対応 |
| 2.2 PEPP | 4.2 銀行危機への対応 |
| 2.3 小括 | 4.3 ECB と各国中銀の財務悪化 |
| 3. ECB が描く量的引き締め戦略の整理 | 5. まとめに代えて～改めて問われる ECB の量的引き締め戦略 |
| 3.1 APP | |
| 3.2 PEPP | |

1. はじめに

2020年春、新型コロナウイルスの世界的な流行（パンデミック）が発生し、金融市場が大混乱に陥った。主要国の中央銀行は相次いで国債を中心とする金融資産を購入する資産購入策を強化し、経済と金融の安定に努めた。そのうち欧州中央銀行（ECB）の資産購入策は、米連銀（FRB）や英中銀（BOE）、日銀などと異なり、その導入の経緯から二本の柱から構成されていた。すなわち、一本目の柱が従前から実施されていた資産購入プログラム（Asset Purchase Program, APP）であり、二本目の柱がパンデミックを受けて導入されたパンデミック緊急購入プログラム（Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP）である。PEPPは2022年3月末で、APPは同年7月1日で終了したが、このパンデミック下での資産購入策の結果、ECB（正しくはユーロシステム）のバ

ランスシートは、5兆ユーロ弱から、一時は9兆ユーロ程度までほぼ倍に膨らんだ（図表1）。

翌2021年になると、行動制限の緩和に伴う需要増に加えて、パンデミックで促された供給不足を受けて、インフレが徐々に加速し始めた。米FRBが同年11月の連邦公開市場委員会（FOMC）で、同月よりそれまで月額1,200億米ドル購入してきた資産購入策の段階的減少（テーパリング）を実施すると決定したことを受けて、利上げに向けた期待が高まることになった。そして2022年3月のFOMCでFRBは0.25%の利上げに着手し、それ以降、FRBは異例となる0.5%以上のハイピッチでの追加利上げを行うなど、インフレ退治に注力している。

インフレ圧力の高まりや米FRBの動向を受けて、ECBもまた2021年12月の政策理事会でPEPPのテーパリングとともに、2022年3月のPEPP終了後の激変緩和措置として時限的なAPPの拡大を決定するなど、資産購入策の終了に備え始めた¹。一方で、利上げについて

図表1 ECB（ユーロシステム）のバランスシート



(注) 月次 (2022年12月までのデータ)

(出所) ECB

ECBは慎重な立場を堅持していたが、2022年2月24日にロシアがウクライナに侵攻し、このことが外生的な負の供給ショックとなるかたちで、ヨーロッパのインフレの加速に拍車がかかる事態となった。こうした状況に鑑み、ECBも利上げに対するスタンスを転換せざるを得なくなり、ECBは2022年7月の政策理事会で、11年ぶりとなる利上げを実施するに至った²。

その後もECBは、2022年9月、10月、12月の政策理事会で追加利上げを進めた。こうした中で、ECBもまた資産購入策で拡大したバランスシートの圧縮、いわゆる量的引き締め策(Quantitative Tightening)に向けた議論も開始するようになった。報道によると、ECBは2022年10月5日に開催されたキプロスでの一般理事会で、量的引き締め策に関する検討を開始したとされる³。そして同月27日の政策理事会で、12月15日の政策理事会でAPPを対象とする量的引き締め策の概要を発表すると表明した。その後11月に入ると、ECB高官が相次いで量的引き締め策の必要性に言及し始め⁴、そして実際にECBは、後述するように12月15日の政策理事会で、APPに関する量的引き締め策の概要を説明するに至った。

ECBは2023年3月より量的引き締めに着手する。本稿では、2023年1月末までの情報に基づき、ECBによる量的引き締め策に関する論

点整理を試みるものである。同時に本稿は、拙稿(2020)の続編となるものである。本稿の構成は以下のとおりである。続く第2章で、ECBによって実施されてきた資産購入策(APPとPEPP)の概要を整理する。そして第3章でECBが描く量的引き締め策の戦略をまとめ、さらに第4章でECBが量的引き締め策を実施するうえでの論点を検討したうえで、最後に雑感の展望を行う。

2. ECBによる資産購入策の概要

既述のとおり、ECBによる資産購入策は資産購入プログラム(APP)とパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の2つの政策から構成されている(図表2)。以下、本章では、それぞれの特徴について整理したい。

2.1 APP

まずAPPについて、その特徴を整理したい。ECBは2015年1月に開催された政策理事会でAPPの導入を決定し、同年3月から2018年12月まで実施した。ECBはAPPを実施した理由として、当時高まっていた低インフレ問題への対応を挙げた⁵。その後ECBは、欧州景気の低迷を理由にAPPを2019年11月に再開し、2022年6月まで継続した。便宜上、2015年3月

1 2021年12月政策理事会でECBは、月額200億ユーロの金融資産を購入してきたAPPに関して、2022年第2四半期は月額400億ユーロに増額し、同年第3四半期を月額300億ユーロに減額し、さらに同年10月以降は200億ユーロと決定した。

2 この時ECBは、3種類ある政策金利(主要リファイナンス・オペ金利、貸出ファシリティ金利、預金ファシリティ金利)を0.5%ポイントずつの利上げを実施したが、その際に預金ファシリティ金利に付していたマイナス金利(▲0.5%)を解消した。

3 “ECB may start balance sheet rundown in second quarter, sources say,” *Reuters*, October 14th, 2022.

