

### 3. 政策対応

景気後退に対応して、財政の自動安定化機能に加え、各国政府は裁量的な財政刺激策を打ち出している。欧州中央銀行（ECB）やイングランド銀行（BOE）は政策金利を大幅に引き下げるとともに、ECBはカバードボンド（金融機関が発行する担保付債券）の買取を発表し、BOEは、CPや社債の買取等を実施するなど、非伝統的な金融政策も採用してきた<sup>1</sup>。また、各国政府も金融システム安定化のため、金融機関への資本注入、銀行間取引への政府保証の付与等を継続している。

#### ●財政政策の動向

EU全体の財政刺激策の枠組みとしては、08年11月26日に欧州委員会が提案した「欧州経済回復プラン」（EERP：European Economic Recovery Plan）がある。これは、09年、10年を対象として、各国予算とEU加盟国予算合計で総額2,000億ユーロ（EUのGDP比約1.5%）規模<sup>2</sup>の裁量的財政政策を行うことを内容とするもので（第1-3-22表）、同プランはその後12月11日、12日の欧州理事会で採択されている。

また、同プランでは、裁量的財政政策に際して留意すべき原則として、3つのT（Timely, Temporary, Targeted）が示されている。

- (1) Timely（時宜を得た）：需要が減少している時に迅速に財政刺激を実施すべきであり、景気が回復し始めた頃になってようやく効果が現れることのないようにすべきである。
- (2) Temporary（一時的な）：恒常的な財政収支の悪化によって将来増税を伴うことがないように裁量的な財政支出は一時的なものにすべきである。
- (3) Targeted（重点化された）：限りある財政資源を有効に活用するため、政策対象を重点化すべきである。

---

<sup>1</sup> 一般的には非伝統的手法（unconventional measures）と呼ばれるが、ECBは、これまでに実施した適格担保の対象の拡大や事実上無制限の流動性供給等を非標準的手法（non-standard measures）と呼んでいる。

<sup>2</sup> EU予算300億ユーロ、各国予算1,700億ユーロから成る。

第1-3-22表 欧州経済回復プラン  
(EU予算300億ユーロの内訳)

(億ユーロ)

使 途	財 源	規 模
総 額 (1) + (2)	—	300
(1) 中小企業への融資等	E I B (欧州投資銀行) E I F (欧州投資基金)	156
(2) 下記 (i) ~ (v) の合計	—	144
(i) エネルギー供給やブロードバンド環境改善	EU予算の 未使用剰余金	50
(ア) エネルギー関係のプロジェクト (ガス・電力輸送網整備、風力発電等)		39.8
(イ) 地方へのブロードバンド普及、農業政策		10.2
(ii) 官民連携技術開発事業 (Joint Technology Initiative) 「グリーンカー構想」「エネルギー効率建築」「未来の工場構想」	調査研究向けの既存 予算の振替え	21
(iii) 輸送事業 (Trans European Transport Project)	基金・プログラムの 拠出前倒し	5
(iv) 欧州社会基金・構造 (結束) 基金		63
(ア) 欧州社会基金		18
(イ) 構造基金 (結束基金)		45
(v) その他のプログラム		5

- (備考) 1. 欧州委員会、各種報道等より作成。  
2. グリーンカー構想には景気対策とは別枠でE I Bから40億ユーロが融資される。  
3. 構造基金は、EU域内の地域間格差を是正するためEUから加盟国へ援助を行う基金。  
4. 欧州社会基金は、労働者の訓練、募集及び再教育のための援助を行う基金。

### (1) 各国の財政刺激策

各国の動きをみると、E E R Pの内容も踏まえつつ財政刺激策を発表しており、その総額はドイツ1,000億ユーロ、フランス284億ユーロ、イタリア800億ユーロ、スペイン490億ユーロ、英国600億ポンド(約672億ユーロ<sup>3</sup>)と、主要国だけで既に目標である2,000億ユーロを上回る規模となっている(第1-3-23表)。

各国の財政刺激策の内容を大まかに分類すると、(i)失業保険給付の増額、職業訓練、求職支援等の「雇用対策やセーフティネットの構築」、(ii)減税、一時金の支給、公共投資等の「有効需要の創出」、(iii)省エネ化へ向けた住宅改修支援と低公害車への買換え補助や税制上の優遇措置等「中長期的な成長力強化」を主眼に置いたものの3つに分けられる。

