

2. ユーロ圏

(1) 最近の動き

(政策パッケージによる金融緩和)

18年後半に引き続き、19年以降のユーロ圏の経済指標はECB¹の想定を超えて更に弱いものとなり、見通しも一段の悪化が見込まれたことを受けて、3月、6月の政策理事会決定²から更に緩和的な政策が採られることとなった。7月の政策理事会では、主要政策金利は据え置いたものの、フォワード・ガイダンスを修正し、主要政策金利の据え置き水準を「現行水準」から「現行水準もしくはそれを下回る水準」に変更した（後掲第1-2-21表）。あわせて、18年末以降、物価上昇率が2%（前年比）を大きく下回る状況が続いていることを踏まえ、インフレ目標の対称性（symmetry）³へのコミットメントを初めて明記し、物価安定の目標の達成のためには一時的に物価上昇率が2%を超えることも辞さないという姿勢を示した。また、政策手段に関して、フォワード・ガイダンスの強化方法、マイナス金利の副作用を軽減するための預金ファシリティ金利における階層化の導入、新たな資産購入を実施する場合の規模と購入資産の組合せについて検討することも決定した。

9月の政策理事会では以下を含む金融緩和政策が包括的なパッケージとして打ち出された⁴。(1)主要政策金利に関し、10月31日以降、預金ファシリティ金利を-0.40%から-0.50%に引き下げるとともに、フォワード・ガイダンスを強化し、主要政策金利を現行、もしくはそれを下回る水準に維持する時期として、前回政策理事会まで示されていた「20年前半を通じて」という時間軸条件を削除する一方、「持続的に基調となるインフレの動きに織り込まれるまで」という状態条件とした。(2)18年12月に終了した資産購入に関し、19年11月1日から月200億ユーロのペースで再開し、緩和的な政策を強化する上で必要と判断される限り維持し、最初の利上げの直前で終了するとした（ユーロ

¹ ユーロ圏の中央銀行は欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）とユーロ加盟国の中央銀行から構成され、全体としてユーロシステムと呼ばれる。金融政策上の意思決定はECBとユーロ加盟国の中央銀行との協業で行われ、実務はユーロ加盟国の中央銀行によって実施されている。以下では、ECBのみならず各国の中央銀行の実務にも議論の範囲が及ぶため、適宜ユーロシステムの呼称も用いることとする。なお、金融政策を決定する機関は政策理事会（Governing Council）であり、総裁、2名の副総裁、3名の理事とユーロ加盟19か国の中央銀行総裁で構成される。

² 内閣府（2019b）参照。

³ 7月の政策理事会後の記者会見においてドラギ総裁（当時）は、（物価安定の目標である「中期的に2%を下回りかつ2%近傍に維持」で言及されている）2%は上限ではなく、長期にわたって物価上昇率が目標を下回っていることは許容しないと述べるとともに、対称性の意味について、通常、物価の達成のためには2%上下いずれの方向への一時的な逸脱もあり得ることを指すと述べた。

⁴ 政策理事会後の記者会見においてドラギ総裁（当時）は「金融政策決定の包括的なパッケージ（comprehensive package of monetary policy decisions）」と呼称。同パッケージにより相当程度の金融刺激がもたらされるとしつつも、その効果を十分に得るためには、構造政策や財政政策も必要であるとした。

システムにおけるバランスシート⁵の推移は第1-2-17図⁶を参照)。 (3) 3月の政策理事会で再導入が決定された貸出条件付長期資金供給オペ(TLTRO-III: Targeted Longer Term Refinancing Operation-III)の金利については、当初予定していた政策金利・預金ファシリティ金利への+0.1%上乗せを行わないこととし、満期についても当初予定の2年から3年に延長するとした(後掲第1-2-20表参照)。 (4) 19年10月からマイナス金利の副作用を軽減するため超過準備の一部にマイナス金利の適用を免除する層を設置し、0.00%と-0.50%の金利が付加される2層の階層構造とした⁷。これらの施策を包括的にパッケージとして実施することで、その相乗効果により、短期のみならず長期的にも適切な政策効果を発揮することができるとした⁸。

なお、11年11月の就任以来、ECBの非標準的な金融政策を指揮してきたドラギ総裁が19年10月末に退任し、11月からラガルド・元国際通貨基金(IMF)専務理事が新総裁として就任した。ラガルド総裁となって初となる12月の政策理事会では政策は据え置きとされ、経済情勢に対する認識として景気の下方リスクが幾分減少し、コア物価上昇率が緩やかに上昇する兆しがみられるとの判断が示された。また、20年1月から同年末にかけて金融政策戦略の見直しを実施する旨も明らかにされ、20年1月の政策理事会において同見直しの開始が正式に決定された⁹。弱い景気や物価動向の下でますます緩和余地が乏しくなりつつある中、ラガルド新総裁の下でどのような舵取りが行われるか、今後の金融政策運営が注目される。

⁵ ユーロシステムのバランスシートはECB及びユーロシステムを構成する各国中央銀行のバランスシートを統合した連結バランスシートを指している。

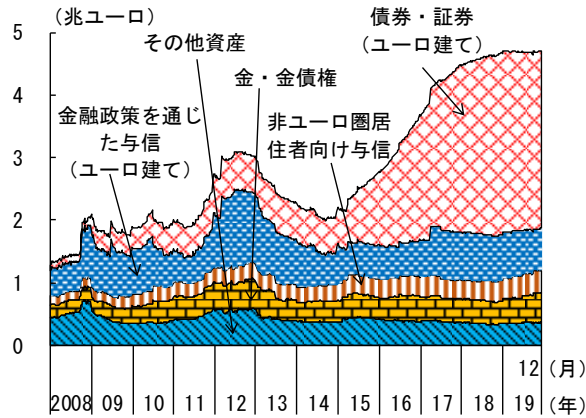
⁶ ユーロシステムのバランスシートを観察すると、12年と15年以降に大きく増加していることが分かる。12年にバランスシートが増加した要因をみると、主に「金融政策を通じた与信(ユーロ建て)」が大きく寄与していることがうかがえるが、これは欧州債務危機を受けて、後述する長期リファイナンスオペ(LTRO)を通じた資金供給が増加したことによる。また、15年以降にバランスシートが増加した要因は、主に「債券・証券(ユーロ建て)」によるものであるが、これは量的緩和が本格化し、国債等が大量に購入されたことによる。

⁷ 具体的には超過準備総額のうち法定準備額に掛け目を乗じた額に等しい部分がマイナス金利適用免除の層となり、その他の部分にはマイナス金利が適用される。なお、掛け目は状況に応じて変更され、19年10月に金利階層化が導入される時点での掛け目は6とされた。

⁸ TLTRO-III以外の、政策金利の引下げ、量的緩和の再開、金利の階層化については多くの反対意見があったと報じられている。

⁹ 前回の戦略的見直しは03年に実施されている。

第1-2-17図 ユーロシステムのバランスシートの推移



(備考) ECBより作成。

(2) 金融政策の枠組み¹⁰

(政策目標)

ECBの金融政策における主要な目的 (primary objective) は物価の安定であるとマーストリヒト条約に定められており、具体的には消費者物価指数 (HICP : Harmonized Index of Consumer Prices) の前年比が中期的に2%を下回りかつ2%近傍に維持することを目指している。

また、将来の物価変動リスクを評価するアプローチとして、経済分析と貨幣分析による2本柱アプローチ (Two-pillar approach) を採用し、実体経済面と金融面の両面から物価変動リスクの評価を実施している。経済分析では、GDPや雇用、貿易、資産価格等の実体経済や資本市場の動向に関連する指標を分析・評価し、貨幣分析では、貨幣や与信量の動向に関する分析を行っている。特に貨幣分析に関し、ECBではマネーサプライの指標であるM3¹¹の増加率の参照値 (reference value) を前年比+4.5%に設定している¹²。

(誘導目標)

ECBは発足以来、短期金利であるユーロ圏無担保翌日物平均金利 (EONIA : Euro

¹⁰ 以下の記述はECB (2011)、川野 (2019)、唐鎌 (2017)、各種資料を参考にしている。

¹¹ M3は広義のマネーサプライ指標であり、現金、満期2年までの定期預金、3か月までに償還される口座、現先取引、マネー・マーケット・ファンド (MMF)、2年以内の債券で構成される。

¹² 金融政策運営上、マネーサプライの位置付けは各国で異なる。本文で述べたとおりECBではマネーサプライの参照値を設定するなど、他の経済指標と比較して重視していると考えられるが、FRBではマネーサプライと実体経済や物価の関係が不安定であることから、同指標を他の経済指標と同等の扱いにとどめている (日本銀行 (2002))。

Overnight Index Average)¹³を事実上の操作目標金利とし、そのコントロールを企図してきた¹⁴。EONIAをコントロールする中心的な手段は公開市場操作であるが、金利変動の抑制という観点からは、市中銀行がユーロシステムから資金を借り入れる仕組みである限界貸出ファシリティと市中銀行がユーロシステムに余剰資金を預け入れる仕組みである預金ファシリティが利用される。具体的には、EONIAは、限界貸出ファシリティに適用される金利である限界貸出ファシリティ金利を上限、預金ファシリティに適用される金利である預金ファシリティ金利を下限とするコリドーの間の政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）近傍で推移するのが常態である（第1-2-18図）。もし短期金融市場で資金需要が生じEONIAが高騰すると、EONIAは限界貸出ファシリティ金利に近づくが、限界貸出ファシリティ金利を超えようとする、短期金融市場で調達するよりも貸出ファシリティを利用する方が調達金利を低く抑えられるため、市場参加者は短期金融市場での資金調達を避けるようになる。そのため、EONIAの上限は限界貸出ファシリティ金利となる。他方、短期金融市場で資金供給が増加すると、EONIAが下落し、預金ファシリティ金利に近づくが、預金ファシリティ金利以下に下落した場合には、預金ファシリティで運用した方が運用金利は高くなるため、市場参加者は短期金融市場での運用から預金ファシリティに運用を切り替える。そのため、預金ファシリティ金利がEONIAの下限となる。

上述したようにEONIAは政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）の近傍で推移するのが常態であったが、世界金融危機や欧州債務危機を受けて非標準的な金融政策手段が採用されると、政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を恒常的に下回るようになり、下限である預金ファシリティ金利とほぼ同じ水準で推移するようになっている（第1-2-18図）。これは、資産購入プログラム等により市中銀行の過剰流動性¹⁵が増加したためEONIAに下押し圧力がかかり続ける一方、下限である預金ファシリティ金利以下には下がらないことによるものである¹⁶。この結果、預金ファシリティ金利が

¹³ EONIAは欧州マネー・マーケット協会（EMMI：European Money Markets Institute）が算出・公表しているユーロ圏の銀行間取引で利用される翌日物金利である。ユーロ圏の大手行により呈示される無担保翌日物貸出金利の加重平均として算出されていたが、十分な数の参加行を確保できていないことに加え、マネー・マーケット・ファンド（MMF）等の機関投資家が短期金融市場において多大な影響力を持つようになり、銀行とこうした機関投資家との取引も考慮に入れる必要が生じたことから、EONIAを廃止し、ユーロ短期金利（ESTER：Euro Short-Term Rate）に移行することとなっている。このため、19年10月以降、EONIAの算出方法もESTER+8.5ベース・ポイントに変更されている。19年10月現在、EONIAの参加行は28行であるが、ESTERは50行。19年以降の取引残高は、EONIAでは一日当たりおおむね43～44億ユーロであるが、ESTERは320億ユーロにのぼる。19年10月からESTERの公表が開始されており、移行期間を経て22年1月にはEONIAの公表が廃止され、ESTERに一本化される予定である。

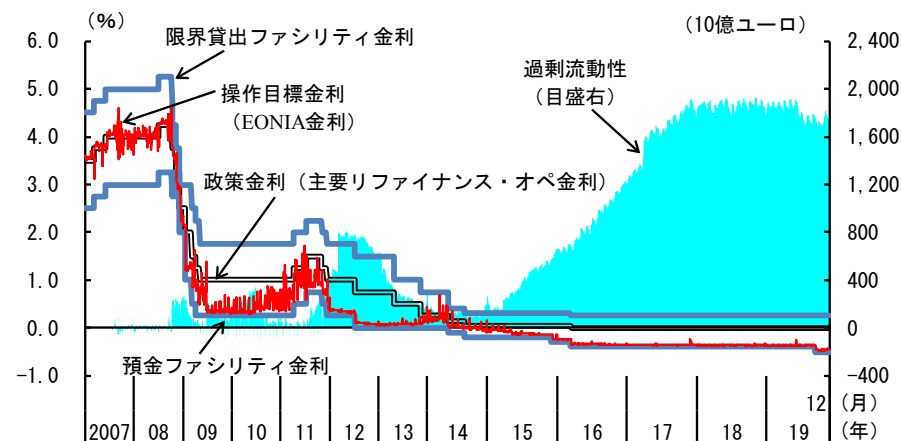
¹⁴ ECBでは米連邦準備制度理事会におけるFFレート（フェデラル・ファンド・レート）のように明示的な操作目標金利（operational target rate）を定めてはいないが（ECB（2004）を参照）、一般にEONIAがECBの非明示的な操作目標金利であると考えられている。

¹⁵ 預金ファシリティに預け入れられた額から限界貸出ファシリティを通じて貸し出された額を差し引き、超過準備預金額を加えた額として定義されている。

¹⁶ 厳密にはEONIAには市場参加者の債務不履行に由来する信用リスクが付随するため、EONIAは預金ファシリティ

EONIAに与える影響力はかつてないほど大きくなり¹⁷、第1-2-18図をみても19年9月に預金ファシリティ金利を-0.4%から-0.5%に引き下げた際、EONIAも預金ファシリティ金利と同様に下落していることが確認できる。

第1-2-18図 コリドー・システムによる操作目標金利の誘導及び過剰流動性の推移



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 2019年10月以降、EONIAの計算方法は銀行間市場における無担保翌日物貸出金利の加重平均から、ESTER+8.5ベース・ポイントに変更。
 3. 過剰流動性は預金ファシリティの預金額から限界貸出ファシリティを通じた貸出額を差し引き、超過準備預金額を加えた額。

(標準的金融政策手段)

ECBにおける金融政策の標準的な運営方法は短期金利、特に満期1日の翌日物金利のコントロールにあり、以下に述べる公開市場操作、常設ファシリティ、準備預金制度の3つのフレームワークを通じて実施される。

