解

フガルドECBの課

16年ぶり「戦略的レビュー」の方向性

2018年末で買い入れをいったん終了したものの、正常化の道筋をつけることはできず、 ることを明らかにした。新総裁の下でECBにはいかなる課題が待ち受けているのか。 月の政策委員会後の記者会見で、ECBとして16年ぶりに金融政策運営の「戦略的レビュー」を実施す を強行し、ECB内でのあつれきが深刻化した。昨年11月に就任したラガルド新ECB総裁は、 前の昨年9月には政策委員会メンバーの意見が割れる中、資産買い入れを再開するなど再度の金融緩和 ドラギ前欧州中央銀行(ECB)総裁は8年間に及ぶ任期中、欧州債務危機を巧みな手腕で切り抜け 低迷が長引いたユーロ圏経済を立て直すべく、異例の大規模な資産買い入れに踏み切った。 任期終了目 続く 12

金融政策運営の経緯

れの推移を見たものである。結果的 バランスシートの資産、 までのECBの金融政策運営に伴う 機に立て続けに見舞われることとな 政粉飾発覚を契機とする欧州債務危 った。図表ーは当時から今日に至る ックに続き翌9年秋、ギリシャの財 欧州各国は8年のリーマン・ショ 負債それぞ

の標的とされた問題国の小規模な国 グラム」(SMP)と称して、市場 債市場は機能不全に陥った。トリシ なる中、各国国債の取引は細り、国 場参加者に明確に意識されるように シェ総裁の時代。危機が徐々に深刻 債務危機の初期段階のECBはトリ 工 には3年半余りの長期に及んだ欧州 体制下のECBは「証券市場プロ し、問題国の財政破綻リスクが市

間で実施していた銀行向けの資金供 政策委員会で、かつては3カ月の期 ECBは最初の政策委員会で、政策 給 出した(図表2)のに続き、12月の 金利の0・25%幅の引き下げを打ち 営のバトンを受けたドラギ総裁の下 機の収束にはほど遠かった。 債買い入れに踏み切ったもの そうした状況で11年に金融政策運 (金融調節) 手段である「長期リ Ó 危

IJ

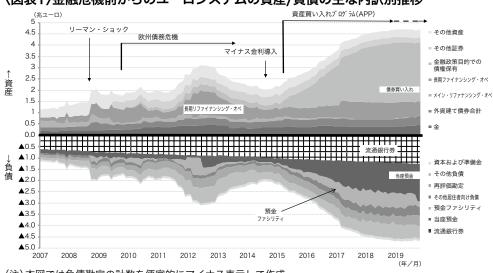
、シェ総裁時代のSMPによる国債

河村小百合日本総合研究所主席研究員 かわむら・さゆり 8年3月京

制度分科会委員をそれぞれ務め 19年から財政制度等審議会財政 から社会保障審議会委員、15年 から行政改革推進会議民間議員 大法卒、19年7月から現職。11年

当たる。しかしながら当時のECB とは決してなかった。そこには、 そうした政策を短絡的に採用するこ 機が深刻化した局面でありながらも、 は、これほどユーロ圏各国の債務危 緩和」)をまだ継続していた時期に 主要中央銀行が、自国の国債などの 度やイングランド銀行といった他 新たな政策を打ち出した。 制限で供給する、 ECBに差し入れられる限り金額無 を3年という異例の長い年限で、 ファイナンシング・オペ」(LTR 大規模な買い入れ(いわゆる「量的 ン・ショックの発生から3年が経過 した当時はくしくも、米連邦準備制

〈図表1〉金融危機前からのユーロシステムの資産/負債の主な内訳別推移



(注)本図では負債勘定の計数を便宜的にマイナス表示して作成 (出所) ECB, "Statistical Bulletin"のデータを基に日本総合研究所作成

0

バ

ラ

ン

ス

シ

1

ŀ

\$

異

例

0

61

つ 金

> n を 物 に 5

行 2度に Ź 同 唯 を引き起こし、 オ 年 屯 ル ギリ 1 わ たり 3 (債務不履 シャ 月 と 12 国債 0 月 0

う Е 5 れ 金 С В 融政 れる した反対意見も十分に踏まえた上 か ねな は、 策運営が新たな困難に見舞わ 局 面 ドイツ勢を中心とするこ 一での売却は容易 との判断 が あ では つ た。 なく、