<sup>3</sup> 1ポンド=1.12ユーロ(09年5月15日時点)で換算。

第1-3-23表 ヨーロッパ主要国の財政刺激策の概要

[ ] は各施策の予算規模

	規模	時期	I. 雇用・セーフティネット	II. 有効需要創出	III. 成長力強化
ドイツ	(1) 第1次 経済対策 500億ユーロ (約6.4兆円) GDP比2.0%	09年 10年	【雇用安定策】 ・職業訓練 [25億ユーロ] ・時短への助成金の支給期間を 拡大 [20億ユーロ]	・所得税減税（最低税率引下げ等） [90億ユーロ] ・児童手当（一時金）の支給 [1人100ユーロ] ・医療保険料負担率引下げ [90億ユーロ] ・環境対応の新車に対する自動車税の 一時免除 ・設備投資減税 ・企業の資金繰り支援（融資） [150億ユーロ]	・住宅改修支援（省エネ化） [30億ユーロ] ・環境対応車への買替え補助 [1月15億ユーロ→4月50億ユーロ] ・中小企業の研究開発支援 [4.5億ユーロ]
	(2) 第2次 経済対策 500億ユーロ (約6.4兆円) GDP比2.0%				
フランス	(1) 経済対策 260億ユーロ (約3.3兆円) GDP比1.3%	09年 10年	・雇用対策（零細企業への雇用 補助金等） [12億ユーロ] ・失業保険対象となっていない 失業者への手当の支給 [1.2億ユーロ]	・中・低所得者層の所得税減 [8億ユーロ] ・住宅取得支援（利子補給付） [6億ユーロ] ・自動車産業支援（メーカーへの融資、 関連子会社支援） [78億ユーロ] ・企業の資金繰り支援 [114億ユーロ] ・中小企業金融の拡充 [2億ユーロ]	・住宅改修支援（省エネ化を含む） [2億ユーロ]
	(2) 生活支援 策 26億ユーロ (約0.33兆円) GDP比0.1%				
英国	(1) 経済対策 200億ポンド (約2.8兆円) GDP比1.4%	08年度 09年度 10年度	・雇用対策（失業者の求職支援、 職業訓練等） [13億ポンド* (29億ポンド*)]	・所得税の課税最低限の引上げ [28億ポンド*] ・付加価値税（消費税）の一時的 税率引下げ（17.5%→15%） [124億ポンド*] ・中小企業向け貸出に対する政府保証 [10億ポンド*] ・自動車買換え支援 （3億ポンド*）	・CO <sub>2</sub> 削減の設備投資促進 [5億ポンド* (17億ポンド*)] ・環境対応車に対する自動車税 引下げ（環境対応車以外は 引上げ） [16億ポンド*] ・低炭素関連投資（89億ポンド*）

(備考) 1. 各国が発表した財政刺激策から主なものを掲載。  
2. 予算規模は各国政府資料等に数字が記されているものを掲載。英国の経済対策は11月のプレ・バジェット時のもの。  
ただし、( ) は4月22日のバジェット・レポートで予算額が拡大されたもの。  
3. 1ユーロ≒128円、1ポンド≒144円で換算した（09年5月15日）。

## (2) 財政刺激策の効果

欧州委員会は、09年1月までに発表された各国の裁量的財政政策と自動安定化装置による財政赤字拡大の大きさについて、09年、10年において、EU及びユーロ圏それぞれでGDP比にして3.3%程度と見込んでいる<sup>4</sup>。この内訳をみると、自動安定化機能の効果が2%程度と高く、減税、公共投資等の裁量的支出の効果が1%程度となっている（第1-3-24図）。

財政刺激策の効果は乗数効果の大きさに依存する。現在の金融危機下で乗数効果の計測はかなりの不確実性を伴うものの、OECD<sup>5</sup>によれば、ヨーロッパ主要国の乗

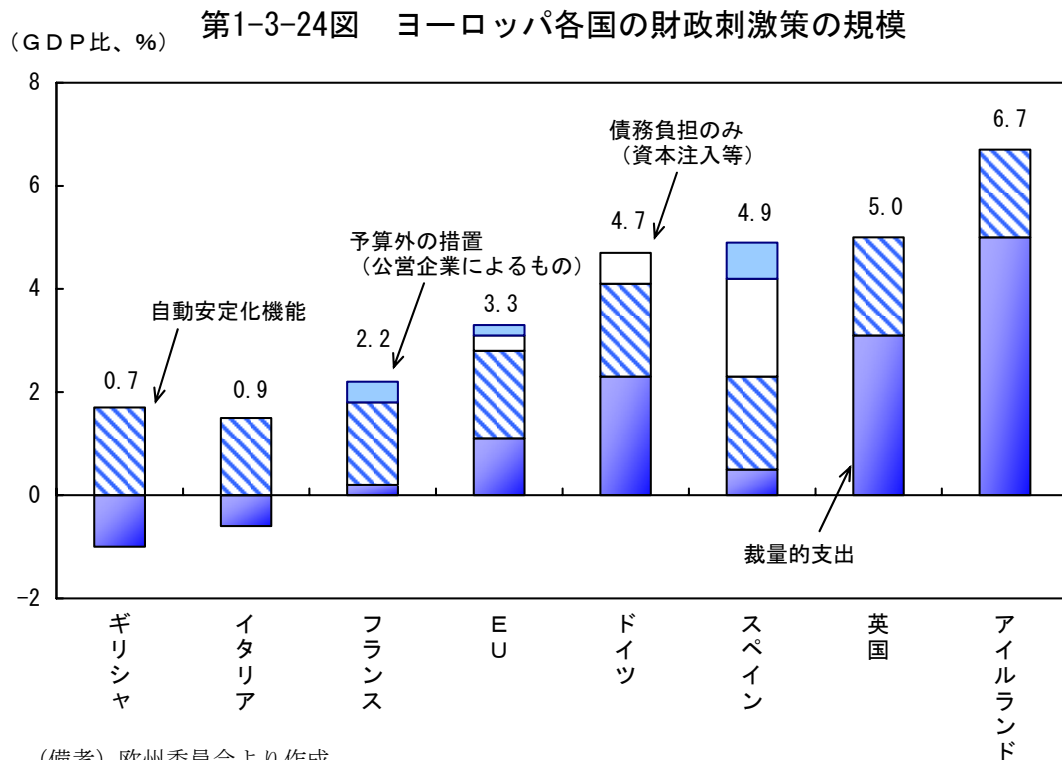
<sup>4</sup> GDP比3.3%は09年1月時点の見込みであり、欧州委員会のアルムニア委員は、09年5月の講演で、財政赤字拡大の規模は足元でGDP比約5%にまで拡大していると述べている。

