



欧州中銀による 金融政策の論点整理

土田 陽介

三菱UFJリサーチ & コンサルティング 調査部 副主任研究員

1. パンデミック対応の変遷

新型コロナウイルスの世界的な流行（パンデミック）を受けて、他の中銀と同様に欧州中銀（ECB）は金融緩和を強化した。いくつかの手段を組み合わせることで金融緩和を強化したわけだが、その主なツールは資産購入であった。すなわち、景気刺激の観点から先行して実施されていた資産購入プログラム（APP）を増額し、新たにパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を追加した。当時はイタリアの長期金利が急騰、信用危機を目前としており⁽¹⁾、その救済が喫緊の課題であった（Blanchard（2020）、Perotti（2020））。

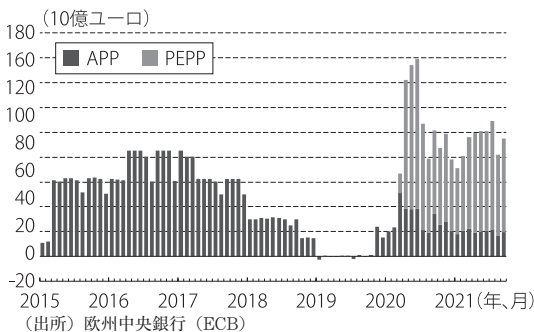
そのためPEPPでは、APPで定められた各種の自主規制、例えば国債の購入にあたるキャピタルキー（各国中銀のECBへの出資割合）や33%ルール⁽²⁾、適格担保要件⁽³⁾などが適用されなかった。キャピタルキーを不適用としたことで、ECBはPEPPを通じて多額のイタリア国債を購入し、同国の長期金利の急騰を抑制することに成功した。また適格担保要件を廃止したことで、ECBはそれまでAPPの購入対象外としていたギリシャ国債を購入し、イタリア発の信用不安がギリシャに伝播する

ことを防いだ。

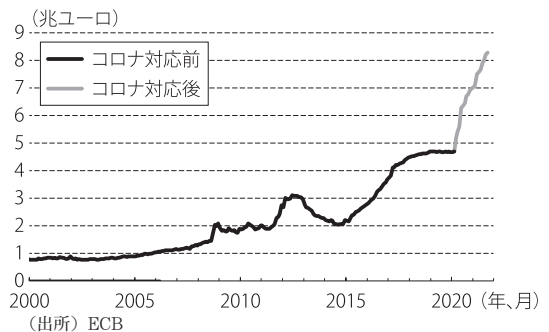
PEPPはその後、2020年6月と10月の二回にわたり強化され、購入枠は総額で1兆8,500億ユーロまで増額、また期間も22年3月までに延長された。さらに満期償還分の再投資期間も23年末までに延長された。この間、月次の資産購入額は時々の経済金融状況に応じて臨機応変に調整されてきた（図表1）。例えばイタリア発の欧州信用危機が懸念された20年4～6月期は月間の購入額は1,200億ユーロを超えたが、7月以降は800億ユーロ程度まで減額された。また長期金利の上昇が警戒された21年4～6月期には1,000億ユーロ程度にまで増額された。

一連の資産購入の結果、ECBのバランスシートは8兆ユーロを超え、危機前からほぼ倍増した（図表2）。同時に、各国中銀を通じたECBによる各国の国債消化率は軒並み上昇した。図表3はユーロ圏主要5ヵ国の中銀による国債消化率の推移であるが、とりわけドイツ（33.0%）やオランダ（32.5%）は本来なら33%ルールに抵触するレベルにまで達している。こうした状況は財政の弛緩を呼ぶだけであると、2021年末で退任するドイツ連銀のイエンス・バイトマン（Jens Weidmann）総