4 2022年11月3日に行われたルイス・デ・ギンドス(Luis de Guindos)副総裁の米ポリテコとのインタビュー、11月18日に行われたクリスティーン・ラガルド(Christine Lagarde) ECB総裁とヨアヒム・ナーゲル(Joachim Nagel) 独連銀総裁、クラス・クノット(Klaas Knot) オランダ中銀総裁による欧州銀行会議でのスピーチなど。

5 当時のEUでは、重債務問題を改善するために財政緊縮が励行されていた結果、経緯が低迷していた。加えて、2014年より原油価格の下落でエネルギー価格が低下し、低インフレ問題が深刻化していた。

図表2 ECBによる資産購入策の概要（プログラム毎の資産保有額）

		ABSPP	CBPP3	CSPP	CP	PSPP	合計
金額 100万€	APP	23,839	302,482	345,039	0	2,585,720	3,257,080
	PEPP	0	6,056	44,012	2,091	1,630,895	1,683,054
	合計	23,839	308,538	389,051	2,091	4,216,615	4,940,134
構成比 %	APP	0.5	6.1	7.0	0.0	52.3	65.9
	PEPP	0.0	0.1	0.9	0.0	33.0	34.1
	合計	0.5	6.2	7.9	0.0	85.4	100.0

(注) 2022年11月時点。

(出所) ECB資料から作成。

から2018年12月までのAPPを前半とし、2019年11月から2022年6月までのAPPを後半とすると、前半のAPPで購入した金融資産は約2.6兆ユーロであり、後半のAPPで購入した金融資産は約0.7兆ユーロである。なお2022年11月末時点で、ECBがAPPの下で購入した金融資産は3兆2,571億ユーロ残っている。

この間、APPによる月次の金融資産の購入額は、時々の経済情勢の変化に伴って増減を繰り返している。前半（2015年3月から2018年12月）において、月次の金融資産の購入額は2015年3月から2016年3月まで600億ユーロだったが、2016年4月から2017年3月の間は800億ユーロに増額された。その後、2017年4月から同年12月までの間の月次の金融資産の購入額は600億ユーロに減額され、2018年1月から9月までの間は300億ユーロ、同年10月から12月までの間は150億ユーロと段階的に減額された。

後半（2019年11月～2022年6月）については、まず2019年11月から2022年3月までの間は月次の資産購入額は月額200億ユーロであったが、これとは別に、2020年3月から同年12月の期間、ECBはパンデミック危機対応として1,200億ユーロの金融資産を追加で購入した。その後2022年4月に月次の金融資産の購入額は400億ユーロに増額され、同年5月に300億ユー

ロ、同年6月に200億ユーロに減額されたうえ、翌7月1日付で打ち切られた。2022年4月と5月に実施されたAPPの一時的な増額は、前月に後述するPEPPが終了したことに鑑み、資産購入を円滑に終了させるための措置であった。

APPは資産担保証券（ABS）購入プログラム（ABSPP）をはじめ、債券担保付社債（カバードボンド）購入プログラム第三弾（CBPP3）、社債購入プログラム（CSPP）、公債購入プログラム（PSPP）の4つの金融資産購入プログラムで構成されるが、その中核を成すのは、ユーロ圏各国の国債や地方債、政府系金融機関債などの公債を買い入れるPSPPである（図表2）。

ECBはPSPPを実施するに当たり、特定の国に緩和効果が偏らないように自主規制を設けた。特に重要なのが、ECBへの出資比率（キャピタルキー）に応じた公債の購入制限と一銘柄・発行体あたりの買入れ上限規制（33%ルール）の二点である。前者は緩和効果の公平性を担保する観点から、そして後者は市場での価格形成を重視する観点から、それぞれ導入されたものである。

当時、ユーロ圏は19ヶ国から構成されたため、ECBは特定の国に緩和効果の恩恵が偏ることがないようにAPPを設計する必要に迫ら

れた。そのため各国の国債の購入に際して、キャピタルキーに応じた案分を行うことで、公平性を担保したのである。また ECB による国債の購入が国債市場での価格形成に与える影響を緩和するため、33%ルールを設けたという経緯がある⁶。なおギリシャに関しては、国債が ECB の適格担保要件⁷を満たしていなかったことなどから、APP の対象から外れた。

2.2 PEPP

次に PEPP である。ECB は2020年3月12日の理事会で、パンデミックに伴う金融市場の混乱、とりわけイタリアの長期金利の急騰を受けて、APP を時限的に拡大し、同年12月まで1,200億ユーロの金融資産を追加で購入すると発表した。しかしこの対応が金融市場で好感されず、かえって金融市場の混乱に拍車をかけたため、ECB は同月18日に書面を発表し、新たなパンデミック対応策として PEPP を実施すると発表した。PEPP はその後、2022年3月まで実施され、このスキームの下で ECB が購入した金融資産の残額は、2022年11月時点で1兆6,831億ユーロとなっている。

PEPP は月次の資産購入額を定めた APP とは異なり、特定の期限までに購入枠の上限を定める形式で行われた。つまり PEPP による金融資産の購入枠は、当初2020年12月までに最大で7,500億ユーロと定められたが、同年6月の政策理事会で購入枠が6,000億ユーロ増額されて1兆3,500億ユーロとなり、期限も2021年6月まで延長された。最終的に PEPP の購入枠は2020年12月の理事会で1兆8,500億ユーロに

