

欧州中央銀行のユーロ危機対策

Monetary Policy of European Central Bank during Euro Crisis

羽森 直子*

Naoko Hamori

欧州中央銀行（ECB）がユーロ危機に対して取り組んできた金融政策について、いわゆる非伝統的な政策手段を中心に分析を行う。本稿の分析の結果、これまで ECB が行使してきた政策手段のうちユーロ圏の金融資本市場に最も大きなインパクトを与えうるのは、従来の期間を大幅に延長した3年物の長期オペ（LTROs）の実施、ECBによる無制限の国債買い取りプログラム（OMT）導入の発表、主要国では初の政策金利におけるマイナス金利の導入の3つであると考えられる。

キーワード：欧州中央銀行、ユーロシステム、非伝統的金融政策、ユーロ危機

I. はじめに

2007年8月に当時フランス最大手銀行であったBNPパリバ銀行が傘下のファンドの解約凍結を発表したことを発端としてサブプライム危機が発生した。これは、米国における住宅バブルの崩壊により、信用力の低い借手を対象とする住宅ローンであるサブプライム・ローンを組み込んだ住宅ローン担保証券（MBS：Mortgage-Backed Securities）等の金融商品を大量に保有していた欧米の金融機関の資産劣化による経営不安が露呈したものであった。そして、2008年9月の米国大手投資銀行であったリーマン・ブラザーズの破綻によるリーマン・ショックは世界の金融経済のみならず実体経済にも大きな打撃を与えた。このような世界的金融・経済危機に加えて、欧州では2009年10月にギリシャが財政赤字の統計を過少に報告していたことが発覚し、政府債務危機が表面化した。しかも政府債務危機は銀行危機と相まって、ギリシャのみにとどまらず、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロスなど他の欧州周縁諸国へと波及するに至った。欧州ではこれらの周縁諸国を含む17か国（当時）で共通通貨ユーロが導入されており、ユーロに対する信認が大きく揺らぐ事態を招いた¹⁾。

欧州では各国の財政出動には安定成長協定（SGP: The Stability and Growth Pact）による制約²⁾があるため、必要な資金を機動的に供給する機関として欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）と欧州安定メカニズム（ESM: European Stability Mechanism）に対する期待は大きい。

本稿の目的は、欧州中央銀行を中心とするユーロシステムのユーロ危機対策としての金融政策、

*流通科学大学総合政策学部、〒651-2188 神戸市西区学園西町3-1

いわゆる非伝統的（non-standardあるいはunconventional）金融政策について分析を行い、評価を試みることにある。まず、本章では欧州中央銀行および欧州安定メカニズムについて簡単に説明する。つぎに、第II章で欧州中央銀行の従来の金融政策の特徴について整理する。また、第III章ではユーロ危機対策としての欧州中央銀行のいわゆる非伝統的金融政策の内容について分析を行う。そして、第IV章では欧州中央銀行のユーロ危機対策に関して評価を試みるとともに、課題についても提言を行う。最後に、第V章ではユーロ危機対策の今後の展望について考察をする。

1. 欧州中央銀行（ECB）

a. 欧州中央銀行制度とユーロシステム

1993年11月に発効した欧州連合条約（通称マーストリヒト条約）によると「すべての欧州連合（EU：European Union）加盟国は共通通貨ユーロを導入し、その共通通貨制度における金融政策を担うのが欧州中央銀行制度（ESCB: European System of Central Banks）³⁾である」とされている。しかし、1999年1月にユーロの誕生以来現在に至るまで、ユーロ導入をしている国はEU加盟国の一部にとどまっており、2014年8月現在、EU加盟国28か国の中でユーロを導入している国は18か国である。そこで、欧州中央銀行とユーロ導入国の中央銀行（NCBs: National Central Banks）からなるユーロシステム（Eurosystem）によって、ユーロ圏の統一的金融政策が決定、実行されている。そして、欧州中央銀行制度およびユーロシステムの中核をなすのが欧州中央銀行（以下ECB）であり、1998年6月にドイツのフランクフルトに本部が設立された。

ESCB、現段階ではECBを中心とするユーロシステムの任務は、①金融政策の決定と実施、②外国為替操作の実施、③外貨準備の保有と管理、④決済制度の円滑な運営の促進、となっている。

なお本稿では、ECBがユーロシステムの中心的組織であり、金融政策における決定権を有していることから、ECBという表現を以てユーロシステム全体を意味するとする。

b. 組織と特徴

ECBの組織は政策理事会（Governing Council）、役員会（Executive Board）、一般理事会（General Council）からなる。まず、政策理事会はECBの最高意思決定機関であり、ECB総裁、同副総裁、理事という役員会メンバー計6名とユーロ導入国の中央銀行総裁（2014年8月現在18名）から構成され、彼らは各国の代表としてではなく、ユーロ圏の一員として政策決定に関わることが求められている。政策理事会および役員会の議長はECB総裁が務める。政策理事会では、ユーロシステムにゆだねられた任務を遂行するのに必要な指針及び金融政策を単純多数決によって決定する。金融政策の具体的な内容は、中間目標、政策金利、準備供給量の決定および金融政策の遂行に必要な指針の作成などとなっている。政策理事会は月に2回開催されるが、そのうち金融政策について議論されるのは毎月1回目の理事会のみである⁴⁾。なお、ECBの政策理事会は他の先進

国の中央銀行の政策決定機関に比べて人数が多いため、審議に時間を要し、迅速な政策決定を行うことが困難であるとされる。そこで、2015年1月リトアニアのユーロ圏加盟によってユーロ導入国が19か国に増加するのを機に、すべてのユーロ導入国中央銀行総裁がこれまで同様政策理事会に出席するものの、ユーロ導入国中央銀行の議決権の総数を15に制限し、輪番制が導入されることになっている⁵⁾。つぎに役員会は政策執行機関であり、政策理事会用の資料を準備するとともに政策理事会で決定された金融政策の指針に基づき具体的な指示を作成し、ユーロ圏の各国中央銀行に到達する。そして、ユーロ圏各国で各国中央銀行により金融政策が実施される。役員会メンバーの任期は8年であり、法的な規定はないものの暗黙の了解としてユーロ圏で経済規模の上位4か国のドイツ、フランス、イタリア、スペインは役員会の常任メンバーとなっている。また一般理事会は、ECB総裁、同副総裁とユーロを導入していない国を含むEU各国の中央銀行総裁（2014年8月現在28名）から構成され、ECBが非ユーロ圏EU諸国の中央銀行に対して金融政策を説明し、統計データを共有し、非ユーロ圏EU諸国通貨の不可逆的固定相場の実現に向けての準備とユーロシステムと非ユーロ圏EU諸国の金融政策・外国為替相場政策の政策調整の強化を図る場となっている。

ECBは、世界で最も独立性の高い中央銀行と言われたドイツ連邦銀行をモデルとして設立された経緯もあり、高い独立性が欧州連合条約により法的に保証されている。このようにECBの独立性が保証されていることは、現在18か国をカバーするユーロ圏において特定の国の事情に左右されることなく統一的金融政策を実施し、ユーロ圏全体の物価安定を実現していくために非常に重要である。

