

欧州中央銀行が直面する 3 つの課題

～正常化、総裁人事、将来の緩和余地～



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

1. 欧州は危機から平時に移行

過去10年余りの欧州経済は、米国の大手金融機関の破綻を受けた世界的な金融危機（リーマンショック）を皮切りに、スペインやアイルランドの住宅バブル崩壊、ギリシャの財政赤字隠しに端を発した欧州債務危機と危機克服の難航、金融政策の限界とデフレ転落の危機、大手銀行の経営不安とペイルイン（銀行の利害関係者の損失負担）規則を巡る混乱など、立て続けに危機が襲ってきた。政治・外交面でも、ウクライナを巡るロシアとの関係悪化、難民の大量流入とテロ頻発による緊張激化、英国の欧州連合（EU）離脱による

混乱、各国でのEUに懐疑的な政党の台頭など、息つく暇がなかった。

その間、ギリシャのユーロ離脱懸念、EUの分裂や崩壊を不安視する見方、ドイツの独り勝ちと各国で燻る不満、長期停滞や構造不況論など、欧州の先行きを悲観視する論調が目立った。だが、そうした不安を他所に、欧州は経済・政治両面で危機的な状況を脱しつつある。

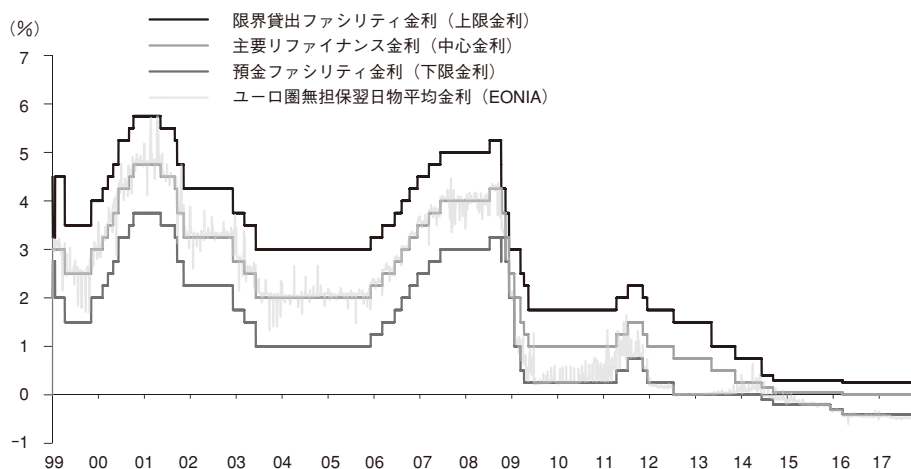
まず経済面では、デフレ転落の危機も叫ばれたユーロ圏は、債務危機の沈静化による行き過ぎた財政緊縮の見直し、欧州中央銀行（ECB）による大胆な金融緩和の効果浸透、ユーロ高の修正と世界景気の回復による輸出拡大、雇用環境改善による個人消費の拡大、企業の投資意欲回復もあり、順調な回復軌道を進んでいる。景気拡大は5年目に突入し、物価の足取りこそ鈍いものの、景気の腰折れやデフレ転落を不安視する見方は大きく後退した。

政治面でも、昨年6月の英国民投票での

〈目 次〉

1. 欧州は危機から平時に移行
2. 金融政策の正常化
3. 総裁人事を巡る不安
4. 次の後退局面こそが試練

(図表 1) 欧州中央銀行の政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

EU離脱選択に衝撃が走ったものの、今年3月のオランダ議会選や4・5月のフランス大統領選で、ポピュリズム勢力の台頭を阻止することに成功した。カタルーニャ州のスペインからの独立の是非を巡る混乱、ドイツ議会選後の連立協議の難航、反移民・反イスラムを掲げる右派政党のオーストリア次期政権への参加観測、来年春のイタリア総選挙でのポピュリズム政党の躍進懸念など不安要素は残るが、当面は欧州の中核国で反EU政権が誕生するリスクが後退した。

