

松 山 大 学 論 集
第 34 卷 第 6 号 抜 刷
2 0 2 3 年 2 月 発 行

欧州中央銀行（ECB）の量的緩和政策（QE）
～コロナ禍以降の中心に

松 浦 一 悦

欧州中央銀行（ECB）の量的緩和政策（QE） ～コロナ禍以降の中心に

松 浦 一 悦

（目次）

第1章 ECBの金融政策戦略（2021年7月）の内容

第2章 金融政策の波及経路

第1節 ECBの金融政策の波及経路の先行研究

第2節 金融政策の波及経路の問題点

第3章 QE政策の実際

第1節 ユーロ圏のマネタリーベース、マネタリーベースと物価水準

第2節 QEの効果（副作用）

終わりに

本稿の目的は、ECBの量的緩和政策（QE）の評価を行うことである。対象とする時期は2015年以降であるが、特に欧州のコロナ禍以降のQEの効果に焦点を当てて論じる。

ECBのQEは2018年末に終了していたが、2020年のCOVID-19のパンデミックを契機に再びされることになった。ところが、欧州は2021年から顕著となる資源高、穀物価格の上昇、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻を背景にして、物価の上昇に直面する。ECBは2022年7月に主要政策金利をゼロ%から0.5%、ユーロシステムの中央銀行の預金金利をマイナス0.5%からゼロ%に引き上げることを決定した。これにより2014年に導入したマイナス金利が終了した。ユーロシステムによるマネタリーベースの残高は2022年6月にピークに達した後に増加を止めている。こうしてECBのQEは2002年7月で終了した。

第1章では、2021年のECB金融政策戦略の要点を述べることにより、ECBがユーロ圏における金融政策の課題をどのように認識しているかを明らかにする。第2章では、ECBの金融政策の波及経路の先行研究を検討し、波及経路の理論的な課題を検討する。第3章は、ユーロシステムによる国債大量購入によるマネタリーベースの供給がマネーストックと物価に与えた効果を考察する。最後に、ECBのQEはどのような効果（副作用）をもたらしたのかを検討する。

第1章 ECBの金融政策戦略（2021年7月）の内容

ECBを取り巻く構造変化

ECBは2021年7月に金融政策戦略を発表し、金融政策が直面している実体経済を次のように述べている。

「2003年の金融政策戦略の見直しから、ECBは世界環境の変化に直面してきた。金融政策の実施に直接関係するのは、構造変化により均衡実質金利¹⁾（目標とするインフレ率と一致し、経済がその潜在性で維持されている利子率）がユーロ圏で低下したことである。広く受け入れられているコンセンサスは、生産性成長の低下、人口統計の要因、グローバル金融危機に直面して安全と流動性資産に対する継続的な高い需要が均衡実質金利の低下に貢献したことである。持続的な低いインフレ率と組み合わせり、均衡実質利子率の下落は、名目政策金利が実効的な下限付近にある——しかも現在の事象は10年以上継続している——事象の範囲と継続時間を広げている²⁾」

1) 均衡実質金利の一部分は政策選択の結果である。例えば、均衡実質利子率に対する人口実態の影響は法制上の退職年齢と労働力の参加率を引き上げる措置のような政策に依存する。

2) An overview of the ECB's monetary policy, July 2021, p. 2.

均衡実質利子率の低下に加えて、世界経済の変化が金融政策の運営に影響を与えている点を次のように説明する。

「均衡実質金利の下落に加えて、世界の変化はユーロ圏の経済と金融政策運営の環境に影響してきた。ユーロ圏はグローバル金融危機とソブリン債務危機に見舞われ、2020年にはCOVID-19が景気後退を引き起こし、インフレの下降圧力が生じた。こうしてユーロ圏は大きな政策反応を必要としている。グローバリゼーションとデジタル化は財、サービスと労働市場の構造に影響し、短期以上にインフレに直接的な影響を及ぼす。さらに金融構造の展開、例えば、ノンバンク部門を媒介とする金融仲介の上昇は、金融政策の波及経路を変化させる³⁾」

金融政策の波及経路機能の回復は、2009年以降の金融危機以降、物価上昇を目標とするECB金融政策の重要課題であり、銀行の再生と金融システムの安定性は金融政策の波及経路の円滑な機能の点から必要とされてきた。しかし、均衡実質利子率の低下、持続する物価下落傾向、経済の構造変化が背景となり、金融政策の波及経路が機能不全を起こしていると説明されている。

しかし他方で、ECBの統合された分析枠組みについて、ECBは次のように述べている。

「グローバルかつユーロ圏の経済と金融システムが2003年以降経験した構造変化の広がりには、ECBの分析手段と枠組みの継続的なアップデートを必要とする。構造変化の原因（背景）は、ユーロ圏経済の潜在的成長、均衡実質利子率、インフレ・プロセスと金融政策の波及経路である⁴⁾」

3) Ibid, p. 3.

4) Ibid, p. 13.

この脈絡からみれば、ECBはユーロ圏経済の潜在的成長、均衡実質利子率、インフレ・プロセスと金融政策の波及経路は構造変化の要因として列挙されており、それらの要因の因果関係は説明されていない。

新たな ECB の金融目標戦略

(1) 持ち家住宅価格の HICP への組み入れ

政策理事会は消費者物価指数（HICP）の表現と国家間の比較可能性の向上のために、HICPに持ち家住宅（OOH, Owner Occupied Housing）を組み入れるためのロードマップの作成を検討している。住居に関する費用は住宅支出の多くの部分を占めるが、現在のHICPは持ち家の所有、維持および生活に関する所有者の住宅サービス費用を部分的に含むに過ぎない。ECBは、実際の物価指数の尺度の問題点に加えて、これらの費用をHICPの概念上の基準と一律に十分に並べることを挑戦的な試みと捉えている⁵⁾

注目すべき点は、住宅取引価格をHICPに取り入れるアイデアである。ECBは、ネット購買アプローチが、家計による住宅の購入に支払う取引価格に基づいてOOHを含めるための望ましい方法と考えている。ネット購買アプローチで計られるOOH価格インデックスは投資の要素を含むため、適正な計算方法についてECBはさらにリサーチ事業を継続すると述べている。この取り組みの目的は、投資の要素から消費の要素を適切に切り離すことである。ロードマップは金融政策目的の主な指数としてOOH費用を含むHICPに移行するまでに4つの段階がある。ただし、その移行期間の間、金融政策の主要な参照指数は現在のHICPが使われる⁶⁾

銀行の不動産融資および投資ファンド等への融資を通じた貨幣供給が不動産価格上昇の要因であることから、不動産価格をコントロールしようとするれば、銀行の不動産関連融資は規制の対象となる。この点から、住宅価格をHICPに

5) Ibid, p. 5.

6) Ibid, p. 5.

