

ECBの量的緩和と国債保有・損益負担

伊豆 久

はじめに、中央銀行・長期国債・銀行券

リーマンショック以前の日本や米国では、中央銀行による長期国債の買入れは、現金（中央銀行券）の供給額とのバランスに配慮して実施されてきた。

第二次大戦後、戦時の国債発行が収束したあとも、いわゆるケインズ政策によって財政赤字が拡大し、再び大量の国債が発行されるようになった。中央銀行は、それを買切りオペの対象とすることで、間接的ながら国債価格を下支えしてきたのである。

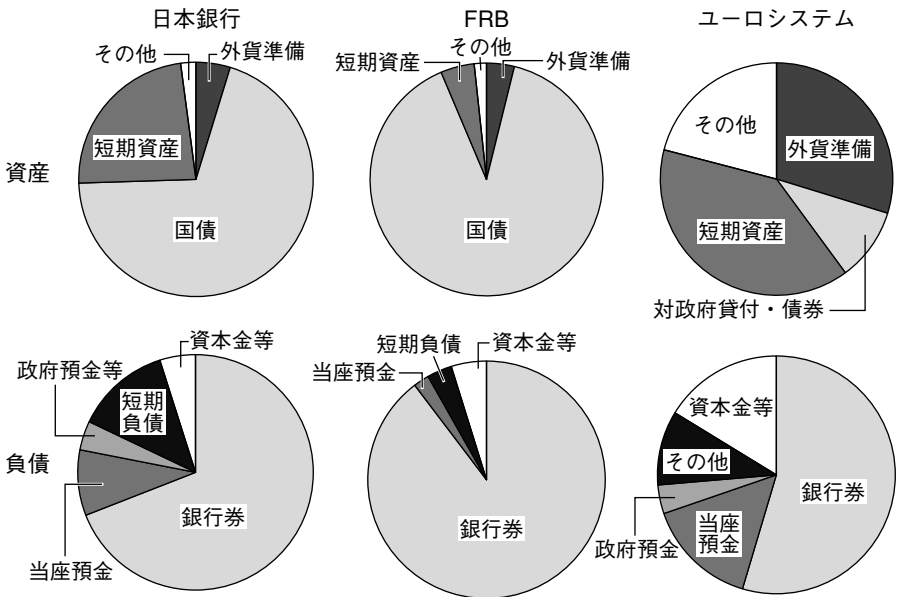
ただし、その買入れ額は銀行券の発行残高の範囲内とするのが一般的であった。一国の経済が必要とする現金の量は、経済成長に伴い漸増し（いわゆる成長通貨）、週次、月次の変動はあるものの大きく増減することがない。逆に市中で流通する現金の量を政策的に調節することも不可能で、中央銀行は市中のニーズに受動的に対応するほかない。そのため、銀行券残高の範囲内であれば、中央銀行がその保有額を容易に削減しにくい長期国債の買入れによって自身のバランスシートを拡大させても、金融調節能力を大きくそこなうことにはならないと考えられたのである。

一方、金融機関どうしの決済に用いられる中央銀行当座預金については、金融調節のためにその大きさを日々調整する必要があり、それゆえ満期の短い（典型的にはオーバーナイトの）資産である貸付やレポによって供給

される。中央銀行預金は短期資産の範囲内でなければならず、言い換えれば、長期国債は中央銀行券の範囲内でなければならず、⁽¹⁾それを定式化したのが、日銀のいわゆる「銀行券ルール」⁽²⁾にほかならない。

量的緩和が開始される以前は、日本銀行もFRB（米国の中央銀行）もこうした「原則」に則った通貨供給をおこなってきた。図表1が示すように、両中銀において「資産」に占める「国債」の比率と「負債」に占める「銀行券」の比率がおおむね等しいのはそのためである。ところが、ECB（欧州中央銀行）はそれらとは異なり、欧州

