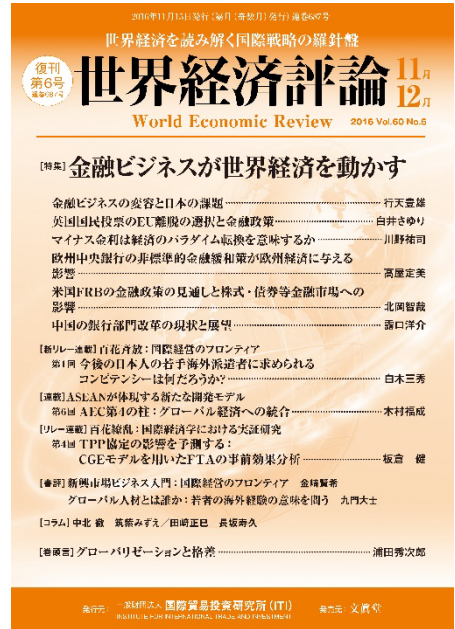


本論文は

世界経済評論 2016年11/12月号

(2016年9月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF



富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン販売

欧州中央銀行の非標準的金融緩和策が欧州経済に与える影響¹⁾

関西大学商学部教授 高屋 定美

たかや さだよし 1991年神戸大学大学院経済学研究科修了、博士（経済学）。2004年より関西大学商学部教授、現在に至る。専門分野は国際金融論、欧州経済論。主要業績：『欧州危機の真実』（東洋経済新報社、2011年）、『検証欧州債務危機』（中央経済社、2015年）その他。

金融危機、政府債務危機といった深刻な局面に直面してきた欧州経済に対して、欧州中央銀行はマイナス金利や量的緩和といった非標準的金融緩和政策を行ってきた。しかし、この緩和策の効果については、定まった評価はまだないといえる。そこで、本稿では欧州中銀校の非標準的政策の効果の定量的な評価を試みる。その結果、この緩和策が為替レート安をもたらし、また銀行貸出の一部を増加させた。それらがユーロ圏の景気にプラスの影響を与える可能性はあるものの、インフレを上昇させるほどの効果は薄いと考えられる。このことは、現在の日本銀行の金融緩和策の効果に示唆を与えるであろう。

I 序—今までの金融緩和策の概要

今年に入っても、なお欧州経済は芳しくない。特に6月には国民投票によって英国のEU離脱が事実上決定し、英国だけでなく欧州ビジネスへの不透明感が漂っている。2007年のパリバショック以来、欧州では金融危機、債務危機などを経験し、ギリシャの債務危機はいまだに終焉していない。英国のEU離脱決定の背景には、移民問題以外にもギリシャ債務危機へのEU処理策に対する英国国民の不満があり、一連の欧州危機の影響はEU統合そのものを揺るがす事態を招いている。

欧州危機において真っ先に対応を迫られたのはECB（欧州中央銀行）であった。まず2007年夏のパリバショックでは金融市場に流動性供

給を行い、資金逼迫に対応した。2008年9月のリーマンショック時にも資金供給を行い、金融機関の流動性需要に対応した。金融市場のパニックが沈静化したのもつかの間、ギリシャの債務不履行リスクが高まりギリシャだけでなく南欧諸国の国債市場でのリスクの急激な高まりによりEUの景気は悪化した。

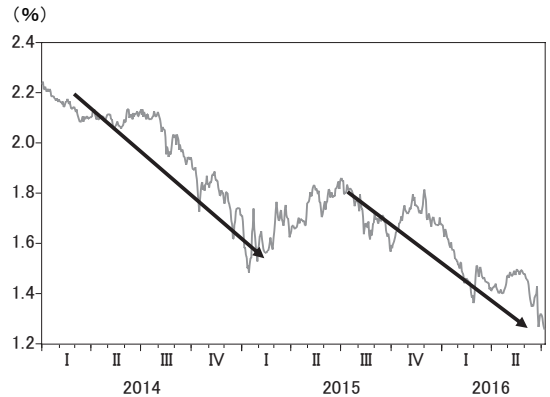
金融危機と債務危機にECBは当初、金利引き下げと金融機関へのオペを通じた標準的な金融緩和政策を採用していた。ECBは平時には金融機関に対して一定の適格基準を満たした担保をもとにした資金供給を行ってきた。しかしそれでは危機対応ができず、資金供給オペの長期化と担保適格の緩和、金額無制限などの貸出オペルールの緩和を行った（LTRO、TLTRO等）。日米の中央銀行とは異なり、当初、ECBはLSAP（大規模資産買取）を行わ