図表1 ECBによる資産購入の推移



図表2 ECBのバランスシート



裁はそのタカ派的な立場から一貫して手厳しく批判してきた。

2. 物価上昇に対する懸念

PEPPは危機対応策である以上、危機が収束すれば終わりを迎える。2021年に入ると、景気の急速な回復を受けて米連銀（FRB）が資産購入の段階的減額（テーパリング）に着手するという観測が高まり、実際に11月の連邦公開市場委員会（FOMC）で月内のテーパリング着手が決定した。欧州景気もまた、新型コロナの感染拡大が落ち着いたことを受けて2021年4～6月から本格的な回復軌道に乗った。一方で、同年10月の消費者物価（速報値）が前年比4.1%上昇と13年ぶりの高水準となるなどインフレの加速が鮮明となり、ECBもPEPPの手仕舞いに向かうという観測が強まるようになった（図表4）。

欧州でインフレが加速した背景には、何よりもまず急速な景気の回復がある⁽⁴⁾。欧州では2020年10～12月期から21年1～3月期にかけて新型コロナウイルスの感染者数が急増し、行動制限が強化された。このことで抑圧された需要が4～6月期の行動制限の緩和によって爆発し、需要面から物価を押し上げるドライバーとなった。他方で、供給不足が深刻化したこともインフレの加速につながった。とりわけ深刻なのが、半導体不足と電力不足である。それぞれが産業のコメや血液と称されるように、半導体と電力の不足は経済活動を広範にわたって制約することになった。

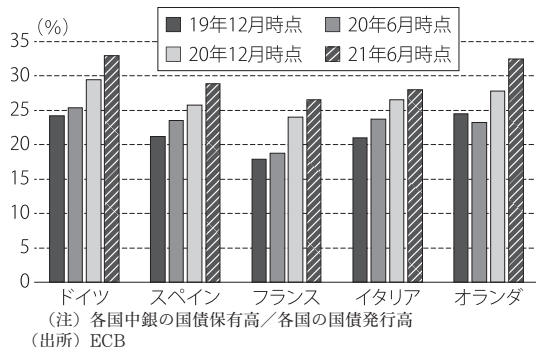
欧州の場合、とりわけ電力不足に関しては、自らが歩もうとしている脱炭素化の流れと強

く関係している。脱炭素化に注力する欧州連合（EU）は、戦略的に再生可能エネルギーの導入を進めるとともに、火力発電を行うにしても温室効果ガスの排出が少ない天然ガスの利用に傾斜してきた。しかし悪天候に伴いバルト海の風力発電が不調となり、発電量が不足した。さらにロシアからの天然ガス供給プロジェクト（ノルドストリーム2）の稼働が遅れ、想定よりも天然ガスの供給量が絞られた。さらに2021年に入って排出権の取引制度であるEU ETSで排出権の価格が高騰したことも、天然ガス需要を刺激した⁽⁵⁾。

供給不足、つまり負の供給ショックが意識される中で需要を刺激し続けると、当然ながらインフレはどんどん加速する。その後で需要を抑制しようと財政・金融政策を引き締めると、景気の停滞と物価の高進が併存する事態、つまりスタグフレーションに陥る。スタグフレーションに陥った場合、マクロ的な財政・金融政策でそれを脱することが非常に困難であることは、1960～70年代の欧州経済の経験から明らかである。スタグフレーションに陥る前に金融緩和の回収に着手したいというのは、中銀としての責務に照らせば至極当然の判断と言えよう。

そもそもECBは2021年7月に今後の金融政策運営方針を示す『戦略レビュー』を公表した際に、中長期的に2%かそれを下回るとしていた従来の物価目標を、一時的に2%を上回る事態を容認すると修正した。この見直しにはクリスティヌ・ラガルド（Christine Lagarde）総裁のハト派志向が強く反映されている。その後もECB高官は一律に物価上昇の加速は一時的な現象であるという見解を示し⁽⁶⁾、金融市場で高まるECBの金融緩和早期修正観測に対してけん制を行ってきた。

図表3 各国中銀による国債消化比率



図表4 ユーロ圏の消費者物価



3. ECBは12月理事会でPEPP終了を議論

こうした中でECBは2021年10月28日に政策理事会を開催、PEPPなど既往の金融緩和パッケージを据え置いた。ECBのラガルド総裁は、足元のインフレの加速は一過性の現象であるという見解を改めて表明する一方で、PEPPの今後の運用について12月16日の理事会で議論すると発表した。同時に、ラガルド総裁は個人的見解としながらも、PEPPは予定通り22年3月で新規の購入を終了し、満期償還分の資産の再投資のプロセスに入るのが望ましいとの考え方を表明した。