図表1 日米欧中銀のバランスシート



- (1) 2006年末。
 - (2) 「外貨準備」は金を含む。なお金については、日銀とFRBでは簿価、ユーロシステムでは時価評価。
 - (3) 「国債」は、買切りオペによる国債保有残高（国庫短期証券等を含む）。
 - (4) 「短期資産」は、日銀は買現先と共通担保オペの合計、FRBはレポ、ユーロシステムは金融政策目的の貸付。
 - (5) 「短期負債」は売りオペ等の資金回収オペ。
 - (6) 「資本金等」は、資本金、準備金、引当金の合計。ユーロシステムの「資本金等（16%）」は外貨準備の再評価益（11%）を、FRBの「資本金等（4.8%）」は「政府預金（0.5%）」と「その他（0.8%）」を含む。
 - (8) 日本銀行の「政府預金等（4.0%）」は「その他（0.4%）」を含む。
- (出所) 日本銀行「営業毎旬報告」、ECB, *Annual Report 2006*、FRB, *Annual Report 2006* より作成。

危機（二〇一〇年）以前に国債を買い入れることはなかった。その理由は、①インフレや財政ファイナンスへの警戒心が非常に強いこと、②財政（国債）が統合されていない中で特定の国債を買い入れることはユーロ加盟国の平等な扱いに反すること、③中央銀行の資産に占める金・外貨準備が多いため（日米と異なりECBでは、制度上、財務省ではなく中央銀行が外貨準備を保有・管理する）、現金供給のために別途大量の国債を買い入れる必要性が小さいこと、であったと思われる。その代わりに、日銀やFRBと比べると相対的に満期期間の長い金融調節（貸付）を多用してきたのである（後述するMRO、LTRO）。

ところが、ECBも二〇一五年初め量的緩和に踏み切り、巨額の国債買入れを開始した。ただし、ユーロ圏には「ユーロ圏政府」「ユーロ圏国債」は存在せず、各国の国債を買い入れるほかない。そこで、①買入れの額や方法はECB理事会で統一的に決定するものの、②各国の国債は各国の中央銀行が買い入れることとし（例えば、独中銀はドイツ国債のみを買い、仏中銀はフランス国債のみを買い）、③万一、デフォルトや中途売却等による損失が発生した場合には、損失は各国中央銀行が負担することとなった。

これは、財政が統合されていないまま金融政策が統合されているECBの、中央銀行としての不完全性が、量的緩和の開始によって顕在化したものと言えよう。ECBの量的緩和における特徴を、国債保有とそれに伴う潜在的な損失負担という観点から整理してみたい。

1 ユーロシステムのバランスシート

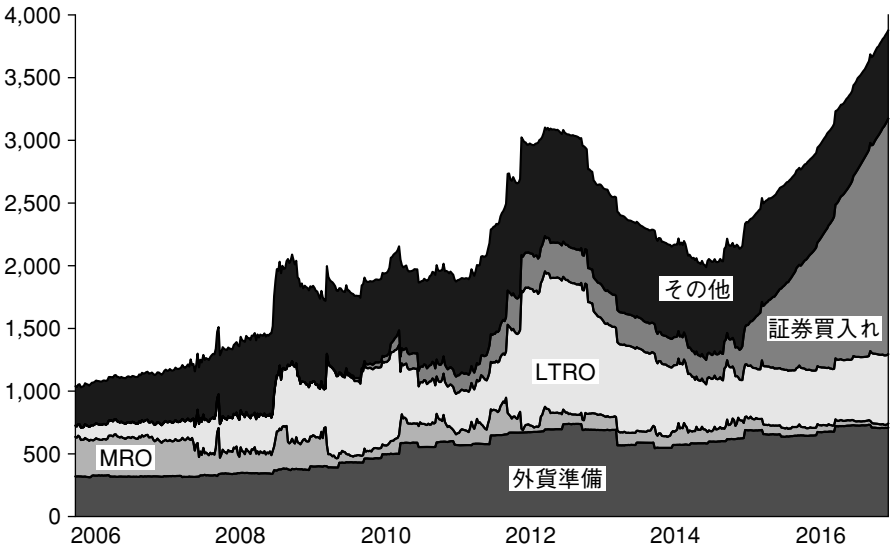
はじめにユーロ圏の中央銀行制度を確認しておこう。⁽³⁾それはユーロシステムと呼ばれ、ユーロ圏の一九の中央銀行とECBから成る。その意思決定はECB理事会（六名の理事と一九名の各国中銀総裁）で統一的になされ