なかった。その後、カバードボンドの買い取り（09年6月～10年6月：CBPP，11年11月～：CBPP2）、ドラギマジックであるOMT（Outright Monetary Transaction: 既発国債買い取り：12年9月）による無制限の資産買い取りを行うこととなったが、実際には、その規模は大きくはない。これにはOMTが欧州基本条約で禁じられている南欧諸国への支援にはあたらないように配慮しているといえる²⁾。また、この資金供給が欧州銀行の金融仲介機能回復であること、そして危機によって傷ついた金融政策の伝達経路の回復に主眼があることを示す。したがってECBはLSAPによる量的緩和を積極的にするというよりも、政策金利を引き下げる方法で緩和を模索してゆく（シグナリング効果の重視）。そのため、欧州の景気悪化に対応するためいっそうの金融緩和のために、2014年6月5日について預金ファシリティ金利のマイナス化に踏み込むこととなった。

また2012年9月以降のECBの資産購入プログラムである証券市場プログラム（SMP）は当初は不胎化されていた。すなわち債務危機によって利回り7%以上に質が低下した南欧国債をECBが購入する一方で、質の高いドイツ国債を売却することを同時に行うことで、ユーロ圏全体のマネーストックの増加を回避した。しかしマイナス金利政策を採用した後の2014年6月17日には緩和を積極的にするため不胎化オペを停止した。その後、ドイツ2年物国債金利はゼロ近傍に近づいた³⁾。

しかし、ユーロ圏の実体経済は回復しなかった。特に小康状態にあった期待インフレが2015年に入ってから低下する傾向がみられた。期待インフレとしてECBが目指す5年物インフレリンク・スワップ金利の推移を示し

図1 期待インフレ率の推移



(注) 5年物インフレリンク・スワップレートの推移をあらわす。矢印は著者が追加。
(データ出所) Datastream.

たのが図1であるが、14年第1四半期から低下傾向が見られ、期待インフレの低下を阻止するため、2015年1月22日に資産購入プログラムの拡大（Expanded APP）を決定し、3月に実施された^{4) 5)}。ECBの金融緩和の目的は当初の市場安定のための流動性供給から、実体経済への回復支援に軸足が移ったものはたしてユーロ圏ならびにEU経済を回復する力を持っているのかどうか、次節以降で検討する。

II マイナス金利および資産購入プログラムの効果

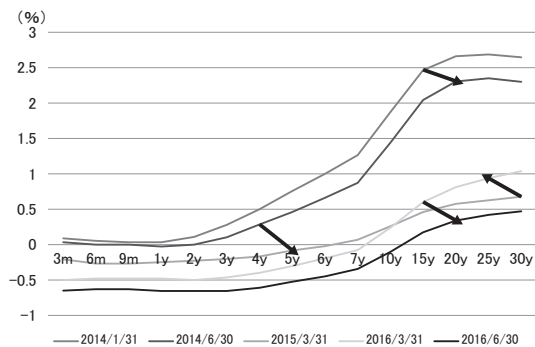
この節ではECBによるマイナス金利および資産購入プログラムがユーロ圏の金融市場および実体経済にどの程度の効果を与えているのかを検証する。マイナス金利政策の効果としては、資産価格への正の効果があるのか、また銀行貸出が増加したのか、そして最終目標として景気回復が期待できるのかどうか問われる。また資産買い取りプログラムのような量的緩和政策の伝達チャンネルとしては、1) 時間軸効果とよばれるように公衆の期待インフレに働きか

けるチャネル、2) ポートフォリオ・リバランス効果とよばれるように中央銀行の保有する資産構成を変化させて市場の資産価格に影響を与えるチャネルが考えられる。ただし、本稿では二つの政策効果をあわせて検討する。

まず、5年物インフレリンク・スワップレートを期待インフレとして、その推移を先ほどの図1に戻って確認しよう。マイナス金利導入後、2014年第4四半期に入り、低下していた期待インフレはいったん上昇に転じた。しかし、15年第3四半期に入り、再び下降傾向にある。すなわち、マイナス金利導入によりいったんは期待インフレが上昇したものの、その効果は持続せず、再び下落傾向を示している。また2015年3月から始まる拡大APPも期待インフレを引き上げる効果を持っていないことがわかる。

では、金融市場を通じた政策効果はどのようなであったかを検討する。まずユーロ圏国債の平均イールドカーブの推移を示したのが、図2である。図2は3ヶ月から30年物の利回りを2014年～2016年までの5つの時点で比較している。これによれば、マイナス金利が導入された後(14年1月31日から6月30日)ではややフラット化しており、市場では将来の金利の先安

図2 ユーロ圏平均イールドカーブの推移



(データ出所) ECB, Datawarehouse..