含めることは、住宅価格の安定を ECB の金融政策の目的に含めることを意味する。ただし ECB が住宅価格を規制することは合理的であるが、住宅価格は一般商品と異なる特殊な商品であるため、HICP の同じ水準で評価することは困難であろう。

(2) 2%の目標水準

2003 年時点の目標はインフレ率を 2%以下ないし 2%の近傍に維持するというものであった。この目標は、インフレ率の目標値を 2%にすると改められた。ECB は、2%のインフレ目標の設定が、デフレ・リスクに対する防衛のための適切な安定したマージンを提供し、デイスインフレ・ショックに対応する上で通貨政策の効果を保護することのコミットメントを明示するものと述べた⁷⁾。

ECB はインフレ目標を 2%に設定する理由を、インフレ目標の対称性の観点から次のように説明する。

「新たな戦略は明確かつ対称的目標の観点から価格安定の目標を実行する。物価目標の 2 重の定式はインフレ目標の水準について曖昧さと、非対称的な目標という観念を生み出し、こうして実効下限付近において、低インフレ環境に貢献したかもしれない⁸⁾」

さらに、ECB は物価安定の目標を達成するために、追加的な緩和政策を実施する必要性を述べる。

「対称的な 2%インフレ目標は物価安定の維持に必要な長期インフレ期待の明確な指針を提供する。実際のインフレが一時的かつ緩やかに 2%の

7) Ibid, p. 6.

8) Ibid, p. 7.

中期目標を超えて上下に変動することは避けられない。しかし、実際のインフレが大きく持続的に乖離することは長期インフレ期待を不安定化させる。したがって、金融政策はインフレが目標から大きく、持続的に乖離した場合には、強制的に対応することが重要である⁹⁾」

物価目標の二重の定式はインフレ目標の水準について曖昧さ、非対称的な目標という概念を生み出した。このことは、中心国と周辺国の非対称性と経済構造の違いが物価目標の二重性に反映されていることを示している。しかし、中心国と周辺国の経済格差が依然として続いている実態を考えれば、インフレ目標を一元化してもインフレ率が収斂しない状況は続くであろう。

ECBの統合された分析枠組み

ECBによれば、金融分析は、中長期の視野からの価格安定性に対するリスクを検出する役割から金融政策の波及メカニズムを評価するための情報提供を強調することに重点を置いている。このことは、貨幣供給残高とインフレの経験的関連の弱まり、グローバル金融危機の間の金融政策の波及経路における機能障害、ECB金融政策手段の拡大を反映している¹⁰⁾。こうした変化を踏まえて、ECBの金融政策の思案は、経済分析と金融分析を組み合わせる統合的な分析枠組みの見直しを行うと述べている。

経済分析は実質的および名目的経済動向に焦点を当てる。経済分析の基になるのは、短期的には経済成長、雇用およびインフレの動向の分析、ユーロ圏経済に打撃を与えるショックの原因の評価、中期的視点からは、主要な経済指標についてのユーロシステムとECBスタッフの見通し、経済成長と価格安定性のリスクの広い範囲の評価である。長期的視点からは、構造的傾向とインフレ、潜在成長率および均衡実質利子率に関する分析である¹¹⁾

9) Ibid, p. 7.

10) Ibid, pp. 13-14.

貨幣・金融分析は貨幣・金融指標を考察する点で重要な役割を担う。その際の焦点は、特に信用、銀行貸付、リスクテイク、資産価格チャンネルを通じた金融政策の波及経路の操作である。そうした焦点の評価は、波及経路の変化の可能性（例えば、ノンバンク金融仲介機関の成長のような構造的要因に関すること）の究明や、市場の分断化や市場のストレスによる波及経路の障害の原因究明に役立つ。また、貨幣・金融分析は金融の脆弱性と不均衡の長期的形成、それらが産出とインフレーションに対するリテール・リスクに与える将来的含意についてのシステマチックな評価を提供する¹²⁾

第2章 金融政策の波及経路

第1節 ECBの金融政策の波及経路の先行研究

ECBの金融政策の波及経路（Transmission Mechanism）はおおよそ以下のような因果関係を通じて、金利の引き下げが物価の上昇を引き起こすと主張する。

利子率の低下は、貨幣供給残高と信用量の増加を通じて労働市場と財市場の需給増加に影響し、賃金・物価を上昇させる。また、利子率の減少は、一方で、貨幣供給残高と信用量の増加を通じて労働・財市場の需給関係を上昇させ、他方で、直接的に労働・財市場の需給関係を上昇させ、賃金・国内物価を上昇させる。

金融政策の波及経路に関する先行研究において示されたチャートを示しておく（図1と図2）。

利子率の低下は、自国の為替相場の下落を通じて（図では説明されていないが輸出量の増加により）労働・財市場の需給を増加させ、賃金と国内物価を引き上げ、また、為替相場の下落は輸入価格の上昇を通じて国内物価を引き上げる。

資産購入計画は、①市場のインフレ期待と自信を強め、②貨幣市場の利子率

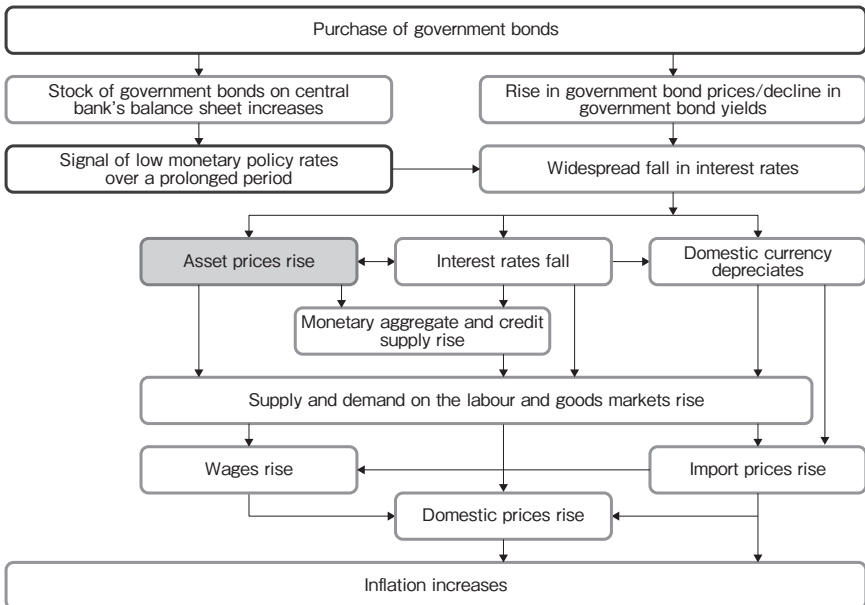
11) Ibid, p. 14.

12) Ibid, p. 14.