引き上げられ、期限も2022年3月まで延長された。

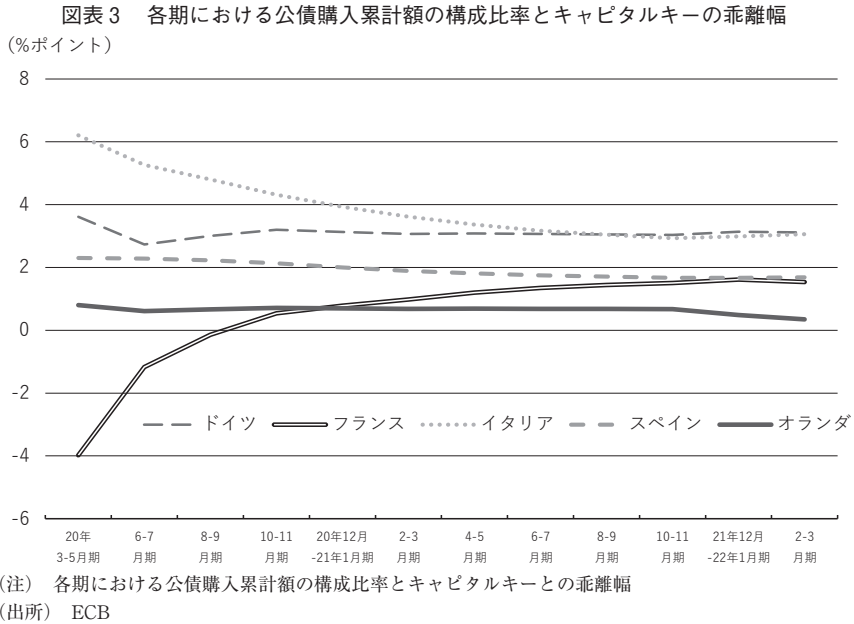
月次の資産購入額が定められなかったものの、イタリアの信用不安が顕著だった2020年4月から6月にかけて月当たり1,000億ユーロ規模の資産購入が行われた後は、2021年8月まで概ね月に700億ユーロ前後の資産購入が実施された。2021年9月の政策理事会で、ECB はそれを資産購入の段階的な減額（テーパリング）には相当しないとしながらも、同年7月から9月までの間、月次の資産購入額を減額すると発表し、700億ユーロのテンポから500億ユーロ程度に鈍化させた。それ以降、ECB は2022年3月の打ち切りまで、月次の資産購入額を300億ユーロ程度に減額して PEPP を継続した。

PEPP もまた APP と同様に4つの資産購入プログラム（ABSPP, CBPP3, CSPP, PSPP）から構成され、その中心も APP と同様に PSPP であった（図表2）。他方で、APP の下で実施された自主規制は、PEPP に際しては適用されなかった。これは Blanchard [2020] や Perotti [2020] が明言するように、PEPP の目的が事実上のイタリア救済、ひいてはイタリア発の信用不安が他の EU 諸国の金融危機に転じるリスクを摘み取ることにあったためである。

実際に、PEPP はその導入当初においてイタリア債を手厚く購入してきたが、イタリアの金利が安定した後は、キャピタルキーに沿った購入が行われた（土田、2020；茂野、2022）。実際に、各期における公債購入累計額の国別構成比率とキャピタルキーとの乖離幅の推移をユーロ圏主要国に限定して確認すると、当初はイタ

6 集団行動条項がない場合は33%となり、ついている場合は25%となる。

7 ECB は適格担保要件として、格付け主要4社（フィッチ・レーティングス、ドミニオン・ボンド・レーティングサービス、ムーディーズ、スタンダード & プアーズ）のうち、少なくとも1社から投資適格級の評価を得ることと定めている。



リア債を手厚く購入し、代わりにフランス債や主要国以外の国債の購入を控えていたことが分かる（図表3）。

なおECBは、非常時対応策であるPEPPには適格担保要件を適用せず、イタリアと同様に金利が急騰していたギリシャの国債を購入し、ギリシャの金利の安定にも努めた。

2.3 小括

以上、本章ではAPPとPEPPの特徴を整理した。2022年9月時点の残存額が示すように、ECBによる資産購入策の主軸はあくまでAPPであり、それをパンデミック対策であったPEPPが補完する関係にあったと整理される。

言い換えると、ユーロ導入19ヶ国の公平性を担保しようとした結果、ECBは性質が異なる2種類の資産購入策を採用せざるを得なかった。そのため量的引き締め策に関しても、ECBはAPPとPEPPのそれぞれに異なる戦略を立てざるを得ない状況となったのである。こ

うした点は、量的引き締め策が先行する米連銀（FRB）や英中銀（BOE）にはない、ECB固有の特徴といえる。

3. ECBが描く量的引き締め戦略の整理

前章での整理に基づき、本章ではECBが描く量的引き締め戦略について整理したい。本稿執筆時点でECBは、APPとPEPPの下で購入した金融資産に関する量的引き締め策に関して、基本的に再投資の停止によってそれを行うという戦略を示している。言い換えれば、市場での金融資産の積極的な売却については慎重なスタンスを堅持している。

3.1 APP

まずAPPについてである。ECBは2018年12月の政策理事会で、APPに基づいて購入した金融資産の再投資を停止する要件として、金融

図表4 ECBによる資産購入の国別構成比率と平均残存期間

	2021年2月以降の キャピタルキー	APP		PEPP	
		構成比率 ⁽²⁾	平均残存期間	構成比率 ⁽²⁾	平均残存期間
ドイツ	26.4	27.2	6.7	26.3	6.8
フランス	20.4	21.7	6.8	19.8	7.8
イタリア	17.0	18.2	7.2	19.0	7.2
スペイン	11.9	12.9	7.7	12.9	7.4
オランダ	5.9	5.4	7.7	5.6	7.7
ベルギー	3.6	3.8	7.3	3.7	6.4
オーストラリア	2.9	3.0	7.6	2.9	7.7
ギリシャ	2.5	0	0	2.6	8.2
ポルトガル	2.3	2.2	7.5	2.3	6.8
フィンランド	1.8	1.8	8.1	1.7	7.6
アイルランド	1.7	1.7	8.4	1.7	8.8
スロバキア	1.1	0.8	7.8	0.5	8.3
リトアニア	0.6	0.2	10.1	0.2	9.7
スロベニア	0.5	0.5	9.3	0.4	8.7
ラトビア	0.4	0.2	8.7	0.1	8.1
ルクセンブルク	0.3	0.2	5.7	0.1	6.0
エストニア	0.3	0.0	7.9	0.0	7.5
キプロス	0.2	0.2	8.4	0.2	8.4
マルタ	0.1	0.1	11.1	0.0	10.6
合計 ⁽³⁾	100.0	100.0	7.1	100.0	7.3

(注) 1) 2022年11月時点。

2) APPとPEPPの構成比率はEU機関債を除く合計から作成した。

3) 加重平均残存期間に関しては、構成比率でウェイト付けした加重平均値を採用した。

(出所) ECB資料から作成。

緩和局面を終えて利上げが実施された後になるという時間軸を示した。その後ECBは、パンデミックを受けてAPPが強化された2020年3月の理事会で、最初の利上げ後も、流動性が十分に金融環境が適切と判断されるまで、ECBは再投資を継続すると時間軸を修正した。それ以降、若干の文言の修正はなされてきたが、基本的にAPPの再投資停止に関してはこの時間軸が踏襲された。