(i) 公開市場操作

公開市場操作は、ユーロシステムが国債等の適格担保 (eligible assets) に応じて銀行に資金を供給する仕組みである。ユーロシステムは、貸出期間が終了すると、担保を銀行に返却し、供給した資金を吸収する。定期的に行われている公開市場操作には、貸出期間の長さに応じて、主要リファイナンス・オペ (MRO : Main Refinancing Operations) と長期リファイナンス・オペ (LTRO : Long-Term Refinancing Operations) がある¹⁸。

金利よりも高くなる。

¹⁷ ECB (2010)参照。

¹⁸ その他、主に不定期に実施される公開市場操作として、微調整オペ (Fine-tuning operations) と構造オペ (Structural operations) がある。

MROの満期は1週間であり、取引頻度は週に1回、取引形態はレポ取引¹⁹で実施される。また、MROで適用される金利が政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）であり、ECBが短期金利を誘導する際の目安としている。MROはECBが金融市場で金利を誘導する際の基本的な手段であるとともに、金融政策スタンスのシグナルを発信する上で中心的な役割を担っている。

LTROはMROよりも長期の資金供給を目的としており、通常は満期3か月、取引頻度は月に1回、取引形態はレポ取引で実施されている。ただし、世界金融危機後の流動性の著しい低下に伴い、08年10月以降は満期が1か月、6か月、12か月、36か月と多様化している。

(ii) 常設ファシリティ

金融市場調節の中心的手段は公開市場操作であるが、前述したように短期金利の過度な変動を抑制する役割を担う仕組みが常設ファシリティである。常設ファシリティは市中銀行がユーロシステムと資金の貸借を行う政策手段であるが、上述した公開市場操作ではユーロシステム主導で資金供給額を決定するのに対して、常設ファシリティでは市中銀行が資金量を決定する点に違いがある。常設ファシリティは限界貸出ファシリティ（Marginal Lending Facility）と預金ファシリティ（Deposit Facility）の2つがある。

限界貸出ファシリティは、金融市場で資金調達が困難になった市中銀行がユーロシステムから資金を借り入れる仕組みである。翌日満期のレポ取引であり、6週間ごとにECBが設定し、適格担保の範囲内で利用でき、借入額に上限はない。なお、限界貸出ファシリティを通じた貸出に適用される金利が限界貸出ファシリティ金利である（現在は0.25%）。一方、預金ファシリティは、金融市場で借り手が見つからない場合に、市中銀行がユーロシステムに一時的に資金を預け入れる仕組みである。翌日満期で6週間ごとに設定され、取引形態は特に指定されていない。預金ファシリティを通じて預金された資金に適用される金利が預金ファシリティ金利である（現在は-0.50%²⁰）。

(iii) 準備預金制度

準備預金制度は、対象となる市中銀行に対し翌日物預金を含む準備対象債務の一定割合（現在は1%）を法定準備として、ユーロ加盟各国の中央銀行に開設されている当座預金に積み立てることを義務付ける制度である。ただし、法定準備は、定められた積立期間中²¹の毎営業日に積み立てておく必要はなく、積立期間を通じた平均残高として積

¹⁹ レポ取引は、一定の価格で売り戻しあるいは買い戻しする条件を付した売買取引を指す。

²⁰ 14年6月以降、マイナス金利が設定されている。

²¹ 積立期間は、政策理事会終了後の最初のMRO決済日から次の政策理事会終了後の最初のMRO決済日までの約6週

み立てればよい²²。法定準備を満たす準備預金に支払われる金利は積立期間中における政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）の平均値（現在は0.00%）、法定準備を超える超過準備にはゼロ%か預金ファシリティ金利のうち低い方の金利が支払われる（現在は-0.50%）。なお、準備預金制度の目的は、短期金利の安定化と銀行部門に構造的な流動性不足を創出することにあるとされる。

短期金利の安定化は、法定準備を積立期間の平均残高として積むことが求められていることにより実現される。つまり、積立期間中、毎営業日に法定準備を積み立てる必要はないため、市中銀行が各行のその時々流動性需要や運用ニーズに従い、ユーロシステムに積み立てている当座預金を利用して市中銀行同士で必要な流動性を融通し合うことにより、短期金利が平準化される。また、市中銀行に法定準備の積立を課し、構造的な流動性不足を創出することで、公開市場操作や限界貸出ファシリティが機能する状況を作り出し、金融政策の波及経路を確保することが企図されている。

（非標準的金融政策手段）

08年秋の世界金融危機及びその後の欧州政府債務危機を背景に、金融市場で深刻な流動性不足が発生したことを受けて、ECBは標準的な金融政策手段を補完するとともに金融市場に幅広く流動性を供給することを目的に、様々な非標準的な金融政策手段（non-standard monetary policy measures）を実施した。ここでは、その代表的な金融政策手段について述べる。

（i）マイナス金利政策

ECBは、14年6月に預金ファシリティ金利を0.00%から-0.10%に引き下げたことにより初めて政策金利のマイナス化を実施した。その後、預金ファシリティ金利は4回引き下げられ、現在は-0.50%である（後掲第1-2-21表参照）。前述したように、預金ファシリティ金利は預金ファシリティへの預金に対して付利される金利（当該金利がマイナスの場合は市中銀行が利息を支払うこととなる。）であるが、預金ファシリティは他の運用先（例えば企業向け貸出）と比較して安全と考えられることから、銀行が法定準備を超える超過準備を預け入れる先として利用されている。ECBが預金ファシリティ金利をマイナス化した一つの狙いは、銀行の超過準備を減らし、その分企業向け貸出の増

間であり、法定準備を計算する際には、積立期間開始時点の約2か月前の準備対象債務残高を用いる。なお、19年7月31日から9月17日までの積立期間におけるユーロシステムの当座預金残高は1兆3,315億ユーロであり、そのうち法定準備額は1,320億ユーロ、法定準備額を超える超過準備額は1兆1,995億ユーロである。後述する資産購入プログラムを通じてユーロシステムから銀行部門に大量の資金供給が行われた結果、超過準備額が法定準備額と比較して大きくなっている。

²² 例えば、積立期間中の前半には少なめに積み、その分、後半には多めに積むということも可能になる。

加を促したものと考えられる²³。

(ii) 資産購入プログラム

マイナス金利政策の実施後も消費者物価上昇率の低下傾向が続いたことから、ECBは15年1月に資産購入プログラム（APP：Asset Purchase Programme）²⁴を導入し、いわゆる量的緩和の実施に踏み切った。APPはカバードボンド購入プログラム第3弾（CBPP3）²⁵、資産担保証券購入プログラム（ABSPP）²⁶、公的部門購入プログラム（PSPP）、企業部門購入プログラム（CSPP）²⁷の4つのプログラムの総称である。購入規模は15年1月にAPPが導入された当時は月額600億ユーロであったが、16年3月には800億ユーロに増額された後、金融政策の正常化に向けて16年12月に600億ユーロ、17年10月に300億ユーロ、18年6月に150億ユーロへと減額し、バランスシートの拡大テンポを低下させていった。APPは18年12月に一旦終了し、満期により償還された元本の再投資のみ続けられていたが、ユーロ圏の経済状況が想定を超えて弱く、物価上昇率が継続的に目標に達していないことから、19年11月より再開されている。なお、19年9月現在、ユーロシステムがAPPを通じて購入した資産のうち約8割がPSPPによって購入した公債となっている（第1-2-19(1)図）

15年3月から実施された公的部門購入プログラム（PSPP：Public Sector Purchase Programme）はユーロシステムがユーロ加盟国の公債を購入するプログラム²⁸であり、APPの中核を成す。購入対象となる公債の発行主体には、ユーロ加盟国の中央政府のほか、地方政府、ユーロ圏所在の政府機関、国際機関、多国籍開発銀行が含まれ、購入対象となる債券の満期は最低1年から最長30年まで認められている。また、ユーロシステムは、PSPP全体に占める各国の資産の割合を、EU加盟各国のECBへの出資比率（capital key shares）²⁹に応じて決定することを原則とするほか、各発行体による発行残

²³ 非ユーロ圏の中央銀行で採用されたマイナス金利政策についてはコラム1-3を参照。

²⁴ IMFの対ユーロ圏IV条協議報告書ではECBの資産購入プログラムの再開に関して資産の買い入れ範囲の拡大を提案している（IMF（2019））。

²⁵ カバードボンド購入プログラム第3弾（CBPP3：Covered Bond Purchase Programme 3）は、銀行が発行するカバードボンドの買い入れプログラムであり、14年10月から実施されていた。カバードボンドとは銀行が公共部門への貸出や住宅ローン貸出を裏付けとして発行する債券であり、通常の社債よりも安全性は高いと考えられている。なお、これ以前にもCBPP1が09年7月から10年6月まで、CBPP2が11年11月から12年10月まで実施されているが、これらはCBPP3と比べ規模ははるかに小さく、目標額は第一弾で総額600億ユーロ、第二弾で同400億ユーロであった。

²⁶ 資産担保証券購入プログラム（ABSPP：Asset-backed Securities Purchase Programme）は、住宅ローンや自動車ローン等の銀行貸出を証券化したABSの買い入れプログラムであり、14年11月から実施されていた。

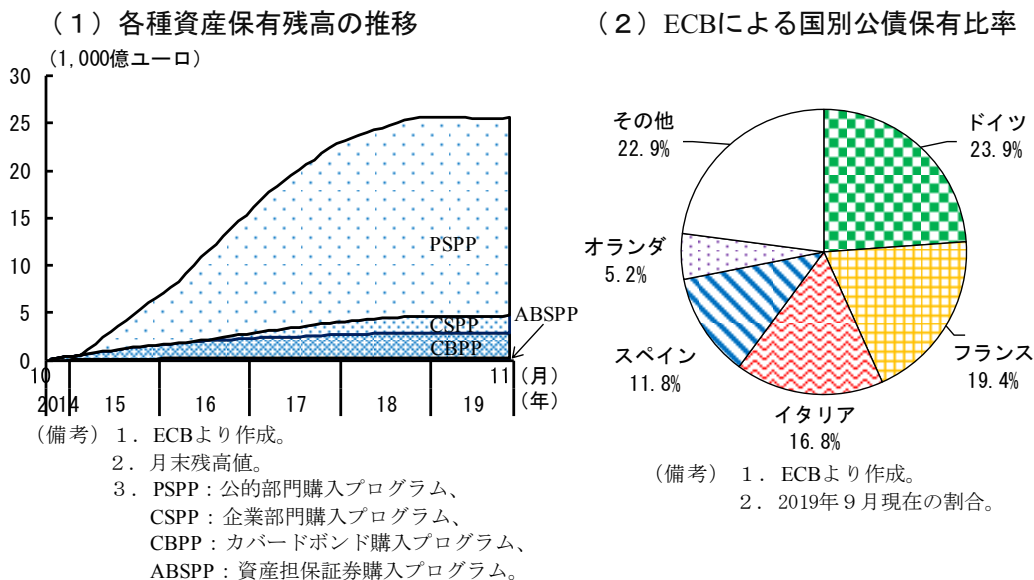
²⁷ 16年8月に導入された企業部門購入プログラム（CSPP：Corporate Sector Purchase Programme）は、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ベルギー、フィンランドの中央銀行がユーロ圏の企業が発行する社債を購入するプログラムであり、購入する社債の満期は最低6か月から最長31年とされている。

²⁸ 本プログラムの実施に関し、17年8月にドイツの団体が、中央銀行により政府の資金調達を直接引き受ける財政ファイナンスにあたるとして欧州司法裁判所に訴訟を起こしたが、18年12月にEU法に抵触しないとの判断が下された。

²⁹ 出資比率はEUにおける人口比やGDP比を考慮して決められる。19年10月現在、ドイツの出資比率が約18%と最も

高の33%、各銘柄の発行残高の33%あるいは25%³⁰を購入額の上限としている³¹（第1-2-19（2）図）。

第1-2-19図 ECBの資産購入プログラム



(iii) フォワード・ガイダンスの導入

フォワード・ガイダンスは、ECBが将来的な金融政策スタンスに関する情報をあらかじめ公表することにより、金利や物価の見通しに関する市場の期待形成をコントロールすることを目的としている。ECBは13年7月にフォワード・ガイダンスを採用したが、その内容にはECBの主要政策金利に関する中期的な見通し（future path）のほか、後述する資産購入プログラムに関する見通しについても盛り込まれている。

(iv) 貸出条件付長期資金供給オペ

貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO：Targeted Longer Term Refinancing Operation）はユーロシステムが市中銀行の貸出実績に応じて実施する長期流動性供給の手段である。

高く、次いでフランスの約14%、イタリアの約12%が続く。

³⁰ 25%と33%のどちらを適用するかは各々のケースを勘案して決定する。

³¹ 13年以降にユーロ圏内で発行された1年以上の国債には、債権者の多数決で事後的に償還期限や金利の変更等の債務再編を可能にする集団行動条項（CAC：collective action clause）が付帯されている。ECBが一定割合（「33%」や「25%」）以上の国債を保有すると、ECBがCAC発動を阻止することが可能となり、当該国の再生を阻害することへの懸念が生じるが、ECBはそのような微妙な問題に立ち入らないため、国債保有に自主的な制限を設けている。なお、19年10月の政策理事会会合後の記者会見においてドラギ総裁（当時）は33%ルールについて、欧州司法裁判所の司法判断はECBに金融政策運営の裁量を認めていることから、ECB単独で必要に応じて見直すことができると述べている。

欧州債務危機の際に実施された3年物LTROは資金調達が困難となった金融機関に対し無制限に資金供給を行うもの³²であったが、より確実に実体経済への融資拡大につなげるため、TLTROにおいては、資金供給に当たり貸出に関する一定の条件が付されている（第1-2-20表）。第一弾となるTLTRO-Iは14年9月から16年6月まで、第二弾となるTLTRO-IIは16年6月から17年3月まで実施され、第三弾となるTLTRO-IIIは19年9月から21年3月まで実施する予定とされている。TLTROの適用対象となる銀行貸出は非金融法人と個人向けであり、住宅向け貸出は除外されている。適用金利は、政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）と預金ファシリティ金利に連動する形で設計されている。また、満期について、TLTRO-IとTLTRO-IIは4年であるが、TLTRO-IIIは3年³³に設定されている。

