

2020年11月30日

経済レポート

ECB の国債購入策が持つ課題

～実質的な財政ファイナンスを放置していいのか

調査部 副主任研究員 土田 陽介

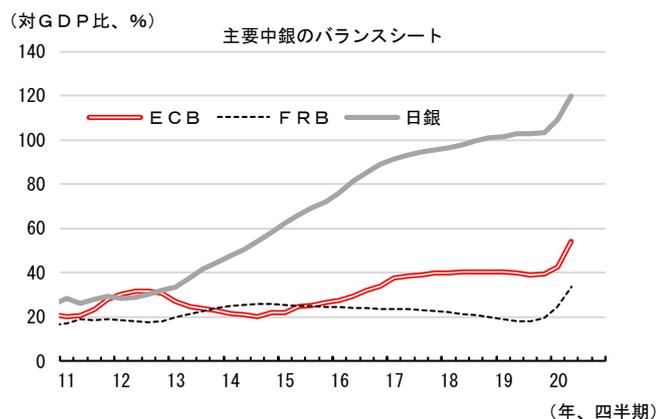
- 欧州中銀(ECB)による大規模なパンデミック対応が欧州発の金融危機の波を食い止めたことに疑いの余地はない。ただこうした巨額の資産購入を推し進めたことで、ECB の資産購入策が抱えていた問題点、つまり実質的な財政ファイナンスが一段と深刻化したきらいは否めない。
- パンデミックという異常な経済環境を考慮すれば、財政ファイナンスの構図が強まることには致し方のない側面もある。問題は、こうしたアブノーマルな状況がいつまで続くのかということである。今回のパンデミックをきっかけに、通貨の暴落リスクや物価の急騰リスクを伴う財政ファイナンスを「なし崩し的」に正当化することが許されてしまっていないのだろうか。
- 財政ファイナンス自体が問題を抱えているわけだが、その程度にも加盟国間でバラツキがあるという点は、ECB の資産購入策が抱える特有の問題といえる。財政ファイナンスの程度という点では日本の方がはるかに深刻であるが、欧州のような複雑な問題は抱えていない。またこの問題は、ECB が将来的にバランスシートの縮小を推し進めるうえでも大きなネックとなる。
- 新型コロナウイルスの感染拡大はまだ収束の兆しが見えず、脆弱な経済環境の下で各国とも中銀による追加の資産購入は免れない状況にあるが、ECB の場合、その主役は間違いなく国債となる。パンデミック対応の名の下に財政ファイナンスが正当化されるようなムードが蔓延しているが、その常態化は本来なら財政規律の弛緩や通貨の暴落につながる。追加緩和の「のりしろ」を作るためにも、今一度、正常化の議論の必要性を認識すべきではないだろうか。

1. バランスシートが膨張したECB

新型コロナウイルスの世界的な感染の拡大（パンデミック）に伴う金融市場の大混乱を受けて、主要国の中央銀行は相次いで金融緩和を強化したが、その軸となったのが資産購入策（量的緩和策）であった。その結果、主要国の中銀のバランスシートは2020年に入って軒並み大きく膨らんだことが図表1の動きから確認できる。

ECBの場合、従来から資産購入プログラム（APP）という資産購入策を実施していたが、パンデミックを受けてこれを強化するとともに、新たにパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）と呼ばれる危機対応策を実施した。図表2で整理したように、事実上のイタリア救済策として実施されたPEPPは、キャピタルキー（ユーロ圏19ヶ国の中銀のECBへの出資額に応じて各国の国債を購入する指針）や33%ルール（一発行体の一銘柄の購入額を発行残高の33%までとする自主規制）といったAPPに課された規制を回避するように設計された。