るが、実際のオペレーションのほとんどは各国中銀がおこなっており、単体の銀行としてのECBの規模は非常に小さい（ユーロシステム全体の連結バランスシートの規模約三兆六千億ユーロに対してECBは単体で約三千億ユーロ。二〇一六年末時点）。

図表2は、ユーロシステムのバランスシート（資産）の推移を連結ベース（一九の各国中銀+ECB）で示したものである。そして図表2から金融調節に関連する部分を取り出したのが図表3である。

金融危機以前の金融調節では、満期一週間のMRO（Main Refinancing Operation）が中心であったが、危機の発生後、満期一ヶ月のLTRO（Longer Term Refinancing Operation）が多用されるようになり、しかもその満期は半年、一年、三年と長期化していった。特に、イタリア、スペインへの危機の拡大が懸念された際には計約一兆円のLTRO（いわゆるドラギ・バズーカ）が実施され大きな注目を集めた⁽⁴⁾。さらに二〇一四年から一七年にかけては、TLTRO（Targeted

図表2 ユーロシステムのバランスシート（資産）



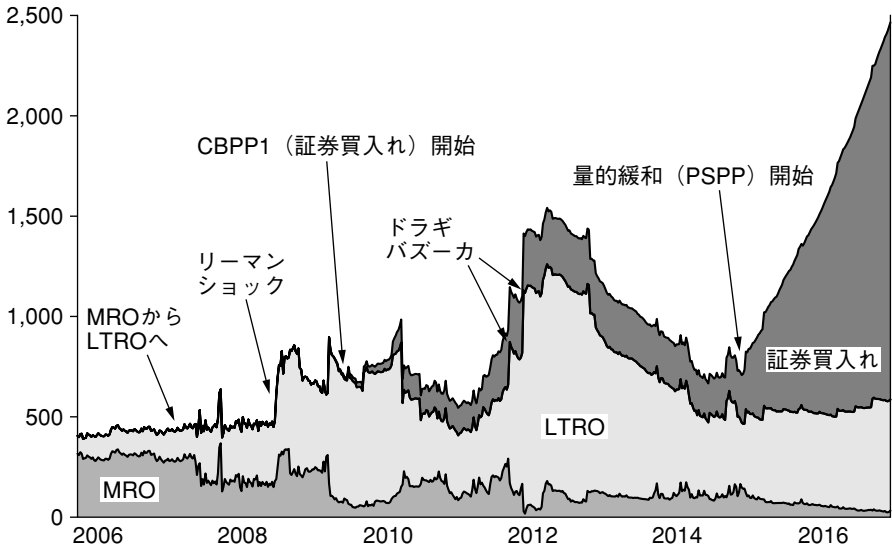
(注) 10億ユーロ。2006年第1週～2017年第12週、週次ベース。
 (出所) ECB, Statistical Data Warehouse 資料より作成。

Longer Term Refinancing Operation) I・IIと名付けられた満期最大四年の資金が供給された。その供給総額はIが四三二〇億ユーロ、IIが七四〇二億ユーロに達したが、既存の貸付の借り換え分も多く、図表2・3からわかるようにバランスシートを大きく拡大することにはならなかった。⁽⁵⁾

債券の買入れは、図表4のように、二〇〇九年五月のカバードボンドの買入れから始まり、一〇年五月にはSMPの名称で債務危機国の国債、一四年一〇月にはABSの買入れを始めている。しかしそれらはいずれも、特定の資産を買い支えることが目的であり、通貨供給量の拡大(量的緩和)を目指したものではなかった。例えば、SMPによる国債の買入れによって供給された資金は吸収オペによって回収、不胎化されている。