2021年9月にPEPPで購入された資産の額は約800億ユーロである。この規模を1～3月期に一気に縮小すれば金融市場に動揺を与えかねず、ハト派のラガルド総裁がそうした手段を取るとは考えにくい。現実的な手段はPEPPの縮小と同時に通常の資産購入プログラムであるAPPを時限的に拡大させることにある。現在APPは期限を定めないオープンエンド型で実施されており、このプログラムの下で月額200億ユーロの金融資産が購入されている。これをPEPPの終了と同時に、一年などの期間に限定して月当たりの購入額を200～400億ユーロ程度増額する。

上記の様な調整を行ったうえでテーパリングを行うようなオペレーションが理想的だろう。このようにAPPを時限的に拡大する場合、重要なのは、APPを拡充する場合、従来の資産購入で課した自主規制をPEPPと同様に緩和することだろう。キャピタルキーや33%ルールの緩和は、仮にイタリアの様な問題国が出た場合に、弾力的な資産購入を可能にする。適格担保要件の緩和は、ギリシャの金利が急騰する事態を防ぐことにつながる。いずれも金融市場の動揺を鎮めるためには不可欠な対応であると言えよう。合わせて、現在23年末までとされているPEPPの再投資終了についても見直しが必要となるだろう。

いずれにせよこうしたチューニングは、年末にドイツ連銀のバイトマン総裁が退任することで、ラガルド総裁を中心とするハト派のECB執行部がやり易くなると考えられる。バ

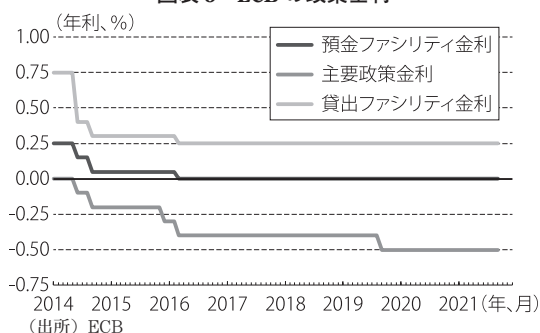
イトマン総裁はタカ派の論客であり、ECBによる資産購入に対して一貫して否定的な見解を示してきた。任期を5年余り残しての辞任劇は、ECBの他のボードメンバーとの金融政策を巡るスタンスの対立が引き金になったとも噂されている。後任のドイツ連銀総裁もまたタカ派であろうが、バイトマン総裁ほどの論客などそうはいない。

4. マイナス金利政策との兼ね合い

金融市場では、インフレ加速を受けてECBが利上げを前倒して行うという観測も強まった。しかしながら、こうした見方もまたオーバーシュートしたものだと言わざるを得ない。過去のFRBの経験に基づいても、最初に実施されるべきは資産購入の停止であり、利上げはその後のことである。英国のイングランド銀行(BOE)が2021年11月4日の金融政策委員会(MPC)で0.1%で据え置かれていた政策金利を引き上げると金融市場は織り込んでいたが、結局利上げは見送られた。そのFRBやBOEの政策金利はプラス圏にあるが、ECBはいわゆるマイナス金利政策を採用しており、利上げに関してはさらにハードルが高い。

ECBは2014年6月、景気刺激の観点からマイナス金利政策を導入した(図表5)。ECBは3つある政策金利のうち、政策金利の下限をなす預金ファシリティ金利(金融機関がECBに預金をする際に適用される金利)をマイナス圏に引き下げた。現在預金金利は▲0.5%まで引き下げられており、ユーロ圏の銀行間金利(EONIA)の事実上のアンカーとなっている。またマイナス金利政策に伴い金融機関の収益が悪化したことから、ECBが景気刺激の観点