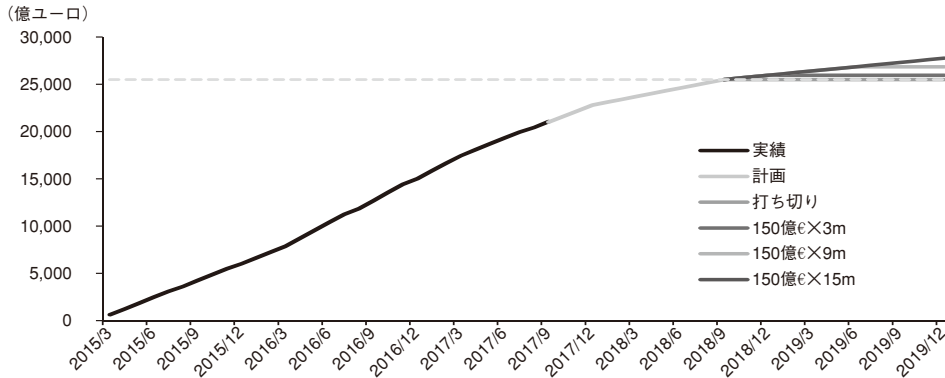
こうしたなか、金融市場の主たる関心は、危機脱却後の中期的な欧州経済やEU改革の行方と金融政策の正常化に移っている。そこで本稿ではECBが向こう数年の間に直面する3つの課題について検討する。

2. 金融政策の正常化

ECBが直面する1つめの課題は、金融政策の正常化をいかに進めるかだ。債務危機に見舞われたユーロ圏では、財政拡張を通じた景気浮揚が難しかったこともあり、度重なる金融緩和の強化で景気や物価の下振れリスクに対応してきた。だが、ここに至り政策金利の一部をマイナス圏に引き下げ、大規模な資産買い入れを続けるなど、危機時対応の超金融緩和を正常化する局面に入ってきた。

ECBによる資金調整は、1週間物オペの適用金利（主要リファイナンス金利）を中心レートとし、資金不足の銀行にECBが貸し付ける際の適用金利（限界貸出ファシリティ金利）を上限に、資金余剰の銀行がECBに預け入れる際の適用金利（預金ファシリティ

(図表2) 予想されるECBの資産買い入れ額



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

金利) を下限に、無担保翌日物平均金利 (EONIA) を上下限金利の間で誘導する形で行われる。ECBが固定金利・無制限供給方式での資金供給オペを開始してからは、EONIAが下限の政策金利に張り付いており、主要リファイナンス金利は事実上役割を終えている。

深刻な景気後退やデフレリスクに対処するため、利下げを繰り返した結果、一連の危機発生前に3%台にあった下限金利は2012年央にゼロ%に達し、2014年央以降はマイナス圏で推移している(図表1)。調達金利が同時に低下したことや手数料収入の占める割合が多いなどのバッファはあるが、利鞘縮小に見舞われた銀行が大口預金の適用金利の一部をマイナス圏に引き下げるなど、マイナス金利政策の副作用を指摘する声もある。

政策金利の更なる引き下げが困難となったことを受け、ECBは従来、限定的な規模で行っていたカバード債や資産担保証券

(ABS) の買い取り策を拡充し、2015年3月からはユーロ圏の国債や政府機関債、EU機関の発行する債券も対象に加えた本格的な資産買い取り策を開始した。

当初月額600億ユーロを2016年9月までの19ヶ月間で始まった資産買い取り策は、買い入れの規模(2016年4月から2017年3月までは月額800億ユーロに増額)、対象(2015年12月から地方債、2016年6月から社債を追加、対象債券の満期と金利の条件を緩和)、期間(終了時期を2016年9月→2017年3月→2017年12月に延長)をそれぞれ拡充し、2017年9月末までに2兆1千億ユーロ余りを買い入れてきた(図表2)。