しかし、ECB理事会は、一五年一月にそれまでの債務・金融危機への対応とは性格の異なる、デフレ・不況対策を目的としたPSPP (Public Sector Purchase Programme) を発表し、三月より大規模な国債買入れを

図表3 ユーロシステムのバランスシート (金融調節に伴う資産)



(注) 図表2に同じ。
(出所) 図表2に同じ。

開始する。これによって、図表2が示すように、ユーロシステムのバランスシートの状況は一変した。PSSPPは、前年末より開始されたAPP（資産買入れプログラム）の一部をなすが、図表5が示すように、CBPPとABSの額は少なくそのほとんどをPSSPPが占めている。

2 PSSPPによる国債

保有と損失負担

PSSPPとは、ユーロシステムが公共債（国債、政府機関債、EU機関債、のちに地方債を含む）を月間六〇〇億ユーロ（一時八〇〇億ユーロに増額）買入れるというもので（図表4）、

図表4 債券買入れオペの推移

	決定日	開始日			
CBPP1	2009年5月7日	2009年7月	買入れ額が目標の600億ユーロに達した2010年6月に買入れ終了。		
SMP	2010年5月9日	2010年5月	ギリシャ、アイルランド、スペイン、イタリア、ポルトガルの国債。ピーク時（2012年2月）2,195億ユーロ。12年9月終了。		
CBPP2	2011年10月6日	2011年11月	12年末までに400億ユーロ買入れ予定のところ、発行額の伸び悩みなどから164億ユーロで12年10月に終了。		
OMT	2012年9月6日	買入れ実績なし。			
APP	CBPP3	2014年10月2日	2014年10月	継続中。	
	ABSPP	2014年10月2日	2014年11月	継続中。	
	PSSP		2015年1月22日	2015年3月	PSPP（公共債の買入れ：国債、エージェンシー債、EU機関債）を導入。買入れ額は、CBPP3とABSPPと合わせ合計月間600億ユーロ（純増分）。実施期間は少なくとも16年9月末まで。買入れ上限（対発行残高）：同一銘柄4分の1、同一発行体3分の1。
			2015年12月3日		買入れ期間を、少なくとも2017年3月末までに6ヶ月延長。買入れ対象に地方債を含める。買入れ証券で満期が到来したものについては再投資する。
			2016年3月10日		買入れ額を月額800億ユーロに増額（16年4月から）。EU機関債の買入れ上限を残高の3分の1から2分の1に引上げ。
		2016年12月8日		買入れ額を17年4月から月間600億ユーロに引き下げて、実施期間を少なくとも2017年12月末まで9ヶ月延長。	
CSPP	2016年3月10日	2016年6月	継続中。		

(注) CBPP: Covered Bond Purchase Programme
 SMP: Securities Markets Programme
 OMT: Outright Monetary Transaction
 ABSPP: Asset-Backed Securities Purchase Programme
 APP: Asset Purchase Programme
 PSSP: Public Sector Purchase Programme
 CSPP: Corporate Sector Purchase Programme

(出所) ECB, *Annual Report*各号、政策決定日の総裁記者会見要旨等より作成。

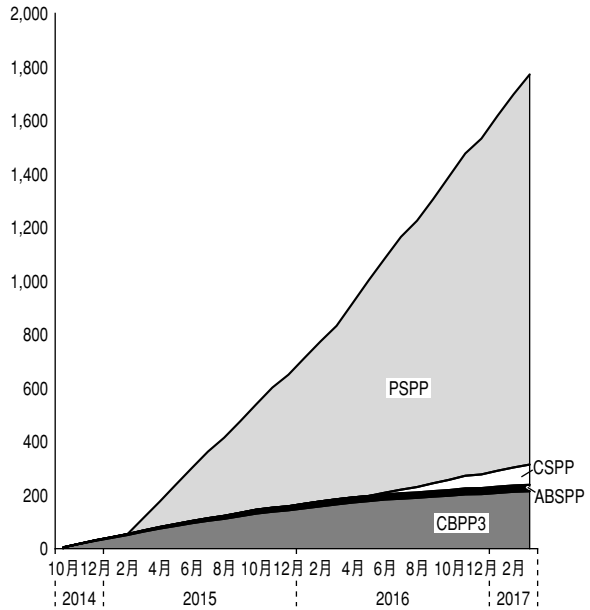
買入れ対象は、一二％をEU機関債、残りの八八％を国債等とし、また全体の八％をECBが、九二％を各国中銀が買入れることとされた(図表6)。買入れた公共債の国籍別内訳は図表7のようになっている。