³² ギリシャやポルトガルのような財政に懸念を有する諸国の国債利回りを引き下げ、これらの国の国債を保有する金融機関の資金繰り懸念を払しょくすることを目的に、11年12月及び12年2月に計1兆ユーロを供給した。この3年物LTROの実施と併せ、翌年12年9月に欧州安定化メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）の財政再建プログラムを履行することを条件に、当該国の国債を無制限に購入する国債買切りプログラム（OMT：Outright Monetary Transactions）の導入が公表された。ただし、OMTは実際に実施されたことはない。

³³ 19年3月の政策理事会でTLTROの再導入が決定された際には満期は2年とされていたが、9月の政策理事会で3年に延長された。

第1-2-20表 TLTROの概要

	TLTRO-I	TLTRO-II	TLTRO-III
実施期間 (四半期毎)	2014年9月～16年6月	2016年6月～17年3月	2019年9月～21年3月
回数	8回	4回	7回
利率	政策金利で固定 (+10bp: 2回目まで)	預金ファシリティ金利～ 政策金利 (当時-0.4～0.0%)で 固定	貸出額に応じて、預金 ファシリティ金利～政策 金利(現行-0.5～ 0.0%)を適用
融資限度額	14年4月末時点の適格貸 出残高の7%	16年1月末時点の適格 貸出残高の30%	19年2月末時点の適格 貸出残高の30%
供給額	4,321億ユーロ	7,402億ユーロ	未定
融資期間	4年	4年	3年
貸出インセンティブ等	○貸出増の基準額に満た なかった銀行に強制返済 の罰則を適用。 ○基準額より融資を増や した場合は増加分の3倍 までTLTROによる借入が 可能。	○貸出規準額を満たした 銀行に対しては最大で預 金ファシリティ金利(当 時-0.4%)まで引下げ。	○貸出増の基準額に満た なかった銀行には政策金 利(現行0.0%)の期中平 均。 ○貸出増の基準額を満た した銀行には最大で預金 ファシリティ金利(現行 -0.5%)の期中平均まで 引下げ。

(備考) 各種資料より作成。

第1-2-21表 ECBによる非標準的金融政策の変遷

年月日	政策変更	政策金利	限界貸出 ファシリ ティ 金利	預金ファ シリテイ 金利	資産購入額 (月額)	実施期間
2014年6月	マイナス金利を導入 TLTRO-Iの実施	0.15%	0.40%	▲0.10%		2014年9月～2016年6月末
9月	マイナス金利幅を拡大 対象資産にABS及びカバードボンドを追加	0.05%	0.30%	▲0.20%		2014年10月以降
2015年1月	資産購入プログラム(APP)の導入				600億ユーロ	2015年3月～2016年9月末
12月	マイナス金利幅を拡大 資産購入プログラムの実施期間延長	0.05%	0.30%	▲0.30%	600億ユーロ	2016年9月末まで→2017年3月末まで
2016年3月	マイナス金利幅を拡大 資産購入プログラムの規模を拡大 対象資産に社債追加 TLTRO-IIの実施	0.00%	0.25%	▲0.40%	300億ユーロ	2016年4月～2017年3月末 2016年6月以降 2016年6月末～2017年3月末
7月	政策金利に関するガイダンス 資産購入プログラムの実施期間に関するガイダンス					政策金利を長期にわたり資産買入れ期間を十分に超えて現行水準またはより低い水準で据え置くことを見込んでいる。必要であれば、いずれの場合においても、理事会がインフレ目標に従うインフレ軌道への持続的調整がみられるまで現行の買入れ期間を超えて実施することを確認
12月	資産購入プログラムの実施期間延長 資産購入プログラムの規模を縮小				600億ユーロ	2017年3月末まで→2017年12月末まで 2017年4月～2017年12月末
2017年6月	政策金利に関するガイダンス					政策金利を長期にわたり資産買入れ期間を十分に超えて現行水準で据え置くことを見込んでいる
10月	資産購入プログラムの規模を縮小 資産購入プログラムの実施期間延長 購入した資産の償還元本の再投資に関するガイダンス				300億ユーロ	2018年1月～2018年9月末 2017年12月末まで→2018年9月末まで 資産購入終了後、必要な限りいかなる場合でも継続
2018年6月	資産購入プログラムの規模を縮小・終了時期を明示 現行金利水準で据え置く期間 購入した資産の償還元本の再投資期間				150億ユーロ	2018年10月～2018年12月末まで実施し、 終了 少なくとも2019年夏まで 資産購入終了後も長期にわたり必要な限り実施
12月	資産購入プログラムを12月末で終了 購入した資産の償還元本の再投資期間					政策金利引上げの開始後も長期にわたり継続
2019年3月	現行金利水準で据え置く期間 TLTRO-IIIの実施					少なくとも2019年末まで 2019年9月～2021年3月
2019年6月	現行金利水準で据え置く期間					少なくとも2020年前半を通じて
7月	現行もしくはそれを下回る金利水準を維持する期間					少なくとも2020年前半を通じて
9月	マイナス金利幅を拡大 現行もしくはそれを下回る金利水準を維持する期間 資産購入プログラムを再開 金利の階層化構造の導入	0.00%	0.25%	▲0.50%	200億ユーロ	「少なくとも2020年前半を通じて」の文言を削除 緩和的な政策を強化する上で必要と判断される限り維持し、最初の利上げの直前で終了 2019年10月30日～

(備考) 1. ECBより作成。
2. 政策決定内容のうち、直前の政策理事会から変更された事項のみを記載。

コラム1-3：非ユーロ圏のマイナス金利政策

ヨーロッパでは、欧州債務危機後の非ユーロ圏の中央銀行においてマイナス金利政策を採用する事例が複数みられた。これは、主に対ユーロでの通貨高、物価上昇率やインフレ期待の持続的な低下、銀行貸出の低迷等の追加的な緩和に迫られる状況が存在したためと考えられる。本コラムでは、これらの非ユーロ圏諸国（デンマーク、スウェーデン、スイス、ノルウェー）のマイナス金利政策を概観する^(注)（図1、2）。

ヨーロッパで初めてマイナス金利政策を採用した国は、デンマークである。同国の中央銀行であるデンマーク国立銀行は、12年7月に譲渡性預金金利を-0.2%に引き下げてマイナス金利政策を採用した。その背景として、同国では、通貨デンマーククローネ（DKK）をユーロにペッグする為替相場制度を採用していることが挙げられる。同国経済はユーロ圏と景気サイクルが異なるため、ユーロ圏あるいは世界経済が不安定になると相対的に景気が良好な同国に大量の資金流入が発生し、ユーロとのペッグが維持できなくなる。このため、マイナス金利を導入することにより、資金流入圧力を抑制する必要があった。

スウェーデンの中央銀行であるリクスバンクは、15年2月に主要政策金利であるレポ金利を-0.10%に引き下げた。同国は、消費者物価上昇率の前年比に関し、2%を中心に上下1%の幅を許容するインフレ目標を設定しており、マイナス金利政策導入の目的を物価安定であるとしている。なお、リクスバンクはマイナス金利に加え、15年2月以降国債購入プログラムを採用していたが、19年以降は段階的に保有残高を減らし、29年にゼロにする予定としている。なお、19年12月にリクスバンクは家計債務の増加に対する懸念から、主要政策金利を20年1月に-0.25%から0.00%に引き上げ、マイナス金利政策を解除している。

スイスの中央銀行であるスイス国立銀行は、15年1月に対ユーロでのスイスフランの上限（1ユーロ=1.20スイスフラン）撤廃に併せ、法定準備の20倍を超える超過準備預金に-0.75%のマイナス金利を適用し、その後5年にわたりマイナス金利政策を採用している。スイス国立銀行では、物価の安定を金融政策の目標としており、インフレ目標値を2%に設定している。同国では諸外国よりも経済のパフォーマンスが安定的に良好であるため、上述のデンマークと同様、海外からの資金流入によりスイスフランが急騰しやすい。このため、世界的に低金利となる中、諸外国に比べ金利を更に低く設定する必要があるとしている。なお、19年11月1日からはマイナス金利の適用免除範囲が引き上げられている。

ノルウェーの中央銀行であるノルウェー銀行は、15年9月に準備預金金利を-0.25%

に引き下げ、マイナス金利政策を導入した。ノルウェー銀行は物価の安定を目的としており、インフレ目標値を2.5%に設定している。同国は産油国であり、石油価格の動向により物価上昇率が左右されやすい。特に、14年から16年にかけての原油安による低インフレ対策のため、マイナス金利政策を導入した。ただし、18年9月以降、準備預金金利を引き上げ、19年4月以降マイナス金利政策は採られていない。

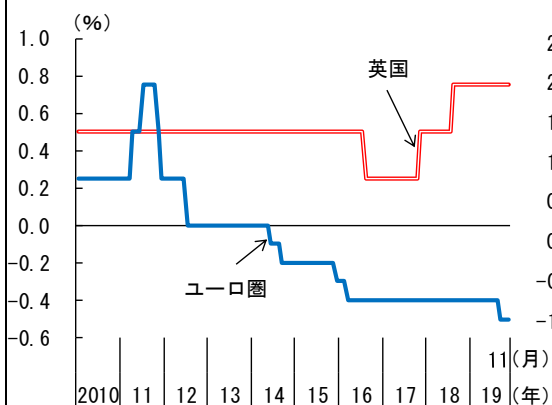
図1 ユーロッパにおける主なマイナス金利政策の導入国・地域

導入国	導入時期	政策レジーム	目的	現在のマイナス金利
ユーロ圏	2014年6月	・変動相場制 ・インフレ目標	・物価の安定 ・インフレ期待の安定	-0.5%
デンマーク	・2012年7月 ～14年4月 ・2014年9月	・ユーロにペッグ	・資本流入の抑制 ・為替相場の増価回避	-0.75%
ハンガリー	2014年3月	・変動相場制 ・インフレ目標	・物価の安定 ・為替相場の増価回避	-0.05%
ノルウェー	2015年9月 ～19年3月	・変動相場制 ・インフレ目標	・物価の安定	現在は0.5%
スウェーデン	2015年2月 ～19年12月	・変動相場制 ・インフレ目標	・物価の安定 ・インフレ期待の安定	-0.25% (20年1月に0.00%に 引上げ)
スイス	2015年1月	・変動相場制 ・インフレ目標	・為替相場の増価軽減 ・デフレ圧力の軽減	-0.75%

(備考) Jobst and Lin (2016)、各種資料を参考に作成。

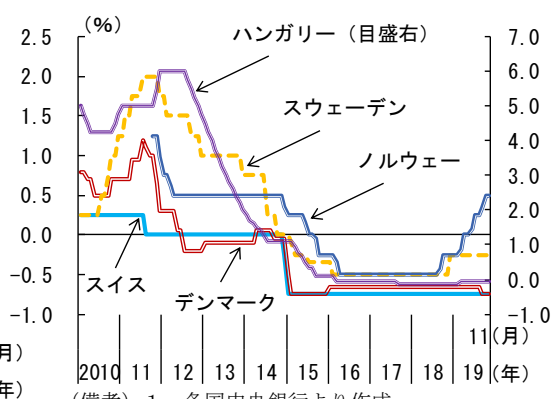
図2 ユーロッパにおける中央銀行の政策金利の推移

(1) 主要中央銀行



(備考) 1. ECB、BOEより作成。
2. ユーロ圏は中銀預金金利を使用。

(2) その他中央銀行



(備考) 1. 各国中央銀行より作成。
2. 月末値。
3. スウェーデンはレポ金利、スイス、ノルウェー、ハンガリーは準備預金金利、デンマークは譲渡性預金金利を使用。

(注) 以下の記述はJobst and Lin (2016)、翁 (2017)、川野 (2019) を参考にしている。

コラム1-4：イングランド銀行における金融政策の枠組み

第1章第2節でECBによる金融政策の枠組みや最近の動向について述べたが、以下ではイングランド銀行（BOE：Bank of England）における金融政策の枠組みについて、政策目標、主要な金融政策手段、金融市場調節に分けて解説するとともに、今後の課題について簡単に述べる^{（注1）}。

（1）政策目標

BOEの主要な政策目標は物価の安定である。BOEは92年10月以降、インフレーション・ターゲティング政策を採用しており、消費者物価上昇率（総合）を目標値である2%（前年比）を中心に上下1%の範囲に収める必要がある^{（注2）}。消費者物価上昇率（総合）が目標値の上下1%の範囲を超えた場合、財務大臣に公開書簡を送付し、目標範囲を逸脱した理由と消費者物価上昇率を2%に戻すための方策を説明しなければならない旨、イングランド銀行法によって定められている。

（2）主要な金融政策手段

上記の政策目標を達成するため、BOEは以下に述べる標準的及び非標準的金融政策手段を用いて政策運営にあたっている^{（注3）}。

（i）標準的金融政策手段

BOEにおける標準的な金融政策の運営方法は、他の中央銀行と同様に政策金利の調整による短期金利、特に銀行間翌日物金利のコントロールであり、バンク・レートと呼ばれる、市中銀行の準備預金への付利金利（翌日物）が政策金利として用いられている。また、常設ファシリティ（Operational Standing Facility）として、BOEから市中銀行向けに翌日物のレポ取引で貸し出される貸出ファシリティと、市中銀行がBOEに翌日物で預け入れる預金ファシリティが設けられている^{（注4）}。流動性供給手段としては、インデックス長期レポ・オペ（ILTR：Indexed Long-Term Repo）が週に一回のペースで実施されている^{（注5）}。

（ii）非標準的金融政策手段

BOEでは、09年3月以降、世界金融危機の深刻化を受けて、短期債から長期債まで幅広い年限の英国国債を対象とした資産購入（量的緩和）を開始した。BOEの量的緩和の特徴としては、（ア）BOEの子会社である資産購入ファシリティ（APF：Asset