<sup>5</sup> OECD (2009)

数は、例えば公共投資の場合はおおむね1前後、減税の場合は0.1~0.8程度であり、所得税は間接税よりも乗数がやや大きくなっている。

ユーロ圏では、一元化された金融政策と異なり、財政政策は各国の主権に存する。また、財政刺激策は貿易や金融を通じて他国への波及効果があることから、今回の金融危機への対応に関しては、財政政策の在り方について調整が行われている。

なお、政府債務残高が増大するなど財政の悪化が深刻な国では、政府債務の増大によって引き起こされる長期金利の上昇により、需要の減退や債務の利払い負担の増大といった悪影響も懸念される<sup>6</sup>。



<sup>6</sup> なお、一定の政府支出を公債発行によってまかなったとしても、将来その償還のための増税が行われると家計が予想する場合、財政政策の効果が減殺されてしまう可能性も考えられる (リカードの中立命題)。

## コラム 1-5 : ヨーロッパの自動車買換え支援策

ヨーロッパ各国が発表した景気刺激策の中には、既に顕著な効果が現れているものもある。その一つがドイツ、フランス等で導入された環境対応型自動車への買換え支援策である（表1）。特にドイツでは09年1月以降、自動車登録台数の伸びが著しく、3月にはオンライン申請を開始したこともあり、当初予定していた60万台（15億ユーロ）の枠を上回る100万台以上の申請が殺到したため、政府は4月8日に対象を200万台（50億ユーロ）にまで拡大した。その他の国でも、ドイツほどではないが自動車登録台数が増加するなど、09年に入って効果が現れている（図2）。

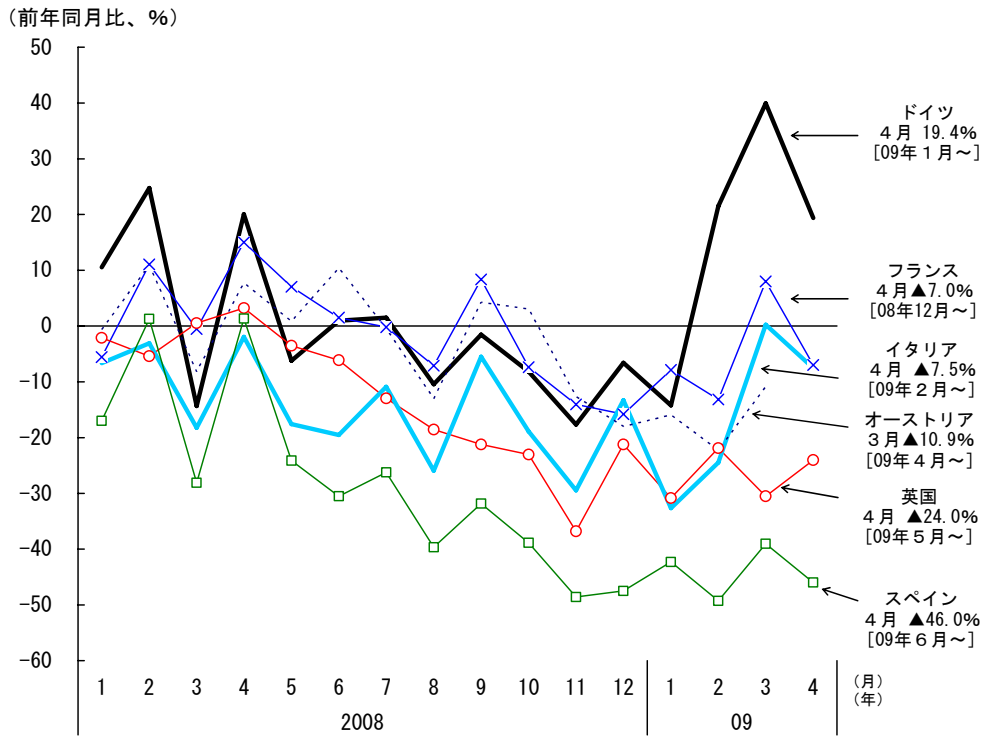
こうした施策に対しては、将来の需要先食いになる可能性がある一方で、当面の景気底割れを防ぐ応急処置的な有効性は認められよう。また、中長期的な環境対応という面でも一定の評価が可能だろう。