ここで着目したいのは、買入れ主体と買入れ対象の組み合わせである。まず、ECBは、図表6に示したように、PPP全体の八％に相当する各国の国債を買入れしているが、その内訳は、ECBへの各国の出資比率(キャピタルキー)⁽⁷⁾と同じに定められている(図表8)。す

なわち、ドイツ国債約二六％、フランス国債約二〇％・・・という「バスケット」の形で購入されている。

次に、各国中銀の買入れ額も、同じくキャピタルキーと同じ比率になるよう決定されている。問題はその買入れ対象であるが、それについては「バスケット方式」をとらず、本稿冒頭で述べたように、独中銀はドイツ国債を、仏中銀はフランス国債をと、各国中銀は自国の国債のみを買入れることになっており、他国の国債は買っていない。つまり、各国中銀は、それぞれ、キャピタルキーにもとづいて割り当てられた金額の自国国債を買い

図表5 APPの残高



(注) 「証券買入れ」(図表1・2)のうち16年10月開始のCBPPP3、ABSPPと15年3月開始のPSPP、16年6月開始のCSPPの残高の推移。したがって、すでに買入れは終了しているものの満期まで保有されているSMP、CBPPP1・2の残高は含まない。10億ユーロ。2014年10月末～17年3月末、月次ベース。

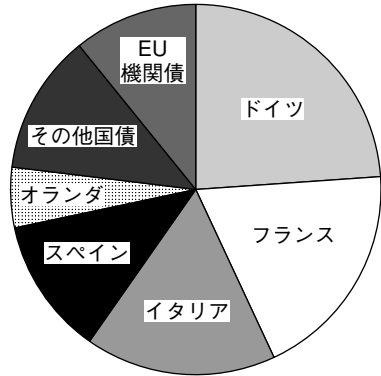
(出所) ECB, "History of cumulative purchases under the APP"より作成。

図表6 PSPPの買入れ配分

	EU機関債	国債	計
ECB	0%	8%	8%
各国中銀	12%	80%	92%
計	12%	88%	100%

(注)「国債」は、「エージェンシー債」を含み、15年12月からはさらに「各国の地方債」を含む。
(出所) ドラギ総裁記者会見2016年1月22日より作成。

図表7 PSPP保有国債等の内訳



(注) 2017年3月31日時点。
(出所) ECB, "Breakdown of debt securities under the PSPP"より作成。

図表8 ECBのキャピタル・キー

	Capital Key	修正 Capital Key
ドイツ	18.00%	25.57%
フランス	14.18%	20.14%
イタリア	12.31%	17.49%
スペイン	8.84%	12.56%
オランダ	4.00%	5.69%
ベルギー	2.48%	3.52%
ギリシャ	2.03%	2.89%
オーストリア	1.96%	2.79%
ポルトガル	1.74%	2.48%
・	・	・
マルタ	0.06%	0.09%
計	70.39%	100.00%

(注)「修正キャピタルキー」は非ユーロ圏分を除いたもの。
(出所) ECB, "Capital subscription," January 1 2015.