その後、歴史的なインフレの加速を受けて、ECBが利上げを進めるとともに、2022年10月のキプロスでの一般理事会で量的引き締め策の検討を開始したことは既述のとおりである。そしてECBは、同年10月27日の政策理事会で12

月15日に開催される次回の政策理事会でAPPの再投資の停止に関する原則を明示すると発表した。そしてその通告通り、12月15日の政策理事会後の会見ではAPPに再投資の停止に関する原則が示された。

具体的には、ECBは2023年2月まで再投資を行うが、同年3月以降に再投資を停止するという方針が示された。その結果、ECBがAPPを通じて購入してきた資産の残高が減少していくことになるが、そのピッチは2023年6月まで月に150億ユーロ程度となる。また7月以降の資産圧縮のテンポは、時間の経過に応じて決まっていく (its subsequent pace will be determined over time) とした。

なお APP の下での PSPP によって購入された公債の総額は、2022年11月時点で2兆5,857億ユーロであり、平均残存期間⁸は7.1年であった。つまり2兆5,857億ユーロの公債の全てを7.1年の歳月で削減すると仮定した場合、買入れた公債を月平均310億ユーロずつ削減していくことになる⁹。したがって、2023年3月から150億ユーロずつ削減するという量的引き締めのテンポは、相応に慎重な判断となる。

3.2 PEPP

次に PEPP についてである。ECB が PEPP の再投資停止に関する時間軸を初めて示したのは、PEPP の購入枠が6,000億ユーロ増額され1兆3,500億ユーロになり、また購入期限が2020年末から2021年6月まで延長された2020年6月の政策理事会でのことである。この時 ECB は、満期償還分の金融資産については2022年末まで再投資を行うという時間軸を設定した。その後、ECB は2020年12月の理事会で再び PEPP の購入枠の拡大（1兆8,500億ユーロ）と期間の延長（2022年3月末まで）を決定した際、合わせて PEPP の再投資の期限も2023年末まで延長した。

さらに ECB は、2021年12月の政策理事会で PEPP の2023年3月での終了を最終的に確認した際、PEPP の再投資の期限を2024年末まで延長し、それ以降はこの時間軸を踏襲している。加えて ECB は、2022年6月15日に臨時の政策理事会を開催し、PEPP の再投資を柔軟に行う（will apply flexibility in reinvesting）との声明を出した。再投資に関してもキャピタルキーに

代表される自主規制を適用しないことで、著しい信用格差が生じた場合、金利が急騰している国（具体的にはイタリアを念頭）の国債を手厚く購入する道を開いたわけである。

なお2022年11月時点で、PEPP の下での PSPP によって購入された公債の残高は1兆6,309億ユーロであり、その平均残存期間は7.3年だった。つまり1兆6,309億ユーロの公債の全てを7.3年の歳月で削減すると仮定した場合、買入れた公債を月平均190億ユーロずつ削減していくことになる¹⁰。したがって、月当たり200億ユーロ弱という削減ペースを目指すかどうかは PEPP の量的引き締めを論じるうえでの一つのベンチマークになるだろう。

3.3 小括

以上、本章では ECB が描く量的引き締め戦略について整理した。インフレの加速を受けて、ECB は量的引き締めへの着手を余儀なくされた。しかしながら ECB の場合、ECB はユーロ加盟19ヶ国の公平性の担保に努めざるを得ず、結果的に性質が異なる2種類の資産購入策を採用せざるを得なかった。そのため、2つのプログラムでそれぞれ異なる量的引き締め戦略を設計する必要に迫られたのである。

4. 量的引き締め戦略の論点

前章までの議論を踏まえたうえで、本章では ECB が量的引き締めを実施するうえでの戦略上の論点を整理したい。なお APP と PEPP の

8 ECB は2023年2月2日に開催した政策理事会で、部分的再投資（partial reinvestment）という表現を用いた。実態としては、保有資産の再投資の部分的減額というニュアンスが正しいと考えられる。

9 Claeyts *et al.* [2022] は年間の再投資に要する額を2,420億ユーロとしている（p.18）。

10 Claeyts *et al.* [2022] は年間の再投資に要する額を2,000億ユーロとし、また月次では平均170億ユーロ相当としている（p.18）。

両方で、資産購入の圧倒的部分を担っているのが公債購入プログラム (PSPP) であるため、以下の論点も基本的には PSPP を念頭に置いたものである。

4.1 信用格差への対応

最大の論点は、量的引き締め局面に入ること、ユーロ圏各国の間で信用格差が拡大する事態をどう防ぐかという点にある。言い換えれば、特定国で金利が急騰するとして、それを許容範囲内にどう抑制するかということである。ユーロ圏の場合、重債務国ほど長期金利の水準が高いが、その中でも短期の間に政権交代が繰り返されるイタリアは、債務削減に向けた取り組みが進まないばかりか、財政拡張に向けた機運も強いとみられ、投資家は支払い能力が低いとみなしており、金利が構造的に上昇しやすい。

ユーロ圏で三番目に大きい経済であるイタリアで信用不安が深刻化すれば、自ずとユーロ圏のみならず欧州全体の金融不安に転じてしまう。物価と金融の両方の安定を実現するためには、ECBはイタリアの金利急騰を避けなければならない。一方で、そうした特定国に対する救済措置は、公平性の観点から鑑みれば、他の加盟国との間に軋轢を生むことになりかねない。さらに、ECBが救済措置を実施することで、最終的な救済を期待する加盟国の政府がモラルハザードに陥り、財政を無秩序に拡張しかねない危険性もある。