2. 欧州安定メカニズム (ESM) ⁶⁾

a. 設立の経緯

ユーロ危機の発生後、欧州金融安定化基金 (EFSF: The European Financial Stability Facility) が2010年6月から2013年6月までの時限的ユーロ圏の金融支援機関として設立され、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対して金融支援を行った。その後、2012年9月にEFSFの恒久的な後継機関として欧州安定メカニズム (以下 ESM) を設立するための条約が発効し、ESMは2012年10月にルクセンブルクで活動を開始した。2013年7月からはESMがユーロ圏で唯一の金融支援機関となっている⁷⁾。ESMはユーロ圏の政府債務危機に陥った国に対して金融支援を行い、欧州の金融市場の安定を維持することを目的とし、EFSFを上回る5000億ユーロの融資能力を有し⁸⁾、金融支援を受けた国がデフォルトを起こした際は国際通貨基金 (IMF: International Monetary Fund) に次ぐ優先債権者である。また、金融支援のための資金は短期証券および中長期債券 (1年~30年) の発行によって調達し、すべての支援対象国に対して一律金利 (ESM Base Rate) が適用される。

b. 組織

ESMの組織は、最高意思決定機関である理事会（The Board of Governors）、その下部組織である取締役会（The Board of Directors）、そして最高経営責任者（Managing Director）から構成されている。まず、理事会はユーロ導入国の財務相もしくは金融担当大臣から構成され、投票権をもたないオブザーバーとして欧州委員会経済金融局長と ECB 総裁も出席する。理事会の議長はユーログループ議長が務め、金融支援の供与・方法・条件、資本の支払い請求、資本金の変更、最大貸し付け能力などについて討議し、その決定を承認するかどうか採決を行う。なお、これらの議題についての採決は、満場一致で賛成とならなければ可決されない。つぎに、取締役会は理事会から権限を委譲された特定の議題について責任を有している。メンバーは、ユーロ導入国がそれぞれ選出した取締役とその代理から構成され、欧州委員会と ECB もオブザーバーとして参加している。そして、最高経営責任者⁹⁾は ESM の日常業務について責任を担っており、任期は5年である。また取締役会の議長も務めている。ESM の日常業務を円滑に遂行するため、最高経営責任者をサポートする6名からなる経営委員会（ESM Management Board）が設置されている。なお、最高経営責任者の選出は理事会で決定されるが、ESM の資本金の負担割合によって各加盟国の票数が異なる加重特定多数決制による80%以上の賛成によって可決される。

c. 金融支援のプロセス

ESMによる金融支援の具体的な方法は、①金融危機に陥っている国への貸し付けを行う、②発行市場および流通市場においてユーロ導入国の国債を購入する、③貸し付けという形で予防的金融支援を行う、④当該国の金融機関の資本増強のため、政府に対する貸し付けを行う、というものである。ユーロ導入国が ESM 理事会に金融支援を申請した場合、ESM が上記の金融支援を実施するまでのプロセスは以下の通りである。まず、欧州委員会、ECB、IMF が支援申請国の状況、具体的にはユーロ圏全体の金融安定にとってのリスクの有無、支援申請国の公的債務の持続可能性の有無、支援申請国に対する資金援助の必要性の有無などについて詳細な査定を行う。つぎに、査定結果をもとに欧州委員会と ECB が金融支援の条件の詳細について申請国と交渉し、ESM 最高経営責任者は金融支援に関する合意（FFA: Financial Assistance Facility Agreement）を準備する。そして、ESM 理事会および同取締役会がこの FFA を承認して初めて申請国に対して金融支援が実施されるのだが、申請から決定までに3~4週間を要する。なお、ESMによる金融支援を受けた国は、マクロ経済調整プログラムの遵守が求められ、ESM や IMF による査察が定期的に行われる。マクロ経済調整プログラムとは、財政赤字削減のための財政再建策や硬直的労働市場や製品市場を是正する構造改革策を意味し、これらのプログラムの実行によって財政を維持可能なものとし、経済成長を実現することを目的としている。

このように、ECB は ESM による金融支援の実施の決定プロセスにおいても、欧州委員会や IMF

とともに重要な役割を果たしていることが分かる。

II. 従来の金融政策¹⁰⁾

1. 政策目標と枠組み

欧州連合条約第 127 条第 1 項に明記されているように、ユーロシステムおよび ECB が最も重視している金融政策の目的は、物価の安定である。これは、物価の安定を実現することにより経済成長や雇用創出がもたらされ、また物価の安定は通貨ユーロ価値の安定を意味し、そのことによりユーロが国際的に信頼される強い通貨になるという認識に基づいている。1999 年のユーロ導入から 2009 年にユーロ危機が発生するまでは、ECB は物価安定を重視する本来の姿勢を維持してきたと言える。

ECB の金融政策戦略は、①物価安定の具体的な数値を定義する、②「2本の柱 (two pillars) アプローチ」によって物価安定に対するリスク分析を行う、という 2 つの要素から成る。まず①については、物価安定の具体的な目標値を「ユーロ圏の統合消費者物価指数 (HICP: Harmonised Index of Consumer Prices¹¹⁾) の前年比伸び率が、中期的に 2% 未満であるがその近辺 (below but close to 2%)¹²⁾」としている。また、ECB は①で示された物価安定目標を中期的に達成するために物価安定に対するリスクを常に把握する必要がある。そこで、リスク評価に必要なすべての重要情報を整理、評価、相互チェックするための方法として、②の 2本の柱アプローチが採用されている。具体的には、実物経済の需給関係等を反映した短期から中期の物価 (two pillars) 変動に焦点を当てた「経済分析 (economic analysis)」と、マネーサプライ (M3) と物価の長期的相互関係に注目し中期からより長期の物価変動に焦点を当てた「貨幣分析 (monetary analysis)」という 2 つの異なる観点から分析が行われ、政策理事会でそれらの分析に基づいて物価安定に対する総合的なリスク評価を行い、金融政策が最終的に決定されるのである。

なお ECB は、物価安定目標の達成時期や予測が固定されてしまう問題点があるとの理由で「直接的インフレ・ターゲティング」も、またマネーサプライの動向は特殊要因によって歪みを生じやすく、マネーコントロールのみを重視することによる金利変動等弊害があるとの理由で「マネタリー・ターゲティング」も、さらに外国為替市場には原則不介入の方針により「為替相場ターゲティング」のいずれも採用していないとしている¹³⁾。

他の先進国と同様、ECB の金融調節方式は、公開市場操作等の政策手段を用いてユーロ圏の短期市場金利である翌日物インターバンク市場金利 (EONIA: euro overnight index average¹⁴⁾、以下 EONIA) を政策金利へと誘導するというものである。政策金利には、主要リファイナンス金利 (main refinancing rate)、限界貸付金利 (marginal lending rate)、中央銀行預金金利 (deposit facility rate) の 3 つがあり、ECB の金融政策のスタンスを市場に示す役割を果たしている。なお、限界貸付金利と中央銀行預金金利が EONIA のそれぞれ上限と下限になり、そして主要リファイナン

ス金利が EONIA の中心レートを誘導するように政策金利は決定される。具体的には、限界貸付金利は主要リファイナンス金利プラス 1%、中央銀行預金金利は主要リファイナンス金利マイナス 1% に設定される。このため、ECB の政策金利と言えば通常主要リファイナンス金利のことを意味し、主要リファイナンス金利は主要政策金利や市場介入金利とも呼ばれている。