表1 ヨーロッパ各国の自動車買換え支援策

	内容	要件	支給額	申請期間	予算規模
ドイツ	環境対応車への買換え支援	使用年数9年以上の自動車から、一定のCO <sub>2</sub> 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	2,500ユーロ（約32万円）	09年1月27日から12月末（ただし、1月14日購入分までさかのぼって適用）	当初の予算規模は15億ユーロ（約1,920億円） 申し込みが殺到したため、ドイツ政府は4月8日を50億ユーロ（約6,400億円）に拡大
フランス	環境対応車への買換え支援	使用年数10年以上の自動車から、一定のCO <sub>2</sub> 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,000ユーロ（約13万円）	08年12月4日～09年12月末	既存の措置の拡充であり、これに伴う財政負担増は2億2,000万ユーロ（約282億円）
	環境対応車購入支援	一定の基準（買換えより厳しい基準）を満たしている車を購入する場合	最大5,000ユーロ（約64万円）の購入支援を追加実施	09年2月9日から	総額5億ユーロ（約640億円）
英国	自動車買換え支援	使用年数10年以上の自動車（12か月以上所有したものに限る）から買換える場合	2,000ポンド（約29万円）	09年5月～10年2月末	2,000ポンドの補助のうち、半分を政府が負担し、残り半分は企業が負担 政府の予算規模は3億ポンド（約432億円）
イタリア	環境対応車への買換え支援	使用年数9年以上の自動車から、一定の排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,500ユーロ（約19万円） なお、メタンガス、電気、水素を燃料とし、かつ一定の排出基準をクリアしている自動車に買換える場合は、3,000ユーロ（約38万円）を補助	09年2月7日～09年12月末 （10年3月末までに自動車登録をする必要がある）	総額20億ユーロ（約2,560億円）
オーストリア	環境対応車への買換え支援	使用年数13年以上の自動車（12か月以上所有したものに限る）から、一定のCO <sub>2</sub> 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,500ユーロ（約19万円）	09年4月～09年12月末	総額4,500万ユーロ（約58億円） うち半分を政府が負担し、残り半分は企業が負担
スペイン	環境対応車への買換え支援	一定のCO <sub>2</sub> 排出基準を満たしている車に買換える場合	2,000ユーロ（約19万円）（政府、自治体がそれぞれ500ユーロ、自動車業界が1,000ユーロを負担）	09年6月1日から1年間	最大1億ユーロ（約128億円）

（備考）1. 各国政府資料、報道等より作成。  
2. 1ユーロ≒128円、1ポンド≒144円で換算（09年5月15日）。

図2 ヨーロッパ各国の自動車登録台数



(備考) 1. データストリームより作成。  
 2. [ ] 内は自動車買替え支援を開始した月。

コラム1-6：英国の付加価値税（VAT）率引下げの効果について

英国政府は、悪化する景気を下支えするため、プレ・バジェット・レポート（08年11月）において、付加価値税（VAT）の基本税率を17.5%から15%に一時的に引き下げることを発表した（対象期間：08年12月～09年12月の13か月）。09年5月時点でVATの引下げの影響は統計に現れているのであろうか。

英国の小売売上数量（実質）をみると、08年12月にやや伸びた後、09年に入り減速し、2月には前月比マイナスに転じている（図）。年末年始の小売については、12月の小売売上額（名目）が前月比マイナスになるなどクリスマス商戦における大幅値引きの影響がみられる上に、英国統計局（ONS）自身が、季節調整が適切に行われなかった可能性を指摘している点等に留意する必要がある。

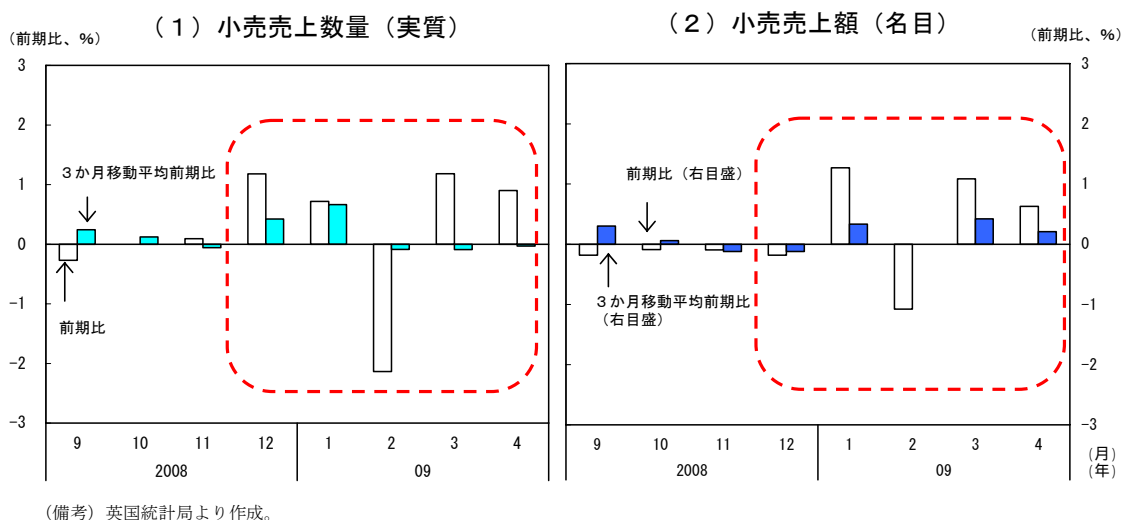
英国小売業協会（BRC）等は、年末年始の小売売上数量の伸びは、小売業者が大幅な値引きを行ったことによる一時的な影響であるとしており、実際、英国中小企業