う反省の

ほ 律 が、

か、 0

中央銀行として国債

財政規 か入

緩みにつながったと

などの債券をひとたび大規模に買

'n

てしまえば、

61

ず

n

正常化が

迫

多額の各国国

[債を

買

'n

かえってイタ

ij

アなど

る。 は 接買い入れることはし うにするという形 こととなっ る道を選択したのであ なくても間接的に各国 を手放さなくて済むよ に除くユ -入り後 対財政 Č B 々に落ち着 短 ほどなく奏功 けることで、 ら潤沢な資金供 の民間銀行 でに保有するユ こうした政策運営 玉 債 (運営を下支えす が各国国債を直 の金 1 は、 口圏各国 ギリシ 利水準 17 が E C B それ 7 Ĺ 給を ر د ۲ で、 1 は ヤ 12 0 5 口

つ

2 ンス $_{\mathrm{T}}^{\mathrm{L}}$ 米英中央銀行とは大きく異なるも 7 4 産規模が拡 n いつ 通 る。 シー Ď, 以 R 降、 中 たことが図表し O 央 14 1 に踏み切っ 銀 大する一 量 0 年にかけて急速に縮 動きはリー 的 行としてこうしたバラ 緩和 方となっ た当 踏 からも読 み切 マン 初 0 ・ シ て もくろ

資 Э 場の か、 る事 固たるスタンスを明確に発信した ドラギ総裁がユーロ防衛 時 は 12 態に陥っ ユ 年9月の政策委員会では、 1 口 瓦。 た。 解" 0 L 危 かし E C B 機まで懸念さ Eのため 0 は 市 ほ 断

が各国側 先に でキプロ 先に財政 圏の定める厳し ô を E C B 上で絶大な威 に発動するもので、 いに収束 たもの た Μ Î M Μ は、 が、 T は 標的にされた国の短・ Т 不した。 F ギリ Ó あくまで、 再建に着手することを条件 が無制限で買 スがユーロ 危機の火の手を鎮静化 から申請されることはなか 0 シャ に支援を仰ぐ局面 力を発揮した。 同 枠 それとともにEC いプロ 年夏以降、 組 の財政 み 当該国がユー 実際にその利用 圏や国際通貨 を グラムに従い い入れるオ **W**破綻 設 危機は 中期 け 人の余波 13 年 た。 する B 玉 B う あ 基 春 D $\stackrel{\cdot}{\sim}$ 債

> 0 務

口

O

として胸を張ってい 東状況こそ、 で、 る危機対応の金融政策運営とその収 、策運営の基盤を確固とするも 当 時、 ド 先行きの機動的 ラギ総裁 た。 は E C B な金 0 融

デフレ懸念で政策転

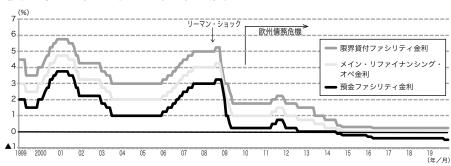
た。 をたどり、 ここで幕引きとはならなかった。 被り厳 | 圏各国 た重債務国にとりわけ顕著となっ 間 危機の収束に一 価 懸念される事態となった(図表3)。 れるなど、 ところが、 の低迷傾向は、 13年末から14年にかけてユー Ĺ 0 前年を割り 物価上昇率は低下の ζJ 異例 ·財政 デフレー 息ついたのもつ 緊縮を余儀なくさ の金融政策運 債務危機で痛 ショ 込む時期も見 ンが 深刻 途 債 手 か

バ 切 面 欧 7 n 政 Ε /規模 州債 はリー ランスシート政 までは前述のように、 策運営姿勢を大きく転換 C ることは こうした事態を深刻に受け止 しても、 В な資産買い は 務危機という厳 マン・ショックの 14 米英の 1年6月、 せず、 いわ 策」をとっていた。 入れに安易に 中央銀行のような それまでの ĺ ば E C B とし 17 「消極 した。 事態に直 みならず 的 踏 金 めた そ 融

3 小

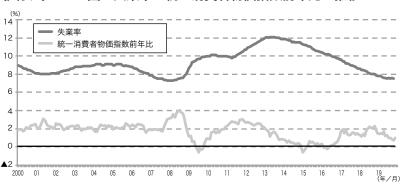
取 ĺ

〈図表2〉欧州中央銀行の政策金利の推移



(原資料)European Central Bank (出所)Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

〈図表3〉ユーロ圏の失業率と統一消費者物価指数前年比の推移



(原資料)Eurostat. (出所)Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

0 1 ドラギ体制末期の緩和再開とあつれき 口

まで減速傾向 貿易戦争が ^巻く環境はその後激変する。 圏経済の主軸であるドイツ経済 かしながら、 激化したあおりで、 が明らかになった。 ユーロ圏経済を 米中 英 ユ 取