に影響し、③購入された資産の利回りに影響を及ぼす。これらの影響により、為替相場チャンネル、ポートフォリオ・バランス・チャンネル、利子率チャンネル、銀行貸付チャンネル、バランスシート・チャンネル、政府予算制約チャンネルが作用することは、財・サービス・労働市場の需給に影響を及ぼし、インフレに影響を及ぼす。

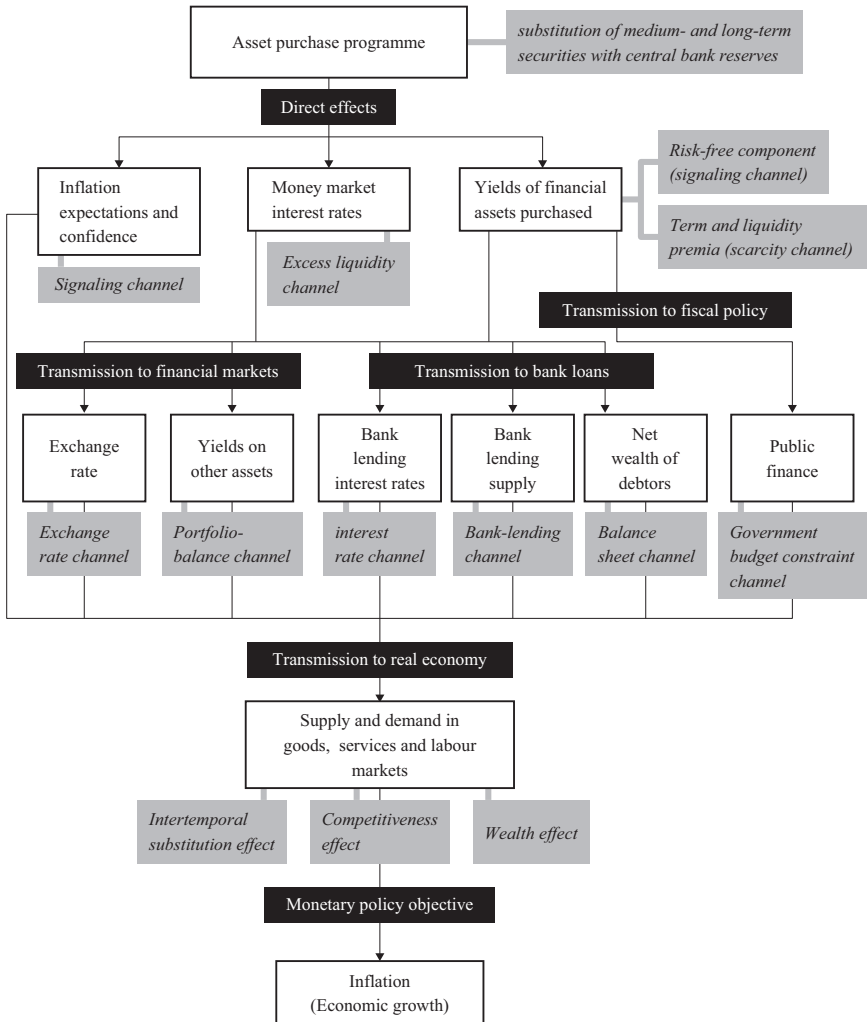
上記のチャンネルの中のポートフォリオ・バランス・チャンネルは次のように説明される。第1に、投資家は中央銀行により購入される国債と同じ満期の債券を保有するのを好むなら、低利回りを進んで受け入れ、それゆえ、特定の満期の資産には高い価格を支払うであろう（希少性チャンネル）。第2に、長

図1 債券購入計画による金融政策の波及経路*



* The blue fields denote the central bank's active intervention in the transmission process. For reasons of clarity, the chart does not take into account any feedback effects.

図2 債券購入計画による金融政策の波及経路



(出所) Cova and Ferrero (2015)

期債券を購入することにより、中央銀行は償還までの残存期間のリスクを引き下げ、短期債券と関連する長期利回りを低下させる（デュレーション・チャンネル－債券投資における元本の平均回収期間を示すもの－）。それに加え、中央銀行が安全資産の供給を減らすとき、投資家に企業債のようなリスクで高利回り資産の投資にポートフォリオをバランスさせるインセンティブを作り出す（リバランス・チャンネル）。こうしてその他の資産の利回りを低下し、価格は上昇する¹³⁾

さらに、公債購入を公表することによって、中央銀行は更なる調整的金融政策のシグナルを出し、さらなる短期利率の期待変化と長期資産のリスク・フリーの要素をもつ債券は下落する（シグナリング・チャンネル）。長期金利の引き下げは政府債の利回りを引き下げ、公債管理費の低下と政府資金調達環境の緩和を暗示する（政府予算制約チャンネル）。

中央銀行の公債購入は、銀行のバランスシートにある金融債券を中央銀行預金に置き換える。これは銀行の過剰準備を増やし、貨幣市場金利の金利を預金ファシリティ金利の方へ引き下げる（過剰流動性チャンネル）。もし投資家は外貨建資産を購入すれば、為替相場が下落する（為替相場チャンネル）。

結果的に、購入する債券の価格を引き上げることによって、中央銀行は銀行により多くの信用を供給するインセンティブを与える¹⁴⁾（銀行金利チャンネル）。

このようなチャンネルは、以下の3つの効果を通じて総需要を拡大させる。すなわち、①借入金利の引き下げは家計と企業のそれぞれの決定に影響し、借入および投資を促進する。②為替相場の下落は国内生産物の競争力を強化する。③金融資産と不動産の価格上昇は資産保有者の富を増やす¹⁵⁾ だが、①について、金利の引き下げは家計と企業の借入をどの程度増やすのか、また、③資

13) Capolongo, A., Gros, D., 2020, p. 8.

14) ただし、金利の引き下げは銀行の収益を向上させるかどうかについて議論されている。利率のさらなる低下は銀行が与信を抑制するほど銀行の収益を悪化させるリバーサル・レート（逆転）の議論がある。

15) Capolongo, A., Gross, D., September 2022, p. 9.

産保有者の富を増やすことは、物価上昇を引き起こすかどうかは、実証的に考察する必要がある。

ECBのQE政策に関して、これまで先行研究が政策効果を考察しており、Beck et al. (2019)は、QEの主な効果は、インフレの持続的上昇、インフレ期待と述べ、主な波及経路は為替相場チャンネルと結論付けた。Kojien et al. (2019)によれば、QEの政策効果は政府公債利回りの低下と述べた。

D. Gros と A. Capolongo (2020) は PEPP が経済の異なる部門のリセッションでどのように機能したのかを、先行研究のサーベイを通じて論じた。COVID-19により多くの政府が実施したソーシャル・ディスタンス措置は経済の至る所に大きなショックを加えた。欧州の多くの国で決定されたロックダウンの最初の反応は一般的な不況であった。GDPの急速な低下は過去に経験したものより大きかった。だが、この景気後退局面を実際に特徴づけるものはその規模ではなく、その性質であった。これは、経済の異なる部門を異なる方法で襲うリセッションであった¹⁶⁾

Guerrieri et al. (2022) は COVID-19 をサプライショックと考える。この景気後退の特徴は、その規模ではなく、性質の違いであり、経済の異なる部門を異なる方法で襲うリセッションであると捉える。

ショックの部門別性格と関連する結論には政策の幾つかの含意がある。一つは、部門のシャットダウンはケインズの乗数効果を消してしまうので、標準的な財政刺激は通常より効果的でなくなることである。このモデルでは、金融政策の意義は複雑であり、金利実効下限でそれを行うかどうかには依存する。その主な目的は長期には存続可能な企業の倒産を防ぐことであろう。銀行監督局による迅速な行動の成果として企業倒産が防げれば、マクロ需要管理によって得るものはほとんどない。このように財政・金融政策の効果は限定的であると評価している。

16) Capolongo, A., Gross, D., September 2022, p. 12.