特定国の金利が急騰した場合、ECBは2022年6月15日の臨時の政策理事会での決定通り、

その国の国債を PEPP の再投資の枠組みの下で、手厚く購入する。さらにそれが不十分と判断された場合、特定の条件を満たせば ECB が流通市場において当該国の国債を無制限で購入する。これは「市場分断防止策 (Transmission Protection Instrument, TPI)」と呼ばれる措置で、2022年7月の政策理事会で導入された。つまり ECB は、量的引き締め期の信用不安対策として2段階の対策を準備している。

とはいえ、ECBはTPIの発動に厳しい要件を付している。つまり当該国が過剰な財政赤字や経常収支赤字を抱えており、それが金利急騰につながった場合は、TPIは発動されない。適切なマクロ経済運営がなされていてもなお金利が急騰した場合においてのみ、TPIは発動されることになる。これはイタリアの新政権¹¹を念頭に、最終的な救済を期待する加盟国の政府がモラルハザードに陥り、財政を拡張させてしまう事態を防ぐためのインセンティブ設計と理解される。そもそも適切なマクロ経済運営がなされていれば金利は急騰しないはずだが、こうした条件を改めて付することで ECB は加盟国側の自助努力を期待したと考えられる。

なお ECB は、2012年9月の政策理事会で、TPIに似た OMT (Outright Monetary Transactions) と呼ばれる無制限の国債購入プログラムを用意している。OMTの場合、その発動要件としてユーロ圏財務相会合 (ユーログループ) による財政支援、具体的には欧州安定メカニズム (ESM) による発行市場での国債購入 (Primary Market Purchases, PMP) が実施されること

11 当時のイタリアでは、構造改革派のマリオ・ドラギ (Mario Draghi) 前 ECB 総裁が2022年7月21日に首相を辞任したことを受けて、9月25日に総選挙が予定されていた。次期首相への就任がほぼ確実視されていた「イタリアの同胞 (FdI)」党首のジョルジャ・メローニ (Giorgia Meloni) 氏が大規模な財政拡張を主張していたことから、金融市場ではイタリアの新政権と EU/ECB が対立し、信用不安が深刻化することへの懸念が高まっていた。

図表5 OMTとTPIの比較

	OMT	TPI
目的	・適切な金融政策の伝播と金融政策の単一性を守ること	・ユーロ圏の金融政策の伝播の脅威となる不当で無秩序な市場の動揺を鎮めること
発動要件	・EUによるマクロ経済安定化プログラムかそれに準じたプログラムを供与されること（つまり、財政緊縮が実施されること）。そしてESMによる発行市場での国債購入（Primary Market Purchases, PMP）が実施されること	・EUの財政枠組みの法令が順守されていること。過剰財政赤字手続き（EDP）の下に無く、かつリスボン条約第126条第7項に基づく改善勧告を受けていない状態であること ・過剰なマクロ経済の不均衡を抱えていないこと。過剰不均衡是正手続き（EIP）の下に無く、かつリスボン条約第121条第4項に基づく改善勧告を受けていない状態であること ・財政の持続可能性が高いとECB及び欧州委員会、ESM、IMFから評価されていること ・健全で持続可能なマクロ経済運営に努めていること。EUのコロナショックを受けた復興計画と欧州セメスターに適うマクロ経済運営が行われていること
購入対象資産	・満期1年から3年の流通国債	・満期1年から10年の流通債（主に国債、社債も視野）
購入限度額	・無制限	・無制限
不胎化の有無	・有	・不胎化を示唆
停止要件	・目的が完遂したと判断されるか、マクロ経済安定化プログラムやそれに類似したプログラムのコンディショナリティーが破られたとき	・金融政策の伝播が改善するか、信用格差が経済の基礎的条件を反映していると判断されたとき

（出所）“Technical features of Outright Monetary Transactions,” *ECB Press Release*, 6th September 2012; “The Transmission Protection Instrument,” *ECB Press Release*, 21st July 2022

が付されている。それに比べれば、ECBの意思だけで流通市場で無制限の国債購入が可能になるという点で、TPIのほうがOMTに比べると弾力性に富んでいる側面がある（図表5）。

4.2 銀行危機への対応

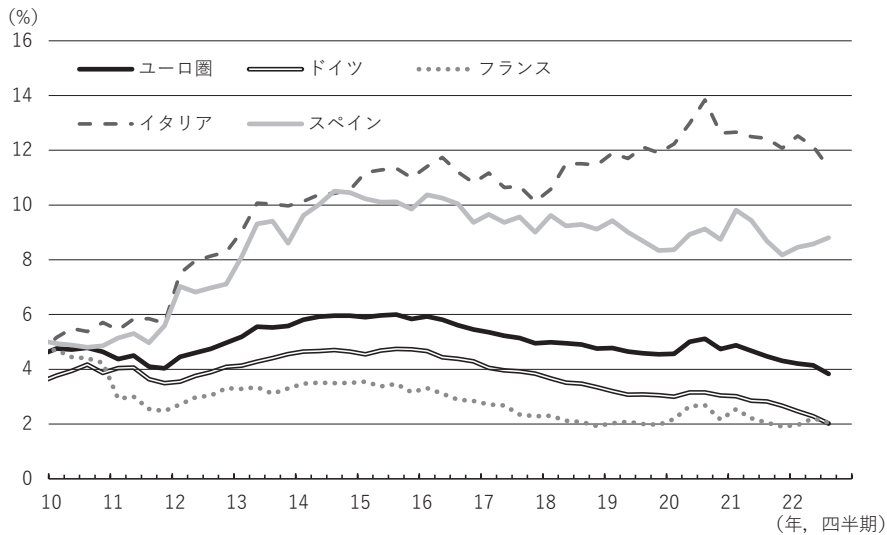
続いて、市中銀行の収益悪化にどう対応するか、ひいては銀行危機にどう対応するかという問題がある。

イタリアやスペインといった重債務国の市中銀行は、ドイツやフランスの市中銀行に比べると多額の国債を保有しており、総資産に占める

割合も高い状況が続いている（図表5）。言い換えればこのことは、ECBが量的引き締めを行い、金利に上昇圧力がかかることで、市中銀行が保有する国債に評価損が発生することを意味する。当然ながら、こうした圧力は、市中銀行が多額の国債を保有するイタリアやスペイン、そしてギリシャといった重債務国で強くなる（図表6）。