Purchase Facility)^(注6)を設立した上で、当該組織にBOEが融資する形で実施している点^(注7)や、(イ)資産の購入に際しては、毎月あるいは年間の購入額を設定する方式ではなく、あらかじめ購入上限を設定し、上限を調整する方式を採用している^(注8)点が挙げられる。なお、新たな国債の購入は12年10月に一旦停止していたが、16年6月のEU離脱をめぐる国民投票後に英国経済が減速したことを受けて16年8月に再開し、併せて一定の基準を満たす非金融法人企業の社債も購入することとした。現在、資産購入の上限は4,350億ポンド、社債の購入上限は100億ポンドである。なお、16年8月の政策金利引下げ時には、市中銀行及び住宅金融組合の企業や家計に対する貸出の促進を目的とした期間貸出スキーム(TFS: Term Funding Scheme)も導入された。TFSはBOEが市中銀行に対してバンク・レートに近い低水準の金利で適格担保と引き換えに貸し出すことにより、市中銀行の資金調達コストを削減し、貸出を促進させることを目的としたものであったが、18年2月に新規貸出は停止されている。

さらに、16年9月から、非金融法人企業の資金調達環境の改善を目的とした社債購入スキーム(CBPS: Corporate Bond Purchase Scheme)を導入している。同スキームは英国経済に顕著に貢献している企業の社債を対象とし、購入対象資産のバランスを考慮するため9部門^(注9)に属する企業の社債を購入するものであり、現在、同スキームの上限は100億ポンドとなっている。

この他、13年8月にフォワード・ガイダンスを導入し、政策金利や資産購入の見通しを公表している。

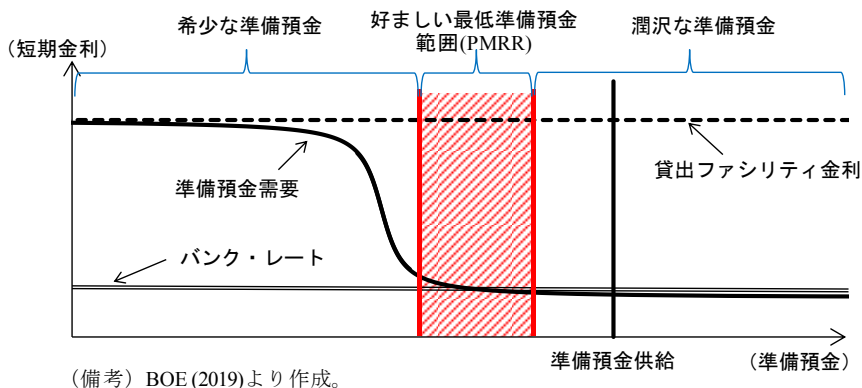
(3) 金融市場調節

量的緩和が実施される以前のBOEでは、準備平準化(reserves-averaging)システムと呼ばれる方式により金融市場調節が行われていた^(注10)。同システムの下では、市中銀行はあらかじめ目標準備預金を申告し、準備預金に対して付利されるバンク・レート^(注11)を受け取る一方、準備預金が目標から一定の範囲を超えてかい離する場合は金利を受け取れないとすることで、短期金利がバンク・レートの近傍で安定化する仕組みであった^(注12)。しかしながら、09年3月の量的緩和の開始とともに市中銀行が大量の準備預金を保有するようになったため、フロア・システムと呼ばれる金融市場調節方式に移行した。

フロア・システムの下では、翌日物金利がバンク・レートを下回ると、市中銀行はバンク・レートよりも低い金利で資金を調達し、準備預金に預け入れれば利鞘を稼ぐことができるため、金融市場での資金調達が増加する。これにより翌日物金利が上昇するため、バンク・レートは翌日物金利の下限(フロア)を画す役割を果たす。準備

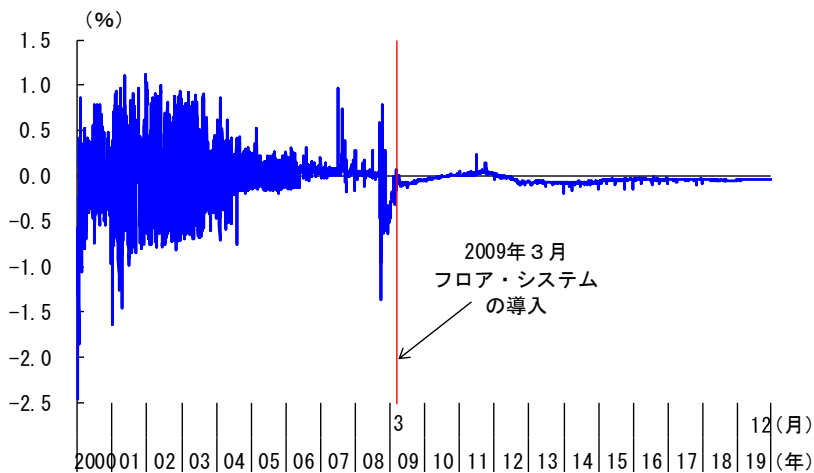
預金が潤沢な状態では、翌日物金利はバンク・レートを大きく上回ることはないため、同レート付近で推移することになる（図1）^{（注13）}。

図1 BOEのフロア・システム



実際に翌日物金利がバンク・レート付近で安定的に推移しているかを確認するため、翌日物金利の代表的な指標であるポンド翌日物平均金利（SONIA：Sterling OverNight Index Average）^{（注14）}とバンク・レートのスプレッドをみると、09年3月にフロア・システムが導入されて以来、ゼロ近傍で推移しており、翌日物金利とバンク・レートのかい離は極めて小さくなっていることが分かる（図2）。

図2 SONIAとバンク・レートのスプレッド



（備考） 1. ブルームバーグより作成。
2. スプレッドはバンク・レート－SONIAで定義。

(4) 今後の課題

BOEでは、将来的なバランスシートの縮小について、いわゆる「量的引締め（QT：Quantitative Tightening）」と呼称して、QTを実施する際の課題を検討している^(注15)。上述のように、BOEでは、量的緩和による準備預金の急増を背景に金融市場調節方式にフロア・システムを採用している。しかし、同システムの下では、量的引締めによって、準備預金が「潤沢」な水準から「希少」な水準にまで減少すると、短期金利がバンク・レートからかい離して上昇しやすい状態となり、短期金利のコントロールが困難になるおそれがある（前掲図1）。

BOEでは、準備預金が「希少」な水準をわずかに上回る「好ましい最低準備預金範囲（PMRR: Preferred Minimum Range of Reserves）」を1,500~2,500億ポンドとする推計を行い、同推計値に銀行券等他の負債を加えて「定常状態のバランスシート規模」を2,750~3,750億ポンド（対GDP比12~18%）と試算しているが、こうした推計値には誤差や将来的な不確実性が伴うとしている。このため、現在のバランスシート（約6,000億ポンド弱）を縮小していく際には、追加的な準備預金需要に対して、バンク・レート金利水準での定期的なレポ・オペを通じた無制限の資金供給を行うという、フロア・システムを修正した金融市場調節を行う意向を示している^(注16)。ただし、こうしたアプローチで対応する場合も、準備預金需要曲線の正確な把握や、短期金融市場参加者の行動を十分に考慮した制度設計といった諸課題に向けた取組が必要としている。

(注1) BOE (2019)、BOE (2018)、Whittaker (2012)、河村 (2018)、斉藤 (2017) 他各種資料を参照。BOEの金融政策を巡る最近の動向については第2章第3節「ヨーロッパ経済」を参照。

(注2) 消費者物価上昇率（総合）の目標値は英国財務省が毎年定める。政策目標を政府が定めるため、政策目標の独立性（goal independence）はないが、政策目標を達成するための手段の独立性（instrument independence）は確保されていると解されている。

(注3) BOEの金融政策に関する方針は年8回開催される金融政策委員会（MPC：Monetary Policy Committee）で決定される。なお、MPCは9名の委員で構成される。

(注4) 常設ファシリティの貸出ファシリティに課される金利はバンク・レート（19年末現在は0.75%）+0.25%ポイント、預金ファシリティに付利される金利はバンク・レート-0.25%ポイントと設定されている。

(注5) その他の政策手段として、市中銀行がBOEから流動性の高い資産を借り入れる窓口貸出ファシリティ（Discount Window Facility）や緊急の流動性対応用に緊急期間レポファシリティ（Contingent Term Repo Facility）がある。

(注6) APFは09年1月に設立され、BOE及び総裁が株式を全額保有している。

- (注7) 将来的にAPFに損失が生じた場合、財政資金により補填されるとの取り決めが政府とBOEの間でなされた(斉藤(2017))。
- (注8) 資産購入残高が上限に達した場合、満期到来分を再投資するのみとし残高は減らさないこととされている。
- (注9) 通信、景気連動型消費財、生活必需品、電気、エネルギー、ガス、工業・交通、不動産・金融、水道の9部門。
- (注10) 準備平準化システムは06年5月に準備預金への付利開始とともに導入された。同システムの導入以前は、貸出ファシリティ金利及び預金ファシリティ金利をそれぞれ上限及び下限とするコリドー内でのレポ・オペによる短期金利操作が行われていた。
- (注11) 06年8月に従来のレポ・オペ適用金利(レポ金利)から改称。
- (注12) 準備預金需要曲線はバンク・レート近傍ではほぼ水平となる。BOE(2018)を参照。
- (注13) 実際にはBOEの準備預金付利を受けることができない金融機関が存在するため、翌日物金利はバンク・レートよりも若干低い水準で推移する。
- (注14) SONIAは金融機関相互で融通するポンド建て無担保翌日物資金の平均金利。BOEが算出・公表を行っている。
- (注15) 18年6月に開催された金融政策委員会ではバンク・レートが1.5%の近傍に達するまではバランスシートの縮小は実施しないとの意向を示している。
- (注16) BOE(2019)を参照。FRBのように、フロア・システムを維持しながら準備預金がPMRRに達する前にバランスシートを縮小させるアプローチもあるとしつつ、FRBが19年9月に短期金利の急騰に直面した事例を紹介している。

(3) 金融政策の課題

これまでみたように、ユーロ圏の経済状況が想定を超えて弱い動きが続く中、ECBはマイナス金利政策や資産購入プログラムを含む多様な非標準的な政策手段を用いて金融緩和政策を進めてきたが、以下では政策目標の達成に向けて今後ECBが直面すると考えられる課題を2点取り上げる。

(マイナス金利幅拡大への制約)

マイナス金利政策³⁴について、一般的に期待される効果としては、銀行の貸出金利引下げ等企業の資金調達コスト低下を通じて投資の増加を促すことや、経済がデフレの危機にある際に、通貨安を通じて輸入物価や国内物価を上昇させることなどがある。ユーロシステムの場合、特に企業向け貸出の増加を促す効果が期待されるが、マイナス金利政策が長期化するにつれて、その副作用についての議論も多くみられるようになっていく³⁵。

マイナス金利政策の実施当初は政策効果がプラスとなり銀行貸出が増加したとしても、金利を引き下げ続けると逆に銀行貸出が低下する事態もあり得るとの見方がある³⁶。通常、銀行は満期が短く流動性が高い預金で、満期が長い企業向け貸出を実施し、その預貸利鞘で収益を得ている。中央銀行が短期金利を引き下げた当初は、短期の預金金利は速やかに低下し始めるが、長期の貸出金利は預金金利ほど速やかには低下しないため、銀行の預貸利鞘は増加する。また、銀行が保有する資産の価格は短期金利の低下に伴い上昇するため追加的な収益も受けられる。しかし、政策金利を下げ続けると、貸出金利も徐々に低下していく一方、銀行は預金金利をゼロ%以下には下げにくい³⁷ため、結果

³⁴ ここでの金利は物価上昇率分を差し引かない名目金利を指す。なお、中央銀行の実務家や研究者の間では近年まで、名目金利はゼロ%が下限（ZLB：Zero Lower Band）と考えられており、名目金利のマイナス化という考え方自体あまり一般的ではなかった。それは、もし名目金利がマイナス化すると家計や企業は資産を（マイナス金利のつかない）現金で保有するようになると思われたからである。例えば、Krugman (1998)では、物価上昇率を差し引いた実質金利を引き下げることにより企業の投資を促進するため、名目金利が下限であるゼロ%まで引き下げられた場合、政策当局は期待インフレ率の引上げによって実質金利を引き下げることが提言していた。

³⁵ より一般的に、長期にわたる金融緩和の弊害としてゾンビ企業の問題がある。ゾンビ企業とは、経営効率が悪く生産性が低いため経営が破綻しているにもかかわらず、市場で生き残り続けている企業を指す。金融緩和が長期化することにより企業の資金調達コストが低くなると、企業はそれほど高い収益をあげなくても生き残ることができる。さらに、そういった状態が長く続くと、企業は高い収益をあげる必要がないため、市場で生き残るために十分な経営努力を払おうとしなくなり、結果として市場における低生産性企業の割合が高くなることが考えられる。このように市場を通じた企業の適者生存機能が働かなくなる結果、経済に低生産性企業から高生産性企業へ資本や労働等の資源が効率的に配分されなくなるという意味での資源配分の非効率性が発生する。そのため、ゾンビ企業が多くなると長期的には経済の成長力までもが損なわれることになると考えられる。なお、ゾンビ企業が経済全体の生産性や投資、雇用等に与える影響を実証的に分析した研究としてはBanerjee and Hofmann (2018)、Andrews et al. (2017)、Storz et al. (2017)、Andrews and Petroulakis (2019)がある。

³⁶ Cœuré (2016)を参照。

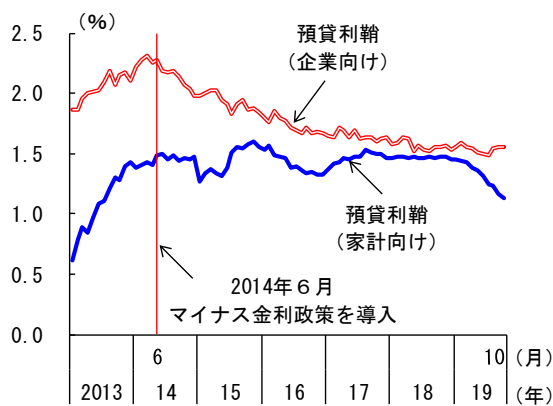
³⁷ ただし、ドイツ連邦銀行によると、市中銀行が顧客に対しマイナス金利を課す銀行は増加しており、19年9月末に