Farhi&Baqaee (2022) は需要・供給ショックを一般的な乗数部門における非集計モデルにより考察した。COVID-19 は部門の供給ショック（政府がソーシャル・ディスタンス措置を合法化したため）としてだけでなく、家計と企業は自発的に旅行、観光およびその他の契約サービスの需要を低下させたため、部門的需要ショックとしても考えられる。

これら二つの論文において、金融政策は総需要の刺激に貢献することは出来るが、需要が減少した特定の部門を対象とすることができないため、需要の増加効果は限定的であると評価した¹⁷⁾。これらの論文は財政・金融政策の総需要の効果についての評価であり、QE 政策による金利の引き下げが物価の上昇に効果があったのかという点は説明されていない。また、金融政策の波及経路は、国によって異なるものであるから、ユーロ圏全体ではなく、国ごとの考察が必要であろう。こうした考察は別稿に譲る。

第2節 金融政策の波及経路の問題点

ケインズの流動性選好論の視点

金融政策の波及経路によれば、市場金利の低下は直接的に労働市場および財市場の需給を上昇させる。あるいは、市場金利の低下は間接的に銀行の貸し付け増加による信用量の増加・貨幣供給残高の増加により労働市場および財市場の需給を上昇させる。こうして賃金と物価は上昇し、インフレ期待は上昇する。しかし、果たして金利の低下はこのような経路を通じてインフレ期待を上昇させるのか。

ECB は、均衡実質利率が低下している状況で、名目政策金利が実効的な下限付近にあり、それ以下に金融緩和政策を実施できない、つまり、政策金利を引き下げることができない状況にあると説明した。均衡実質利率は、ケインズが述べた資本の限界効率と言い換えることができよう。ケインズによれ

17) Capolongo, A., Gross, D., September 2022, p. 12.

ば、投資の水準は、投資の限界効率と利子率によって決定される。投資の限界効率が利子率を上回るとき、投資は増加する。逆に、利子率が投資の限界効率を上回るとき、投資が停滞する。そこで、投資を増やすためには、利子率を限界効率以下に引き下げることが望ましい。しかし、投資の限界率が極めて低水準にあり、利子率がそれ以上引き下げられても、必ずしも投資は増加しない。

金利の引き下げが物価上昇に結び付かない根拠の一つは、ケインズの流動性選好説¹⁸⁾による説明である。流動性選好説によれば、利子率が上昇（下落）すれば、債券需要が増加（減少）するため、貨幣需要は減少（増加）する。利子率が一定水準以下に低下した場合、貨幣需要は無限大となる（流動性の罫）。「流動性の罫」が働く市場では、人々は取引動機に基づく貨幣需要－財・サービスの取引を円滑に行うために必要とされる貨幣保有－が低下し、投機的動機に基づく貨幣需要－資産需要－が増加する。投機的動機に基づく貨幣需要には、証券投資あるいは不動産投資などがある。こうした貨幣需要は金融資産の価格を引き上げるが、一般物価水準の引き上げには直接的な影響を与えない。

このような金融資産はそれ自体が収益を生み出すものではないが、株式の増益、キャピタルゲインの獲得、資産価格の上昇による消費効果などにより、GDP成長率は上昇する。

ゼロ金利政策下では、GDP成長率の上昇は実質利子率を押し上げる結果として、物価が下降する作用が働く。

フィッシャーの方程式を用いれば、利子率と期待物価上昇率の関係は以下の等式として表される。

$$\text{名目利子率} = \text{実質利子率} + \text{期待物価上昇率}$$

この時、政策金利は実質金利より低い水準に設定されれば、資産価格の上昇

18) ケインズは貨幣需要を二つに区別した。一つは財・サービスの取引から生じる需要であり、もう一つは投機を目的とする貨幣としての需要である。流動性選好説とは、利子は貨幣の流動性を犠牲にすることの対価であるために、貨幣需要量（投機的需要）は利子率の減少関数であるという経済学における仮説。

が生じる。

貨幣の産業流通と金融流通という視点

本来、貨幣の産業流通は、資本の生産・流過程において、商品流通を貨幣が媒介するときに生まれる流れをいう。つまり、商品が売手から買手に流れるのとは反対方向に貨幣は流通する。労働者が得る所得が商品購買に使われる時も、貨幣の産業流通として捉えることができる。これに対し、貨幣の金融流通とは銀行による貸付取引による貨幣の流れのことである。すなわち、一定期間後の返済を約束した貸手から借手に対する一方的な貨幣の流れであり、返済期間の終了により貨幣は借手から貸手に流通する¹⁹⁾

ケインズは「産業」と「金融」について次のように定義づけている。「産業」というのは、経常的な配分、分配および交換の正常な過程を継続し、また生産要素が生産の最初の出発点から消費者へ最終の満足に至るまでの間に遂行する種々の仕事に対して、彼らにその所得を支払う経済活動を意味する。これに対して金融とは、富に対する既存の権利を保有しまた交換する経済活動を意味し、その中には株式取引および貨幣市場の取引、投機ならびに経常貯蓄と利潤とを企業者の手に送達する過程を含むものである²⁰⁾」。

このようにケインズは金融流通の概念を広く用いて、株式取引や債券取引にともなう貨幣流通も金融流通と定義している。本稿では、ケインズの貨幣の金融流通の定義に加えて、不動産取引にともなう貨幣流通を金融流通として取り扱う。不動産は資本の再生産の過程において取引される点では産業流通に位置付けられるが、不動産は投機の対象としても売買され、銀行の不動産金融による貨幣流通は資本の再生産からは無関係に生じている。こうした不動産金融に

19) 貸付取引は、銀行の貸付取引の他に、業者間の商業信用がある。商業信用は売買取引と貸付取引が結合しているため、商品の買手が即ち債務者であって、この場合には貨幣は唯一商品と反対の方向に移動する。このように商業信用における貨幣流通は二重の意味を持つ。

20) 石田定夫、「通貨の産業的流通と金融的流通—「資金循環分析」の序説として」、明治大学、政経論叢、528頁。

ともなう貨幣流通は本稿では金融流通に含めることとする。

銀行の貸付取引にともなう貨幣流通を社会的貨幣流通として捉えなおしてみると、(1)再生産という実物の世界(消費と投資)からの貨幣需要の他に、(2)金融流通から貨幣需要があり、二層の違ったレベルでの貨幣需要があるといえる²¹⁾