感を抱いていることを示す。さらに資産購入プログラムを拡充した(Expanded APP)後には下にカーブがシフトし傾きもフラットになっている。またExpanded APPが実施されたものの16年3月に拡充される前は傾きが急になっており、金利の先高感が出ている。このことは3月のさらなる緩和をECBに促す結果となった。そこで16年3月のExpanded APPの拡充後はイールドカーブの傾きほぼ同じであるが下にシフトさせている。したがってECBによるマイナス金利の導入、資産購入の拡充は金利体系を引き下げ、金利の先安感を醸成したと評価できる⁶⁾。

次に株価への影響を確認しよう。ここで工業部門と銀行部門の株価指数の二つを取り上げた。マイナス金利導入後の株価は特に上昇せず、むしろ14年第4四半期には下落傾向にある。しかし15年1月に資産買い取りプログラムの拡充後、二つの指数は大きく上昇しており、株価にはAPP拡充のアナウンスが効果的であったことを示唆する。しかし、工業部門指

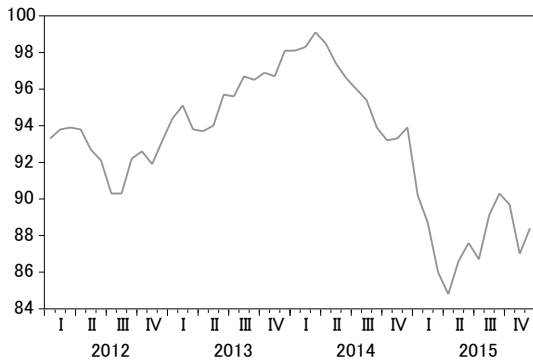
図3 ユーロ圏の株価の推移



(注) STOCK_INDUSTRY600は工業部門の株価指数、STOCK_BANK600は銀行部門の株価指数で、それぞれの株価データはダウジョーンズの株価指数を利用している。左縦軸は工業部門株価指数のものである。

(データ出所) Datastream.

図4 為替レート（実質実効為替レート）の推移

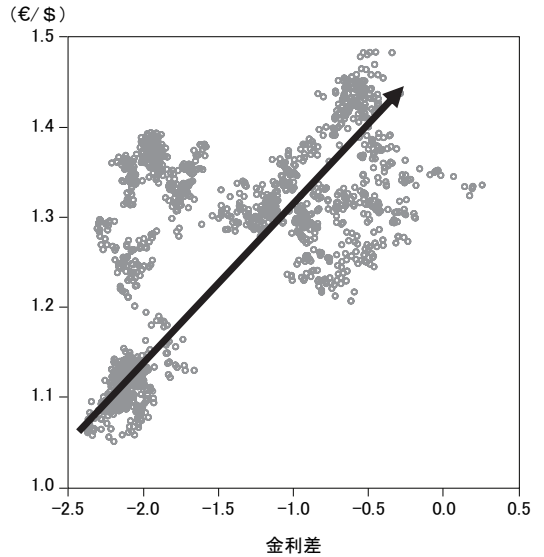


(データ出所) Datastream.

数は下降しても上昇があるが、銀行部門指数は2015年をピークに一貫して下降傾向にある。株式市場での銀行部門への評価はマイナス金利とAPPを負の材料としているものといえる。後述するが、ドイツ銀行の経営問題、イタリアの商業銀行の不良債権問題など欧州の銀行部門の経営は安定していない。一連のECBの金融緩和政策は、銀行の資金運用難をもたらし、より多くのリスクをテイクする可能性が高い。そのことを市場は評価しているのかもしれない。