ECBは10月26日の理事会で来年以降の資産買い入れの方針を決定し、買い入れ規模を月額300億ユーロに半減したうえで、少なくとも2018年9月までは買い入れを継続することを発表した。このまま買い入れを終了するかどうかの明言を避けたが、ドラギ総裁は理

事会後の記者会見で「買い入れを突然終了することはない」と発言した。買い入れ規模を一段と減額したうえで3ヶ月程度買い入れを再延長し、来年末には新規の買い入れを停止する可能性が高い。

今回の決定では、「必要に応じて買い入れの規模や期間を強化する」との緩和バイアスや、買い入れ終了後も相当な期間は政策金利を据え置くとのフォワード・ガイダンスを維持したほか、買い入れ終了後も満期を迎えた保有債券の再投資を当面継続することを改めて表明した。政策正常化の第一歩となる買い入れ減額に着手することで、その後の利上げ観測やバランスシートの縮小観測を高め、金融市場で過度な引き締まりが生じないように配慮した。

欧州の政治リスク後退と金融緩和の縮小観測の高まりを受け、今年に入ってユーロ相場は対ドル・対円ともに10%以上もユーロ高が進行している。今回の買い入れ延長決定では早期利上げ観測の封じ込めにひとまず成功したが、今後も金融政策の正常化を進める過程でユーロ高圧力に悩まされる可能性がある。急速なユーロ高進行が景気回復を冷やし、物価の下振れリスクを高めないかが引き続き不安視される。

また、これまでECBによる大規模な金融緩和がユーロ圏諸国の国債利回りに強烈な下押し圧力として働き、各国の財政リスクや政治リスクが表面化するのを封じ込めてきた。ECBが金融政策の正常化に着手することで、

今後は信用力の劣る国債や社債の利回りに上昇圧力が及びやすくなる。

さらに、金融政策の正常化で先行する米連邦準備理事会（FRB）に加え、カナダ中銀も今年7月に約7年振りの利上げに着手、英イングランド銀行（BOE）も11月に約10年振りの利上げに踏み切る公算が大きい。ECBも来年から資産買い入れの減額を開始することを決めた。主要国・主要地域の金融政策が転換点を迎えるなか、緩和マネーの縮小が金融市場の変調をもたらす恐れもある。

■ 3. 総裁人事を巡る不安

ECBが直面する2つめの課題は、2019年10月末に任期を迎えるドラギ総裁の後任人事だ。ドラギ総裁は就任から僅か9日目にサブプライズ利下げを決断したのを始め、長期資金供給オペによる銀行の信用不安封じ込め、欧州債務危機時に救済基金の火力不足への不安を一掃した「ユーロ防衛宣言」と金額の上限を定めない国債購入策（OMT）、マイナス金利政策や本格的な資産買い入れ開始によるユーロ高是正とデフレ危機脱却など、ユーロの危機を再三救ってきた。

オランダ出身のドイセンベルク初代総裁、フランス出身のトリシェ第二代総裁の後を継ぎ、イタリア出身のドラギ氏がECBの第三代総裁に就任したのは欧州がまだ債務危機の激震に見舞われていた2011年11月のことだった。当初後継総裁の本命候補とみられていた

(図表3) ECB理事会メンバーの変遷と出身国

	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20					
総裁	ドイセンベルク（蘭） 98/6-03/10				トリシェ（仏） 03/11-11/10								ドラギ（伊） 11/11-19/10															
副総裁	ノワイエ（仏） 98/6-02/5				ババデモス（ギリシャ） 02/6-10/5								コンスタンシオ（ポルトガル） 10/6-18/5															
理事・ 経済担当	イッシング（独） 98/6-06/5								シュタルク（独） 06/6-11/12								ブラート（ベルギー） 11/6-19/5											
理事	ハマライネン（フィンランド） 98/6-03/5				トゥンベル・グゲレル（オーストリア） 03/6-11/5								アスムッセン（独）ラウテンシュレーガー（独） 12/1-14/1 14/1-22/1															
理事	バドア・ショッパ（伊） 98/6-05/5								ビニ・スマギ（伊） 05/6-11/12								クレー（仏） 12/1-19/12											
理事	ドミンゴ・ソラン（西） 98/6-04/5				ゴンザレス・バラモ（西） 04/6-12/5												メルシュ（ルクセンブルク） 12/12-20/12											