金融流通からの貨幣需要の中身は、第1に株式や債券という有価証券が独自の「商品」として売買されるため、その流通を媒介する貨幣が必要となる。証券と価格と取引量が増加すれば、そこで求められる貨幣の分量も増加しよう。これは「金融市場における流通貨幣」としての需要である。それに加えて、「金融市場における保蔵貨幣」と呼ぶべきものがある。それは投資のチャンスがくるまで貨幣の形態で保有されるもので、貨幣として資産を保有することに積極的な利益を見出す合理的な行動の結果である。

第2に、不動産の売買に必要とされる貨幣需要である。不動産は家計の住宅や企業の商業用店舗として取引されるほか、投機の対象としても売買される。個人資産としての住宅取引の増加は決済通貨としての通貨需要を増やし、また、投機の増加は投機的動機に基づく貨幣需要を増やし、不動産市場への貨幣供給は不動産価格を上昇させ、不動産価格の上昇はまた貨幣需要を増加させる。こうした貨幣需要に応じて供給される貨幣は、物的再生産の規模と増減とは直接的には無関係な存在であり、再生産の外に位置するものとして保蔵貨幣機能を果たすものである。

QEによるマネタリーベースの供給は、銀行の余剰準備を増加させた。均衡実質利子率が低水準であるなかで、銀行は再生産向けの資金需要が不足する(貨幣の産業流通の貨幣需要が不足する)一方で、金融流通からの貨幣需要に応じて貸付取引を行う。

先に述べた金融の波及経路は、金融の産業流通に限定された貨幣の流通経路を説明しており、貨幣の金融流通について言及していない。Cova&Ferrero(2015)

21) 鈴木芳徳(1995), 38-39頁を参照。

の研究は、貨幣の金融流通について説明はしていないものの、市場金利の低下および債券利回りの低下、インフレ期待と自信の増加は、幾つものチャンネルを通じて金融資産と不動産の価格上昇を引き起こし、それは資産保有者の富を増やすと論じている。しかし、こうした資産の価格上昇が一般物価水準を上昇させる説明はされていない。

ノンバンクの役割

ノンバンクは金融の波及経路における銀行の貨幣供給とは異なるロジックで行動する。この点は ECB も金融の波及経路を妨げる要因と述べている。

2013年のFSB報告書によれば、「通常の銀行制度の完全な外側に位置する(あるいは部分的な外側に位置する)事業主体と活動を含む信用仲介制度、あるいは、短くはノンバンクの信用仲介²²⁾」とされている。銀行以外の事業主体とは、例えば、証券会社、資金運用会社、投資ファンドなどである。それらは「その他金融仲介機関 (Other Financial Intermediaries, 以下 OFIs)」と記される。与信以外の信用仲介活動の例としては、レポ取引、証券化商品の組成・販売などの市場型信用仲介取引などが挙げられる。ノンバンクの金融資産はEUの全金融機関の資産残高の6割以上を占めている²³⁾

ECBは調査報告書の中で、ノンバンクの役割を次のように述べている。すなわち、銀行と比べて、ノンバンクは資産購入のような長期利子率に影響を及ぼす金融政策に感応的であること、ノンバンクによる信用供給の増加は、企業債券市場における相対的な低金利の下で、企業の資金調達レバレッジを高めること、ノンバンクは銀行信用以外に資金調達ルートを企業に提供し、このことは景気後退からの景気回復を早める効果ある²⁴⁾

ノンバンクは企業融資を行うほか、株式、債券への投資、証券化商品への投

22) FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, 29 August 2013, ii.

23) NBF Monitor, no 6/August 2021, p. 64.

24) ECB, Occasional Paper Series, revised December 2021.

資、デリバティブ金融等を通じて貨幣の金融流通の仲介業務を行うと同時に、自己勘定における投資業務を行う。こうしたノンバンクの投資行動は、債券・株式市場と不動産市場に貨幣供給を行うことで有価証券および不動産の価格と取引量に影響を及ぼす。しかし、こうしたノンバンクの投資行動は、一般物価水準を直接的に影響するものではない。

第3章 QE政策の実際

第1節 ユーロ圏のマネタリーベース、マネタリーベースと物価水準

過剰準備の増加傾向は債券購入計画（APP）とパンデミック緊急購入計画（PEPP）下のユーロシステムによる持続的債券購入の結果として続いた²⁵⁾

マネタリーベース（MB）の供給は2020年3月から上昇し続けた（図3）。MBの供給に伴い、マネーストック（MS）も増加傾向にある。MSは2020年のパンデミック期に大幅に増加し、2021年も増加率が低下しつつ上昇し続けている。ただし、MSの増加率はMBほど高くなく、信用乗数は低下している。

M3は、個々の部門で生じた対照的な動きが顕著であった。例えば、家計の短期預金への流入は2021年に再び大幅に減少した。その原因は消費選択の高まりとインフレ率の上昇に伴う貨幣保有の実質的機會費用の上昇である。それとは対照的に、非金融事業会社は第4四半期に再び預金（特にオーバーナイト預金）を増加させた。この動きは企業部門が高い収益率を確保したこと、中間財の供給制約が持続することにより投資を手控えたことを反映している²⁶⁾

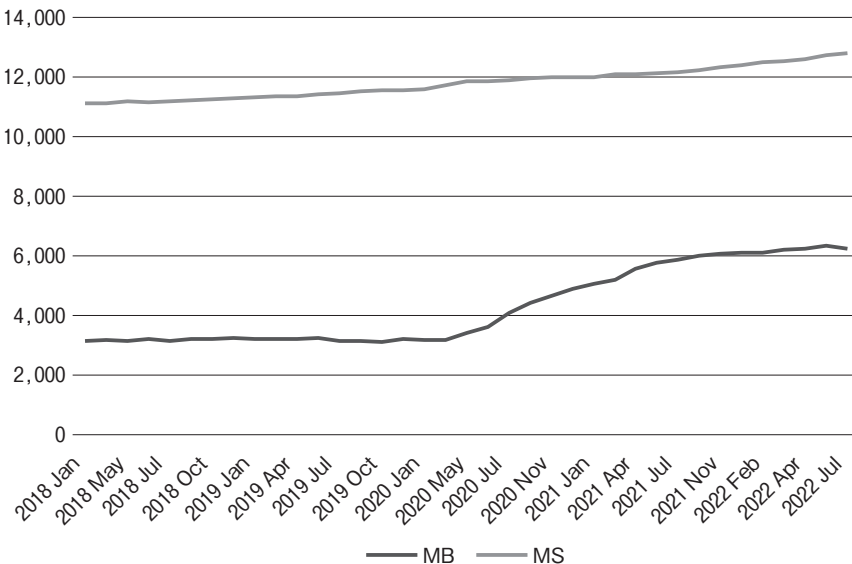
一方で、貨幣供給残高の成長要因は、政府に対する証券ベースの貸付と民間部門への貸付の増加である（図4）。政府部門に対する銀行の証券ベースの貸付は、主にPEPPとAPPの下でユーロシステムによる政府債のネット購入に

25) Deutsche Bundesbank Monthly Report, February 2022, outstanding liquidity broken down by open market operation in the euro area, p. 29.