として銀行の利鞘は縮小していく。以上の結果、銀行の収益が減少するため、企業向け貸出の伸びは低下し、最終的には減少に転じるものと考えられる。

Brunnermeier and Koby (2018)はこうした議論を理論的に分析し、政策効果がプラスからマイナスに転じる閾値となる政策金利をリバーサル・レートと呼んでいる。ECBのマイナス金利（預金ファシリティ金利）がリバーサル・レートに到達したかという点に関し、ラガルド新総裁は19年12月の政策理事会後の記者会見で、最新のデータで確認しても非金融部門向け及び家計部門向け銀行貸出が増加していることから、リバーサル・レートに達したとの見方を否定している。ユーロ圏の銀行の預貸利鞘と非金融機関向け新規貸出の伸びで確認すると、預貸利鞘³⁸については、初めて預金ファシリティ金利にマイナス金利を採用した14年6月以降、企業向け預貸利鞘は縮小してはいるものの、近年はそのペースは緩やかになっている（第1-2-22図）。一方、家計向け預貸利鞘は14年6月以降おおむね横ばいで推移していたが、19年に入り縮小している。銀行の新規貸出額の前年比伸びをみると、14年6月以降急速に回復し、17年半ば以降は継続的にプラスとなり、18年後半以降は前年比2%前後でおおむね横ばいで推移している（第1-2-23図）。

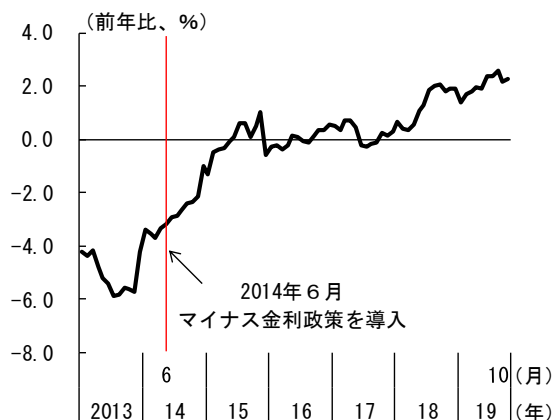
現時点ではECBのマイナス金利はリバーサル・レートには到達していないと考えられるものの、19年9月に預金ファシリティ金利が-0.5%へ引き下げられたところであり、マイナス金利幅の拡大が銀行貸出に与える影響については引き続き注視する必要がある。

第1-2-22図 ユーロ圏の銀行の預貸金利



(備考) 1. ECBより作成。
2. 家計向けは住宅ローン金利で計算。

第1-2-23図 ユーロ圏の銀行の新規貸出



(備考) ECBより作成。

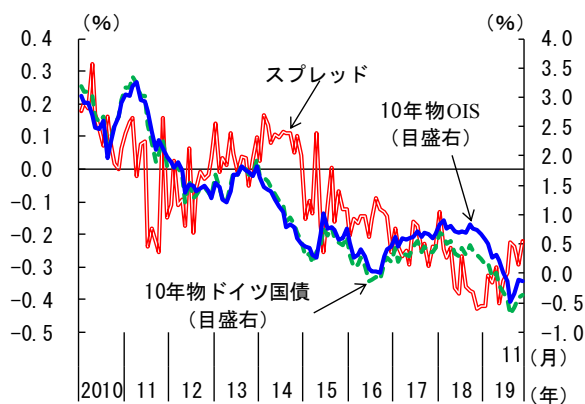
実施した調査によると、調査対象220行中58%が企業に対しマイナス金利を課し、23%が小口顧客の貯蓄口座にも課していると回答している。

³⁸ ユーロ圏の銀行収益に占める預貸利鞘の割合は59%（18年）。

(資産購入プログラムへの中長期的な制約：ドイツ国債の不足)

資産購入プログラムを遂行する上で中長期的に大きな課題になる可能性があるものとして、市場で流通するドイツ国債の量的不足が挙げられる。その背景としては過去の資産購入プログラムを通じて既にユーロシステムがドイツ国債を大量に保有していることのほか、ドイツで財政健全化が進み、起債が減少していることがある。市場で流通するドイツ国債の不足を表す一つのおおまかな指標としては10年物ドイツ国債の利回りと同期間のOvernight Index Swap (OIS) ³⁹のスプレッドがある。ドイツ国債の利回りもOISも市場では安全資産利回り (risk-free interest rate) とみなされているため、経済や金融政策の見通し等、両指標に影響する共通要因が変化した際には、理論的には両指標はほぼ同方向に変動することから、上記のスプレッドもほぼ一定になると考えられる。しかし、実際には第1-2-24図で確認できるようにドイツ国債の利回りが需給のひっ迫によりOISと比較してより低下していることがみてとれる。これは、両指標に影響する共通要因ではなく、ドイツの国債市場のみに影響を与える特殊要因の存在を示唆するものであり、その有力候補が市場で流通するドイツ国債の量的不足であると考えられている⁴⁰ (Cœuré (2017))。そこで両指標のスプレッドの動向をみると、特に資産購入プログラムが開始された15年以降、スプレッドは急速に縮小し、マイナス圏内で推移している。

第1-2-24図 10年物ドイツ国債利回りと10年物OISのスプレッド



(備考) 1. ブルームバーグ、データストリームより作成。
2. スプレッドは10年物ドイツ国債-10年物OIS。

前述したように、ECBは買い入れる各国の資産の割合を、EU加盟各国のECBへの出

³⁹ OISは金利スワップの一種であり、翌日物金利と固定金利を交換する取引。

⁴⁰ Paret and Weber (2019) はドイツ国債が他の主要先進国によって発行された国債と比較して安全性や流動性の観点から投資家によって選好されるため利回り格差が発生していること、ドイツ国債の不足は利回り格差を拡大させることを報告している。

資比率に応じて決定することを原則とするほか、各発行体による発行残高の33%、各銘柄の発行残高の33%あるいは25%を購入上限としている⁴¹。ECBは19年9月の政策理事会で、同年11月から月200億ユーロのペースで資産を買い取ることを決定したが、早晚ドイツ国債の買い入れが限界に達するとみられている。今後も資産購入プログラムを安定的に継続する方法としては、出資比率に基づくルールを変更し、現在、最大の買取り枠を割り当てられているドイツ国債の購入を減らし、その他のEU加盟国、例えば南欧諸国の国債の購入割合を引き上げることや、発行残高に基づく上限を、例えば50%まで引き上げることによって資産の買取りを増加させることなどが考えられる。ただし、こうしたルールの変更は加盟各国の財政規律を緩める可能性があるため、多くの議論が必要になるとと思われる。

（金融政策戦略の見直し）

20年1月に開催された政策理事会では、19年12月の政策理事会で予告されていたように、金融政策戦略の見直しの開始が正式に決定され、同日その詳細についても公表された。このタイミングで大幅な見直しを行う背景として、生産性の伸びの鈍化、高齢化、金融危機の影響等による経済成長トレンドの低下といったユーロ圏及び世界経済における大幅な構造変化が金利の低下をもたらし、標準的な政策手段による金融緩和の余地が小さくなってきたことが挙げられている。また、低い物価上昇率への対処方法は歴史的に問題となってきた高い物価上昇率への対処方法とは異なること、環境の持続可能性に対する脅威、急速に進むデジタル化、国際化の進展、金融構造の変化により、物価の変動を始めとする金融政策運営をめぐる環境が大きく変化したことも挙げられている。

具体的な検討課題として、物価安定の定量的表現（quantitative formulation）、金融政策手段、経済・金融分析手法、市場との対話方法のほか、金融の安定、雇用、環境の持続性が含まれるとされており、結論は20年末が予定されている⁴²。また、本見直しに当たっては、欧州議会や学識者を含む全ての関係者の参加の下、徹底的な分析と柔軟な思考に基づいて予断を持たず行うこととしている。

なお、金融政策手段の見直しに際しては、この10年余り採られてきた非標準的金融政策の効果及び潜在的な副作用の検証も行うこととされている。特に近年、消費者物価上昇率（総合）がECBの目標を大幅に下回る状況が続く中（後掲第2-3-20図参照）、物価安定の定量的表現の検証を通じて現在のインフレ参照値の設定に関しどのような見解が

⁴¹ ただし、ユーロシステムによる各国資産の購入比率は既に出資比率に応じた買取りルールから大きくかい離していることが常態化している。また、ドイツ国債の保有比率は33%の購入上限に近づいている。

⁴² ただし、19年12月の政策理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は金融政策戦略の見直しの終了時期について、終わりが来た時に終わる（It will be over when it is over.）と述べており、特定の終了期日を厳格に設けてはいないことを示唆している。

示されるか⁴³、また、非標準的金融政策手段の検証において、上述のような量的緩和が銀行収益や貸出に与える影響、資産購入プログラムを継続する上でのドイツ国債の不足といった課題に対し、どのような見解が示されるかが注目される。

⁴³ 物価安定の定量的表現に係る検討内容は、現時点では具体的には明らかにされていないものの、現在の「HICPの前年比が中期的に2%を下回りかつ2%近傍に維持する」という表現に何らかの変更が加えられるものとみられている。例えば、ECB政策理事会のメンバーであるビルロッドガロー・フランス銀行総裁は、20年1月の講演において、市場で2%の値が物価上昇率の上限であると捉えられると目標達成の可能性は低下すると述べ、物価目標は上下が対照的である必要があるとの考えを示している。

3. 中国

(1) 最近の動き

中国では、景気の減速が一層鮮明となる中、景気下支えのため、金融政策も18年半ば以降の緩和的なスタンスを維持している¹。中国人民銀行は、18年に続き、19年入り後も、預金準備率の引下げを始め、様々な手段を講じている。過去に過剰債務問題等を生じた経験を踏まえ、「ばらまき」は行わないとの方針の下、特に、小規模・零細企業や民営企業²の資金繰り難の緩和の必要性が強調されており、それらに配慮した政策が採られている。

(預金準備率の引下げ)

預金準備率は、18年に続き³、19年も1月及び9月にそれぞれ1%ポイントと0.5%ポイントの引下げ、さらに20年1月に0.5%ポイントの引下げが実施された⁴。これに加えて、5月に、一部農村商業銀行（所在地の県内のみで営業している、または他県にも出先機関を設けているが資産規模が100億元未満の農村商業銀行）の預金準備率を引き下げ、農村信用社と同じ8%の預金準備率を適用することを決定した（5、6、7月の3回に分けて実施）。また、10、11月には、一部都市商業銀行（省レベル行政区域内のみで営業する都市商業銀行）を対象とした計1%ポイントの引下げも実施された。こうした対象を絞った引下げは、中国政府が重視する小規模・零細企業や民営企業の資金繰り難の緩和を主眼としている。

なお、預金準備率については、従来から大型銀行とその他の中・小型金融機関向けで異なる水準が設けられており、また、一部の小型金融機関向けには特例的に低い水準が設けられていたが、19年5月以降、大型銀行向け、中型金融機関向け、小型金融機関向け⁵の三種に集約された（第1-2-25図）。さらに、一定の条件を満たした場合に以下の

¹ 18年7月23日の国务院常务会议において、金融政策について、「中立」の文言が削除され、「穏健な金融政策」に変更された。

² 第4次経済センサスの結果（19年12月公表）によると、18年末に、全企業数に占める中小零細企業の割合は、99.8%（うち、中型企業が1.3%、小型企業が13.2%、零細企業が85.3%）。また、全企業数に占める中小零細民営企業数の割合は84.4%。

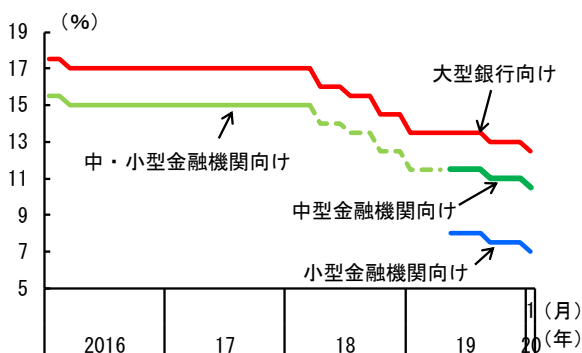
³ 18年は、4、7、10月に、大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行等を対象に、計2.5%ポイントの預金準備率引下げが実施された。

⁴ 19年9月及び20年1月の引下げでは、ファイナンス・カンパニー、ファイナンスリース会社、自動車金融会社は対象外。

⁵ 大型銀行は、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行。中型銀行は、主に株式制商業銀行、都市商業銀行。小型金融機関は、主に、農村信用社、農村合作銀行、村鎮銀行、県域でサービスを提供している農村商業銀行。

二つの優遇措置も設けられている。まず、大型銀行及び中型金融機関は、小規模・零細企業⁶・農家・貧困層等への貸出（「包摂金融貸出」）が一定割合に達した場合⁷に、追加的に0.5%ポイントまたは1.5%ポイントの預金準備率の優遇が受けられる。また、県内で営業している銀行については、新たに増加した預金の一定比率を地元の貸出にあてた場合に、追加的に1%ポイントの優遇が受けられることとなっている。

第1-2-25図 預金準備率



- (備考) 1. 中国人民銀行より作成。
 2. 2019年4月以前に一部の小型金融機関に特例的に適用されていた個々の預金準備率は示していない。
 3. 2018年の預金準備率引下げ（4、7、10月）は、大型銀行のほか、中・小型金融機関の一部が対象とされたため、2018年4月以降の「中・小型金融機関向け」の系列は点線で示している。

（基準金利の役割変化とローンプライムレートの見直し）

中国では、主要な政策金利として、国務院からの委任を受けて中国人民銀行が貸出基準金利及び預金基準金利（金融機関が貸出及び預金金利を定める際の基準となる法定金利）を決定している。同金利の調整は、かつては主要な金融政策手段であったが、15年10月の引下げを最後に調整は実施されていない。この背景として、規制金利から市場ベースの金利設定メカニズムへの移行が図られていることがある。かつて各金融機関の貸出金利及び預金金利は上限、下限ともに規制されていたが、04年10月に貸出金利の上限及び預金金利の下限が撤廃され、13年7月に貸出金利の下限、15年10月に預金金利の上限が撤廃され、金利は自由化された（第1-2-26表）。ただし、中国人民銀行は、預金金利上限撤廃の際、今後も一定期間、市場の需給によって決定される金利形成メカニズムが確立されるまで、金融機関の金利設定の参考のため、預金基準金利及び貸出基準金利

⁶ 一社あたり与信額1,000万元未満（18年以前は500万元未満）の企業及び個人事業主。

⁷ 前年に3四半期以上、マクロブルーデンス評価システムの評価がB以上であり、対象の貸出について、前年の貸出残高または新規貸出額の1.5%以上の場合は0.5%、10%以上の場合は1.5%の預金準備率の優遇が受けられる。