連盟（FSB）が実施した調査では、97%の企業がVAT引下げの影響がなかったと回答している（注）。

他方、英国の有力シンクタンクであるIFS（Institute for fiscal studies）は、今回の2.5%のVATの引下げは、理論的には、政策金利1%の引下げと同等の効果があるとの見解を示し、引下げの有効性を評価している。

いずれにしても、現時点で入手可能なデータの範囲内で、VAT引下げの効果について断定的な評価を行うことは困難であり、年末に予想される駆け込み消費等の影響も考慮した上で最終的にどの程度消費が下支えされたのか注意深く分析する必要がある。

図 英国の小売売上



(注) FSB (2009)

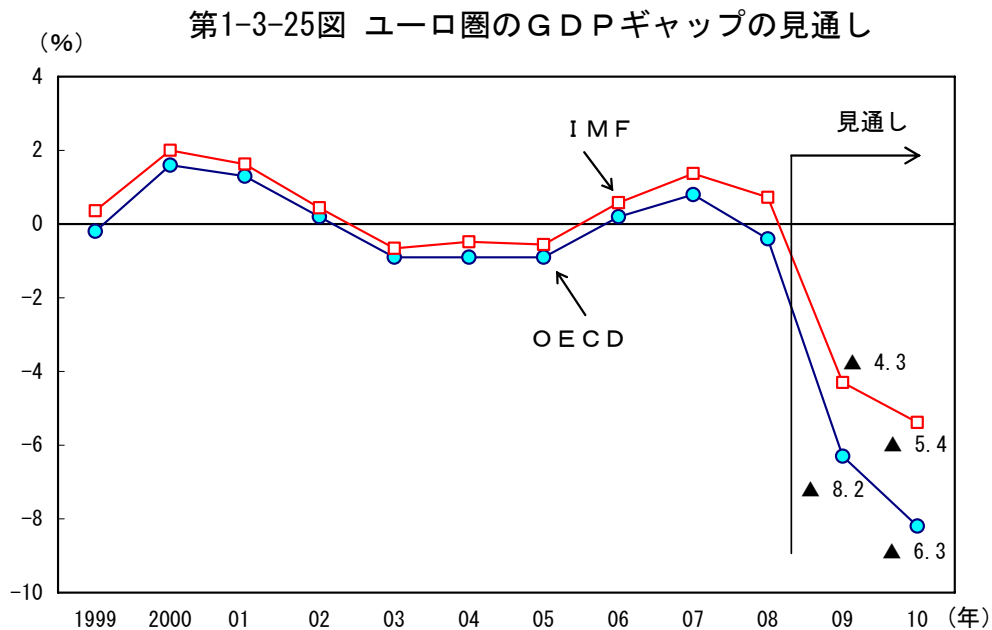
### (3) 追加財政刺激策の必要性

これまでに発表された財政刺激策による景気の下支えが期待される一方で、イタリア等、国によっては実際の財政支出（いわゆる真水）の規模が小さいこと、また、予想以上の景気後退の深刻化によって、現在の規模では国によっては十分でない可能性が考えられる。

しかしながら、追加的な財政刺激策に対しては、現時点でヨーロッパ各国から積極的な姿勢は示されていない。その理由としては、(i) 既存の財政刺激策が正に実施さ

れ始めたところであり、まずはこの効果を見極める必要があること、(ii) ヨーロッパでは手厚い失業給付や税制の累進性が高いなど財政の自動安定化機能が大きいこと、(iii) 将来の財政負担（高齢化等）への懸念があることなどが考えられる。

ただし、今後、金融危機と実体経済悪化の悪循環により景気後退が更に深刻化、長期化し、GDPギャップが更に拡大することが予想されることから、追加的な財政刺激策が必要になる可能性も考えられる（第1-3-25図）。



(備考) OECD、IMFより作成。

#### (4) 金融危機下での財政の悪化と安定成長協定

景気後退による税収減等に加え、金融危機に対応するための各種の政策対応により、ヨーロッパ各国の財政は大幅に悪化する見込みである。財政赤字をGDP比3%以内に収めるとする「安定成長協定(Stability and Growth Pact)<sup>7)</sup>」との関係では、現在は「例外的な状況(exceptional circumstance)<sup>8)</sup>」とされ、財政赤字GDP比3%の超過が事実上許容されている状況にある。しかし、一部の国では財政の悪化が著しく、また既に金融危機以前から悪化していた国もあるため、欧州委員会は09年3月に、ギリシャ(是正期限:10年)、スペイン(同12年)、フランス(同12年)、アイルランド(同13年)の4か国に対してそれぞれ過剰財政赤字の是正期限設定に関する勧告案を示した。一