次に為替レートの推移をあらわしたのが図4である⁷⁾。実効レートは14年第2四半期から大きく低下しており、ユーロ安効果が期待された。ただし Expanded APP が発表された2015年に入ってはややユーロ高へと転じている。これは Expanded APP よりもマイナス金利政策の方がユーロレートには効果的であったことを示唆している。また、それを確認するために、図5は、縦軸に名目ユーロドルを、横軸に米国10年物国債金利とユーロ圏10年物国債平均金利の差をとり、2010年1月1日～2016年6月30日までをプロットした。この図より、概ね金利差とユーロレートとは比例関係にあり、マイナス金利による金利差の拡大がユーロ安を導いたと推察される。

図5 ユーロドルレートと米国とユーロ圏の金利格差の関係

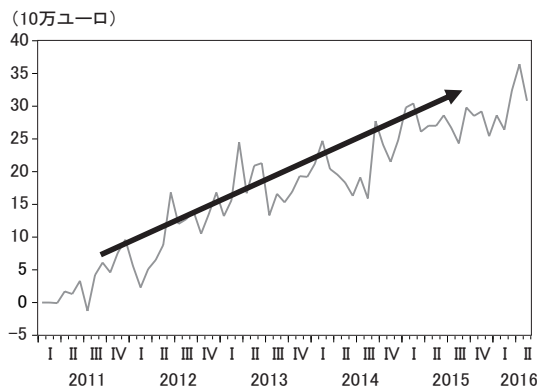


(注) 縦軸はユーロドルレート水準、横軸は(米国10年物国債利回り－ユーロ圏平均10年物国債利回り)を表す。
(データ出所) Datastream の日次データを利用。

そこで、ユーロ安の効果が实体经济に現れたのかどうかを確認するため、図6ではユーロ圏と域外との経常収支を示している。図6は2011年以降、経常黒字を拡大させてきていることを示すが、特に2014年第3四半期以降、黒字幅が拡大傾向にあり、ユーロ安が一定の効果を与えたと推察される。

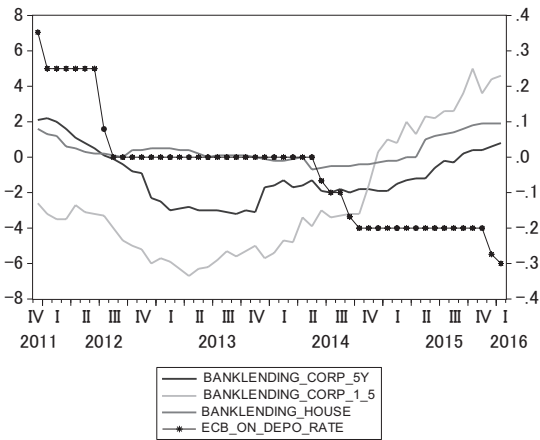
さらに实体经济への効果を確認するため、

図6 ユーロ圏の域外との経常収支



(データ出所) Eurostat. 矢印は著者。

図7 ユーロ圏での貸出の推移



(注) 右軸はECB オーヴァーナイト金利, 左軸はそれ以外の金利のものである。
(データ出所) ECB.

銀行貸出への影響を検証する。本来、マイナス金利にせよ、APPにせよ金融機関が資金需要を満たすように融資を拡大させることができればユーロ圏の実体経済にプラスの効果を与えることができる。図7は銀行貸出の推移とECBのオーバーナイト預金ファシリティ金利を示したもののだが、金利をマイナスに引き下げることで、貸出が上向いていることを示唆している。ここで銀行貸出は5年以上満期の企業向け長期貸出(BANKLENDING_CORP5Y)、1年から5年未満の企業向け短期貸出(BANKLENDING_1_5)、住宅ローン(BANKLENDING_HOUSE)、ECB オーヴァーナイト預金ファシリティ金利(ECB_ON_

DEPO_RATE)を示す。これから、オーバーナイト預金ファシリティ金利がマイナスに踏み込んだ2014年第3四半期以降、企業向け短期貸出が増加し、また他の貸付も漸増しているように見える。それを確認するため、それぞれのデータの変分を利用して、グレンジャー因果性検定を行った結果を表1に掲げた。それより、企業向け短期貸出と住宅ローンには有意に正の影響を与えたが、長期の企業向け貸出には有意に正の効果を与えたとはいえない。すなわち、ECBのマイナス金利政策は一定の効果を与えたものの長期的にユーロ圏の景気を上向かせると期待される企業向け長期貸出には効果がみられていない。また住宅ローンの増加には借り換え需要に対応するものも含まれているが、新規の住宅ローン増加は再びユーロ圏での住宅バブルを生成する素地にもなり得るため、たとえ銀行貸出が増加したとしても、長期の企業向け貸出が増加しない限り、将来の景気回復の基盤形成にはつながらない可能性が高い。