2. 政策手段

ECB の主要な政策手段は、公開市場操作、常設ファシリティ (standing facilities)、最低準備預金制度 (minimum reserve system) の 3 つであり、他の先進国と同様、公開市場操作が最も重要な政策手段である。

a. 公開市場操作

公開市場操作の目的は金利誘導、金融政策スタンスの提示、銀行等金融部門の流動性管理である。ユーロ圏の各国中央銀行は、ECB の指示に基づき自国内の金融機関との間で資金の貸借を行う。期間の短いものから順に主要リファイナンス・オペ (MROs: main refinancing operations、以下 MROs)、長期リファイナンス・オペ (LTROs: longer-term refinancing operations、以下 LTROs)、ファイン・チューニング・オペ (FTOs: fine-tuning operations)、構造オペの 4 種類があり、ECB が最も重視している政策手段は MROs である。オペの中で定期的実施されているのは MROs と LTROs であり、いずれも買戻し条件付きの中央銀行からの資金供給手段として用いられている。買戻し条件付き資金供給とは、国債などを担保として、通常は担保の再取得条件を付与してユーロ圏の金融機関に融資を行うことである。適格担保には、ユーロ圏全体で統一基準を満たすもの (Tier 1) と各国中央銀行が定めて ECB の認可を得たもの (Tier 2) の 2 種類がある¹⁵⁾。MROs は満期が 1 週間で毎週実施されており、政策理事会が毎月発表する主要リファイナンス金利で貸し付けられ¹⁶⁾、公開市場操作の中心となっている。また LTROs は MROs と同様の方法で毎月実施されており、満期は 3 か月である。なお、ファイン・チューニング・オペと構造オペの実施は不定期であるため限定的ではあるが、中央銀行の資金供給のみならず資金吸収手段としても用いられる。

b. 常設ファシリティ

常設ファシリティの目的は、短期市場金利である EONIA のコントロールであり、特にその金利変動を抑制することにある。限界貸付ファシリティと中央銀行預金ファシリティの 2 種類があり、いずれも満期はオーバーナイトで、各金融機関の要請に基づき実施される。限界貸付ファシリティとは、インターバンク市場で資金調達できない金融機関が適格担保と引き換えに、ECB の指示により各国中央銀行からオーバーナイトの資金を借り入れることである。その際、限界貸付金利が適用され、EONIA の上限金利となっている。また、中央銀行預金ファシリティとは、イン

ターバンク市場で貸し付けをしなかったあるいはできなかった金融機関が、各国中央銀行にオーバーナイト預金を行うことであり、EONIA の下限金利となっている中央銀行預金金利が適用される。このように常設ファシリティは、主要リファイナンス・オペ等の公開市場操作による EONIA の誘導を補完する役割を果たしている。

c. 最低準備預金制度

法令に基づく準備預金制度である最低準備預金制度の目的は、中央銀行預金に対する需要の安定化と短期市場金利の円滑な誘導に寄与することである。もし中央銀行預金残高が金融機関の日々の決済需要を安定的に上回る水準に維持されていれば、中央銀行が中央銀行預金に対する需要を容易に予測でき、金融調節をスムーズに行うことができる。そこで、ECB は金融機関に対して、各国中央銀行に中央銀行預金として準備預金を保有することを義務付けている。最低（あるいは所要）準備額は、満期が 2 年までの預金などの一定の短期負債に所定の準備率¹⁷⁾ を乗じることによって算出され、毎営業日の残高ではなく準備預金の積み期間中の平均残高とされている。準備預金の積み期間は、毎月 1 回目の政策理事会直後の MROs の実行日からその翌月における同様の日の前日までの約 1 か月間であり、完全後積み方式となっている。なお、中央銀行預金のうち最低準備額に対しては付利が行われるが、超過準備額には付利はされなため、金融機関の中央銀行預金残高を最低準備額に一致させる誘因となっている。一方、準備不足額に対しては高利支払いや無利息預金預け入れなどのペナルティが課せられる。

3. 他の先進国中央銀行との比較

本章を終えるにあたり、ECB の従来の金融政策について他の先進国中央銀行と簡単に比較を試みたい。まず政策目標については、ECB のように物価安定のみを重視している中央銀行はむしろ例外的である。例えば米国の中央銀行組織である連邦準備制度理事会（以下 FRB）は、物価安定とともに雇用の最大化と長期金利の安定化を政策目標として掲げており、日本銀行と英国のイングランド銀行も物価安定のみならず経済成長や雇用にも配慮した政策運営を行っている。これに対して、ECB は物価安定が達成される限りにおいて、雇用や経済成長など他の政策目標の達成を支援ことができると欧州中央銀行法等で定められている。これは ECB がモデルとしたドイツ連邦銀行が、戦後一貫して物価安定の実現を最重視してきた伝統を受け継いだ結果である。

一方 ECB の金融政策手段および金融調節方式は、日本、米国、英国等他の先進国の中央銀行と基本的に大きく異なっていない。しかし ECB では、①長期オペである構造オペを実施していない、②短期オペを定期的実施している、③主要なオペである MROs と LTROs はもっぱら資金供給手段として用いられており、資金吸収は微調整のために限定的に行われているのみである、という特徴がある¹⁸⁾。これは、ユーロ圏では金融機関の資金過不足の振れが比較的小さく、また

比較的高水準の最低準備額が課せられ、かつ積み期間も1か月と長いため、日々の資金過不足の振れにECBが逐次対応する必要性が相対的に低いことが背景にあると考えられる。

Ⅲ. 非伝統的金融政策¹⁹⁾

2008年秋の世界的な金融・経済危機の発生後、ECBは他の先進国の中央銀行と同様に、従来の金融政策に加えて非伝統的金融政策の導入に踏み切った。非伝統的金融政策とは、金融危機や財政危機により健全な金融機関でさえも資金調達が困難な状況が出てきたため、中央銀行が従来よりも大量の資金（流動性）を機動的に供給する政策のことを意味する。本章では、ECBの非伝統的金融政策の内容を中心に分析を行う。

1. 従来の政策手段での対応—政策金利の歴史的水準への引き下げ—

まず、ECBは2008年10月にECBは日欧諸国²⁰⁾の中央銀行と連携して、従来の金融政策手段である政策金利の0.5%引き下げを実施した。その後も2009年5月までのわずか7か月間の間に政策金利は段階的に3.25%引き下げられ、主要リファイナンス金利は1%という歴史的低水準になった。2011年に政策金利は一旦0.5%引き上げられたものの、その後再び段階的に引き下げられ、2014年6月には主要リファイナンス金利は0.15%になった。また、限界貸付金利と中央銀行預金金利との幅は、従来の2%から2009年に1.5%へ、2013年には1%、同年11月に0.75%、さらに2014年6月には0.5%へと縮小された。その結果、2014年6月以降、政策金利の一つでありEONIAの下限金利として設定されている中央銀行預金金利はマイナス金利（-0.1%）という主