<sup>23</sup> EUにおける財政健全化のための枠組みであり、規律に違反した場合は是正手続や制裁措置等を定めたもの。

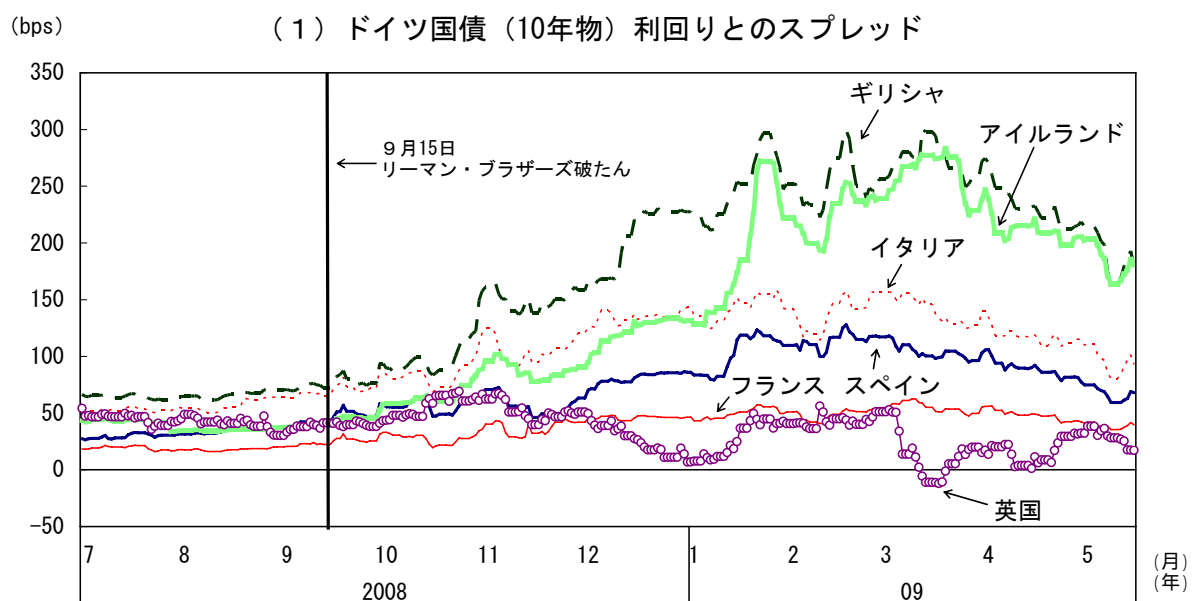
<sup>24</sup> 欧州理事会決定(08年10月15~16日)。



方、既に08年7月に過剰財政赤字是正についての勧告が出されていた英国に対しては、是正期限を従来の09年度から13年度へと延長する勧告案を発表した。

なお、金融危機発生以降、財政赤字の拡大が著しい国々の国債利回りとドイツ国債利回り（10年物）とのスプレッドが大幅に拡大しており、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド等国債の格付けが引き下げられた国もある。スプレッドの拡大は、こうした国々の財政の持続可能性への懸念から、ドイツ等比較的安全性が高いと思われる国の国債へ資金がシフトしているためと考えられる（第1-3-26図）。

第1-3-26図 財政収支の悪化と債券市場の動向



(2) 国債（10年物）の格付け

格付け	ムーディーズ	格付け	S & P
A a a	ドイツ、フランス、英国、アイルランド（注3）、スペイン	A A A	ドイツ（安定的）、フランス（安定的）、英国（ネガティブ）
A a 1		A A +	スペイン（安定的）、アイルランド（ネガティブ）
A a 2	イタリア、ポルトガル	A A	
A a 3		A A -	
A 1	ギリシャ	A +	イタリア（安定的）、ポルトガル（安定的）
A 2		A	
A 3		A -	ギリシャ（安定的）

- (注) 1. 自国通貨建て長期国債の格付け（09年6月1日時点）  
 2. S & Pは、スペイン、アイルランド、ギリシャに対する格付けを引き下げ、英国の見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。  
 3. ムーディーズはアイルランドの格付けを引き下げる方向で検討中。  
 4. S & Pの括弧内は格付けに対する見通し。

### (3) ヨーロッパ主要国の財政見通し

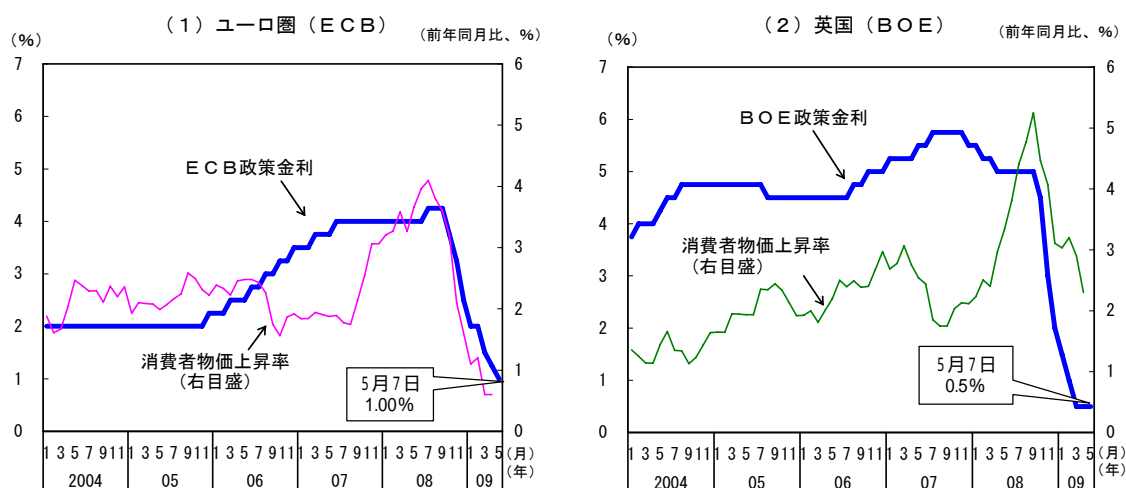
	一般政府財政収支GDP比			一般政府債務残高GDP比		
	2008年	09年	10年	08年	09年	10年
英国	5.5	11.5	13.8	52.0	68.4	81.7
ドイツ	0.1	3.9	5.9	65.9	73.4	78.7
フランス	3.4	6.6	7.0	68.0	79.7	86.0
イタリア	2.7	4.5	4.8	105.8	113.0	116.1
スペイン	3.8	8.6	9.8	39.5	50.8	62.3
アイルランド	7.1	12.0	15.6	43.2	61.2	79.7
ポルトガル	2.6	6.5	6.7	66.4	75.4	81.5
ギリシャ	5.0	5.1	5.7	97.6	103.4	108.0