26) Deutsche Bundesbank Monthly Report February 2022, p. 31.

図3 ユーロ圏のマネタリーベース (MB) とマネーストック (MS)

(€10億)



(出所) ECB, database, 1-Sep-2022 access.

よって生じたものである²⁷⁾ しかも、銀行は政府部門により発行される国債の保有を引き上げた²⁸⁾

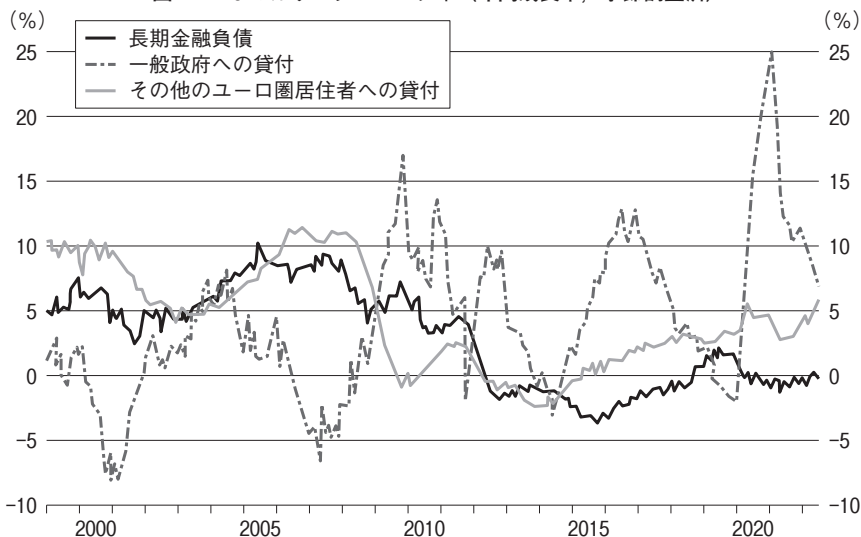
民間部門への貸付は2021年第4四半期に大幅に増加した。この増加はユーロ圏構成国に広がり、融資の増加は短期融資が顕著であった。銀行の企業向け融資は2021年中頃以降既に回復していたが、2021年末の非常に大幅な増加はTLTROⅢと関連する一時的な要因に基づいていた²⁹⁾ TLTROⅢは2021年末に満期が来る中銀の操作に結び付く信用増加にとって参照期間の一つである。

27) 正確には、政府債を銀行が購入すると、銀行の中銀預け金が減少し、政府の中銀預け金が増加し、政府が財政支出を行えば、貨幣供給残高は増加する。そして中銀は銀行から国債を購入すると、銀行の中銀預金は回復する。

28) Ibid, p. 31.

29) Ibid, p. 32.

図4 M3のカウンターパーティ（年間成長率，季節調整済）



（出所）ECB, Monetary statistics.

企業向け銀行貸付は2021年半ば以来既に勢いを回復したが、2021年末の強い資金流入はTLTROⅢに関連する一度限りの要因によるものであった。それは、TLTRO操作に関わる信用成長にとっての参照期間の一つが12月末に満期を迎えたことである。TLTROⅡシリーズに参加した銀行が2021年6月から2022年6月までの期間にかなり良い条件の融資にアクセスするかどうかを決定したのは、この参照期間である³⁰⁾。こうした理由で、以前は貸付を控えた銀行は2021年第4四半期に前倒し貸付あるいは短期融資を選好した。

非金融事業会社からの短期融資の需要は、とりわけ建設産業と工業部門における生産資材と労働力の不足が企業の在庫費用・営業費用を上昇させたことによる資金繰りによるものである。一方、長期融資の需要は、総供給上の制約が

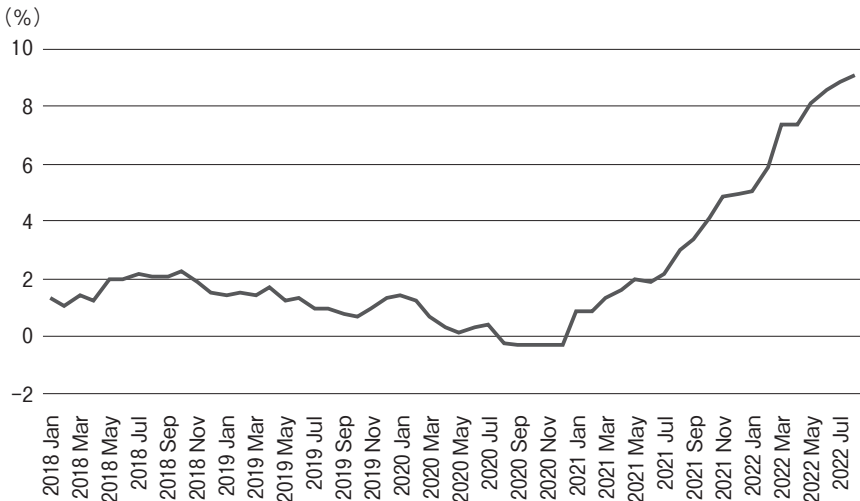
30) Ibid, p. 32.

2021年第4四半期の投資環境を曇らせ続けている状況を反映している³¹⁾ 長期融資需要の低迷の主な要因は、ユーロ圏の非金融事業者の投資率が前年と比べて2020年と2021年に低下したことである³²⁾

銀行貸出調査によれば、資金需要の増加は、固定資本投資と同様に在庫および運転資本のための融資必要性の高まりが生じている。それに加えて、低水準の金利と同様に、M&A、債券金融および企業の再構築は需要の増加に貢献した。

総合消費者物価指数（HICP）は2018年に上昇したが、2019年には下落に向かい、COVID-19のパンデミック期にも下落した状況から見て、QEによる物価上昇効果はほとんどなかったといえる（図5）。2021年以降のHICPの上昇は、世界的な穀物価格とエネルギー価格が上昇した影響によるものである。

図5 ユーロ圏19カ国のHICP（年間変化率）



（出所）ECB, data warehouse, 19-Sep-2-22 access.

31) Ibid, p. 32.