図表1. 各国中銀はバランスシートを拡大



(出所) 米商務省経済分析局 (BEA)、米連銀 (FRB)、欧州連合統計局、欧州中銀 (ECB)、内閣府、日銀

図表2. APPとPEPPの関係

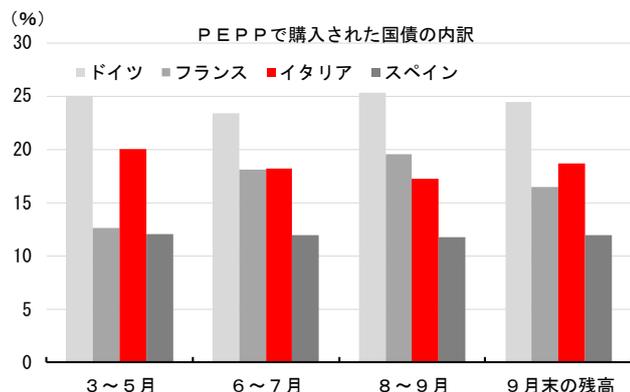
	APP	PEPP
概要	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015年3月～2018年12月まで第一弾を実施 ● 2019年11月～現在まで第二弾を実施、月額2百億ユーロの債券購入 ● 危機対応として2020年末まで1200億ユーロの追加購入 	<ul style="list-style-type: none"> ● 危機対応として2020年3～12月に7500億ユーロの資産購入を実施（事実上のイタリア救済策） ● 2020年6月に6000億ユーロの追加購入を発表、期間も2021年6月まで延長（景気刺激策に転換）
累積購入額 (20年9月)	● 約24兆ユーロ	● 約5兆ユーロ
特徴	● 財政ファイナンスを回避するための自主規制を導入（キャピタルキーや33%ルールなど）	● 弾力的な資産購入のためにAPPで定めた自主規制を事実上撤廃

(出所) ECB

実際にECBは、図表3で確認できるようにPEPPでキャピタルキーを上回る規模のイタリア国債を購入し、同国の信用不安の鎮静化に努めた。その結果、急上昇していたイタリア国債（図表4）の金利は低下に転じた。一定の効果を得たことからECBは、2020年6月の理事会でPEPPの性格を従来のAPPと同様に物価安定策（≒景気刺激策）に再整理した。この決定前後よりECBはPEPPでもAPPに課した自主規制に準拠した国債の購入に努めており、少なくとも国債の購入に関していえば、APPとPEPPの本質的な違いはなくなって一体化したといえるだろう。

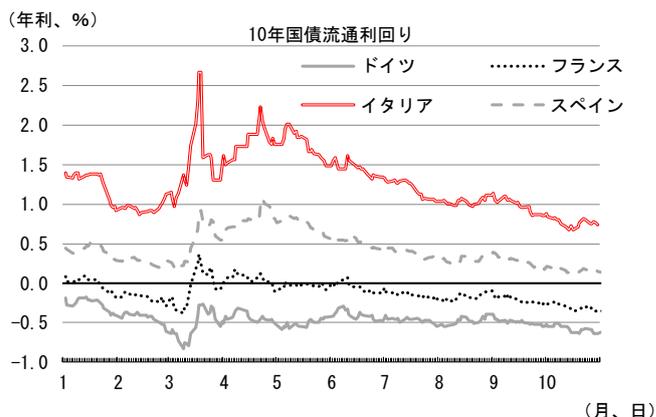
ECBによる大規模なパンデミック対応が欧州発の金融危機の波を食い止めたことに疑いの余地はない。ただこうした巨額の資産購入を推し進めたことで、ECBによる「財政ファイナンス」の問題が深刻化したきらいは否めない。

図表3. 春先にイタリア債の国債購入を優先



(注) キャピタルキーに従えばドイツ債の次にフランス債が購入されなければならない
(出所) ECB

図表4. イタリア債の金利は安定へ



(出所) 各国中央銀行

2. 一段と進んだ「財政ファイナンス」

パンデミックを受けた中銀による資産購入の拡大は、政府財政の悪化と表裏一体の関係にある。欧州のみならず、パンデミックに伴う景気の悪化で各国政府は経済対策を強化せざるを得なくなった。その際、各国政府は国債の増発を余儀なくされたが、その消化を支えたのが中銀による国債購入（資産購入）の拡大であった。

ポリシーミックスの観点から評価すれば、景気が悪化する局面での財政の拡大と金融の緩和は当然の組み合わせとなる。とはいえ中銀による国債の購入は、いわゆる「財政ファイナンス」に相当する行為である。本来、財政ファイナンスは中銀が国債を発行市場で直接引き受けることを意味し、通貨価値の毀損につながるためご法度とされる。EUの憲法でもこの行為は明確に禁止されており、ECBの国債購入も発行市場ではなく「流通市場」で行われている。しかしながら流通市場での購入とはいえ、実態としては限りなく財政ファイナンスに近いスキームといわざるをえない。