入れているのである⁽⁹⁾。

さらに注目したいのは、買入れた国債から生じる損益については各国中銀が負担し、ユーロシステム全体として共有されないことになっている点である。これは、ユーロシステムの通常の金融政策の場合と大きく異なる。

すなわち、ECB理事会の決定した金融調節方針に従って各国中銀が貸出等を行うと、そこから金利収入が発生するが、それらは各国中銀にそのまま帰属させるのではなくユーロ圏単一の金融政策の結果として一旦すべて合算し、その後キャピタルキーに基づいて各国中銀に毎年再配分されている⁽¹⁰⁾。ところがPSPPの国債買入れに

関しては、買入れ額の割当てこそECB理事会で統一的に決定されているものの、各国中銀は自国国債のみを買入れ、その損益も当該中銀のみに帰属することになっているのである。もちろん通常時であれば、(満期保有の)国債の買入れから損失が発生することはないが、(デフォルトリスクを除いても)現在は、マイナス金利政策のもとドイツ国債などではかなりの期間まで利回りがマイナス化している。その結果、国債の買入れは額面上の価格で行われ、年度決算において実際に損失が発生している⁽¹¹⁾のである。

こうした現行の方式以外の選択肢も考えられないわけではないだろう。例えば、ECBがおこなっているのと同様に、各国中銀も、キャピタルキーに沿った各国国債の「バスケット」を割り当てられた金額分買入れるという方法もありえたはずである。また、自国国債のみを買入れるとしても、通常の金融政策に伴う損益と同様に共同負担する方法も十分可能であったであろう。にもかかわらずこうした方法がとられなかったのは、各国の財政状況、国債の信用状態に差があり、信用力の低い国債のリスクを負担することに、おそらくはドイツなどから強い反対があったためではないかと思われる。これは、財政が統合されていない中で大量の国債買入れと、単一の金融政策の矛盾が現れたものと言えよう。

3 ユーロシステムにおける損益負担のあり方

ただし、ユーロシステムの金融政策に伴う損益が共同負担されないケースはPSPに限られない。ユーロシステムにおける損益負担のありかたを整理すると以下のようになる。

ECB単体の損益とユーロシステムの通常の金融政策に伴う損益は、前述のように共同負担される。

非伝統的な政策でも、例えばSMPの場合は共同負担の原則が適用された。SMPは、二〇一〇年五月、ギリ

シヤ等の債務危機が顕在化しEU・IMFが救済融資に乗り出すなか、ユーロシステムとしても一定の責任を担うべく危機諸国の国債買入れを決定、実施したものである(図表4)。政府債務危機への救済措置の一環であるため、買入れに伴う潜在的な損失を当該国自身が負担するという選択はありえなかつたのであろう。(現在まで実際の買入れは行われていないが)OMT(図表4)についても同様に共同負担となっている。⁽¹²⁾

しかし、潜在的な損益を共同負担せず、各国で負担するものとしたケースもあつた。一つは、貸付担保基準が一本化される以前のTIER2にもとづく貸付からの損益についてである。⁽¹³⁾ユーロシステムの適格担保基準は、二〇〇七年一月に統一されたが、それ以前はユーロ圏で共通のTIER1と各国独自のTIER2の二種類から成つていた。各国の民間金融機関が保有する金融資産構成が異なる中、前者は、流動性や健全性を重視した比較的限定的な範囲に抑えられていた。その際、各国独自のTIER2基準の担保での貸付から損失が発生した場合には、ユーロシステムで共有されることなく当該中銀が単独で負担することになつていたのである。

また、CBPP1と2(図表4)についてもそのリスクは分担されず買入れた中銀のみが負担した。買入れ対象の選択基準が統一されていなかつたためである。⁽¹⁴⁾

おわりに

PSPPを決定した日の記者会見でECB理事会のドラギ総裁は「すべての金融政策は財政に何らかの影響を与えることとなります。・・・通常、こうした財政への影響は、容易に、中央銀行と財務省の間ですなわち一国の枠組みの中で対処されるわけですが、ユーロ圏には(単一の)欧州財務省は存在しないため、それぞれの国の財務省が、ユーロシステム全体ではなく自国の中央銀行に、暗黙のあるいは明示的な保証を与えることになりま