32) ユーロ圏の非金融事業者の投資率（総固定資本形成/総付加価値）は2019年25.23%、2020年24.56%、2021年23.66%である（Eurostat, database, investment rate of non-financial corporation, 27-July-2022 access.）

第2節 QEの効果（副作用）

ユーロ圏の積極的な財政支出と国債の大量発行を背景にして、ECBのQEは貨幣の金融的流通を促進する作用として働いた。貨幣の金融的流通の対象である株式と不動産の価格上昇はQEの効果（副産物）といえる。シャドープランキングは企業への貸付を行う一方で、不動産ファンド、株式ファンドなどの投資ファンドを通じて有価証券および不動産投資を活発化させた。こうして株式や土地の価格が上昇すれば、株式や土地の所有の集中が進み、富の偏在が進む。

(1) 不動産価格と株式価格の上昇

不動産価格は過度に上昇すれば、資産バブルを醸成することにより、金融市場を不安定化させる。ユーロ圏主要国の住宅価格は2014年以降上昇が続き、コロナ・パンデミックの時期にはさらに上昇した。特に、ドイツ、ルクセンブルグ、オランダなどは2021年に年率二桁を記録した（図6）。

ドイツ連銀は不動産価格の上昇とその要因と考えられる金融機関の貸付について分析している³³⁾。ドイツ連銀の報告書によれば、ドイツは経済回復が数年間継続している金融循環の拡張局面と一致している。不動産価格と民間非金融機関（例えば、企業と家計）への貸付は、パンデミック期の実質的経済停滞にもかかわらず増加した³⁴⁾。

このような住宅価格の動向を踏まえて、ドイツ連銀は報告書において初期警告指標を提示した。この指数に寄与する主要な要因は信用の対GDPギャップであり、パンデミックの時期の間にそのギャップは拡大した。信用対GDPギャップは、どの程度国内の与信量とその国の経済産出高よりも早く成長したのかを計っている。ギャップの大きさはコロナウイルス・パンデミックの信用拡大時期にGDPの縮小によって左右された。その後、経済が回復するにつれ——GDPが増加するにつれ——、ギャップは縮小した。

33) Deutsche Bundesbank Financial Stability Review 2021.

34) Ibid., p. 21.

図6 ユーロ圏諸国の住宅価格の変化（年間平均インデックス、2010=100）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
Euro area 19カ国	98.96	96.94	97.16	98.69	102.66	107.11	112.20	117.08	123.16	132.69
Belgium	106.35	107.59	107.00	108.80	111.67	115.73	119.04	123.79	129.03	138.23
Germany	107.10	110.40	113.90	119.30	128.20	136.10	145.10	153.50	165.40	183.60
Ireland	71.76	72.66	84.67	94.38	101.42	112.44	123.94	126.85	127.24	137.77
Spain	78.71	71.52	71.75	74.32	77.76	82.57	88.13	92.69	94.76	98.25
France	105.15	103.20	101.62	100.26	101.31	104.51	107.57	111.14	116.92	124.30
Italy	98.80	92.40	88.00	84.70	84.90	84.00	83.50	83.40	85.00	87.20
Luxembourg	108.03	113.42	118.39	124.78	132.28	139.70	149.56	164.69	188.56	214.81
Netherlands	91.44	85.95	86.66	89.77	94.27	101.38	110.96	119.05	128.14	147.40
Austria	114.03	119.92	124.13	130.21	141.32	148.78	155.79	164.85	177.50	199.56
Portugal	88.38	86.71	90.39	93.15	99.77	109.00	120.19	132.16	143.75	157.27
Finland	105.67	106.89	106.51	106.52	107.91	109.31	110.82	111.79	113.70	118.81

（出所）Eurostat, database, house prices and sales index.

ドイツの場合、2015年以來、不動産価格の上昇は初期警告指数の上昇に特に大きく貢献してきた。報告書によれば、民間非金融部門への貸付は不動産融資の成長により大きく主導されている³⁵⁾。住宅購入のための家計向け融資は長期間特に力強い成長がみられる。

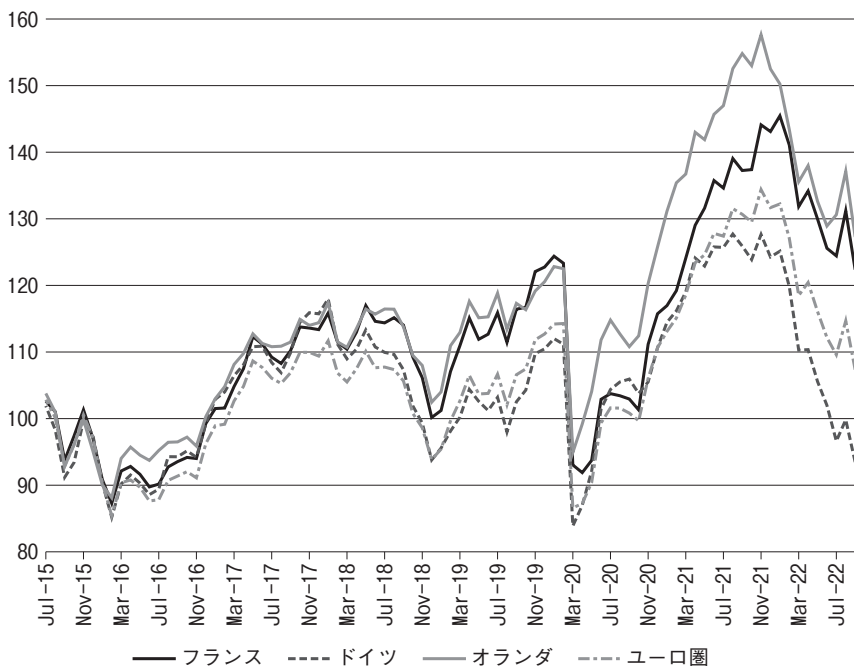
ユーロ圏の株式価格は、欧州金融危機後、変動を繰り返しながら緩やかに回復する動きを示した。株式価格はCOVID-19のパンデミックを契機に一旦急落したが、2021年にスランプを克服した後上昇した（図7）。ユーロ圏最大の証券市場であるDAXも同様な動きを示した。この株式市場を回復させた要因は、企業収益の大幅な増加と歴史的に低水準のリスクプレミアム（経済の基礎的条件に基づき適切と思われる評価を下回っている）である。

ドイツの株式価格の上昇の理由について、ドイツ連銀は次のように分析している。持続的な低金利、国際金融市場の楽観的ムード、債券デフォルト数の少なさは低水準のリスクプレミアムの要因である³⁶⁾。低水準のリスクプレミアム

35) Ibid., p. 21.

36) Ibid., pp. 19-20.

図7 ユーロ圏の株式価格（2015=100とする指数）



(出所) OECD, data, (<https://data.oecd.org/price/share-prices.htm>share prices. 21-Oct-2022 access.)