ECBは2010年代前半の欧州債務危機の過程で、イタリアに代表される重債務国の長期金利を安定化させるため、いわゆるLTRO（Long Term Refinancing Operations）と呼ばれる長

図表6 ユーロ圏主要国の銀行の国債保有比率（総資産に占める国債保有高の割合）



(注) 信用機関 (credit institutions) であり、中銀は含まない。

(出所) ECB

期の資金供給オペレーションを強化した。特に ECB が2011年12月と2012年2月に実施した期間3年の無制限LTRO (VLTRO) は、重債務国の市中銀行に対して低利かつ長期の資金を供給し、重債務国の市中銀行が多額の自国の国債を購入すること (キャリートレード) を可能にしたため、長期金利の安定に貢献した¹²。

このLTROの償還は2013年1月より順次行われた。2014年6月より三弾にわたって実施されたTLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) では、ECBが企業向けに貸出を強化した市中銀行に対して資金を供給するという条件を付したため、重債務国の国債のキャリートレードに使われた額も限定的だったと考えられる。しかし重債務国の市中銀行の場合、長期の景気停滞を受けて、貸出といったリスク資産を十分に増やすことができなかった。そのため、市中銀行がリスクフリー資産である国債へ

の投資に依存せざるを得なかったと推察される。

ECBがパンデミック対応として実施したTLTRO IIIの条件緩和や、条件を付さないかたちで実施したPELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Operations) の下で、市中銀行は企業や家計に対する貸出を増やすことが期待された。しかし、イタリアとスペインでは市中銀行の国債保有比率が高止まりしており、市中銀行の経営行動が依然として慎重であったことを示している。多額の国債を保有する以上、重債務国の市中銀行は長期金利の上昇に伴い、国債の評価損を抱えることになる。

そもそも国債の評価損が問題となる局面では、金利の上昇に伴い実体経済も圧迫されるため、不良債権が増える公算が大きい。預金流出の可能性も否定できないことから、ECBが潤沢な流動性支援に努めない限り、市中銀行の多くが経営危機に陥る展開が生じかねない。とは

12 同時に、2008年9月に生じた世界金融危機直後に発行された銀行債の償還に充てられたとされている (唐鎌, 2020)。

いえ、量的引き締めによる金融引き締め効果と流動性支援による金融緩和効果は性格が相反するため、ECBが迅速な対応に踏み切れず、システミックな危機につながる危険性がある¹³。

4.3 ECBと各国中銀の財務悪化

一般的に資産購入策を採用していた中銀は、金利上昇局面において、金利差損益の悪化という問題に直面する。金利の上昇により、中銀の当座預金に対する支払利息は増加する。一方で、それまで購入してきた金融資産から受け取る利息収入は、基本的にクーポンレートに基づくため、支払利息ほどは増えない。そのため、中銀が金利差から得られる収益が減少するか、ないしは損失が生じる可能性が出てくる。

さらに金利の上昇で、中銀がこれまで購入してきた金融資産の簿価と時価の間の順ザヤが縮小するか、ないしは逆ザヤが生じる可能性がある。特に中銀が、購入した金融資産を満期まで保有せず、市場で売却するまでした場合、金利の水準次第では多額の売却損が生じる可能性がある。量的引き締めで先行し、金融資産の市場売却に着手している英BOE¹⁴の場合、利上げ

も進んでいるため、逆ザヤが生じている模様である。さらに米FRBの場合も、利上げによって既に収益が圧迫されており¹⁵、金融資産の売却に着手した場合、逆ザヤが生じる公算が大きくなっている。

ECBの保有資産もまた時価会計で評価される¹⁶。ECBの損益規定（欧州連合リスボン条約第四議定書第33条）によれば、ECBの純利益のうち20%未満はユーロシステムの一般準備基金（general reserve fund）に繰り入れられ、残りは各国中銀のECBへの出資割合（つまりキャピタルキー）に応じて配分されると決められている。一方で純損失に関しては、一般準備基金を取り崩すか、あるいは必要に応じて、政策理事会の決定の下にキャピタルキーに応じた負担を各国中銀に求めると決められている¹⁷。純損失が生じた場合、まずはECBがそれを負担するが、特定の国が多額の純損失を計上した場合、その国の中銀に相応の負担が求められる可能性もあるということである。

しかしながら、ECBの資産購入策の中心であるPSPPは、ECBではなく各国中銀が主にその国の国債を購入するプログラムである。そ

13 連鎖的な銀行危機を未然に防ぐためには、中銀による金融緩和（特に流動性の供給）と政府による公的資金（バイルアウト）の注入が大規模かつ迅速に行われる必要がある。EUは銀行の再建に当たってバイルインを原則とし、いわゆるSRM（単一破綻処理メカニズム）に基づく公的資金の注入を予定しているが、この仕組みだけで連鎖的な銀行危機を未然に防ぐことができるか定かではない。バイルイン原則そのものが効果的かは疑わしく、大手行が経営危機に陥ったイタリアでバイルアウトが試みられたことがそれを端的に示している（例えば拙稿（2019）を参照）。金融市場の動揺を鎮めるためには、ECBによる大規模な対応が必要となるだろう。