図表5 ECBの政策金利



から APP を再導入した 2019 年 11 月に、マイナス金利は事実上「二層化」されている。

マイナス金利の解除に関しては、スウェーデンの中央銀行であるリクスバンクがコロナ禍の 2019 年 12 月に ECB に先行して解除を果たしている。当時は住宅価格の騰勢が意識されており、利上げは妥当な判断であったが、マイナス金利の解除に際してリクスバンクは金融市場との間で慎重なコミュニケーションに努めた。直後に新型コロナの感染が拡大したが、リクスバンクは金融緩和の手段として資産購入の増額を選択し、マイナス金利の再導入は回避している。解除までの道のりを考慮すると、マイナス金利の再導入は資産購入の増額に比べるとハードルが高いということなのだろう。

金融市場では ECB が 2022 年にも利上げを行うという見方を強めたが、マイナス金利をたんに引き上げただけで高インフレをどの程度抑制できるのか定かではない。それに、主要金利や政策金利の上限である貸出金利との兼ね合いもある。政策金利が事実上一つしか存在しない FRB (FF レート) や BOE (バンクレート) とは異なり、ECB の場合、利上げはより複合的な観点から行われることになる。金融市場で広がった ECB の早期利上げ観測は、ECB が抱える特殊性を十分に考慮に入れたものとは言えない。

ECB が 2022 年 3 月の PEPP 終了と同時に APP を増額しないというタカ派的な選択を取らない限り、ECB の早期利上げは実現しないだろう。利上げをするにしてもマイナス金利の解消が優先されるべきであり、その着手は PEPP ないしは APP を含めた資産購入の再投資政策との兼ね合いの上で行われる。高インフレの放置も問題であるが、一方で稚拙な利上げもまた混乱を生みかねない。金融市場の早期利上げ観測は行き過ぎというべきだろう。

5. 懸念される財政統合の遅れ

他の主要中銀とは異なり、ECB はユーロ圏 19 ヶ国の中央銀行であり、その 19 ヶ国の財政は依然として統合されていない。そのため ECB は、その機能を公には否定しているものの、資

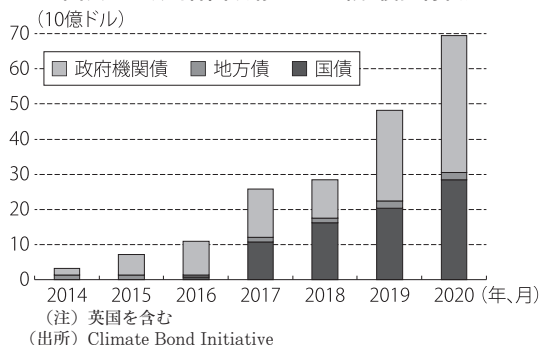
産購入という手段を通じて各国の信用格差を是正せざるを得ない立場にある。その結果、ユーロ圏の金融システムは安定化するが、一方でそのことがかえってユーロ圏各国の財政統合を遅らせている側面も看過できない。

タカ派の立場から中央銀行の責務を問い続けたドイツ連銀のバイトマン総裁の退任は、資産購入の弾力化につながると期待される。反面で、イタリアの信用危機を回避させたように、ECB が局面に応じて資産購入を強化すれば、欧州安定メカニズム (ESM) ⁽⁷⁾ のような「財政」による支援がなくとも、金融システムの秩序や通貨システムの安定が保たれることもまた明らかとなった。言い換えれば、ECB による資産購入が見込めれば、財政の統合を進める必要は必ずしもないということになる。

また ECB は、2021 年 7 月に発表した『戦略レビュー』の中で、いわゆる環境債 (グリーンボンド) を資産購入の対象にする方針を鮮明に掲げた。欧州委員会がコロナ禍で傷ついた経済の復興を促すために設立した EU 復興基金 (EU Recovery Fund) は、脱炭素化とデジタル化を二本柱に掲げ、それらに適う投資プロジェクトに対して資金を供給するものであるが、うち脱炭素化に関しては環境債を発行して資金を調達する。これとは別に、EU 各国も脱炭素化投資を積極化させており、その資金を環境債で賄っている (図表 6)。

ECB のラガルド総裁は中銀もまた環境対策に資するべきであるという強い信念を持つ。ユーロ圏共同債という形で発行される環境債を資産購入策の枠組みの中で積極的に購入することで、脱炭素化に貢献しようというわけである。しかしながら、これは本来ならば中