は投資家をハイリスク・ハイリターンへの投資行動へと駆り立てたのである。

COVID-19のパンデミックを契機に欧州企業の株価が急落したとき、企業は自社の株価を引き上げるために自社株買いに走った。自社株買いは、株当たりの配当を増やすため、自己資本利益率（ROE）を高める作用があるため、ROEの上昇は株式価格を引き上げる要因である。欧州企業のROEは2015年（7%台）から2017年（14%台）まで上昇した後に2020年まで下落したが、2021年から上昇し15%台を記録した³⁷⁾ ROEは変動するものの、一定程度の水準を

37) 『日本経済新聞』, 「上場企業ROE9.7%」, 2022年6月11日付け。

維持していたといえる。こうした ROE の上昇の背景には、企業の自社株買いがある。ECB は、欧州の大手銀行の自社株買いが銀行の自己資本を毀損するリスクがあるという理由から、自社株買いを制限した。しかし、その規制は一時的なものとなり、その後銀行の自社株買いは一般的に行われている³⁸⁾

ROE の動きを反映して、株式配当率は平均で概ね 2% 以上を示した。利息の付かない銀行預金から株式投資へ資金がシフトするのは家計や企業の合理的な行動である。投資家がゼロ金利の環境下で価格リスクはあるものの、リスクを取って株式に傾斜したことは、株価上昇の基本的な要因となった。他方で、株式配当の増加傾向は富裕層の資本所得を増やすこととなった。

(2) ゾンビ企業の延命

ドイツ連銀の 2020 年 12 月月報は 2018 年時点でのゾンビ企業の数の推移に言及している³⁹⁾ ゾンビ企業は、EBIT（利払い税引き前利益）が 3 年連続で支払い利息を下回る企業のことである。ドイツ連銀は QE がゾンビ企業の延命により市場競争を歪めることについて、次のように述べた。

「企業の市場参入と退却のプロセスは市場経済の主要な特徴である。しかし、ユーロ圏の低金利環境の結果として、そのプロセスの効果が損なわれている。例えば、非効率的な企業あるいは破綻の可能性が高い企業に融資を継続することは、資本不足の貸し手（銀行）の利益になるかもしれない。なぜならば、低金利は、金融の脆弱な企業に対する融資の借り換え、あるいは支払いの繰り延べを許容することから生じる——貨幣を保有することにより生じる——機会費用（与信者にとっての）を削減する傾向があるからである。債権の削減、損失の発生、準備金の積み立ては当面は

38) Share buybacks are new normal for European banks, Dominic O'Neill, February 04, 2022, <https://www.euromoney.com/reprints>, 9-Oct.-2022 access.

39) German enterprises' profitability and financing in 2019, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, December 2020, pp. 65-81.

避けられるかもしれない。しかし、その結果、経済資源は非効率に利用されることになり、競争の強化は制限される⁴⁰⁾」

2010年代にドイツにおけるゾンビ企業の数が増加傾向にあった。一方で、信用機関に対するゾンビ企業の負債（総資産に対する負債の比率）は、2007年と比べて2018年に大幅に減少した⁴¹⁾。他方、同期間を比較して、ゾンビ企業は信用機関に対する負債の比率が低下したものの、ゾンビ企業の資産に対する負債の比率が上昇した。これらの点から、2010年代にQE下での低金利による融資はドイツのゾンビ企業を温存させた一要因といえるであろう。

2020年のCOVID-19のパンデミックを契機とする景気後退において、多くの非金融事業会社の収益率が低下する中で、とくにゾンビ企業は収益率が逼迫し、財務状況が悪化したことは容易に想像できる。先に触れたように、ECBのTLTRO操作は、銀行の企業への優遇貸付を支援するものであるが、その結果として、ゾンビ企業の延命を助長するチャンネル（いわゆるゾンビ融資）を強めることになった。

結 べ り に

ユーロ圏の物価上昇率は2015年以降概して1%台で推移し、コロナ禍に下落し続け2020年にはマイナスを記録した。ECBのQEによるMB供給の増加は、物価水準の上昇には殆どプラスの効果を与えていない。物価水準は2020年9月から上昇するが、その要因は、世界的な資源高とサプライチェーンの制約による供給不足である。

ただし、ECBのQEによる金融波及経路は、長期国債の利回り、民間債券の利回り、銀行の貸付金利、銀行の信用量に及ぼす変化の経路がユーロ圏の国ごとに異なるはずであり、波及経路の評価は各国別の考察が必要である。この点

40) Ibid., p. 68.

41) Ibid., p. 70.

についての考察は次の課題である。

ECBのQE政策はなぜ物価水準を引き上げないのか。この問いに対する説明は、ケインズが述べたように、投資の限界率が極めて低水準にあり、利子率がそれ以上引き下げられても、必ずしも投資は増加しないことである。ユーロ圏における国内総固定資本形成の実質GDP成長率に対する貢献度は、2020年から2022年にかけてマイナスであった⁴²⁾

QEによるマネタリーベースの供給は、銀行の余剰準備を増加させたが、ECBの政策当局が述べる金融波及経路に即して銀行は貸し付けを増やし、需要を拡大させたのではない。投資の限界率(=均衡実質利子率)が低水準であるなかで、銀行は再生産向けの資金需要が不足する(貨幣の産業流通の貨幣需要が不足する)一方で、金融流通からの貨幣需要に応じて貸付取引を行う。その結果として、株式価格の上昇と不動産価格の上昇が実体経済から遊離する形で続いた。金融資産価格の上昇と不動産価格の上昇は、キャピタルゲインの獲得を狙う資本取引の増加によりマネーゲームを活発化させ、その一方で、資本所有の集中を進めるものであった。

参 考 文 献

ECB, Economic Bulletin, various issues.

ECB, An overview of the ECB's monetary policy, July 2021.

ECB, Economic Bulletin, p. 15, issues 6/2022, Chart 4, euro area real GDP and its components.

ECB, Occasional Paper Series, No. 270, Non-bank financial intermediation in the Euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities, Revised December 2021.

CAPOLONGO, A., Gros, Daniel, This Time is Different: The PEPP Might Not Work in a Sectoral Recession, In-depth analysis, requested by the EON committee, monetary dialogue papers, September 2020.

Cova, P, and Ferrero, G. (2015) "Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema." Bank of Italy Occasional Papers 270.

Deutsche Bundesbank, Monthly Report February 2022.

42) ECB, Economic Bulletin, p. 15, issues 6/2022, chart 4, euro area real GDP and its components.

Deutsche Bundesbank, Financial Stability Review 2021.

Deutsche Bundesbank, Monthly Report, German enterprises' profitability and financing in 2019, December 2020, pp. 65-81.

Dominic O'Neill, share buybacks are new normal for European banks, February 04, 2022, [<https://www.euromoney.com/reprints>, 9-Oct.-2022 access.]

FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, 29 August 2013, ii.

Koijen, Ralph S. J., Francois Koulischer, Benoît Nguyen, and Motohiro Yogo (2019) "Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area." No.w26152. National Bureau of Economic Research.

NBFI Monitor, no 6/August 2021, p. 64.

石田定夫, 「通貨の産業的流通と金融的流通－「資金循環分析」の序説として」, 明治大学, 『政経論叢』60巻, 5-6号。

鈴木芳徳『金融論』ミネルヴァ書房, 1995年。

* 本論文は、2021年度松山大学特別研究助成による成果の一部である。