(備考) 欧州委員会 “Economic Forecast Spring 2009” (09年5月4日) より作成。

### ●金融政策の動向

急速に悪化する経済情勢に対処するため、欧州中央銀行（ECB）は08年9月に4.25%であった政策金利を段階的に引き下げ、09年5月には過去最低水準となる1.00%にまで引き下げた。イングランド銀行（BOE）も、08年9月時点において5.00%であった政策金利を急速に引き下げ、09年3月には1694年のBOE創設以来315年間で過去最低水準となる0.50%とし、その後4、5月は政策金利を据え置いている（第1-3-27図）。また、政策金利による金融緩和の余地が限定的となっていることなどから、ECB、BOEともに資産の買取り等の非伝統的な金融政策を行っている。

第1-3-27図 ヨーロッパの政策金利と物価動向

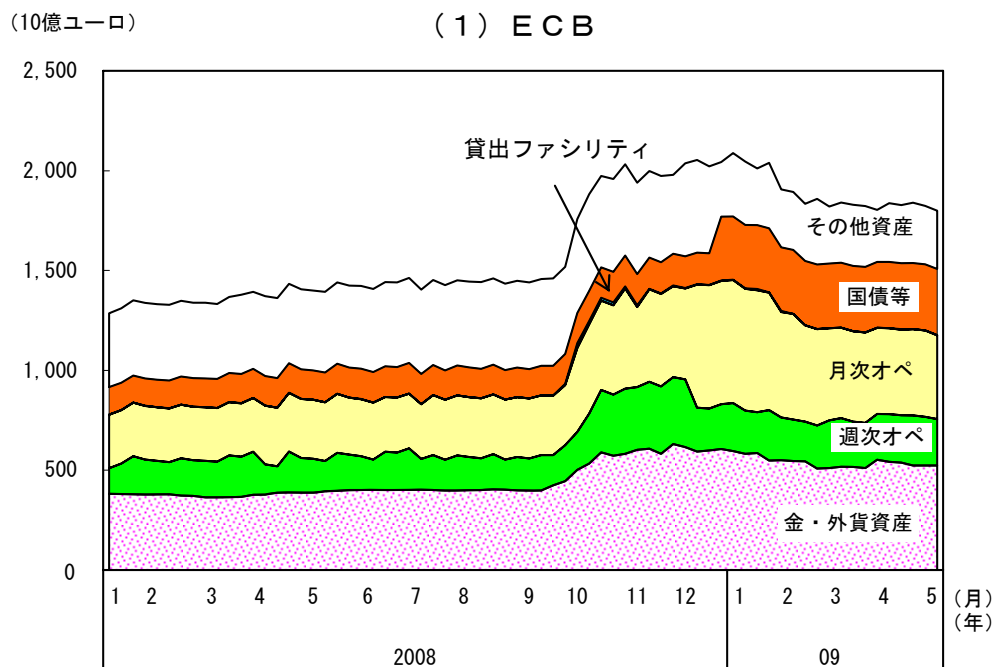


(備考) 1. 欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）より作成。  
2. ECBのインフレ参照値は2%を下回りかつ2%近傍。BOEのインフレ目標は2%。

まずECBについてみると、09年5月に、金融市場のターム物金利の低下、貸し渋りの抑制、債券市場における流動性の改善、金融機関の資金調達環境の改善等を目的として、(i) 固定金利による資金供給の期間延長、(ii) ユーロ圏で発行されたユーロ建てのカバードボンド（金融機関が発行する担保付債券）の買取り等を発表した<sup>9</sup>。

なお、事実上無制限の流動性供給等、中央銀行のバランスシートの急激な拡大により通貨への信認が揺らぐとの懸念があったことから、ECBは、09年2月から流動性供給に用いる適格担保要件を厳格化<sup>10</sup>し、引き続き金融システムの安定化に必要な流動性支援は続けるものの、バランスシートの拡大には一定の歯止めをかけている<sup>11</sup>（第1-3-28図）。