図表5は発行済み国債の中銀保有比率の推移を比較したものだが、2015年3月の資産（国債）購入の開始を受けて各国の中銀保有比率は軒並み上昇した。その後は国債購入が停止されたため同比率はわずかに低下したが、20年3月の危機対応に伴い再び緩やかな上昇トレンドに転じた。巨額の国債購入にもかかわらず中銀保有比率は一見するとそれほど上昇しなかったが、この間に景気悪化を受けて各国とも国債を増発しており、同時に中銀による国債保有額自体も増加しているため、財政ファイナンスの色彩は着実に強まっている（図表6）。

パンデミックという異常な経済環境を考慮すれば、財政ファイナンスの構図が強まることには致し方のない側面もある。問題は、こうしたアブノーマルな状況がいつまで続くのかということである。

今回のパンデミックをきっかけに、通貨の暴落リスクや物価の急騰リスクを伴う財政ファイナンスを「なし崩し的」に正当化することが許されてしまっているのだろうか。

図表5. 強まるECBの財政ファイナンス

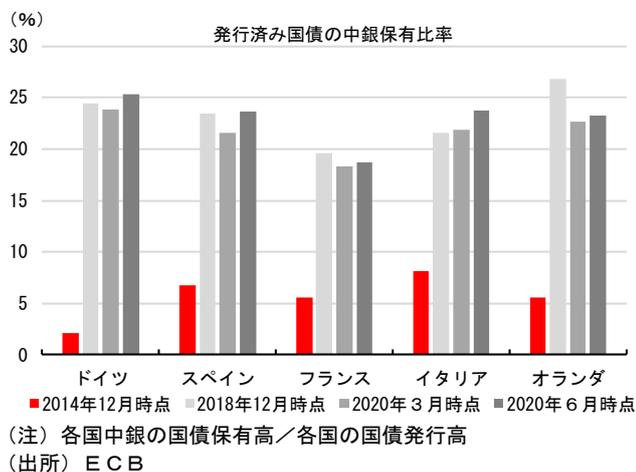
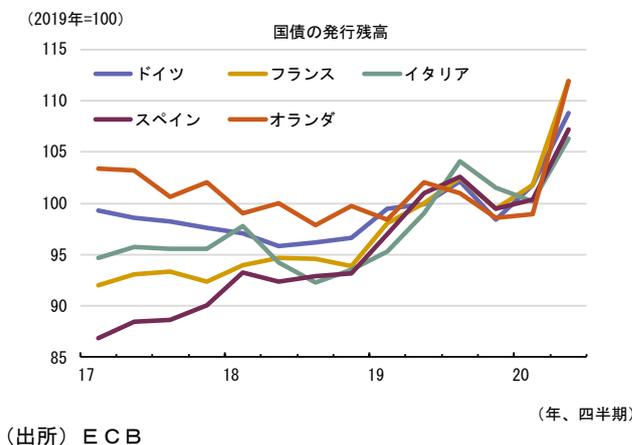


図6. コロナ禍で各国は国債を増発



なおECBによる国債の購入は、米連銀（FRB）や日銀と異なり、ユーロ圏に加盟する各国の中銀が主に自国の国債を購入することに特徴がある。つまりECB（および他の中銀）が特定の国の財政ファイナンスに加担しないための制度設計が表向きなされており、イタリアを例にとれば、イタリア国債を主に購入するのはイタリア中銀であるため、国債の評価損が生じた場合にそのほとんどを負担するのもイタリア中銀という仕組みになっている。つまりドイツ連銀はイタリア国債を購入しないことから、その価格低下で生じるコストを負担することはない。

とはいえ、実際にイタリア国債の価格が暴落して、欧州で金融危機が生じると警戒される事態になれば、ドイツ連銀もECBと一体になって追加的な費用負担を迫られることになるだろう。結局のところ、自らの悪影響を被る危機的な局面になれば、ドイツ連銀や他のユーロ圏の中銀も何らかのかたちでコストを払うことになる。最終的には救済されるはずだという期待がイタリアに生まれれば、財政健全化に向けた機運が弱まってしまうかもしれない。同様の問題を抱えるスペインやギリシャといった重債務国にもそうした期待が生まれ、財政運営が弛緩し続けると考えられる。

結局のところ、ECBによる実質的な財政ファイナンスは重債務国に対して強く働くことになる。財政ファイナンス自体が問題を抱えているわけだが、その程度にも加盟国間でバラツキがあるという点は、ECBの資産購入策が抱える特有の問題といえる。実質的な財政ファイナンスの程度という点では日本の方がはるかに深刻であるが、欧州のような複雑な問題は抱えていない。

3. 遠のくバランスシートの縮小

またECBがパンデミック対応で資産購入を強化した結果、政策金利の操作による伝統的な金融政策への回帰を模索する動き、いわゆる「出口戦略」が一段と困難になってしまった。