の公表を継続することとし、現在も引き続き公表している。

第1-2-26表 金利自由化に向けた主な動き

2004年 10月	貸出金利の上限規制撤廃（下限は貸出基準金利の90%を維持） 預金金利の下限規制撤廃
2012年 6月	貸出金利の下限を貸出基準金利の80%に拡大 預金金利の上限を預金基準金利の110%に設定
7月	貸出金利の下限を貸出基準金利の70%に拡大
2013年 初	SLF（Standing Lending Facility）を導入
2013年 7月	貸出金利の下限規制撤廃
10月	旧ローンプライムレート（「貸出基礎金利」）公表開始
2014年 9月	MLF（Medium-term Lending Facility）を導入
11月	預金金利の上限を預金基準金利の120%まで拡大
2015年 3月	預金金利の上限を預金基準金利の130%まで拡大
5月	預金金利の上限を預金基準金利の150%まで拡大
10月	預金金利の上限規制撤廃
2019年 8月	新ローンプライムレート（「貸出市場報告金利」）の公表開始

（備考）中国人民銀行より作成。

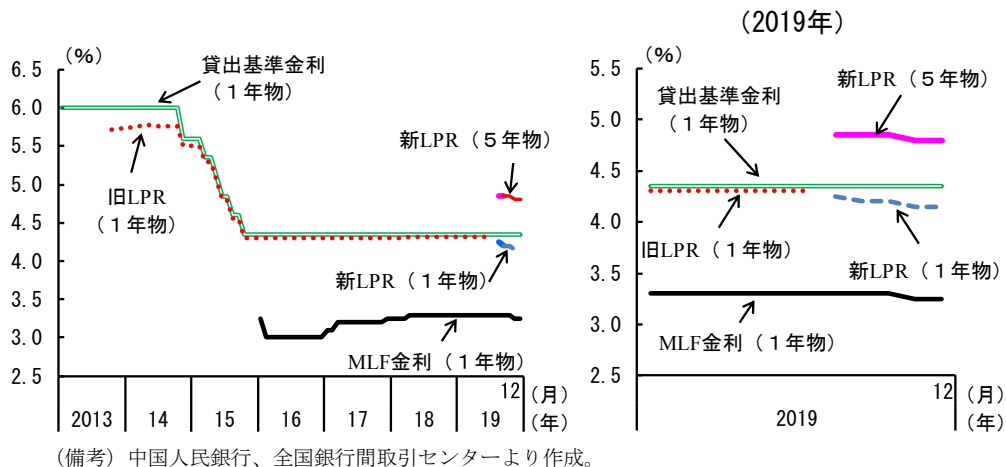
金利自由化が進められる中、13年10月に、日米等主要国の経験をもとに、旧ローンプライムレート（LPR: Loan Prime Rate）の公表が開始された。この旧LPRは、商業銀行（導入当初は9行、17年から10行）の優良顧客向けの最優遇貸出金利を基に算出される金利であり、将来的には貸出基準金利に替わる金融機関の金利決定の新たな参考指標とすべく導入された。しかしながら、導入後の動きをみると、実際には貸出基準金利と大きく変わらない水準で推移していた（第1-2-27図）。

このため、中国人民銀行は、金利設定における市場の役割を強化し、金利の波及の効果を高め、実体経済の借入コストの引下げを図ることを目的とし、19年8月17日に、ローンプライムレート（LPR）⁸の形成メカニズムを見直すことを発表した。中国人民銀行は、LPR見直しの背景として、貸出金利の上限及び下限規制は既に撤廃されているものの、貸出基準金利は廃止されていないために、貸出基準金利と市場金利が併存する「二重金利」の状態となっていること、また、大半の銀行が貸出にあたって貸出基準金利を参照し、一部の銀行では協調して貸出基準金利の0.9倍を暗黙の下限として設定しており、こうした慣習が残っていることが、市場金利の実体経済への波及を阻害してい

⁸ 中国語では、旧LPRは「貸出基礎金利」、新LPRは「貸出市場報告金利」と名称が変更されている。

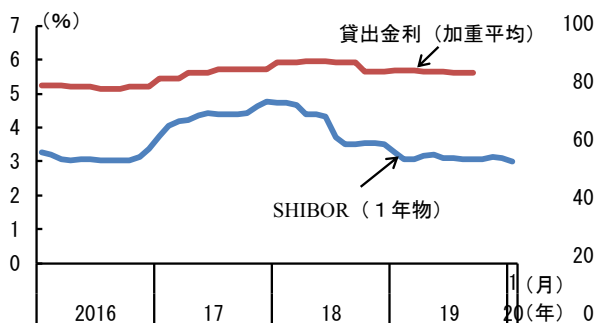
ることを指摘した。

第1-2-27図 新旧LPR・貸出基準金利・MLF金利



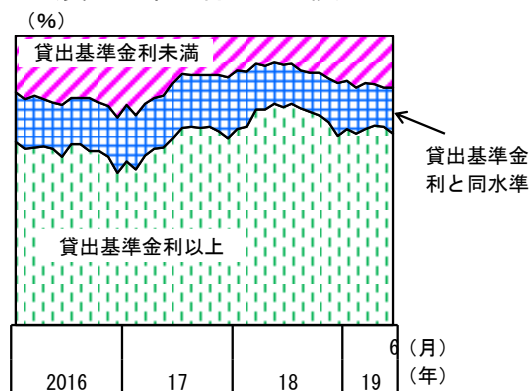
実際に、各種金融緩和手段が採られる中、銀行間金利は低下しているものの、金融機関の貸出金利は大きな変化がみられていない（第1-2-28図）。また、金融機関の貸出の内訳をみると、貸出基準金利以上の金利による貸出の割合は、金利が自由化された直後の16年よりも高まっており、19年においても8割強を占めている（第1-2-29図）。

第1-2-28図 銀行間金利と貸出金利（加重平均）



- (備考) 1. 中国人民銀行、CEICより作成。
 2. 貸出金利は四半期ごとの公表。
 3. SHIBOR（上海銀行間取引金利）は、中国の短期金融市場の代表的な金利の一つ。

第1-2-29図 貸出金利水準
（貸出基準金利との比較）



(備考) 中国人民銀行より作成。

（新LPRの概要）

今回のLPRの見直しでは、算出方法について、以下のような見直しが図られた。

- (1) 毎月20日の午前9時に、人民銀行傘下の機関である全国銀行間取引センター⁹が、報告値の最高値と最小値を除いた算術平均値を算出（以前は、日次の公表で、加重平均値を算出）。
- (2) 報告銀行は、公開市場操作金利（主に、平均的な限界資金調達コストを反映している中期貸出ファシリティ（MLF: Medium-term Lending Facility）（後述）の金利（1年物））を参照し、資金調達コスト、市場の需給、リスクプレミアム等を反映した金利を報告する（以前は、定めはないものの、主に貸出基準金利が参照されていた）。
- (3) これまでの1年物に加え、住宅ローン等の長期融資の参照指標として5年物を公表する。
- (4) 報告銀行を10行から18行に拡大する。これまでの全国規模の銀行（国有商業銀行と大手の株式制商業銀行）に、都市商業銀行、農村商業銀行、外資系銀行、民営銀行が追加された。

さらに、各銀行は、新規融資について、新LPRを参照して金利を設定しなければならないとし、いかなる形でも協調行為を通じて、暗黙の金利下限を設けてはならないことが明記された。また、マクロプルーデンス評価システム¹⁰に、新LPRの活用状況を取り入れることで、実効性を担保することとされた。

この見直しに伴い公表された新LPRは、1年物は19年8月に4.25%となり、旧LPRの4.31%、貸出基準金利の4.35%から小幅ながら低下し、その後9月も4.2%に低下した。（前掲第1-2-28図）。さらに、11月5日に参照金利となっているMLF金利（1年物）について16年2月以来となる引下げが実施され、新LPRも11月に4.15%に低下した¹¹。

他方、中国人民銀行は、LPRの見直しにあわせて、8月25日に、新規の住宅ローン金利についての公告を公表し、「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」との原則の下で、住宅ローン金利の基本的な安定を維持するとしている。具体的には、10月8日以降、新規の住宅ローンの金利は、直近1か月の新LPRを基に設定するものとするが、1軒目の住宅購入の場合は新LPRを下回ってはならず、2軒目の購入では新LPR+0.6%ポイントを下回ってはならないとするなど、住宅ローン金利の低下に歯止めを

⁹ NIFC: National Interbank Funding Center.

¹⁰ 16年から導入された、金融機関を資本及びレバレッジ状況、資産負債状況、流動性、金利決定行為、資産の質、対外債務リスク、貸出政策執行の7つの項目から総合的に評価するシステム。評価の点数により適用される準備預金の金利が変わる。

¹¹ 新LPRの5年物については、8月の公表時から10月までは4.85%に維持され、11月に4.8%に引き下げられた。

かけるものとなっている。

(2) 金融政策の枠組み

今回のLPRの見直しは、貸出金利の低下による景気の下支えというだけでなく、近年、中国が進めてきた金利の市場化、現代的な金融枠組みへの転換の過程における取組の一つである。以下では、金融政策における目標と現在採られている主要な金融政策手段についてみていく。

(政策目標)

中国人民銀行における政策目標は、「通貨価値の安定を維持し、それをもって経済成長を促進する」とされている。なお、中国人民銀行は、中央銀行であるが、国務院の一組織であり、国務院の指導の下で、金融政策を策定し、執行するとされている。金融政策の中間目標は、M2及び社会融資総量残高の増加率となっており、毎年3月に開催される全国人民代表大会において目標が示されている。17年までは具体的な数値目標が示されていたが（17年はM2及び社会融資総量残高の増加率がそれぞれ12%前後）、18年以降は数値目標が示されなくなり、例えば、19年では、「M2・社会融資規模の伸び率と名目GDP成長率が釣り合うようにする」とされている。また、近年、量によるコントロールから金利によるコントロールへの移行が目指されている¹²。

(金融政策手段)

金融政策手段としては、上述した預金準備率や金利政策のほかに、公開市場操作を通じた流動性調節、MLFや常設貸出ファシリティ（SLF: Standing Lending Facility）を通じた市場への流動性供給、中央銀行貸出（再貸出）・再割引といった複数の金融政策手段が用いられている。

(i) 公開市場操作

銀行システムの流動性の調整のための日常的な手段として、公開市場操作が用いられている。1998年にプライマリーディーラー制度が導入され、主な手段としては、リバースレポ取引（資金供給オペ）やレポ取引（資金吸収オペ）¹³の他、中央銀行手形の発行

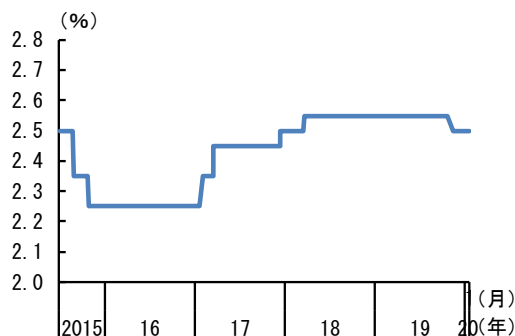
¹² 例えば、中国人民銀行総裁は、18年12月13日の講演において、中国の金融政策において、数量によるコントロールは依然として重要であるが、金利によるコントロールの重要性が以前より増しつつあると述べている。

¹³ レポ取引及びリバースレポ取引は、具体的にはそれぞれ、中国人民銀行のプライマリーディーラーへの買戻し期日付の有価証券の売却及び中国人民銀行のプライマリーディーラーからの売戻し期日付の有価証券の購入を指す。なお、

¹⁴、公開市場短期流動性調整ツール（SLO: Short-term Liquidity Operations）¹⁵等がある。なお、16年2月18日以降、公開市場操作の頻度を、それまでの週2回から毎営業日に実施できるようにするなど、機動性を高めており、現在は、リバースレポ取引¹⁶が主に行われている¹⁷。

リバースレポ・オペ金利（7日物）の動向をみると、16年以降では、4回引上げを実施しているが、そのうち、3回はアメリカのFF金利引上げと同じ月に実施されている（第1-2-30図）。19年11月18日には、15年10月以来となる引下げ（2.55%から2.50%）を実施し、12月18日にも、リバースレポ・オペ金利（14日物）について2.7%から2.65%への引下げを実施している。また、新型コロナウイルスの感染拡大が金融資本市場の動揺を招くことが懸念された春節明けの2月3日には、リバースレポ・オペ金利を0.1%ポイント引き下げた上で（7日物を2.50%から2.40%、14日物を2.65%から2.55%）大規模な資金供給オペを実施するなど、公開市場操作は短期資金の調整ツールとして大きな役割を果たすようになってきている。

第1-2-30図 公開市場操作：リバースレポ・オペ金利（7日物）



（備考） 中国人民銀行より作成。

（ii）MLF、SLF等

公開市場操作のほか、MLF、SLF等¹⁸が流動性供給ツールとして活用されている。SLFは、中国人民銀行が金融機関からの要請に応じて、有担保で短期の流動性を供給す

FRBを始めとする多くの中央銀行では、資金供給オペをレポ取引、資金吸収オペをリバースレポ取引と呼称しているが、中国人民銀行では、逆の呼称が用いられている（第1章第2節1. アメリカを参照）。

¹⁴ 主に、外貨流入に伴い増加した人民元の吸収に使用されていた。

¹⁵ 13年1月に導入。銀行システムの流動性の一時的な変動に対して適時使用される。

¹⁶ 7、14、28、63、91、192日物があるが、最近では7、14、28日物の頻度が多い。

¹⁷ 中央銀行手形の発行は13年12月以降、SLOは16年2月以降、レポ取引は14年11月以降、実施されていない。

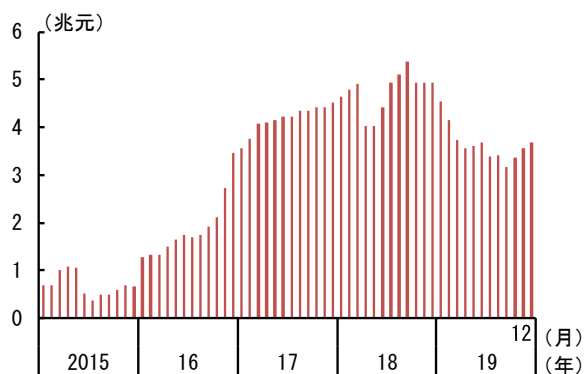
¹⁸ MLF、SLFのほかには、担保付補充貸出（PSL: Pledged supplemental lending）がある。PSLは、長期性の流動性供給の手段で、政策金融機関に対して、経済・社会政策上重要な分野の整備に必要な資金を有担保で貸し出す制度。