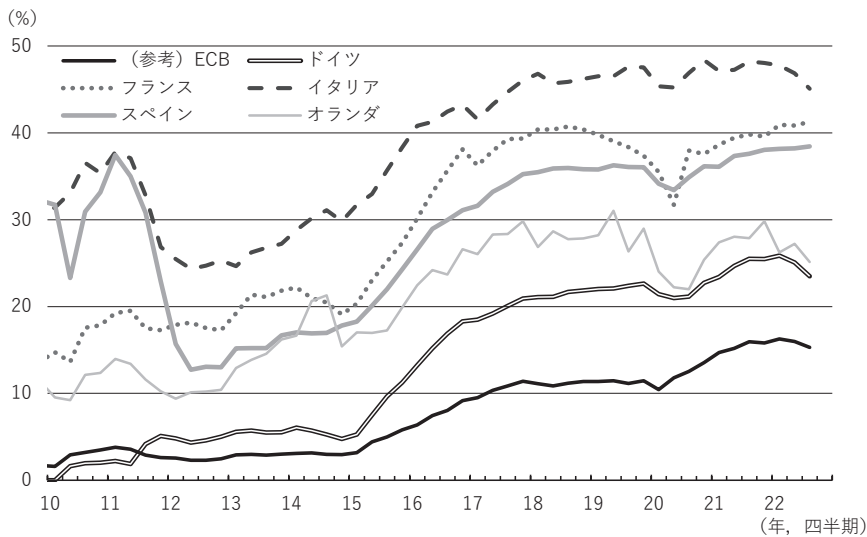
14 “BOE to Take Historic Step in Unwinding £838 Billion Stimulus,” *Bloomberg*, November 1st, 2022.

15 “Higher Interest Rates Fuel Losses at the Federal Reserve,” *The Wall Street Journal*, November 1st, 2022.

16 「各国中銀によるユーロシステムにおける会計及び財務報告に関する法的枠組みに関するガイドライン（ECB/2016/34）」の第9条第2項及びANNEX IVの7.1、そしてその修正版（ECB/2021/51）を参照すると、金融政策の目的で保有する証券（Securities held for monetary purpose）に関する会計処理は時価（market value）か減損処理（cost subject to impairment）という規定がある。

17 FRBの場合、純損失が生じた場合はそれを繰延資産（deferred asset）に計上し、将来的にFRBの収益が回復した際に、その収益とオフセットする仕組みとなっている（Carpenter *et al.*, 2015）。なお損失が生じれば、国庫への納付金はゼロになる。他方で英BOEの場合、資産購入はBOEの子会社である資産購入ファシリティ（APF）が金融資産を購入しており、利益や損失はBOEではなく財務省に帰属する（斎藤, 2019）。スウェーデン中銀（リクスバンク）の場合、中銀法第10章第4条の規定によると、損失が生じた場合は、準備金勘定の一科目である5億スウェーデンクローナの「準備基金」を取り崩す。そして純利益に復した際、その少なくとも10%を準備金勘定が5億スウェーデンクローナに回復するまで積み上げるとされている。

図表7 各国中銀の総資産に占める国債の割合



(注) ECBは単体ベース
(出所) ECB

のため、PSPPで損失が生じた場合は、その80%をその国の中銀が享受ないしは負担するように設計されている。つまりPSPPの下でイタリア中銀が購入する国債の8割はイタリア国債であるが、そこから生じた損失に関しては、その100%をイタリア中銀が負担する。

一方で、残りの2割のうち、一定割合がEU機関債であり、残りがリスクの共有分となる。すなわち、2016年4月より2割のうち10%がEU機関債であり、残りの10%がリスクの共有分となっている¹⁸。それらの費用負担に関しても、各国中銀がキャピタルキーに応じて負担することになる。したがって、イタリア国債で損失が生じた場合、そのほとんどを負担するのはイタリア中銀となるため、ドイツやフランスといった他のユーロ圏の中銀から所得移転は生じない仕組みとなっている。

しかしこのことは、言い換えれば、金利の上

昇幅が大きい国の中銀ほど、保有する国債の価格が下落するため、国庫納付金が減少するのみならず、場合によっては多額の損失が生じる可能性があることを意味する。当然、信用リスクを抱えているイタリアに代表される重債務国ほど、中銀のバランスシートに占める保有国債の割合も高いため、金利の上昇に伴い、中銀及び政府の損失負担が増える可能性が高くなる(図表7)。

なおECB(ユーロシステム)は、2022年に2004年(▲16億3,600万ユーロ、対GDP比で▲0.02%)以来となる純損失に陥る公算が大きい。ECBの2021年の純利益は1億9,200万ユーロと、前年の16億4,300万ユーロから88.3%減少した¹⁹。その主因は非金利損益(金融市場調節に伴う損益及び保有資産の評価損益、引当金の繰入額と戻入益の相殺)が2億6,800億ユーロの黒字から7億4,900万ユーロの赤字に転じ

18 当初はEU機関債が8%、残りの12%がリスク共有分であった(Altavilla et al, 2015, p.44)。

19 ECBの財務データの出所は全てAnnual Accounts of ECB 2021。

たことにあるが、特に保有資産の損失が1,500万ユーロから1億3,300万ユーロに拡大した。

保有資産の損失が増加した理由は、金利の上昇に伴って保有する公社債の評価損が膨らんだためと考えられるが、この流れは利上げが進んだ2022年に一段と強まっているため、それがECBの利益を圧迫し、純損失につながる可能性が高いと推測される。

5. まとめに代えて～改めて問われる ECB の量的引き締め戦略

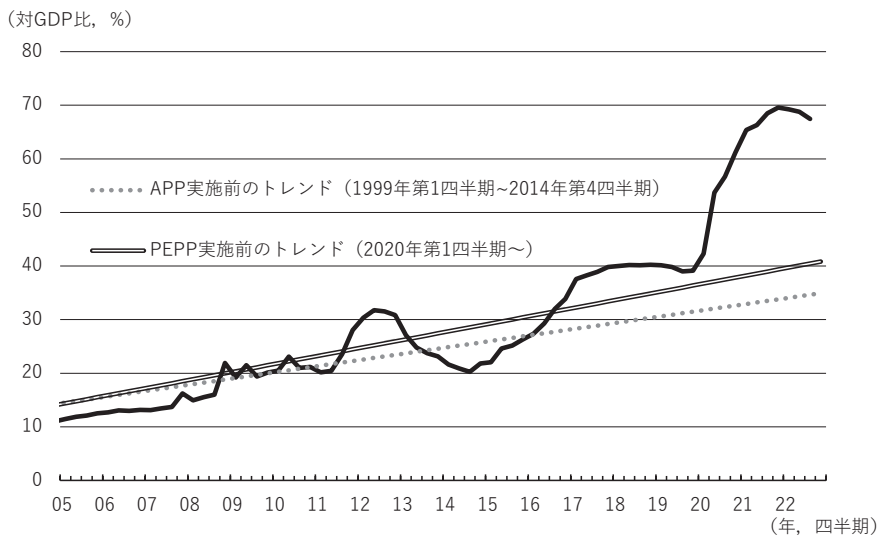
主要中銀が非伝統的手段としての資産購入策を採用したのは、2008年秋に生じた世界金融危機以降のことである。この異例の金融緩和策からの出口戦略については、各中銀ともに慎重を期しており、基本的には再投資政策を堅持してきた。最も量的引き締めを先行させて米FRB