以上より、ECBのマイナス金利政策および資産買い取りプログラム(いわゆる量的緩和政策)は主として為替レートの減価を誘導し域外取引で黒字を出し、また一部の銀行貸出を増加させる効果が確認された。

表1 グレンジャー因果性検定

帰無仮説	F 値	P 値
ECBの預金ファシリティ金利↪5年以上企業向け貸出	2.09816	0.1233
ECBの預金ファシリティ金利↪1年以上5年未満企業向け貸出	3.69711	0.033
ECBの預金ファシリティ金利↪家計向け貸出	6.58377	0.0032

2012年1月から2015年12月

(データ出所) ECB.
(出所) 著者作成。

Ⅲ 欧州中央銀行（ECB）の強力な金融緩和策の副作用

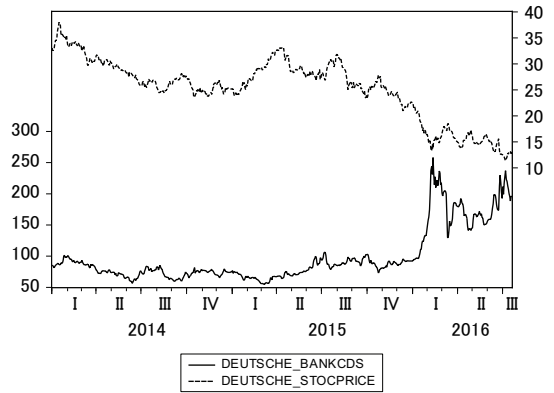
社債など買い取り対象の追加などを示した非標準的政策の拡充を表明した16年3月の政策理事会において、ドラギECB総裁は「さらなる利下げが必要とは予想していない」と述べたものの、4月の理事会後の会見では目標達成のためにはあらゆる手段を利用することを確認したことで、マイナス金利政策と量的緩和政策のさらなる追加もありうる状況ではある⁸⁾。

ではECBの金融緩和に対する副作用にはどのようなものが考えられるだろうか。マイナス金利政策の副作用としては、マイナス金利の預貸金利のスプレッドが低下することによる銀行財務の悪化があげられる。預金金利をマイナスにすることはタンス預金（貨幣の退蔵）を招くためなかなかできない。その一方で、ECB預金ファシリティ金利やユーロ圏主要国の国債金利が低金利、マイナス化することで、銀行収益の悪化をもたらされている。そのことを市場は株価下落として評価していることが、前掲の図3からわかる。

さらに銀行収益の悪化をさらに懸念させるのが、ドイツを代表する商業銀行であるドイツ銀行の経営悪化であり⁹⁾、これを金融市場はCDSスプレッドの上昇および当該銀行株価の低下として評価している（図8）。さらに16年7月29日のEBAによるEU加盟国の主要51銀行を対象にしたストレステストの結果によっても厳しい結果が出ている¹⁰⁾。

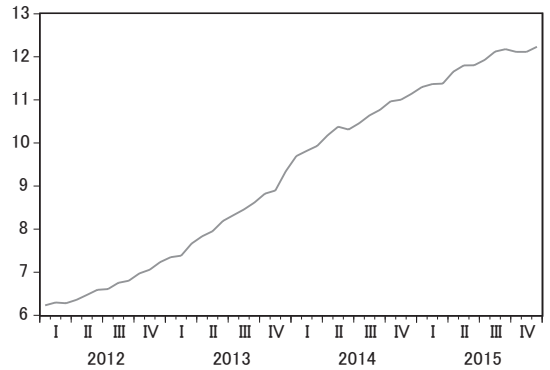
またイタリアの商業銀行の不良債権問題も浮上している。図9は、イタリア銀行の不良債権比率であるが、2012年以降、一貫して上昇し

図8 ドイツ銀行の株価と5年物CDSプレミアム



(データ出所) Datastream.