ECBは2018年12月に前回の資産購入を終えたが、その際の「出口戦略」のイメージとして、バランスシートの縮小と同時に政策金利を引き上げるという順序を示していた。金利の引き上げと同様にバランスシートの縮小は、金融市場を不安定化させないために慎重に行われる必要がある。具体的には金融資産（特に国債）の満期償還を待つかたちで、ソフトランディングを図る必要がある。

バランスシートの縮小は実質的な財政ファイナンスの度合いを緩和することを意味し、また次期の緩和に備えた「のりしろ」を作ることにもつながる。しかしながら景気対策として2019年11月に資産購入を再開したことで、ECBの出口戦略は見直しを余儀なくされた。さらにパンデミックを受けてECBが資産購入を過去にない規模にまで膨らませた結果、バランスシートの縮小の道のりはますます遠のいてしまった。

ECBは現状、少なくとも2022年末まで償還分の資産と同額の金融資産に再投資を行い、バランスシートの規模を維持する方針を示している。この時間軸に沿うなら、再投資を停止した後、ECBは手持ちの資産の満期償還に合わせたテンポでバランスシートを縮小させることになる。ECBが購入した国債の残存期間は、2020年9月時点で7年（PEPPが6.89年、APPが7.20年）程度であるため、仮に持ち切りが順調に行ったとしても、ECBが購入した国債の全てを手放すことができるのは2030年頃になる。

とはいえ、ECBが提示した時間軸に沿って2023年からバランスシートの縮小が実現できるか定かではない。なにより2022年末までにパンデミックが収束して経済環境が落ち着いている保証がない。それに2023年からバランスシートが縮小できたとしても、かつてFRBが経験したように、その後の景気動向や金融環境が変化すれば中断されることが十二分にありえる。

以上は、日米にも指摘できる出口戦略に共通する論点でもある。しかしECBの場合、戦術面で他の中銀にはない対応を迫られると考えられる。つまりECBはバランスシートを縮小する際、イタリアなど信用格差を抱える重債務国になんらかの配慮を迫られる可能性が高いということである。機械的に縮小を進めると、イタリアなどの重債務国で信用不安が強まる恐れがある。それを回避するためには、重債務国には一定の再投資を容認するといったチューニングが必要になる。しかし他のユーロ圏諸国との公平性を重視するなら、そうした特例は認めるべきではないのだろう。

こうした論点もまた、財政が統合されていない19ヶ国の金融政策を一定に担うECBに課された特有の 이슈である。むしろパンデミックを受けて資産購入が増額されて出口が遠のいたことで、この問題は一段と複雑化したといえるかもしれない。

4. 軽視されるべきではない正常化の議論

ECBの危機対応は大きな成果を上げたが、同時に資産購入が持つ実質的な「財政ファイナンス」という問題点をより深刻なものにさせてしまった。ECBは2020年12月10日に予定されている理事会で追加金融緩和を確約しており、その主役を担うのは間違いなく資産購入の増額となる。金融機関の収益を損なうマイナス金利政策の限界が叫ばれている折、今後も資産購入、特に国債の購入が主軸となるだろう。

追加緩和をすればするほど、出口はますます遠くなる。それに追加緩和の手段も限られることになる。なおECBは国債だけではなく、一部の高格付け社債やコマーシャルペーパーなども購入し、企業の資金繰りも支援している。追加緩和の手段として、こうしたリスク資産を買い増すことも考えられるが、保守的な組織であるべき中銀にとってその選択は極めて慎重に行われるべきである。

日銀のように上場投資信託（ETF）を購入する可能性もあるが、ハードルは高いだろう。国債であれば経済規模に応じたウェイトをかけることで公平性が担保できるが、株式の場合、19ヶ国の上場企業を全て網羅したようなインデックスは今のところ存在しない。また存在したとしても、特定の国の特定の企業に資金の供給が偏ることは免れないだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大はまだ収束の兆しが見えず、脆弱な経済環境の下で、各国とも中銀による追加の資産購入は免れない状況にあるが、その主役はECBの場合は間違いなく国債となる。パンデミック対応の名の下に財政ファイナンスが正当化されるようなムードが蔓延しているが、その常態化は本来なら財政規律の弛緩や通貨の暴落につながる。追加緩和の「のり代」を作るためにも、今一度、正常化の議論の必要性を認識すべきではないだろうか。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。