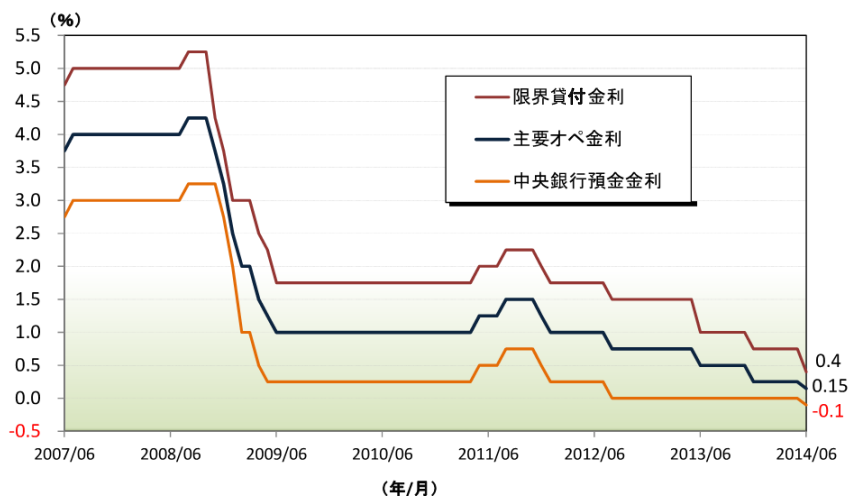


図1. ECBの政策金利

(資料) ECBより大和総研作成

(出所) 大和総研リサーチレポート「欧州経済」2014.6.6

要中央銀行では初めての状況となっている（図1）。マイナスの中央銀行預金金利は、金融機関は余剰資金を ECB に預けるために手数料を支払わねばならないことを意味するので、余剰資金が企業や個人への貸付増加につながることを期待しての決定であると考えられる。さらに、短期金市場の再活性化やユーロ高の是正もマイナス金利を設定した目的であろう。

2. 非伝統的金融政策手段での対応

a. 無制限資金供給

ECB は非伝統的金融政策の先駆けとして、2007 年 8 月のパリバ・ショックの直後に無制限資金供給を行った。これは、貸出金額に上限を設けずに金融機関の要請に応じて無制限に資金を貸し付けるオペのことであり、リーマン・ショック後は従来の入札制のオペ金利ではなく、固定金利が適用されている。この目的は、金融機関が必要とする資金全額を低コストで調達できるようにすることであり、ECB が「最後の貸し手」としての機能を果たしていると言えよう。ECB は 2016 年 12 月まで固定金利による無制限資金供給オペを継続するとしている。

b. 長期資金供給オペの期間延長

ECB の従来の金融政策では長期資金供給オペである LTROs の満期は 3 か月であるため、パリバ・ショック後はとりあえず従来の LTROs の回数を増やすことで対応していた。その後 ECB は、2008 年 3 月に満期 6 か月、2009 年 5 月には満期 1 年のより長期の LTROs を開始し、初回には計 4420 億ユーロが供給された。なお、これらのオペはおおよそ 3 か月ごとに実施された。

また 2011 年 10 月の政策理事会において、満期が 3 年という異例の長期間の LTROs を 2 回実施することが決定された。当時、スペインとイタリアの 10 年物国債利回りが長期的に財政維持が困難とされる 7% 近くまで上昇し、両国の国債の多くを保有するユーロ圏の金融機関がお互いの資産劣化に対する懸念から信用供与に対して慎重となったため、インターバンク市場の資金調達・供給機能が滞る事態となってしまった。この状況をそのまま放置すると金融機関の倒産リスクが高まり、金融機関の破綻処理や国有化など各国政府の財政負担が増加し、財政の悪化が国債利回りのさらなる上昇を招くという悪循環が生じる可能性が高まっていた。2011 年 12 月に実施された 1 回目の 3 年物 LTROs では 523 機関に計 4892 億ユーロ、2012 年 3 月の 2 回目には 800 機関に計 5295 億ユーロが供給され²¹⁾、アナウンスメント効果も相まって金融市場は信用収縮状態から脱した。

さらに 2014 年 6 月の政策理事会で、満期が 4 年（償還は 2018 年 9 月）のターゲット型の長期資金供給オペ（TLTROs：targeted longer-term refinancing operations）を導入し、同年 9 月と 12 月に計 4000 億ユーロを上限に供給することが決定した。これは、金融機関のユーロ圏企業に対する融資促進に的を絞ったオペであり、ECB によって融資額が目標に達しないと判断された場合は 2016

年9月に強制的に償還されるという貸出条件が付いた長期資金供給オペである。このような条件が付いた理由は、前回の3年LTROsで資金供給を受けた金融機関の多くが、企業に対する融資を増加させるのではなく、割安になった南欧諸国の国債の購入に走ったということに対する反省からだと思われる。なお、適用金利は貸付実行時点でのMROsの適用金利プラス0.1%であり、2016年6月までは四半期ごとに、ECBは金融機関の融資増加に応じた追加の資金供給を実施している。

c. 適格担保資産要件の緩和とオペ対象金融機関の拡大

従来はECBが公開市場操作を行う際、担保として認められるのは国債など信用力の高い金融資産に限定されていた。2008年10月にECBはこの担保要件を大幅に緩和して、ユーロ圏内で発行された外貨建て債券²²⁾、CD等の一定の金融機関の負債性証券、一定の保証が付いた劣後債、資産担保証券（ABS：asset backed security）などの資産担保証券も担保資産として認め、担保として受け入れる資産の格付け条件も緩和した²³⁾。ただし、安易に担保要件を緩和してしまうとECBの資産劣化の可能性が高まり、信用力の低下を招くリスクが高まってしまう。そこで、ECBは新たに認めた担保要件についてはヘアカット率（割引率）を従来よりも高めに設定し、従来よりも担保額面に対する融資額の比率を引き下げた。

また、これまでファイン・チューニング・オペは限られた金融機関を対象に超短期（通常はオーバーナイト）の資金過不足を調整する必要がある時のみ実施されていたが、ECBは2008年10月に定期的に実施されているMROsおよびLTROsの対象金融機関の多くがファイン・チューニング・オペの対象に含まれるように拡大した。さらに、2009年5月にはオペ対象金融機関に欧州投資銀行を追加した。

d. 通貨スワップ協定締結

危機の中、カウンターパーティ（相手方）・リスクへの警戒が高まり、各国におけるドル市場の流動性は収縮し、金融機関のドル調達が困難になった。このような国際金融市場の緊張の高まりに対して、各国中央銀行は通貨スワップ協定を結び、自国通貨を他国中央銀行に供給するなど互いに協力して対応した。ECBも2007年から2008年にかけて日、米、英、スイスなどの中央銀行と通貨スワップ協定を締結・更新し、さらに2011年にはカナダを加えた主要6中央銀行で多角的スワップ協定を締結した。そして、外貨の調達が困難になったユーロ圏の金融機関に対する外貨供給を拡大するため、為替スワップを実施した。為替スワップとは、例えばECBが金融機関の要請に応じて米ドルを供給し、一定期間後に同額の米ドルを当該金融機関がECBに売るという取引である。入札は固定価格で実施されたので、金融機関は為替リスクや金利の変動リスクによる損失を回避することができた。

e. カバード・ボンド購入プログラム

2009年6月にECBは、金融機関への新たな資金供給手段として総額600億ユーロのカバード・ボンド購入プログラム（CBPP: Covered Bond Purchase Programme）を発表し、2009年と2011年の2回実施した。これは、ECBの指示に基づき各国中央銀行が、格付け基準などの一定の要件を満たすカバード・ボンドを発行市場および流通市場において購入するというものである。カバード・ボンドとは、欧州各国で金融機関が発行する公共部門向け貸付または不動産貸付を裏付けとする担保付債券のことである。これは資産担保証券（ABS: asset backed security）等とは違い、発行主体が自らのバランスシートに残したまま債券を発行するオンバランスの証券化である。