図9 イタリアの商業銀行の不良債権比率(対全貸出債権:単位%)



(データ出所) イタリア銀行。

ており、不良債権比率は経営問題を引き起こしかねないレベルに達している¹¹⁾。この二つの事例が象徴するように、欧州の銀行経営をさらに圧迫させるマイナス金利のさらなる引き下げという措置をECBはなかなか実行できないだろう¹²⁾。そのため量的緩和政策の拡充が16年3月に図られた。

しかし、その量的緩和策である資産買い取りプログラムの問題点は、次のことが挙げられる。まずECBが金融資産を買い取ることで民間が抱えるリスクが中央銀行に移転し、ECBがリスクセンターになる。近い将来、政府債務問題が再燃すればECBの財務構造悪化をもたらし、ユーロへの信認を揺るがすかもしれない

い。これを回避するには加盟各国の財務省との合意がとれれば、財務悪化の際に追加出資が行われ、ECB財務の不安を払拭できる。しかし、多数の財務相との合意をとるのは難しいだろう。特に厳格な財政規律を常に求めるドイツ財務省の合意をとることは至難であり、ECBはこのような潜在リスクを抱えることになる。

またマイナス金利との組み合わせの問題がある。さらに、ECBはマイナス金利導入の後に資産買取プログラムの拡充、いわゆる量的緩和を行ったが、ユーロ圏の金融・経済が安定してマイナス金利を解除しようとする時、ECBが保有する国債は下落する懸念があるため、やはりユーロへの信認問題が浮上するかもしれない。

さらにドイツが批判する点だが、量的緩和の追加は財政再建を進める誘因を落とす点も挙げられる。ECBが国債を積極的に購入することで、国債金利が上昇することもなく財政規律が働きづらくなる。一方、間接金融が優位であるという特徴を持つ欧州の金融市場では、量的緩和のためにECBが購入対象とする証券の種類と規模が限られ、自ずと緩和規模は小さくなる。今年3月にECBの購入対象に社債を含めたのもこれが関係する。ただ先のドイツの懸念を膨らまさないためには、量的緩和の規模を拡大させないことは望ましいかもしれないものの、景気回復を目指すのであれば、始めから限定された規模のプログラムを導入することはその意義を薄れさせる。

IV 何をすべきなのか？

ECBが踏み込んだマイナス金利政策と、その後の量的緩和政策は、ユーロレートの減価を通じた景気回復は期待できるものの、長期的な

銀行貸出の増加や期待インフレの上昇など現段階では実体経済を好転させる効果はみられない。一方、マイナス金利と量的緩和の組み合わせは、ECBの非標準的政策の出口を難しくしている。量的緩和政策の拡大についても欧州金融市場の特徴を考慮すれば自ずと限界がある。しかし、量的緩和策を止めれば南欧国債の金利上昇をもたらす、債務問題の処理を遅らせてしまう。

では何ができるのだろうか。一つは緊縮財政の停止とECBによる国債買取の増額がある。このポリシーミックスは南欧の景気回復に軸足を置いたものになるだろうが、現実的にドイツが賛成はしないだろう。またこの政策が成功したとして、インフレ率が上昇したとすれば、一種のインフレ課税を南欧諸国にも課すことになり、政治的にもまた公正な視点からも難しい選択となる¹³⁾。

二つ目は緊縮財政の継続と非標準的政策の維持である。政治的には、おそらくこの組み合わせを実行してゆくことになるだろう。銀行経営に関しては、単一破綻処理制度の下で行う一方で早期に不良債権処理を進めていかなければならないが、それでは債務問題を解決できないだろう。債務問題を解決するには過剰な債務負担の軽減をいったんはかり、債務負担が景気回復を遅らせることを避けることが望まれる。

ユーロ圏およびEUは英国の離脱問題や、債務問題や移民問題に端を発した政治的な反EUの政治的な動向、そして解決されない債務問題など、多くのリスクに直面している。すべての問題に対応できる万能薬はない。しかし、欧州ビジネスの円滑化と世界経済の安定のためにも、EUはまず金融市場の安定化と景気回復をめざさねばならない。