2

年以上の任期を残しながら突然

ラウテンシュレーガ

じられている。

実際、

ドイツ出 理事はその後

身

Ε

CBの役員も含まれてい

ならずデメリットなども含めて検証 月にまずマイナス金利政策を先行 法や手順などを慎重に組み立てて のようにいきなり大規模な資産買 に着手することは避け、 い入れを先行して実施した 実際の政策運営の 効果のみ 米英日中 14 年 他 スの ステ して ら手数料を取る) 預けた当座 も含めたユーロ圏の中銀の総称) 難点である、 は、 付利を行う Ĺ ユ 導入した。 1 Ê 口 圏の民間銀行 預金などの全額にマイ CBのみならず各国 これ もので、 は E C B がユ 1 0

る。

に だ し E C B

の場合、

大規模な

銀

6 11

入れ

日

クー 1

事ら

が明らかにして

17

たもようである。

実際、

政策委員会として

「積極的なバラン

尽くした上で、

·政策」 レ理

に転じたことを、

後 61

手

銀などの金融政策運営もにらみつつ、

段階に至り、

米英中銀のみならず日

ECBとしてもこの

資

(産買

場

合

中 口

0

主要中銀の政策運営を、

しかしながら、

過した15 過準備) 18年末をもっ 模にまで買い はそれを大きく上回る5 模拡大のめどとしていたが、 時 着手当初、 る枠組みをあらかじめ確立しておく した下地を整えた上で、 意図があったものとみられる。 資産買い入れに伴って生じる最大の イナス金利 のピー 大規模な買い入れに踏み切った。 クであっ 年3月に、 0 ECBは、 の導入から半年余りが 増加をできる限り抑制す ていったん停止され 入れが続けられ 中央銀行当座預金 (民間金融機関側 た3兆叶を資産規 各国債を含む債 欧州債務危 E C B は 大規模な た後、 実際に 弱 そう の規 (超 機 経 マ か

総裁 た ど、 開 政 融 せ から▲0・5%に引き下げ) ることとなった。 スで再開 テムの導入②同11月から国 て、 緩和を決めた。 反対論が根強 などからなる、 ただし、

なき離 口 公然とメディアで多く報道されるな る預金ファシリティ金利を▲0・4 内に沈む国まで出始めた 物 b 玉 資産買い入れを月200億mのペ 会でECBは①マイナス金利幅のさ 図 うあっ り、 [催前から反対派メンバーの意見が 策スタンス転換には政策委員会の なる深掘り 価上昇率は再 25人中の少なくとも7人が反対に そうした中、 0 表 3)、 がそれらを押し切って決定した É その適用に際しての2層シス ECB内には深刻な亀裂が その中には独仏の関係 離 の可能 前年比が再びマイナス圏 そうした中でユー 脱 間 (政策金利の一つであ 19 問題も迷 び低迷基調とな 政策委員会メンバ かった中でドラギ 年9月の政策委員 性が高まっ 走 (図表4)。 こうした 宣債など 再度の金 と合わ た 口 者 時 巻 ſ 残 0 期

2020.1.9 「木】 金融財政ビジネス 第3種郵便物認可

〈図表4〉2019年10月時点のユーロ圏およびEU加盟国の消費者物価前年比の状況

2.2 2.3 2.6 2.8 2.9 3.0 3.2 4 -3 2 0.6 0.6 0.6 0.7 0.8 0.9 0.9 0.9 11 1.0 1 1-05-0.3 -0.1 0.2 0.2 0.2 0 -1 Bulgaria Sweden \Box United Kingdorr Poland Denmark Euro area France Finland Austrig Latvig Czechia Romania Lithuani Sloveni Slovaki Netherland Cuxembou

(注)〇印はユーロ圏加盟国。

(出所)Eurostat, "Annual Inflation down to 0.7% in the euro area Down to 1.1% in the EU", newsrelease, November 15 2019を基に日本総合研究所作成

〈図表5〉ECBの金融政策運営戦略の2つの要素

第1の要素	「物価の安定」をいかに	「物価安定とは、ユーロ圏の統一消費者物価指数(HICP)の前
	定義するか	年比上昇率が2%未満にとどまること、そして、そのような物
		価の安定が中期的に維持されること」(1998年政策委員会決定)
第2の要素	何に着目して物価安定	「安定志向の2本柱アプローチ(経済分析および金融分析)」
	に対するリスクの分析	(2003年5月政策委員会決定)
	を行うのか	<不採用とされた他の戦略>
		「マネタリー・ターゲティング」
		「直接的なインフレーション・ターゲティング」
		「為替レート・ターゲティング」