f. 国債買い取りプログラム

2012年8月に、ECBは従来の国債買い取りプログラム（SMP²⁴): Securities Markets Programme）を刷新し、新たなプログラム（OMT: Outright Monetary Transactions、以下OMT）を導入することを発表した²⁵。これは当該国の要請に基づき、ECBが流通市場で申請国の国債を無制限に購入するというものである。ただしOMTが実施されるためには、当該国がESMに財政支援を申請し、財政再建プログラムを受け入れるという条件が課せられている。つまり、申請国はECBによるOMTの実施によって資金調達が可能になり、高い国債利回りに苦しめられることはなくなる半面、財政再建プログラムに基づく厳しい財政再建義務が課せられると同時に定期的な査察を受け入れねばならず、財政再建が不十分であると判断された場合はOMTが停止あるいは延期されることもある。なおECBが購入する国債は残存期間が1年から3年の短期国債で、国債購入資金は資金吸収オペによって全額不胎化されるため、OMTは量的緩和ではない。またECBは購入した国債について優先弁済権を持たず、他の民間債権者と同じ扱いを受けることになっている。

ECBがOMTを導入した目的は、分断されたユーロ圏の金融市場を統合し、金融政策がきちんと機能する環境を整備することにある。ユーロ圏各国の国債利回りに関しては、各国の財政状況の違いだけでは説明できない極端な差が生じており、極端な金利上昇を抑制するためにECBが国債購入を行い、同時に当該国は財政健全化と構造改革を推進するという危機対策である。ECBが具体的なOMTの対象国と想定しているのは、ドイツとの10年物国債スプレッドが拡大していたスペインとイタリアであると言われた。しかしECBがOMTを表明した後、両国の国債スプレッドは順調に低下しているため、まだOMTは一度も発動されていない。

g. フォワード・ガイダンス

ECBは2013年7月にフォワード・ガイダンスを導入した。これは、中央銀行が政策金利等金融政策の先行きについて方針を明示することにより、市場金利に対して影響を与えることを目的とする。ECBの場合は、「政策金利を長期間にわたり現行水準もしくはそれを下回る水準に維持

する」というフォワード・ガイダンスを示している。

IV. 成果と課題

1. ECBのユーロ危機対策の成果

前章で考察してきたように、ECBはユーロ危機に対して、従来の金融政策手段に加えて様々な非伝統的金融政策手段を行使してきた。なかでも、3年物LTROsの実施、国債買い取りプログラム(OMT)の導入、政策金利におけるマイナス金利の設定という3つの決定は、ECBとしてはかなり思い切った政策手段であり、ユーロ圏の金融資本市場に大きなインパクトを与えうるものであったと考える。以下、それぞれの成果について分析を試みる。

まず、2011年12月と2012年3月に実施された3年物LTROsは、従来のLTROsの最長期間の3倍というきわめて長い満期を設定し、大規模なオペを実施したことが金融資本市場の信用収縮状態の改善に功を奏したと考えられる(図2)。Szczerbowicz(2014)²⁶⁾の実証分析でも、3年物LTROsの実施によって、ユーロ圏の短期金利スプレッドや長期金利であるカバード・ボンドのスプレッドが有意に低下した。今後は、2014年9月に満期が4年とさらに長期で目的が絞られたLTROs(TLTROs)が実施される予定であるが、ECBの狙い通りに銀行融資の増加につながるのかどうか注目される。

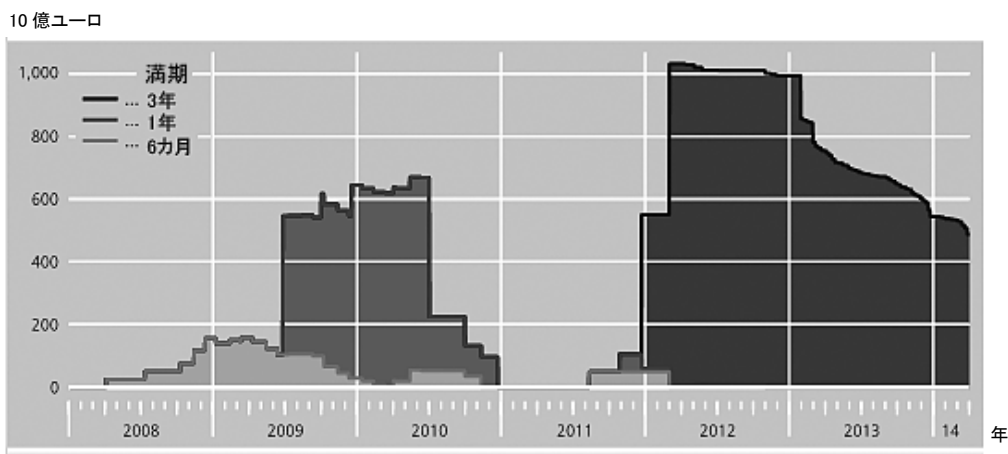


図2. 3年物LTROsの規模

(注) 日次データ

(資料) ECB, ドイツ連邦銀行

(出所) Deutsche Bundesbank, Monthly Report, April 2014

また、2012年8月のOMT導入の発表によって、当時その適用対象と予想されていたスペインとイタリアの10年物国債の利回りは、発表前の7月にはそれぞれ約7.5%、約6.5%だったのに、

9月半ばには5.7%と5.0%に低下し、2013年6月にはリーマン・ショック前の水準とほぼ同じである4.5%、4.1%に戻った。また、両国とドイツ国債とのスプレッドも2012年7月をピークに縮小傾向となり、2013年12月末には両国の国債利回りが上昇し始めた2011年秋の水準に低下した(図3)。これは、ECBが一定の手続きを条件としながらも、債務危機に陥る危険性の高い周縁諸国の国債を無制限に購入し、資金を供給することを表明したことが、ユーロ圏でのソブリン・テールリスクを低下させるのに極めて有効であったことを意味する²⁷⁾。De Santis (2014)²⁸⁾によると、OMT導入の発表は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアの10年物国債スプレッドに対して経済学的に有意なインパクトを与え、スペインとイタリアを筆頭に周縁国の国債スプレッドはいずれも低下した。またAltavilla et al. (2014)²⁹⁾によると、OMT導入の発表はドイツの2年物国債利回りには何も変化をもたらさなかったが、イタリアとスペインの2年物国債利回りを有意に低下させた。このように、OMTによる国債購入はまだ一度も実施されていないにもかかわらず、債務危機の鎮静化に寄与している点は非常に興味深い。