(注) 色分けは、■：ドイツ、■：フランス、■：イタリア、■：スペイン、■：オランダ、■：その他、■：未定
(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ドイツ連銀のウェーバー総裁や、当時ECBのチーフエコノミストを務めていたドイツ出身のシュタルク理事は、債務危機対応でのECBの国債購入策に反対して任期途中で退任した。こうしたなか、ポルトガル出身のコンスタンシオ副総裁とともに、ECBの正副総裁が揃って債務不安国の出身であることを不安視する見方もあった。だが、ドラギ体制下のECBは巧みな政策手腕と調整能力を発揮し、そうした不安を一掃してきた。

そのドラギ総裁の後任候補として、このところドイツ連銀のバイトマン総裁の名前が浮上している。ドイツはユーロ圏で最大の経済大国で、物価安定を重視するドイツ連銀がECB創設時のモデルにもなったが、これま

でドイツ出身者が総裁の任に就いたことはない。初代総裁がオランダ人の手に渡り、任期途中でフランス人に引き継がれた背景には、ドイツとフランスの間の主導権争いがあったとも言われている。ドイツ政府は次期総裁に悲願のドイツ出身者の擁立を目指しているとされる。

ドラギ総裁の任期は2019年10月末とまだ先だが、前回の経験では任期の1年ほど前から後継総裁選びが本格化するとみられる。総裁人事を占ううえで重要となりそうなのが、先に任期を迎える副総裁や理事ポストの行方だ。コンスタンシオ副総裁が2018年5月末に、マクロ経済分析が所管のチーフエコノミストで、金融政策を提案する立場にあるプラート

理事が2019年5月末に、金融調整を担当するクーレ理事が2019年12月末に相次いで退任する（図表3）。

正副総裁と4名の理事で構成されるECBの役員会のメンバーとなるためには、ユーロ導入国の何れかの国籍を持ち、金融もしくは銀行分野での幅広い実績と専門的な経験を有することが条件とされる。役員会のポスト配分は、出身国のバランスを考慮する暗黙の了解がある。過去のポスト配分をみると、同一国に2つ以上のポストが同時に配分されることはなく、①ドイツとフランスに各1ポスト、②スペインとイタリアの両方か何れかに1ポスト、③4大国を除く残りのユーロ圏に1以上のポストが割り当てられている。今後の副総裁や理事ポストの後任人事がどうなるかによって、総裁人事の行方も徐々に見えてこよう。

正副総裁や理事の候補は、ユーロ圏の経済・財務担当大臣の特定多数決（QMV）によって推薦されるが、実際には各国政府間で事前調整したうえで一本化されるのが通例だ。EUは意思決定の迅速化と「1市民・1票」の原則を反映させるため、2014年から特定多数決方式を見直し、国数で55%以上、且つ総人口で65%以上の賛成で議案が可決される。

ドイツは人口別持ち票で24.0%と最多票を持つが、国別持ち票は5.3%（19分の1）に過ぎず、他国の協力なしに総裁を選出することはできない。タカ派総裁の誕生を不安視する南欧諸国などが、対立候補の擁立を目指す