図表 6 欧州各国政府による環境債発行状況



銀による選択的信用割当に相当する側面が大きく、慎重な判断を要するものである。確かに環境対策は重要であるが、それ以外の政策課題、例えば貧困対策などに比べて優先されるべきかどうか定かではない。

環境対策に資する環境債を PEPP や APP の枠組みで購入するならば、それらの終了をもって環境債も購入を取りやめるのが筋だろう。とはいえ ECB は、環境対策を支援するという理由から、PEPP や APP を終えても環境債を購入し続けるかもしれない。そのことが各国政府に環境債の発行を促すことにつながるとして、そうして増発された環境債がいわゆる「グリーンウォッシュ」の性格を強める可能性も否定できない。いずれにせよ、環境対策を理由とする徒な財政拡張を促しかねない。

6. 改めて問われる財政との距離感

コロナ禍に際して ECB による果敢な資産購入がなければ、欧州は再び財政・金融危機に陥っただろう。他方で、一連の対応を通じ ECB が財政に一段と接近したことも間違いのない事実である。平時への回帰が意識される中で、そうした財政との距離感に関しては今一度問い直されるべきだと考えられる。世界的に少子高齢化が進むとともに、低成長・低インフレが常態化した中では、財政と金融が接近していくことはむしろ合理的なのかもしれない。とはいえ、そうした財政と金融の在り方に関しては、現実の追認に留まらず、冷静な議論が求められる。

それに財政と金融の接近が時代の要請であるとしても、EU の場合、それが財政統合を回避させる方向に働くリスクは看過出来ない。金融緩和は「時間を買う政策」と言われるが、その間に構造改革をなし得た経済こそ堅強となる。このことは常態化する金融緩和の中で体質改善をなし得なかった日本にとっても耳の痛い話である。しかしながら、結局のところ ECB にコストを押し付ける形で財政の統合を進めなければ、EU の構造的な脆弱性は改善されない。そうした不均衡は、間違いなく EU 経済の潜在成長率を低下させる方向に働くはずである。

《注》

- (1) 当時のジュゼッペ・コンテ (Giuseppe Conte) 首相が率いるポピュリスト左派連立政権による財政拡張路線が投資家に嫌気されたことや、金利の上昇に伴い多額の国債を保有するイタリアの銀行の経営不安に対する懸念が高まったことが、その主な背景 (土田, 2020)。
- (2) 市場における価格形成を歪ませることがないように、一発行体当たりの一発行銘柄の保有上限を残高の 33% までとするルール。
- (3) 主要格付け 4 社 (アルファベット順に DBRS, Fitch, Moody's, S&P) のうち 1 社が投資適格級 (BBB 級) 以上の格付けを与えた国債に限って、ECB の取引対象になる。
- (4) テクニカルな要因として、ドイツの付加価値税 (VAT) 引き上げがある。ドイツは新型コロナの感染拡大に伴い悪化した景気を下支えすべく、2020 年下期に VAT を 19% から 16% へと一時的に引き下げた。その水準効果が 2021 年後半のインフレ加速につながっている側面もある。
- (5) EU ETS は 2021 年より第四フェーズに入り、排出権の取引が活発化した。先高観から価格はほぼ一本調子で上昇し、2020 年の終わりには CO2 トン当たり 30 ユーロ台であったのが、2020 年 9 月には同 60 ユーロを超えるまでになった。
- (6) ガブリエル・マクルーフ愛中銀総裁のダブリン経済ワークショップでの発言 (9 月 17 日) やイグナチオ・ヴィスコ (Ignazio Visco) 伊中銀総裁の Giornate di economia "Marcello De Cecco" (10 月 2 日) での発言、イザベル・シュナーベル (Isabel Schnabel) 専務理事の ECB-Cleveland Fed Conference on "Inflation: Drivers and Dynamics" でのプレゼン (10 月 7 日) など。
- (7) 信用危機が意識された場合、ESM は発行市場で国債を買い入れることが出来る (Primary Market Purchases, PMP)。これが実行された場合、ECB は流通市場で国債を無制限に購入することが可能となる (Outright Monetary Transactions, OMT)。

《参考文献》

- 土田陽介 (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), pp. 97-112.
- 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.