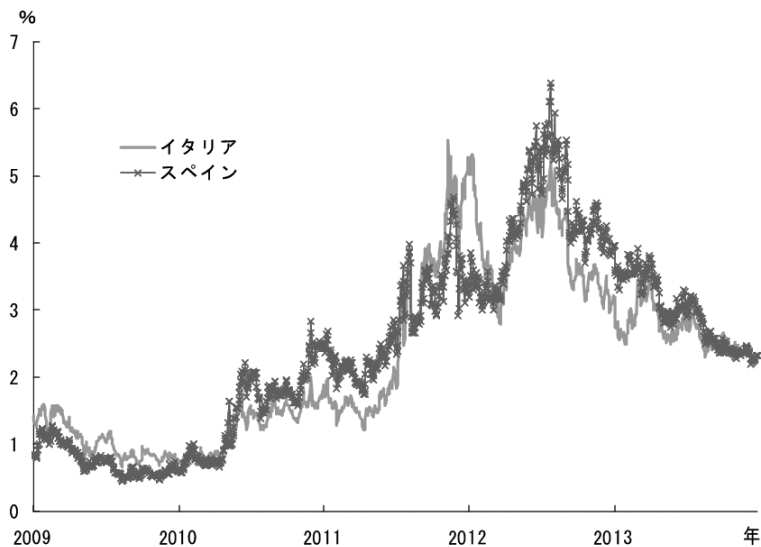


図3. スペインとイタリアの10年物国債利回り(ドイツ国債とのスプレッド)

(資料) Bloomberg データより大和総研作成

(出所) 大和総研リサーチレポート「欧州経済」2013.12.27

2014年6月に政策金利の中央銀行預金金利がマイナス金利となってからまだ日が浅いため、銀行融資やユーロ安などに対する政策効果について評価することは困難である。この点については、今後の課題としたい。

2. ECB の非伝統的金融政策の特徴

リーマン・ショック後の世界的金融・経済危機の中、ECB を始めとする主要国の中央銀行はいわゆる非伝統的な金融政策の実施に踏み切ってきた。しかし ECB の非伝統的金融政策は、日米英のそれとは以下の2点において大きく異なる³⁰⁾。第1に、日米英の中央銀行が非伝統的金融政策として、大規模な資産買い入れ (LSAP) という量的緩和を中心に行ってきたのに対して、ECB は信用緩和を中心を実施してきた点である。つまり、ECB による国債等資産の買い入れはごく限定的であり、あくまでも従来からの金融政策手段の主力である有担保方式での資金供給オペの枠組みの中で、無制限資金供給、長期資金供給オペの期間延長、適格担保資産要件の緩和とオペ対象金融機関の拡大などの新たな政策手段を導入して大規模な資金供給を行い、危機に対応してきたのである。第2に、日米英の中央銀行が従来の金融政策における政策金利の引き下げ余地がなくなる中、それに代わる手段として大規模な資産買い入れ等非伝統的な金融政策を実施しているのに対して、ECB は政策金利という従来の金融政策手段も市場へのシグナリング機能をもつ重要な手段として引き続き活用している点である。ECB は非伝統的な手段は金融政策の伝達経路の機能回復や向上させるための補助的手段であり、非伝統的手段そのものにシグナリング機能があるとはとらえていない。このような ECB の政策運営方針は、同行のバランスシートの資産規模の推移に反映されている。つまり ECB の資産規模は、ピーク時の2012年には対名目 GDP 比30%を超えて日本銀行と並び主要国中央銀行の中で最も高い水準であった。しかし、3年LTROs など非伝統的な LTROs の適用金利は主要リファイナンス金利に連動してしかも少し割高であり、必要性が低下すればその規模の自律的な縮小を促すように設定されていたため、危機の鎮静化に伴って金融機関が繰り上げ償還する動きが強まり、2014年第1四半期には約22%まで低下し、主要国の中央銀行で最低水準となっている。なお、ECB が LSAP という量的緩和に対して消極的な理由としては、以下のような点が挙げられるだろう。第1に、各中央銀行の過去の経験では、バランスシートを拡大してベースマネーを増やしても信用乗数効果に見合ったマネーサプライの増加が実現したわけではなく、米英とは異なり間接金融が中心のユーロ圏で政策効果がどの程度かは不透明である。第2に、むしろ中央銀行による巨額の国債購入に伴うリスクや副作用の方が憂慮される。具体的には、市場機能の低下、中央銀行の資産規模の正常化という出口への道筋の困難さ、将来的な高インフレや資産バブル発生の可能性、各国の財政再建への取り組みに対するインセンティブの減退などである。第3に、ユーロシステムでは金融政策は統一されているが、各国財政はそれぞれ独立している。このような制度下では、ECB が加盟各国の国債を買い取ることは容易ではない。

ECB のこのような政策運営姿勢に対して、IMF はユーロ圏に対する4条協議報告書(2014年7月)の中で、「低インフレが長期化する場合は、ECB はユーロ圏の各国の国債を ECB への出資比率に応じて買い入れるという量的緩和によるバランスシートの資産規模の拡大を実行すべきであ

る」と指摘している。一方、国際決済銀行（BIS）は第 84 次年次報告（2014 年 6 月）の中で、「近年の主要国中央銀行の非伝統的金融政策運営の結果、金融資本市場は実体経済と乖離して加熱しており、このような政策運営からの出口戦略は経済的、金融的、政治的な意味で極めて困難となりうる」と警告している。このように LSAP に関しては、国際金融当局者の間でも積極派と消極派に意見が分かれているのが現状である。

なお、ECB は 2014 年 6 月に政策金利をマイナス金利とする等の追加緩和を実施した際、今後低インフレーションが過度に長引くリスクが増した場合は、国債買い入れ等の量的緩和の実施もあり得ること、また ABS の買い入れオペ実施に向けた準備を行うことを表明した。

3. 非伝統的金融政策の課題と対応

国際決済銀行は主要国中央銀行による非伝統的金融政策運営の課題として、①政策効果の低さ、②新興国等の周辺国・市場への影響、③予想外の低インフレーション、④出口局面で後手に回るリスク、を挙げている。

また、日本銀行企画局（2009）³¹⁾によると、非伝統的金融政策の多くは、従来の金融政策に比べて損失の発生により納税者の負担が生じる可能性が相対的に高く、また中央銀行によるミクロ的な資源配分への関与が強まるという 2 点において財政政策的な性格を有している。これらの課題に対する中央銀行の対策は以下のとおりである。①適切なリスク管理：民間の信用リスクをとる場合、買い入れる金融資産は比較的信用度の高いものに限定する。またリスクが高い資産の買い入れや個別金融機関への流動性支援を行う場合、損失が発生した際に備えて負担の分担を政府や民間主体とあらかじめ決定しておく。②ミクロ的資源配分に対する中立性の確保：あらかじめ実施方針を公表し、金融資産の買い入れにおいて入札方式を採用するなどできるだけ中立性を担保するように努める。③市場機能の回復とニーズ低下の連動性：実施の金額や期間を限定し、適切な最低入札レートを設定することにより、市場機能の回復に応じてこれらの支援に対するニーズが低下する仕組みとする。

なお、危機対応策として実施される非伝統的金融政策は異例のことであり、かつ多岐に亘っているため、ECB は金融政策に関する考え方について従来以上にきめ細かい情報発信に努めている。

V. おわりに

本稿を終えるにあたり、今後のユーロ危機対策に関する展望について考えてみたい。ECB の金融政策運営については、今後低インフレと景気後退が長期化すれば、量的緩和に踏み切る可能性もある。ドラギ ECB 総裁もその可能性を否定していない。ただし量的緩和に踏み切った場合も、ECB は非伝統的金融政策からの出口戦略を容易にするために中央銀行のバランスシートの肥大化を恒常化せず、できるだけ一時的なものに止めようとする姿勢を維持するのではないかと思わ