【注】

- 1) 本稿はトラスト未来フォーラムからの研究助成を受けた研究と、科学研究費補助金基盤研究(C)(2016～2018年度)の研究成果の一部である。2016年8月2日脱稿。
- 2) OMTには厳格な条件が付帯されている。OMTの対象国はまず欧州安定メカニズム(ESM)に支援要請することが条件となっている。それにより、財政再建が条件とされる。それと引き替えに短期・中期国債を無制限に買い入れてもらえる。したがって、ECBによるOMTは財政規律とのセットといえる。したがって、日米の量的緩和政策とは異なる枠組みである。
- 3) ECB非標準的政策の実行中でも出口を模索する発言を行っており(2013年1月末、ビスコ理事のダボス会議での発言)、出口を意識しながらのECBの資産購入政策の開始といえる。そのような姿勢を市場は見逃しており、当時、それほど効果は期待されなかったといえる。
- 4) Expanded APPには第3次カバードボンド購入プログラム(CBPP3)、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)、公共部門証券購入プログラム(PSPP)が含まれ、その後の2016年3月からは社債購入プログラム(CSPP)が追加された。また2015年12月3日に購入対象として域内地方債が追加された。詳細はECBのHP参照(<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>)。
- 5) 資産購入プログラム(APP)として、合計月額600億ユーロの購入が16年9月末まで継続され、その後17年9月までに延長する(累積すると1.7兆超ユーロの資金供給)。また買入額はECBへの出資割合に応じて実施される。また、これによる購入にはマイナス金利となったオランダ、ドイツの国債も含まれた。さらにAPPは買入額が月800億ユーロに増額され、ユーロ圏に拠点を置く非金融機関が発行するユーロ建社債も購入対象になった。さらに、国際機関発行の債券購入限度も33%から50%になり、マイナス金利政策に伴う銀行の資金調達コストを軽減するために最長4年の条件付き長期資金供給オペ2(TLTRO2)が開始され(16年6月から)、預金ファシリティ金利をマイナス0.3%からマイナス0.4%にすることが決定された。
- 6) イールドカーブのフラット化に関して、図1のように期待インフレが低下しているため、将来の金利が低くなると予想できるほどユーロ圏の景気が悪化すると市場が予想したとも解釈できる。ただし、本稿では金融緩和のタイミングとも鑑みて政策コミットメントによる時間軸効果が市場期待を変化させ、イールドカーブをフラット化させたものと解釈している。
- 7) ここでの実質実効レートは消費者物価指数の動きを控除し、かつユーロ圏の貿易相手国38カ国との貿易比重を考慮

- して算出されている。
- 8) ドラギ総裁のこの発言がサプライズとなり、ユーロレートが増価したことが翌月の理事会後の発言につながったと考えられる。したがって、現段階でマイナス金利の停止を明確にすることは難しい。
- 9) 2015年度のドイツ銀行の業績は67億9400万ユーロの赤字となった。ドイツ銀行の収益悪化要因として、たとえば燃費の不正などで多額の罰金を科せられる可能性の高いフォルクスワーゲンへの支援融資の返済懸念や投資部門での12億ユーロの赤字、多額のデリバティブ取引からの損失、またLIBOR不正による制裁金支払い義務が127億ユーロあり、そのうちの75億ユーロの未払い、また経営悪化による解雇に伴う補償金10億ユーロ等がある。さらには、債務危機の再燃によって不良債権が増加すれば減収する可能性がある。ただしこれはドイツ銀行に限られたことではなく、欧州の銀行業界全体に関連するリスクである。
- 10) European Banking Authority(2016)を参照。
- 11) 脚注10のストレステストの結果では、イタリア大手銀行モンテ・デイ・パスキ・デ・シエナの資本不足が指摘されている。今年後半以降、イタリアの銀行の資本不足が新たな金融危機の火種になる可能性もあり、イタリア当局、ECB、EUの対応は見逃せない。
- 12) EUでは2016年に入って単一破綻処理メカニズム(SRM)が始動している。これでは、納税者の多額の負担を回避するため、銀行の破綻処理、再生に関しては投資家の負担も求めるペイル・インが原則となる。それがかえって破綻処理を遅らせる懸念もあり、いったんイタリアでの銀行破綻・再生処理が必要な事態となれば、その難航が予想される。
- 13) 4月の政策理事会では、ドラギ総裁はいわゆるヘリコプターマネー政策の可能性を否定している。

【参考文献】

- 高屋定美(2011)『欧州危機の真実』(東洋経済新報社)。
 高屋定美(2015)『検証 欧州債務危機』(中央経済社)。
 European Banking Authority(2016)“2016 EU-Wide Stress Test: Results”(http://storage.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf)。
 Gros, D.(2015)“QE ‘euro-style’: Betting the bank on deflation?” Briefing Paper, European Parliament(https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/b83faa84-0dea-4288-8ac7-086ca04a7b0f/CEPS_Bonds_Purchase_MD_June2015_FINAL.PDF)
 みずほ銀行(2016)「みずほ欧州経済情報」各号。