(出所)ECB, The Monetary Policy of the ECB 2011を基に日本総合研究所作成

での議 スを得 センサ てコン 委員会 め政策 らかじ につい て、 を経 あ

て 98 1 政策運営のスタンスは変更しな 年に設立されたECB 9 を行うことを明らかにした。 99年のユーロ導入に先駆け ECB として 今回 20年中に 「戦略的 の場合、 金融政 には金 初

的な金融 に伴 な流 済分 n 行うか 年ぶりに実施することを明らかにし れている。 れた上で、 よることが決定された。 2 「安定志向の2本柱アプロ に維持されること、 0 しは指標に着目してリスクの (図表5)。 $\bar{0}$ >前年比が2%未満の状態が中期 ーロ導入前の た。 価の安定」 戦略 ۲, れで経済分析や金融分析が行 《析と金融分析の双方に立脚する [安定とはユーロ圏の消費者物 0 3年5月の政策委員会で、 第2の ―という二つの要素があ 的 政 実際には図表6に示すよう レビュ ラ 第1の要素に関しては 策運営の方向性が決定さ 政 ガ 策委員会における最 要素 をいかに定義する ル 98年の政策委員会で ۴ と明確に定めら を03年以 新総裁は今回 に 関し この考え方 ーチ」 ても、 分析 来、 面 な 16 終 わ に 経 的 価 か

行うか づいて 略に基 なる戦 をいか 策運営

ECBの課題とわが国への

ガルド総裁はこの

「戦略的

ピ

て

あ

るほか、

ECBと時

を同

じくして

F専務理事在任中

からの持論

0

対

応の必要性は、

性を示唆している。

気候変動問 ラガルド

題

価安定」 間 候 裁 か 融 められており、 パ 低 向 か n う しも米連邦準備制度においても現在 ス な政策目標をいかに定義付けるか 以はこの ウエ !きもある。 |題なども検討の対象に含める可 一変動による経済への影響や、 が注目される。 ルに引き下げるべきだと主張する ら例えば トリア中銀のホ 、策委員会メンバーの中には、 ビューの中核になると述べてい を対象とするが、 [政策運営の目標として掲げる インフレ状態が長期化する中、 物価安定目標を現行の「2% ール議長 につい 近年の経済環境の変化を鑑み をいかに定義付け ほ か、 「1・5%」といったレ 世界的に見ても低成長 $\overline{\zeta}$ の下で同 E C B 近年の技術革新 また、 広範 ルツマン総裁のよ とりわ 様の検討が進 でも中銀 であらゆ ラガルド し直 げ 中 格差 が金 オ る問 Þ す 期 物 弱 能 総 折 る 気 0 1

7

②ユーロ圏経済のいかなる側 臨んできた。 にも公表し、 0 物 戦 ECBの金融政策 略を明確に定め、 実際の金融政策運営に 運営戦略 それを対外 には

示唆

委員長率いる欧州委員会が取

り組

体制が発足したフォ

ンデアライ

重点課題として掲げられ

本来は中銀ではなく政

府

氏

こうした状況下で後任 同 総 ことに加え、 融 記者会見で、 ユ اً 融政策を扱う政策委員会後の は就任後の12 月 12 日に 開 催さ

ラガルド新総裁が就任した。

19

年 11

月、

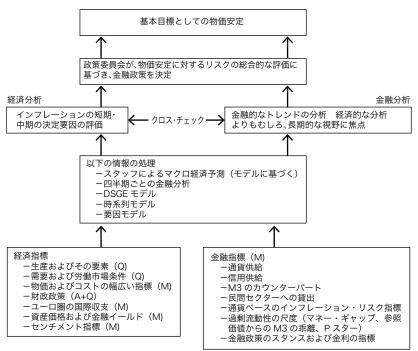
10月末をもって退任した。

れ

的

戦略的レビュー」

〈図表6〉欧州中央銀行の金融政策の運営戦略の流れ



(注)指標のアベイラビリティのうち、Aは年次、Qは四半期次、Mは月次を示す。 (出所)河村小百合『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月、p109、図 表3-2

(原資料) Philippe Moutot, Alexander Jung, and Francesco Paolo Mongelli, "The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision- Making - Selected Issues", Occasional Paper Series No.79, European Central Bank, January 2008,

日銀

〈図表7〉ECBと日銀のバランスシートの大まかな見取り図の比較 (2019年11月末時点)