れる。今後のユーロ圏経済にとってのプラス要因とマイナス要因を挙げてみよう。まず、プラス要因とみられているのは、2013年以降米国とユーロ圏の国債スプレッドが拡大していることである。米国FRBは量的緩和からの出口戦略を少しずつ開始しており、米・ユーロ金利差の拡大によってユーロ安傾向が今後顕著となり、輸出拡大によるユーロ圏の景気回復が期待されている。なお、日本銀行は現在も非常に大規模な量的緩和を持続しており、出口戦略への道程は多方面に影響が及ぶことが予想され、日本経済にとって今後大きな問題になるだろう。つぎに、ユーロ圏経済にとってマイナス要因とみられているのは、ウクライナ問題である。ウクライナ問題による政治不安だけでなく、これに端を発して発動された対ロシア経済制裁が長期化すると、ロシアとの貿易が盛んな欧州およびユーロ圏経済にとっても深刻な打撃となるであろう。

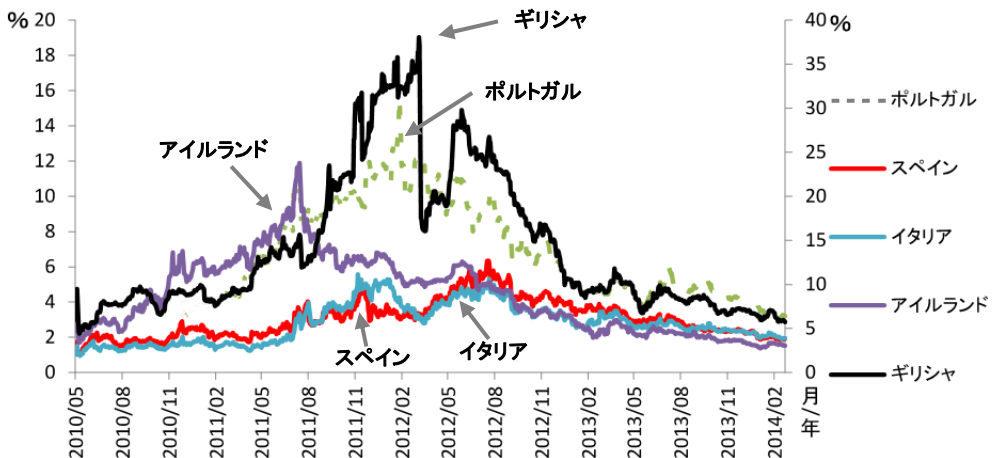


図4. ドイツ国債利回りとのスプレッド（各国10年国債）

（注）ギリシャのみ右目盛

（資料）Datastream データより作成

（出所）国際通貨研究所「Newsletter」No.11, 2014

ところで、EUおよびユーロシステムはすでにユーロ危機を脱したと判断してよいのだろうか。確かにユーロ圏の国債市場を始めとする金融資本市場は今のところ落ち着きを取り戻しているように見える（図4）。しかし、現段階でユーロ危機は収束したと結論付けるのは時期尚早であり、今後危機が再び深刻化するリスクはある。たとえば、周縁諸国の状況にもばらつきが生じている³²⁾。まず、周縁諸国全体の傾向をみてみよう。財政収支については、EUとIMFの支援の下で厳しい緊縮財政政策が進められてきた結果、周縁諸国の財政収支は緩やかに改善をしている。また、經常収支については、賃金引き下げや構造改革などの成果によってドイツ等中核諸国との労働生産

性格差は縮小し、周縁国の経常収支の赤字も改善傾向にある。つぎに周縁国それぞれの状況を見ると、アイルランドは2009年から経常収支が黒字に転じ、2014年中のEUとIMFからの支援からの卒業が視野に入ってきた。ポルトガルもEUとIMFの支援条件を堅実にクリアしてきたことが評価されているが、財政再建を担当してきた財務相が辞任するなど政治的混乱が生じたのが不安要素となっている。スペインは銀行危機に対応するため、2012年と2013年にESMから合計414億ユーロの支援を受けて銀行への資本注入を実施した。その際スペイン政府は、ESMが設定した1000億ユーロを大きく下回る規模で銀行危機に対応できたこと、また経常収支も2013年には黒字化することが見込まれることから政策運営に自信を取り戻しつつあると言われる。イタリアも経常収支は2013年に黒字化することが見込まれており、他の周縁諸国に比べて単年度の財政赤字のGDP比規模は小さい。しかし、債務残高のGDP比は100%を超えており、また政治不安が続いていて大連立政権が抜本的な財政再建や構造改革を実行できるのかどうか危ぶまれる。ギリシャは、財政収支、経常収支ともに改善のスピードが遅いが、その原因は国営企業の民営化が思うように進まず、財政再建がはかどらないことにある。このように、早ければ2014年末までにEUおよびIMFからの支援から卒業するのではないかとされる周縁国が出てきている一方で、構造改革の途上にある周縁国もある。いずれにしても周縁諸国は、ECBの非伝統的金融政策手段による資金供給が潤沢になされている間に、たとえ国民に犠牲を強いるものであっても財政再建と構造改革をさらに推し進めていかねばならない。というのは為替レートによる調整が不可能なユーロ圏では、政府債務危機に陥った国は財政再建と構造改革を実行しない限り、その国の国際競争力と経済成長力を高めることはできないからである。

これまで分析を行ってきたECBの金融政策は、ユーロ危機に対するあくまでも対症療法的な対策であり、今後EUはより長期的かつ根本的な対策を講じていく必要がある。2012年6月に欧州理事会において、金融、財政、経済政策という3つの枠組みの統合と民主的正当性と説明責任の強化を基礎として、経済通貨同盟の機能を高めていくことを決定した。具体的には、ESMという金融セーフティ・ネットの構築、銀行同盟の構築などのユーロ制度改革、新安定成長協定や新財政協定などによる財政規律の強化、EU全体として過大な支出を防止するためのヨーロッパ・セメスターという相互監視システムの整備、マクロ経済不均衡是正手続き(MIP)の導入、将来的には財政同盟による財源の共通化などが挙げられる。この中でECBが果たすべき役割は、以下の2点と考えられる。第1に、各国の財政出動には制約がある中、ECBが本来の役割である金融政策を機動的に実施し、ユーロ圏経済の立て直しに貢献することである。第2に、ECBが一元的な銀行監督を行い、金融機関の経営が適正であるか直接チェックすることである。これは単一監督メカニズム(SSM:Single Supervisory Mechanism)と呼ばれており、2013年10月に関連法が発効し、2014年11月からの任務開始に向けての準備が進められている。ECBは銀行監督業務を明確に分離するために銀行監督理事会を設置し、初代委員長にはフランス銀行監督当局の事務長で

あるダニエル・ヌイが任命された。ECB が直接監督するのは、資産が 300 億ユーロ超あるいは母国の GDP 比 20%以上であるユーロ圏の大手金融機関に限られており、その数は銀行同盟に参加する約 6000 の金融機関のうち 130 行程度にすぎない。この約 130 行については資産査定とストレス・テストが実施され、2014 年 10 月にはその結果が公表される予定である。その他の金融機関については、従来通り ECB は間接的に監督することになる。