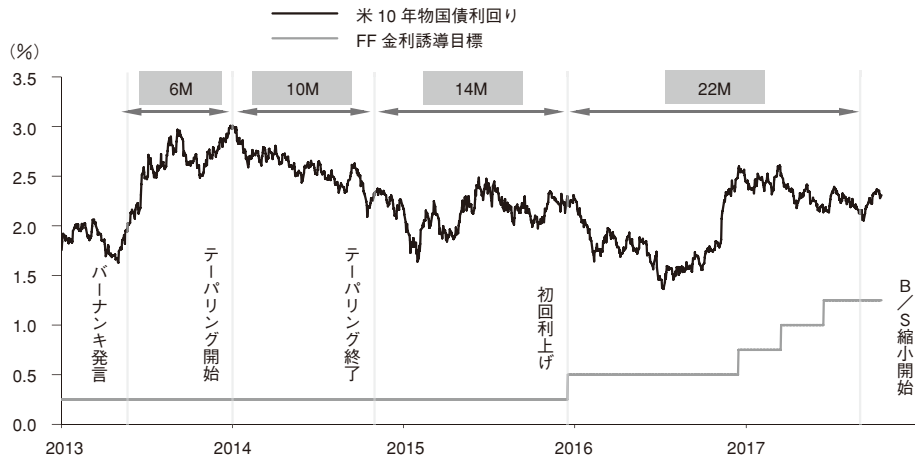
可能性もある。ドイツ政府はバイトマン連銀総裁の総裁選出での協力の見返りに、スペインのデギンドス経済相の副総裁選出への協力を申し出ているとされる。タカ派の代表格であるバイトマン総裁が最近、慎重な物言いを繰り返しているのも、次期総裁レースを念頭に置いてのことかもしれない。

オランダの政権交代に伴い必要となるユーロ圏の財務相会合（ユーログループ）の議長人事の行方も、ECBの総裁人事に影響しそうだ。現在議長を務めるオランダのダイセルブルーム財務相は、近く発足予定の次期政権で下野する労働党の下院議員だ。後任議長の選出は12月4日のユーログループで行われる予定で、ユーロ圏19ヶ国による各国1票の単純多数決で決定される。

有力候補として名前が挙がっているのは、フランスのルメール財務相、ポルトガルのセンチノ財務相、スペインのデギンドス経済相、スロバキアのカジミール財務相、ルクセンブルクのグラメーニャ財務相など。ECBの副総裁候補としても名前の挙がるスペインのデギンドス経済相がユーログループの後任議長に選出される場合、来年初にも始まる副総裁の人選やその後に控える理事や総裁ポストの行方に影響する。

このように向こう数年でECBの中核メンバーは総入れ替えとなる。ECBは来年にも資産買い入れを終了し、2019年初頭に利上げを開始、数年後には満期を迎える保有債券の再投資を停止し、バランスシートの縮小に着

(図表 4) 米国の超金融緩和からの出口戦略



(出所) Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

手するとみられる。こうした出口戦略の指揮を執るのが、次期総裁を中心とした新メンバーとなる訳だ。現在の理事会の中核メンバーは、ドラギ総裁、コンスタンシオ副総裁、プラート理事などハト派の面々が並ぶ。ドイツ出身の総裁が誕生するとすれば、ECBのリーダーシップやタカ派転向への不安が広がる恐れがある。

4. 次の後退局面こそが試練

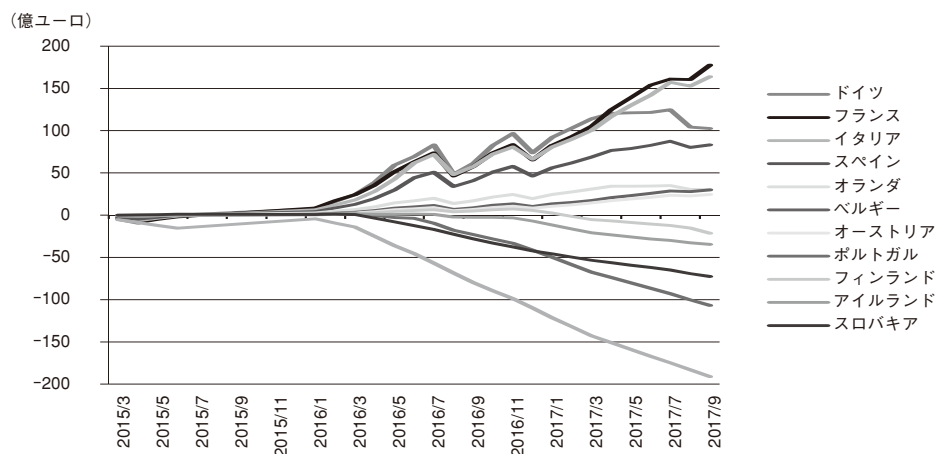
ECBが直面する3つめの課題は、次の景気後退局面で金融緩和余地をいかに確保するかだ。ECBは来年から資産買い入れの減額を決定したが、「資産買い入れの終了から相当な期間が経過するまで、政策金利を現状と同程度かそれ以下にとどめる」とのフォワード・ガイダンスを維持している。資産買い入