す」と、財政が統合されない中で金融政策の特殊性に言及している。

しかし、損益の個別負担については、「金融政策の単一性 (singleness) と何の関係もありません」とし、なぜなら「様式、買入れ額、ルール、上限は、ここフランクフルト (ECB 理事会) で決定されている」からだと述べている。⁽¹⁵⁾しかし、決定の一元性は、金融政策の単一性の十分条件ではないだろう。PSPPに見られる国債保有や損益負担の非統一は、ユーロシステムが単一の中央銀行制度としてはまだ過渡的な存在であることを示しているように思われる。

注

(1) 中央銀行のバランスシートを単純化すると、「長期国債+短期資産||中央銀行券+当座預金」となる。ここで、金融調節の自由度(=当座預金の操作可能性)を確保すべく、「短期資産<当座預金」を維持するためには、「長期国債<銀行券」が必要となる。

(2) 二〇〇一年三月の量的緩和導入時に公表されたが、それ以前は当然の原則とされていたと思われる。一四年四月の異次元緩和導入時に停止され今日に至る。

(3) ユーロ圏の中央銀行制度、リーマンショック後の危機対応については拙著『金融危機と中央銀行』(第三章欧州危機とユーロシステム)、九州大学出版会、二〇一六年参照。

(4) 二〇一一年二月と二二年二月の二回に分けて計一兆一八七億ユーロが供給された。満期は三年であったが、図表2・3が示すように、ほとんどは事前償還されている。

(5) 二〇一四年六月五日に、銀行の貸出実績に応じた金額を貸し付ける資金供給が決定され、一四年の九月から一六年六

月まで四半期ごとに計八回実施された（いずれも満期は二〇一八年九月）。さらに一六年三月一〇日には、TLTRO IIとして満期四年の長期貸付が一六年六月から一七年三月まで四半期ごとに計四回実施された。ECB (www.ecb.europa.eu), "Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)", "History of all ECB open market operations."

(6) ユーロシステムでは、これまでSMPを除いて国債の買切りオペはおこなってこなかったため、償還期日の到来は当面なく、したがって六〇〇億ユーロはそのまま保有純増額を意味する。一五年二月三日に、満期到来分の再投資が決定された。

(7) キャピタルキー (Capital Key) は、EU加盟各国 (非ユーロ加盟国を含む) のECBへの出資比率であり、(人口比率+GDP比率) / 2で定義される。五年毎および新規加盟国があった時に改訂される。ただし、EU加盟国でありながらユーロ圏に加盟していない国の実際の出資額は上記定義で決定された割当額の三・七五%相当額である。そしてキャピタルキーは、①ECBへの出資比率を定めるだけでなく、②ECBの年間損益の配分比率 (例えば二〇一六年度のECBの配当可能利益は九億六六〇〇万ユーロで、独中銀は二億四七〇〇万ユーロ (二五・五七%) を受け取っている。Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2016*, p. 63)、③ユーロシステムの金融政策に伴う損益の配分比率、④ (本文で述べている) PSDPの買入れ国債の比率、などユーロ圏における各種の各国比率として用いられている。

(8) DECISION (EU) 2015/774 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10) 第6条第3項。

(9) 中銀各行の国債買入れ状況については各行年次報告書参照。例えば、Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2016*, p. 68, Banca d'Italia, *Annual Report 2015*, p. 394頁。

(10) 例えば、独中銀の二〇一六年度の受取額は二五〇〇万ユーロであった (Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2016*, p.

81)。

- (11) 独中銀は、PSSPによって買い入れた固定利付国債からの損失が二〇一六年度に一億一六〇〇万ユーロだったことを明かにしている (Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2016*, p. 78)。ただし、貸付等の資産からの金利収入と合計した、同期の純金利収支は三三億ユーロのプラスであった。
- (12) Mario Draghi, Press Conference, January 22, 2015.
- (13) Mario Draghi, Press Conference, January 22, 2015.
- (14) Banque de France, *Activity Report 2015*, p. 101, Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2016*, p. 68.
- (15) Mario Draghi, Press Conference, January 22, 2015.

(いず ひさし・客員研究員)