ECB

約4.7兆ユーロ 総資産 約579兆円 総資産 名目GDP比 38.9%(2019/3Q) 名目GDP比 101.9%(2019/3Q) 負債 金·外貨資産 銀行券 発行銀行券 108兆円 8.477億ユーロ 1兆2,651億ユーロ うち法定準備 ユーロ圏居住者 預金10.3兆円程度 当座預金 ユーロ建て証券 (2019年8月平残) 預金ファシリティ 2兆8,393億ユーロ 1兆9,259億ユーロ . 長期国債 478.5兆円 国借 リファイナンシング・オペ 6.664億ユーロ その他 当座預金 405兆円 その他 短期国債 9.3兆円 共通担保オペ47.9兆円 その他 その他(ETF等)

(出所) ECB, Statistics Bulletin、日本銀行『金融経済統計月報』、『営業毎旬報告』の計数を 基に日本総合研究所作

7 つ か 切 標 他 動 る $\overline{2}$ た理 らな なる。 の分析が 期 定さ 経済情勢 つ 戦 任 日 61 かどうか 玉 に 田 達 る。 年 簡 略 Е 銀 11 金 前 東 で 成 てあ 設定 彦 0 融 C 0 由 n L 0 1, ま ع また、 ば 在 В 段 総 場 る、 政 が で ŋ 必要? 61 P 5 策 階 裁 退 لح は が 1 0 ば 方 運 ょ 0 H 分 適 つ 0 Ħ 行 か 61

とに 通じ じた形 融 にし 取 徐 積 人々 ŋ 政 4 て E なろう。 て、 策 強 組 に 上 運 正 で 67 む げ 常化 見 営 C Е た 戦 В ž 直 61 異 さら され す В ず 課 略 0 例 لح 中 題 る が n 0 道 L 期 に で て 金 時 て 61 的 せ あ 融 も危 そう よ 探 代 な る 政 フ つ 0 目 策 機以 変 ع 7 口 線 た議 運 化に 61 セ で 0 0 Ż よう 営 降 0 反 応 を を 論 論 金

る

Þ

直

接的

なイ

フ

Ì

シ

3

そ

0)

B

0

よっ

7

捉

えら

れ

るより

深

61

背後

あ B

掲 ン 成 意 60 た 0 見対 グ 兆 げ 5 が 積 7 て、 な 図 3 マ 70 ネ み 5 立 重 ż れ を 兆 ね ネ を通 1) 時 超 るとみら 夕 黒 えた 相 は ij じて、 ベ 田 \mathbb{H} 1 コ Ì 本 H べ 中 銀 Ì ス n 1 が が セ X ス で ス 夕 13 B を 増 年 サ バ 1 7 年 ゲ 加 は 4 ス Ì 間 間 0 さ テ や 月 せ イ 醸 0

を念 す 実 年 戦 崩 現 は ベ ベ 比 き 頭 上昇 確 略 す で Ź に置 物 に 0 ス 率2 価 あ 否 選 定さ 安定 Z る 択 は 61 肢 て % 1 0 ゲ Е れ لح Е を、 して 目標を達成 できる С テ て 2 1 В В 1/2 たこと ン は は 0 グ だけ 金 7 03 融 草期 くする に に ネ 年 政 'n 留 時 策 つ ij 上 61 意 点 運

(消 費者 年 程度 物 0 価 期 0 間 前 تح 的 政 Ŋ ま か で |必要 らでは得 策 Ì こに b 物 運 ゲティ 直 な情 あ 価 営 E る イ ン 0

安定 接的 か 5 報 グ 適切 に対 フ に ħ なイ は ょ な レ Ì っ するリ な に マ 17 関 シ 7 対 フ ネ 3 決 ځ 応 L Ì いまる。 لح L ン ス 0 Ŕ て退 分析 ク 0 は 見 0 Э 通 源 け 0 般 が な 融 7 L

夕

テ

イ

ン

グ

8

しまったともいえよう。

も今後の金融政策運営の在り方を学 略的レビュー」の議論から、 るべきか。ECBが今後取り組む「戦 に捉えるべきか。その達成のための 標として掲げる「物価安定」をいか っている。 は脅かされるばかりという展開に至 通じて、中長期的な物価安定の基盤 営に深刻な負担が蓄積されることを すれば膨張の一途をたどっており のバランスシートは、 初こそ劇的な円安進行や物価の押し ぶことが求められているといえよう。 金融政策運営戦略をいかに組み立て に一向に効いている節はない。日銀 くら長期化させても物価目標の達成 上げが見られたものの、 れた「量的・質的金融緩和」 (図表7)、中銀である日銀の財務運 そして、 黒田総裁就任後に開始さ 中銀が金融政策運営の目 ECBに比較 その後はい わが国