れの減額が順調に進んだとしても、初回利上げは2019年半ばとなろう。10月30日時点の翌日物金利スワップ(OIS)と預金ファシリティ金利から計算したECBの利上げ確率は、2018年末時点で21.2%にとどまっている。

既に景気拡大は5年目に突入し、景気循環を考えれば2020年頃までに次の景気後退局面が訪れたとしても不思議ではない。それまでにECBがどこまで金融政策の正常化を進め、景気下振れに対処する十分な緩和余地を確保しているかは心許ない。

ECBは正常化の過程で金融環境が想定以上に引き締まり、景気回復の動きを阻害することを警戒しており、利上げのペースは極めて緩やかなものとなる可能性が高い。現在▲0.4%にある下限の預金ファシリティ金利をゼロ%に戻すのに最低2回の利上げが必要とみられ、その後は25bps刻みの利上げをする

(図表 5) ECBの資産買い入れの資本金構成比からの累積乖離額



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

と考えられる。全てが順調に進んだとしても1年間で4回・計100bpsも利上げができれば上出来と言ったところだろう。次の後退局面を利下げのみで対処するのには限界がある。

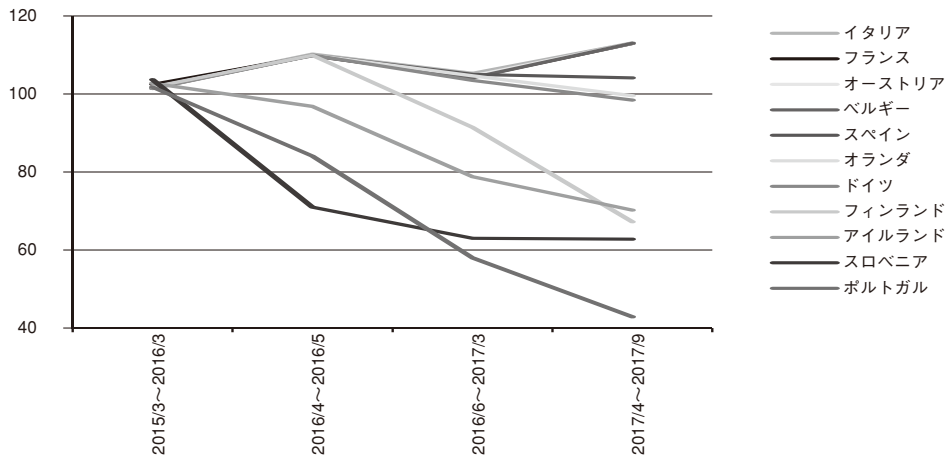
ECBは資産買い入れの終了後も、当面の間、満期を迎えた保有債券の再投資を行うことで、バランスシートの水準を維持することを示唆している。正常化で先行するFRBは、段階的な資産買い入れの減額(テーパリング)に10ヶ月、テーパリング終了から初回利上げまでに14ヶ月、初回利上げから再投資停止までに22ヶ月を要した(図表4)。こうしたスケジュールに照らせば、ECBがバランスシートの縮小を開始するのは2020年以降となりそう。