る制度（13年初導入）で、期間は、現在、翌日、7日、1か月がある。MLFは、中国人民銀行がマクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策銀行に対して、中期の資金を国債や中央銀行手形等を担保に貸し出す制度（14年9月導入）で、期間は、3か月、6か月、1年があるが、現在は1年物が主体とされている。また、中国人民銀行は、MLF金利を中期の政策金利としての役割を果たすものと位置付けており、上述のとおり、新LPRの算出の参照金利ともなっている。MLF金利（1年物）は、19年11月5日に、16年2月以来となる引下げ（3.3%から3.25%）が実施された（前掲第1-2-27図）。

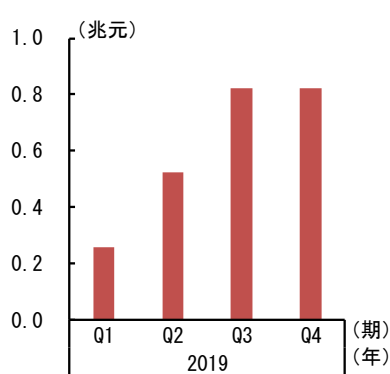
さらに、19年からは、小・零細企業や民営企業への貸出を支援することを目的に、目標型中期貸出ファシリティ（TMLF: Targeted Medium-Term Lending Facility）が導入されている。大型商業銀行、株式制商業銀行、大型都市商業銀行を対象に、申請に基づいて小規模・零細企業や民営企業向けの融資状況等に応じて資金の供給を行う制度であり、金利は、MLFより0.15%優遇された3.15%とされ、期間は1年であるが2回の延長が可能で、最大3年となっている。貸出残高をみると、MLFは、18年以降、預金準備率引下げによる流動性供給が行われているため、やや減少しているが、19年8月時点で3.4兆元と高水準となっている。また、TMLFは、導入後着実に残高を伸ばし、19年7～9月期時点で0.8兆元まで増加している（第1-2-31図）。

第1-2-31図 MLF、TMLFの残高

(1) MLFの残高



(2) TMLFの残高

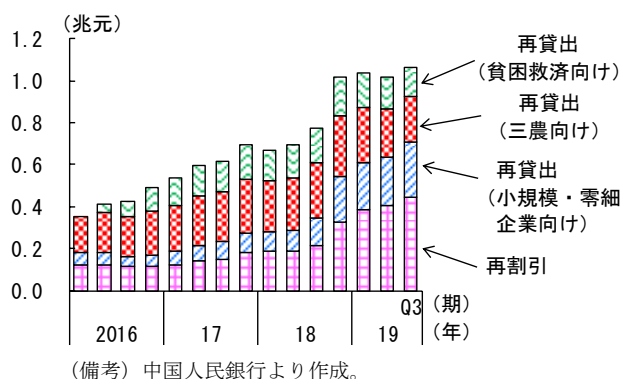


(備考) 中国人民銀行より作成。

(iii) 中央銀行再貸出・再割引

中央銀行再貸出・再割引¹⁹は、かつては主要な金融政策手段の一つであったが、現在は、三農（農業、農村、農民）や小規模・零細企業向けなどの特定分野の支援に限定して用いられている。19年9月時点の残高は、再貸出が6,200億元超、再割引が4,400億元超と規模としては比較的小さい。ただし、18年6月以降、小規模・零細企業や民営企業の支援のため、再貸出・再割引枠の拡大が複数回にわたり実施され、小規模・零細企業向け再貸出や再割引残高は18年後半から大きく増加している（第1-2-32図）。

第1-2-32図 中央銀行再貸出・再割引の残高



(iv) 金利コリドー・システムの形成

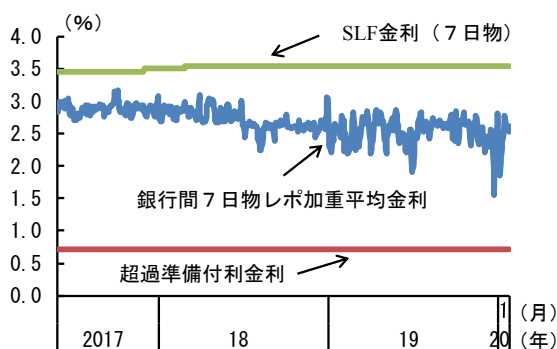
上記の金融政策ツールに加え、中国人民銀行は、金利の調整能力を高め、金融政策の金融市場や実体経済への波及メカニズムを向上するため、近年、上限をSLF金利、下限を超過準備の付利金利とする金利コリドーの形成に取り組んでおり²⁰、短期金利の安定を図ることとしている。将来的に操作目標金利とする短期金利については、まだ明確には定められていないが、DR007と呼ばれる銀行間7日物レボ加重平均金利が、「取引量が多く市場金利全体に影響がある」「コリドーにおける重要な金利」であり、「金融政策が特別の注意を払う市場流動性を測る指標の一つ」とされている²¹ことから、有力な候補とみられている（第1-2-33図）。

¹⁹ 再貸出は、中国人民銀行による金融機関への貸出。再割引は、金融機関が保有する償還期限前に割り引かれた商業手形を中国人民銀行が更に割り引くことにより資金を供給する手段であり、中小金融機関に適用される。

²⁰ 金利コリドーの形成を検討するとして中国人民銀行「貨幣政策執行報告（2015年第4四半期）」において、コリドーの上限については、SLF金利が言及されている。下限については、中国人民銀行総裁講演（18年12月13日）において、超過準備の付利金利が言及されている。

²¹ 中国人民銀行総裁講演（18年12月13日）。

第1-2-33図 銀行間7日物レボ加重平均金利とコリドー
(SLF金利と超過準備付利金利)



(備考) 中国人民銀行、全国銀行間資金調達センターより作成。

(3) 金融政策の課題

(金融緩和と金利自由化)

(1) で述べたように、中国人民銀行は現在の経済情勢に鑑み、金融緩和を進める中で、並行して金利自由化の取組を続けている。19年にはLPRの見直しにより、金利自由化に向けて一歩前進したとみられるものの、完全な金利自由化の実現には今後も時間を要するものとみられる。新LPRが初めて公表された8月20日の記者会見において、中国人民銀行は、新LPRに基づいて銀行が貸出金利を裁量的に引き下げようになることで銀行の利鞘と収益が高まり、長期的に銀行の競争力向上や健全な経営にも貢献すると、新LPRの役割への期待を示したものの、預金基準金利については今後も存続をさせる意向を示した。貸出基準金利と預金基準金利は長らく金融政策の主要な手段として用いられてきたことから、これらを参照する銀行側の慣習が変わるには時間を要する可能性がある。実際、第1-2-28図でみたように、新LPRの公表開始後も貸出金利に大きな変化はみられていない。金利の自由化に向けた取組は本来長期的な課題であるものの、経済が緩やかに減速する中で、金融政策の波及メカニズムを高めることも短期的に求められる課題となっている。

(中央銀行の独立性)

(2) で述べたように、中国人民銀行は、国務院の一組織と位置付けられ、国務院の指導の下で、金融政策を制定し、執行するとされている。また、総裁をはじめ主要人事

や予算も政府により決定される等、制度上独立性が担保されていない。IMF²²は、中国人民銀行がこれまで市場とのコミュニケーションの向上を進めてきた点を評価しつつも、こうした制度設計により、近年の他の中央銀行のようにコミュニケーションを金融政策ツールとして用いるに至っていないことを指摘している。具体的には、中国人民銀行が國務院に金融政策の変更を申請するに際して他の関係省庁との間で合意を得る必要があることから、重要な金融政策の決定内容及び公表のタイミングが不明確となり、フォワードガイダンスを提供できる範囲が限定されることなどを挙げている。また、制度設計の変更には時間を要するとしても、短期的に可能な取組として、英文によるタイムリーな情報提供や、中央銀行の経済見通し作成能力の向上とより深い分析の公表、定期的な記者会見の開催等を提言しており、こうした取組が、中国の金融資本市場の国際的な評価を向上させ、人民元の国際化にもつながること、金融政策の予見可能性を高めて政策効果の向上をもたらすこと、さらには中国人民銀行の金融政策運営上の独立性を高めることにも貢献する、としている。

（デジタル通貨の導入）

世界各国の中央銀行において、デジタル通貨の発行に対する関心が高まっている中で、19年は、中国人民銀行においてもデジタル通貨に関する言及がみられた。中国人民銀行総裁は、9月24日の記者会見において、中国人民銀行では、14年からデジタル通貨に関する研究を進めていること、デジタル通貨は、現金の一部を代替するものであること、デジタル通貨を管理する枠組は中央銀行と商業銀行からなる二層のシステムとし、現在の通貨供給の経路とシステムは変えないこと、ブロックチェーンや現在の電子決済システムに基づく新技術を用いることを検討していること、などを明らかにした。ただし、導入に向けたタイムスケジュールはまだ決まっておらず、研究、試験、試行、評価やリスク防止など対応すべき事項は多く、特に、クロスボーダーでの使用について、マネーロンダリングやテロ資金対策、タックスヘイブン対策など多くの監督規制への対応が必要になる、とも述べている²³。

さらに、10月24日には、習主席がブロックチェーン技術の重要性について言及したほか²⁴、同月26日に「暗号法」²⁵が成立し、20年1月から施行されるなど、ブロックチェ

²² IMF(2018) を参照。

²³ なお、11月28日に、中国人民銀行の范副総裁は、トップレベルの設計等は基本的に完了したと述べたとされる（ロイター（11月28日）による）。

²⁴ 中国共産党中央政治局の集団学習において、「ブロックチェーン技術の集積・応用は新たな技術革新と産業変革の中で重要な役割を果たしており、ブロックチェーンをコア技術における自主的イノベーションの重要な突破口とし、方向性を明確にし、投入する力を拡大し、キーとなるコア技術の研究に力を入れ、ブロックチェーンの技術と産業イノベーションの発展を加速しなければならない」と強調した。

²⁵ 同法では、特定の変換方法を用いて情報等を暗号化して保護又はセキュリティ認証を行う技術、製品及びサービス

ーンの推進と、デジタル通貨の発行に向けた環境整備が急速に進められているものとみられている。また、20年初に示された中国人民銀行の20年の重点業務の中にも、法定デジタル通貨の研究開発を引き続き着実に推進することが含まれており、デジタル通貨の導入に向けた取組が着実に進められていることがうかがわれる。

を暗号と定義し、「核心暗号」及び「普通暗号」（国の秘密情報の保護）、「商用暗号」（国の秘密情報でない情報の保護）に分けて管理を行うことなどが規定されている。

コラム1-5：アジア各国・地域の経済及び金融政策動向

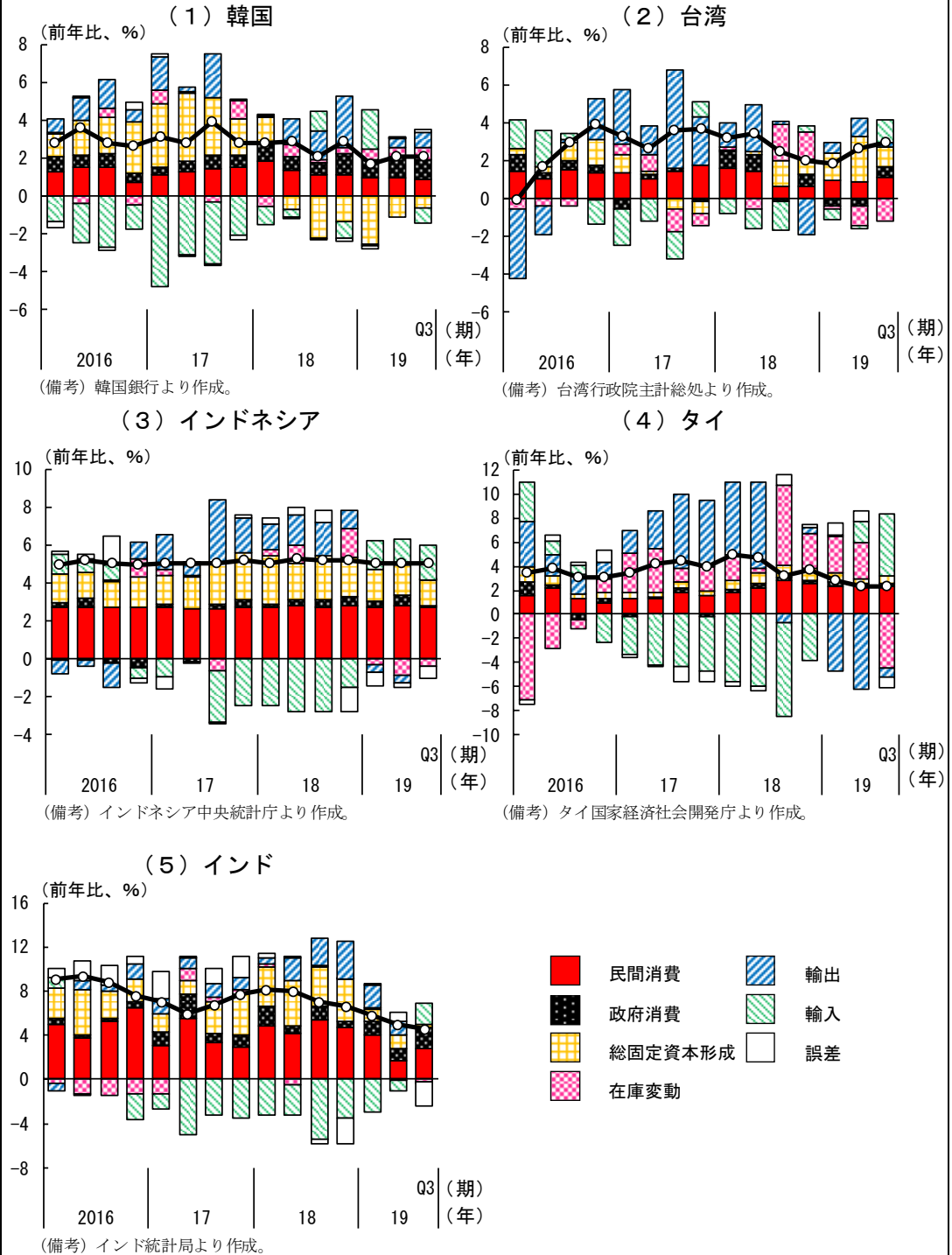
18年は、アメリカの政策金利引上げを背景に、アルゼンチンやトルコで通貨の大幅な下落がみられ、アジア各国・地域でも、両国と比較すれば小幅であったものの、インドネシアやインドを中心に通貨安が生じた。このため、これらの国では政策金利の引上げを余儀なくされた局面もあったが、19年に入り、アメリカが政策金利引下げに転じたこと、また、米中貿易摩擦や中国経済減速の影響が広がってきたことなどから、アジアでも、政策金利引下げの動きが相次いでいる。本コラムでは19年のアジア各国・地域（韓国、台湾、インドネシア、タイ、インド）における経済動向及び金融政策を概観するとともに、各国の金融政策枠組みについてみていく。