金融の枠組みの統合の要である銀行同盟は、単一監督メカニズム、単一破綻処理メカニズム (SRM:Single Resolution Mechanism)、共通預金保険制度 (CDGS:Common Deposit Guarantee Scheme) によって構成される。したがって、ECB による一元的な銀行監督は銀行同盟実現に向けての第 1 段階に過ぎず、金融機関の破たん処理メカニズム、預金保険制度も一元化されて初めて銀行同盟が完結するわけである。共通ルールの制定に関しては各国の思惑が絡むことも多く、激しい意見対立も予想されるため、銀行同盟が完全な形で実現するまでの道のりは決して平坦ではないであろう。なお、単一破綻処理メカニズムに関しては、銀行破綻処理費用の負担については当該銀行の株主や債券保有者がまず行い、納税者負担を軽減することになった。それ以上の負担は、全銀行の拠出でまかなわれる単一破綻処理基金が負担すること、破綻処理の実行と方法の決定は新たに設置される単一破綻処理委員会の提案に基づき、欧州委員会が行うことが決定し、2015 年 1 月から稼働する予定である。また、共通預金保険制度については、預金者一人当たり 10 万ユーロまで保証され、銀行の破綻から 7 日以内に支払われるという EU 共通ルールはあるものの、まだ単一の預金保険制度の枠組みは決まっていない。

「謝辞」

本研究は、JSPS 科研費（課題番号:21530322）の助成による研究成果の一部である。

引用文献、注

- 1) ユーロ危機の原因の詳細については、羽森直子：「ユーロ危機の原因」『流通科学大学論集—経済・情報・政策編—』第 22 巻第 1 号（2013）pp.99-123 を参照のこと。
- 2) EU 各国は単年度の財政赤字を名目 GDP 比 3%以内、公的債務残高を同 60%以内に収めるというルールがあり、ユーロ導入国がこれらの条件を満たせなかった場合は制裁が課せられることになっている。この SGP が十分機能しなかったことがユーロ危機の一因となったため、強化策が講じられている。
- 3) 欧州中央銀行を中心とする欧州中央銀行制度に関する法的枠組みは、欧州連合条約、欧州連合の機能に関する条約、そして欧州中央銀行制度及び欧州中央銀行法によって規定されている。
- 4) 2015 年 1 月より金融政策理事会は 6 週間に 1 回の開催となる予定であり、これは金融市場へのノイズを減らすためだと言われている。
- 5) 各国の GDP 規模と銀行資産規模を換算したランキングで上位 5 か国を第 1 グループ、それ以外を第 2 グループ

ブとし、第1グループには4議決権、第2グループには11議決権が割り当てられ、1か月ごとの輪番制となる。なお、ユーロ導入国が22か国以上に増加した場合は、第2グループは14か国で8議決権、第3グループは残り9か国（2014年8月現在）で3議決権が割り当てられることになっている。

- 6) 矢澤朋子：「欧州安定メカニズム（ESM）」『経済の広場 入門欧州経済』大和総研 2013年8月15日掲載 http://www.dir.co.jp/research/report/place/intro-europe/20130815_007468.pdf を参照のこと。
- 7) EFSFも存続しているが、新規の支援プログラムの受け入れは停止しており、ESM設立前に実施されたギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対する支援の貸付金や債権の回収が終了した時点で解体されることになっている。
- 8) EFSFの融資能力は4400億ユーロであった。
- 9) 現在のESMの最高経営責任者である元欧州委員会経済金融局長のクラウス・レグリングは、EFSFの最高経営責任者も兼務している。
- 10) ECBの従来の金融政策手段については、European Central Bank: *The Monetary Policy of the ECB* (2011), European Central Bank: *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures* (2011), 羽森直子：『欧州中央銀行の金融政策 新たな国際通貨ユーロの登場』（中央経済社，2002）などを参照のこと。
- 11) EUで計測方法を統一した消費者物価指数のことである。
- 12) ユーロ導入時には2%以下（below 2%）に抑えることで定義されていたが、2003年にドイツの物価上昇率が低下しデフレの懸念が生じたことを受け、物価安定はデフレを排除することを明記するために現在のような表記に変更された。
- 13) European Central Bank: *The Monetary Policy of the ECB* (2011) pp.70-71 を参照のこと。
- 14) EONIAとは、ユーロ圏の大手銀行により報告される無担保オーバーナイト金利の加重平均のことである。
- 15) 2007年1月よりユーロ圏全体の統一基準のみ（Single List）となった。
- 16) リファイナンス金利は、正確にはECBが毎週行うMROsの入札時に示される最低応札レートのことである。
- 17) 1999年以来、準備率は2%である。
- 18) 日本銀行企画局：「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」、『調査論文』2006年6月30日掲載 http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2006/data/ron0606c.pdf
- 19) ECBの非伝統的金融政策手段については、Deutsche Bundesbank: “Implications of the Eurosystem’s monetary operations during the financial crisis”, *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, April (2014) pp.37-59, European Central Bank: *The Monetary Policy of the ECB* (2011), European Central Bank: *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures* (2011), 矢澤朋子：「ECBの欧州危機への対応」『経済の広場 入門欧州経済』大和総研 2013年7月25日掲載 http://www.dir.co.jp/research/report/place/intro-europe/20130725_007468.pdf 等を参照のこと。
- 20) 米国および英国は、すでに2007年より利下げに転じていた。
- 21) 矢澤朋子：「ECBの欧州危機への対応」『経済の広場 入門欧州経済』大和総研 2013年7月25日掲載 http://www.dir.co.jp/research/report/place/intro-europe/20130725_007468.pdf
- 22) 米ドル、英ポンド、日本円建て債券で、ECBは2010年末までの時限措置とした。
- 23) ABS以外の受け入れ担保について、適格要件をA-格以上からBBB-格以上に緩和した。
- 24) SMPは2010年5月から2012年の9月まで実施され、ECBは総額2110億ユーロの規模でギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリアスペインの国債買い入れと不胎化を行ったが、国債市場を安定化するこ

とは出来なかった。

- ²⁵⁾ OMTの詳細については、約1か月後の2012年9月6日に発表された。
- ²⁶⁾ Szczerbowicz, Urszula: “The ECB’s Unconventional Monetary Policies: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments?”, *RIETI Discussion Paper Series*, 14-E-008 (January 2014) .
- ²⁷⁾ European Central Bank: “The Determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis”, *ECB Monthly Bulletin*, May (2014) pp.67-83.
- ²⁸⁾ De Santis, R.A.: ”The euro area sovereign debt crisis: identifying flight-to-liquidity and the spillover mechanism”, *Journal of Empirical Finance*, Vol.26 (2014) pp.150-170.
- ²⁹⁾ Altavilla, C., Giannone, D. and Lenza, M.: “The financial and macroeconomic effects of OMT announcements”, *CSEF Working Papers*, No.352 (2014) .
- ³⁰⁾ 河村小百合: 「欧州中央銀行の選択 米英日とは、引き続き一線を描く」, 『金融財政ビジネス』2014年8月4日号(時事通信社, 2014) pp.4-8
- ³¹⁾ 日本銀行企画局: 「今次金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について」, 『調査論文』2009年7月29日掲載 http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2009/data/ron0907c.pdf
- ³²⁾ 山口綾子: 「ユーロ圏の経済動向～周縁国債務問題は最悪期を脱したのか?～」, Newsletter, 公益財団法人 国際通貨研究所, No.19 (2013) 2013年7月26日掲載 http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_19_j.pdf等を参照のこと。