では、資産買い入れを再開(欧州版量的緩和第2弾)する可能性はどうかだろうか。FRB

の前例に照らすと、約4.5兆ドルあったバランスシートは、今年10月の再投資停止から1年後に4.2兆ドル、2年後に3.6兆ドル、3年後に3.0兆ドルに縮小し、バランスシートの正常化が終了するのは4年半後の2022年初頭となる。FRBに数年遅れて正常化を開始するECBの場合、バランスシート縮小に着手するのが早くて2020年、正常化が終了するのは2020年代半ばにずれ込みそう。

ECBの資産買い入れプログラムは、財政ファイナンスを禁じたEU条約への抵触を回避するため、ECBの資本金構成比(概ね各国の経済規模に相当)に応じて各国の国債を買い入れている。ただ、発行・流通額が極端に少ない小国の国債は、十分な買い入れ額を確保することが難しい。ECBはこれまで、小国の国債に代わって、流動性の高いドイツ、フランス、イタリア、スペインなどの国債を

(図表6) ECBの資産買い入れでの各国国債の購入状況
(ECBの資本金構成比に応じた購入予定額=100)



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

余分に購入してきた(図表5)。円滑な買い入れを進めるのに必要な範囲で、資本金構成比に応じた買い入れからの一時的な逸脱が認められている。

ECBはまた、金融市場の価格形成を歪めないため、1発行体・1銘柄当たりの国債保有割合の上限を33%に設定している。これは集団行動条項(CAC)が付帯された国債が債務再編の対象となった場合、債務再編を阻止できる議決権を33%に設定する約款が多いためだ。財政ファイナンスが禁じられているECBは、保有している国債が債務再編の対象となった場合も、債務再編に応じることはない。ECBは債務再編の強制力発動を阻止できるブロッキング・マジョリティとならないように、33%以上の国債保有を制限している。

大規模な資産買い入れを続けるなか、現在、ポルトガル、フィンランド、ドイツ、スペインなどの国債の保有割合が33%に迫りつつある。ECBは買い入れ対象の枯渇が近づいてきた国債の購入割合を減らし、代替購入の認められている政府機関債や、イタリア、フランス、オーストリア、ベルギーなど他国の国債の買い入れを増やすことで対応している(図表6)。

今後ECBがバランスシートの縮小を開始したとしても、正常化には相当な時間が必要となる。次の景気後退局面で資産買い入れの再開を検討する際、ECBはこうした買い入れ対象の枯渇に再び直面する可能性が高い。現行ルールのままでは、大規模な資産買い入れを再開するのは難しい。では、対象資産の枯渇に対応した買い入れルールの変更や買い

入れ対象の拡充の余地はあるのだろうか。

買い入れ再開時に抜本的なルールの見直しが検討される可能性はあるが、対象資産の年限や種類の拡充には限界がある。1年未満や31年超の国債を対象に加えたり、株式、上場投資信託（ETF）、不良債権の証券化商品などを対象資産に加えたとしても、買い入れ可能なユニバースを大幅に広げることは難しい。

大規模な買い入れを継続するには、資本金構成比に応じた買い入れ割合の見直しや33%ルールの撤廃・変更が必要となる。だが、ドイツの憲法裁判所は、ECBの資産買い入れ策が財政ファイナンスに相当しないか、金融政策の範囲を逸脱していないかなどの問題を提起しており、欧州司法裁判所に法的判断を付託している。恣意的な買い入れルールの見直しは条約違反に問われる恐れがある。

長期停滞とデフレ転落の危機を大規模な金融緩和でひとまず乗り切ったECBだが、次の景気後退局面への備えは心許ない。欧州の金融市場関係者や政策関係者と議論すると、日銀の異次元緩和やイールドカーブ・コントロールへの関心が驚くほど高い。ECBが政策対応の限界に近づいているとの危機感がにじみ出ている。