（1）経済動向

アジア各国・地域では、18年後半頃から実質経済成長率は鈍化している（図1）。特に輸出依存度の高い韓国、台湾、タイ^{（注1）}では、中国経済の減速やITサイクルの一巡を背景に、主要相手国である中国向け、主要品目である半導体・電子部品を中心に輸出が減少している。また、輸出減少に伴い、韓国では半導体を中心に設備投資が大幅に減少、タイでも設備投資の伸びが低下するなど、景気の下押しにつながっている。

他方、台湾では、中国の輸出の代替として、19年初め頃からアメリカ向けの情報通信機器の輸出が大きく増加し、景気を下支えている。また、米中貿易摩擦を機に、19年から中国に進出している台湾企業の回帰を促す政策^{（注2）}を実施しているが、当初の通年目標額を4月までに達成し、目標額を上方修正するなど順調に進んでおり、これも輸出や設備投資を後押ししている。インドネシア、インドでは、輸出依存度が低く^{（注3）}、韓国、台湾、タイと比較すれば景気全体への影響は小さいものの、輸出は鈍化している。内需の動向をみると、インドネシアでは19年後半からやや鈍化がみられる。インドでは、19年を通じて投資、消費ともに大きく鈍化しており、景気全体としても弱い動きとなっている。

図1 アジア各国・地域の実質経済成長率



(2) 金融政策動向

アジア各国・地域では、19年に入り政策金利引下げが相次いでいる（図2）。

韓国では、7月18日の金融政策決定会合において、輸出、投資を中心とした景気の減速を背景に3年1か月ぶりに政策金利を0.25%ポイント引き下げ、さらに10月16日にも同率の引下げを実施し、政策金利は過去最低水準に並ぶ1.25%となった。韓国銀行による19年の経済成長率見通しも、1月時点の前年比2.6%から11月には同2.0%まで引き下げられた。金融政策のスタンスは、「緩和的」が維持されている。

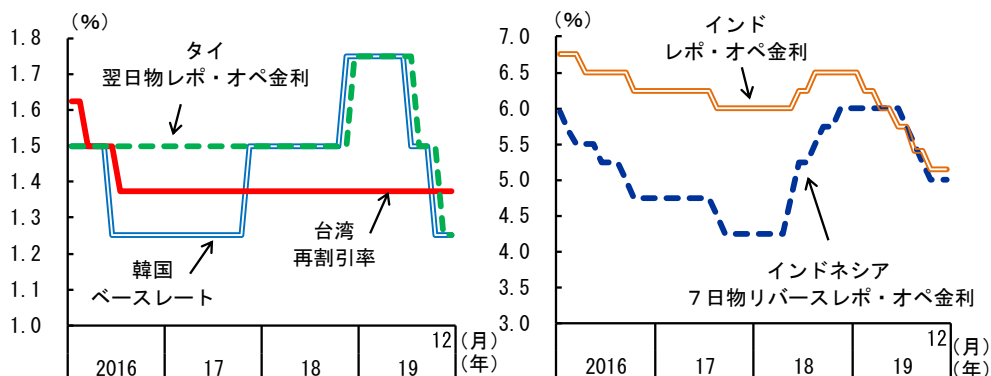
インドネシアでは、7月15日の金融政策決定会合において、1年10か月ぶりに政策金利を引き下げ、その後も経済成長の勢いを守る予防的な措置として、8月22日、9月19日、10月24日と4会合連続で0.25%ポイントずつの引下げを実施した。インドネシア銀行による19年の経済成長率見通しも、1月時点の前年比5～5.4%から11月には5.1%前後に引き下げられた。

タイでは、輸出の減速とそれに伴う国内需要の減速等を背景に、19年8月7日に、4年4か月ぶりに政策金利を0.25%ポイント引き下げ、さらに11月6日にも同率の引下げを実施し、政策金利は過去最低の水準に並ぶ1.25%となった。タイ銀行による19年の経済成長率見通しも、3月時点の前年比3.2%から12月には2.5%に引き下げられた。金融政策のスタンスは、「緩和的」が維持されている。

インドでは、19年2月7日に1年半ぶりに政策金利を引き下げ、以降、4月4日、6月6日、8月7日、10月14日と5会合連続で引下げを実施し、政策金利は計1.35%ポイント引き下げられた。景気の鈍化が顕著になる中、6月会合では、金融政策のスタンスも「中立」から「緩和的」に変更された。ただし、12月会合では、物価上昇への懸念（後述）や、金融緩和や景気対策の効果の見極めのため、6会合ぶりに政策金利を据え置いた（経済対策の詳細はコラム2-2参照）。インド準備銀行による19年度の経済成長率見通しは、2月時点の前年比7.4%から12月には同5.0%まで引き下げられた。

他方、台湾では、19年4～6月期以降、景気に緩やかな回復がみられる中、19年12月まで14会合連続で政策金利は1.375%で据え置かれている。9月及び12月の理事監事連席会議（＝金融政策決定会合に相当）では、企業が台湾での生産比率を高め、輸出が回復していることを背景に、19年の経済成長率見通しを連続で引き上げた。

図2 アジア各国・地域の政策金利の動向



(備考) 韓国銀行、中華民国中央銀行、タイ銀行より作成。

(備考) インドネシア銀行、インド準備銀行より作成。

(3) 金融政策の枠組みと物価等動向

アジア各国・地域の中央銀行は、金融政策の目標として物価の安定や経済成長等を掲げている(表3)。韓国、インドネシア、タイでは、97年のアジア通貨危機後、為替制度を変動相場制に移行するとともに、インフレターゲットが導入されており、インドにおいても、16年からインフレターゲットが導入されている。各国でターゲットとしている消費者物価上昇率(総合)の最近の動向をみると、インドを除き、概ね落ち着いて推移している。韓国、タイでは、目標を下回っており、特に韓国では9月には統計開始以来初の前年比マイナスとなった(図4)。インドネシアでは、目標圏内で推移している。インドでは、19年夏頃まではやや高まりつつも目標圏の中央値以下で推移してきたが、食品価格の上昇^(注4)により8月に目標の中央値である前年比4%となった後、12月には同7.4%と目標の上限を超えた。なお、台湾では、通貨供給量(M2)の増加率を金融政策の中間目標としており、最近の動向をみると、目標値圏内で推移している。

なお、政策金利として、韓国、インドネシア、タイ、インドでは、レポ・オペ金利またはリバースレポ・オペ金利(各国中央銀行が流動性調節のため、買い戻し条件付き国債等の売買(レポ取引)を行う際に用いられる金利)を採用している。また、いずれの国も、同金利にコリドー(上限と下限)を設け、公開市場操作を用いて、その範囲で短期金利が推移するよう誘導している^(注5)。台湾では、政策金利は、再割引率(「重貼現率」(=discount rate))を用いている。再割引率は、金融機関に資金不足がある場合、中央銀行が適格な手形の再割引により、資金を融通する際に用いられる基準金利である。

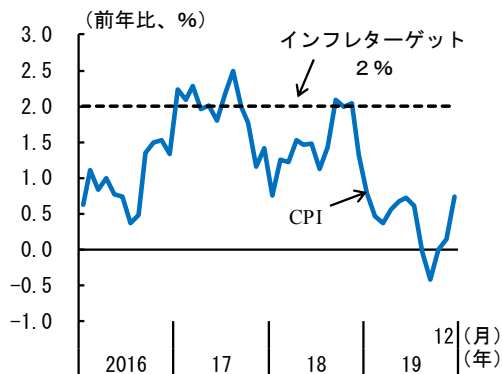
表3 アジア各国・地域の金融政策

	韓国	台湾	インドネシア	タイ	インド
中央銀行	韓国銀行	中華民国中央銀行	インドネシア銀行	タイ銀行	インド準備銀行
金融政策の目標	物価の安定（経済成長、金融システムの安定にも配慮）	物価の安定、金融システムの健全化、経済成長	通貨価値の安定の達成・維持（物価の安定）	物価の安定、経済成長の維持、金融の安定	物価安定の維持（経済成長の目的にも配慮）
目標とする指標	消費者物価上昇率（総合）：2%（2019年）	貨幣供給量（M2）増加率：2.5%～6.5%（2019年）	消費者物価上昇率（総合）：3.5%±1.0%（2019年）	消費者物価上昇率（総合）：2.5%±1.5%（2019年）	消費者物価上昇率（総合）：4.0%±2.0%（2016年8月～2021年3月）
インフレターゲットの導入時期	1998年	—	2000年（正式導入は2005年）	2000年	2016年
政策金利	ベースレート（7日物レポ・オペ金利）	再割引率	7日物リバースレポ・オペ金利	翌日物レポ・オペ金利	翌日物レポ・オペ金利

（備考）韓国銀行、中華民国中央銀行、インドネシア銀行、タイ銀行、インド準備銀行より作成。

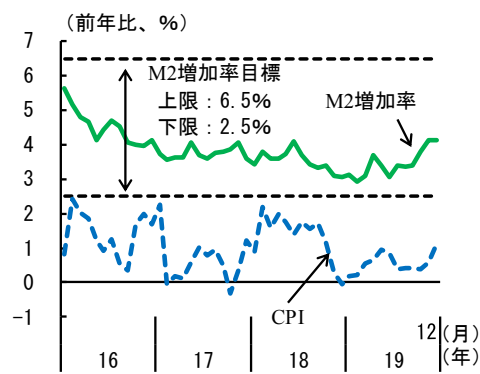
図4 アジア各国・地域の金融政策のターゲットの動向

(1) 韓国：CPI



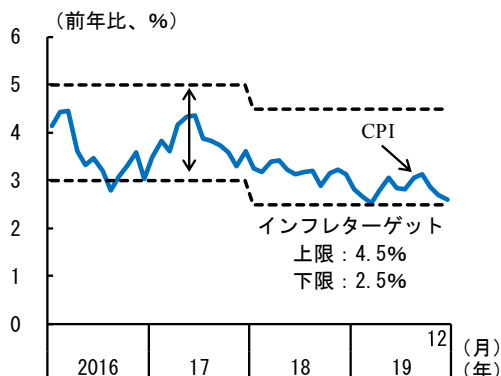
（備考）韓国銀行より作成。

(2) 台湾：M2



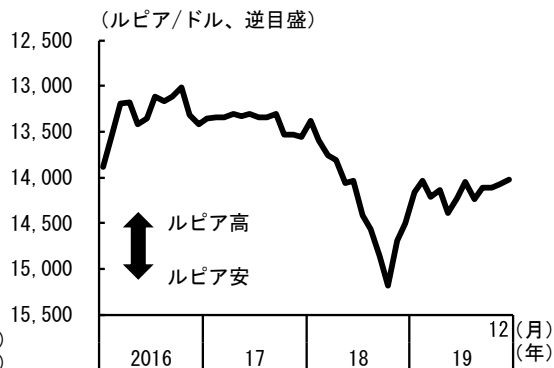
（備考）中華民国中央銀行より作成。

(3) インドネシア：CPI



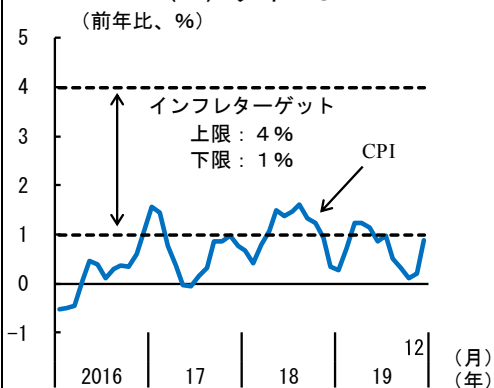
(備考) インドネシア銀行より作成。

インドネシア：対ドルレート（月次）



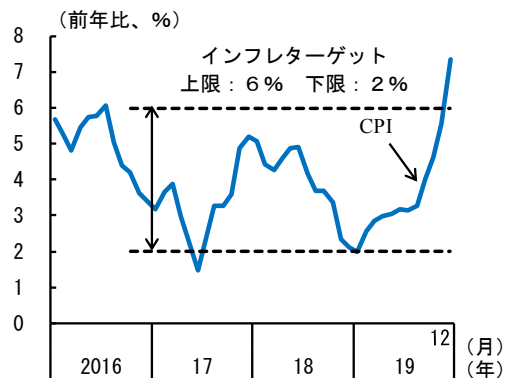
(備考) 1. IMFより作成。
2. 期中平均値。

(4) タイ：CPI



(備考) タイ中央銀行より作成。

(5) インド：CPI



(備考) インド準備銀行より作成。

(注1) 通関輸出額の対GDP比（18年）は、韓国35.1%、台湾54.9%、タイ50.7%。

(注2) 台湾では、19年1月から「歓迎台商回台投資行動方案」（中国大陸で事業を行う台湾企業の台湾への回帰投資を促進するプログラム）が施行されており、一定条件を満たした企業への優遇措置（低利率の融資や土地の確保、労働力確保の支援等）を行っている。

(注3) 通関輸出額の対GDP比（18年）は、インドネシア17.3%、インド11.9%。

(注4) 雨季が例年より長引き季節外れの大雨となった影響で、野菜価格が大幅に上昇（12月前年比60.5%）したことがある。

(注5) 韓国、インドネシア、タイでは、上限が貸出ファシリティ金利、下限が預金ファシリティ金利。インドでは、上限が限界常設ファシリティ（MSF：Marginal Standing Facility）金利、下限がリバースレポ・オペ金利。