でさえ、再投資の段階的な減額（2017年10月から2019年7月まで）というかたちを採用した。

しかしながら、歴史的な高インフレを受けて、BOEは保有資産を金融市場で売却するという踏み込んだ量的引き締め策を採用するに至った。そのBOE（正しくは傘下の子会社であるAPF（Asset Purchase Facility）は英国の金融資産だけを購入している。またFRBも、今後は国債や不動産担保証券（MBS）の売却に臨むかもしれないが、FRBが購入してきたのもまた米国の国債とMBSだけである。一方で、ECBもまた2023年3月より量的引き締めの流れに加わるわけだが、ECB（正しくはユーロシステム）の場合、経済の基礎的条件が異なる19ヶ国²⁰の金融資産を購入してきたという特殊な経緯がある。

ECBは経済の基礎的条件が異なる19ヶ国の金融の安定を図るという宿命を持つ。したがっ

図表8 ユーロシステムのバランスシートの適正水準



(注) 名目GDPは4四半期後方移動累積ベース

(出所) ECB, ユーロスタット

20 2023年1月よりクロアチアがユーロを導入することで、20ヶ国体制となった。

て ECB には、FRB や BOE 以上に、慎重な量的引き締め戦略が求められる。それでは ECB (ユーロシステム) は、そのバランスシートをいったいどの程度まで圧縮すべきなのであろうか。一つのベンチマークとなるのが、資産購入の開始前のトレンドまでバランスシートの規模を圧縮することかもしれない。2022年時点で、ECB の総資産の規模は名目 GDP (域内総生産) の70%程度である。仮に PEPP を実施しなければ、ECB のバランスシートの規模は名目 GDP の40%程度だったと考えられる。さらに APP 実施前のトレンドに基づけば、ECB のバランスシートの規模は足元で名目 GDP の35%程度だったと想定される。

とはいえ、ECB (ユーロシステム) のバランスシートを名目 GDP の40%前後まで圧縮させることについて、何か明確な経済合理性があるわけではない。また圧縮していく過程で、キャピタルキーを厳守するなど各国への公平性を担保することが、ユーロ圏ひいては欧州の金融の安定化につながるかも、また定かではない。ECB は量的引き締め期における金融安定の手段として、PEPP の再投資を弾力化すると公言したわけだが、このことはいみじくも、各国の公平性を担保することが欧州の金融の安定につながるわけではない事実を端的に物語っている。

量的緩和に代表される資産購入策を採用したいずれの中銀も、その出口戦略に当たっては、国債に代表される金融資産をどの程度の規模まで圧縮するか、またその際にどの程度の速度でそれを行うかという共通の課題に直面する。加えて ECB の場合、どの国の金融資産の保有を削減するか、あるいは再投資を優先するか、という現実的かつ宿命的な課題も有している。

ECB の量的引き締め策は、他の中銀以上に、その戦略・戦術に緻密さと臨機応変さが求められるといえよう。

参 考 文 献

- 唐鎌大輔 [2020] 「コラム：ECB バズーカ砲、「影の政策金利」で威力絶大に」ロイター通信『為替フォーラム』(2020年6月29日付)。
- 斉藤美彦 [2019] 「量的緩和とイングランド銀行財務」『証券経済研究』第106号 (2019.6), pp.1-17。
- 茂野正史 [2022] 「ユーロ圏における国債利回りの域内格差と ECB の対応」『マンスリー・トピックス (最近の経済指標の背景解説)』第69号 (令和4年10月20日付)。
- 土田陽介 [2019] 「イタリアの銀行危機対応策の展開とその問題点」『日本 EU 学会年報』2019巻 (2019) 39号, 105-125頁。
- [2020] 「コロナ禍を受けた ECB による金融緩和の論点整理」『証券経済研究』第112号 (2020.12), 97-112頁。
- Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni and Roberto Motto [2015] “Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area,” *ECB Working Paper Series*, No 1864, November 2015.
- Carpenter, Seth, Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Daniel Quinn and Alexander Boote [2015] “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A Primer and Projections,” *International Journal of Central Banking*, Vol.11, No.2, pp.237-283.
- Claeys, Grégory, Maria Demertzis and Lionel Guetta-Jeanrenaud [2022] “Fragmentation Risk in the Euro Area: No Easy Way Out for the European Central Bank,” *European Parliament Monetary Dialogue Papers*, June 2022.
- Benigno, Pierpaolo, Paolo Canofari, Giovanni di Bar-

tolomeo and Marcello Messeri [2022] “Stagflation and Fragmentation: The Euro Area at the Cross Road,” in *10 Years After “Whatever It Takes” : Fragmentation Risk in the Current Context*, European Parliament Compilation of Papers Monetary Dialogue Papers June 2022

Blanchard, Olivier [2020] “Italy, The ECB, and The Need to Avoid Another Euro Crisis”, in Baldwin Richard and Beatrice Weder di Mauro

eds., *Mitigating The COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, a *VoxEU.org eBook*, 18th March, CEPR Press.

Perotti, Roberto [2020] “The European Response to The COVID-19 Crisis: A Pragmatic Proposal to Break The Impasse.” *VoxEU Columns*, 21st April 2020.

(三菱UFJリサーチ & コンサルティング(株)
副主任研究員)