第1-3-28図 ECB、BOEの資産の内訳

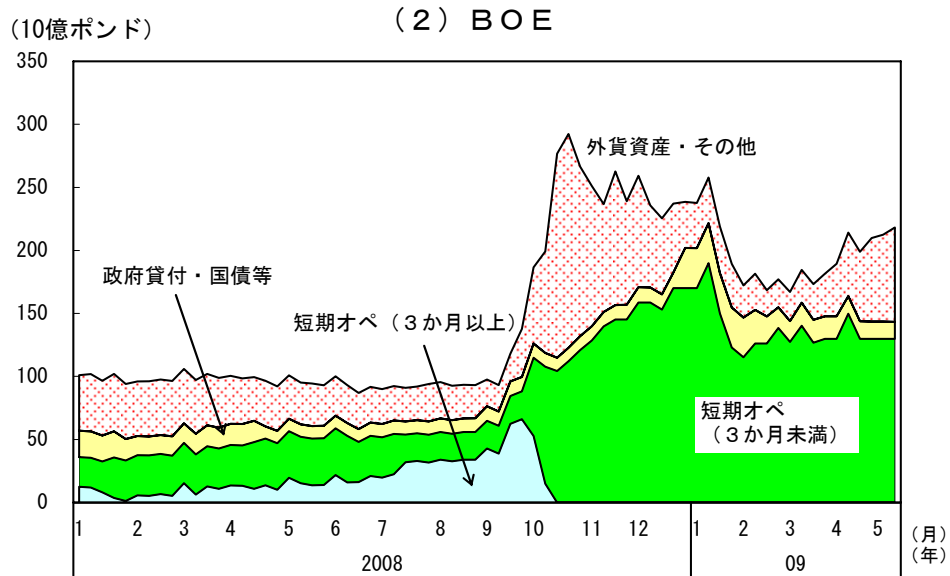


(備考) 欧州中央銀行 (ECB) より作成。

<sup>9</sup> ECBは、当該措置は「量的緩和」ではなく、既の実施してきた資金支援を拡大したものであるが、金融危機により影響を受けた特定資産の市場機能を回復させることから、「信用緩和」と呼ぶこともできるとしている（「量的緩和」と「信用緩和」については、第1章第2節のコラムを参照）。また、トリシェECB総裁は、政策理事会後の記者会見において、カバードボンドの買取規模は600億ユーロ程度と述べている。ECBはこの他にもEIB（欧州投資銀行）をECBによる資金供給オペの対象とすることも発表した。EIBは欧州経済回復プランによる中小企業への融資や中・東欧支援等で資金需要が高まっているとみられ、こうした活動を側面支援するねらいがあるとみられる。なお、措置の詳細は09年6月4日の政策理事会後に発表される予定となっている。

<sup>10</sup> (i) 適格担保資産の分類を変更・担保価値引下げ、(ii) 適格担保となるABSの定義を限定（ECBへABSを担保として差し入れようとする金融機関に対し、当該金融機関がそのABSの発行機関や保証機関と「密接な関係（close links）」を有する場合には同ABSを適格担保として受け入れない）、(iii) ABSの格付基準の厳格化等を決定した。

<sup>11</sup> なお、その後09年3月にもABSと無担保銀行債の適格担保基準を厳格化している。



### ●金融システム安定化に向けた対応

08年9月以降、ヨーロッパでは金融部門の安定に向けて様々な対策が講じられてきた。金融システムの安定化に向けた各国の対応は、目的別に大まかに分類すれば、(1) 個別金融機関のバランスシート改善 (資本注入、不良資産の買取り、保有資産の保証、個別機関への融資)、(2) 金融市場全体の機能回復 (債務の保証、特定資産の買取り)、(3) 預金保護に類型化される (前掲第1-1-13表)。

このうち(1)については、資本注入、流動性供給、銀行間取引への保証の付与といった措置が継続して実施されるとともに、ドイツ等では不良資産を買い取る措置も発表されている。また、(2)についても、金融機関の資産に対する政府保証や特定資産の買取りが行われている<sup>12</sup>。

### ●金融機関の不良資産買取り

09年2月、欧州委員会は、各国で金融機関の不良資産の切り離しを行う場合の共通指針を示した。これは、金融機関が抱える不良資産に関しては、予想され得る損失に係る情報が公開され適切に処理されること、また、金融機関が通常の貸出機能を回復するためには不良資産の取扱いに関する共通のアプローチが必要であるとの観点に基づくものである。同指針は、金融システム安定策に対する加盟国の主権を認めながら

<sup>12</sup> 預金保護については、08年に既にEU (最低5万ユーロ、1年以内に10万ユーロ (08年10月)) 及び多くの国で預金保護策が発表されており、09年に入って特段新たな措置は講じられていない。

も、欧州委員会がその枠組みを統一的な観点から審査するものとなっている<sup>13</sup>。また、公正な競争環境を維持する観点から、公的介入前の完全な情報開示、買取対象となる資産の評価における統一性確保のガイドラインが示されている。

各国の動きをみると、アイルランドでは、09年4月に800～900億ユーロの民間金融機関の資産を公的資金で買い取り、受け皿となる資産管理公社（National Asset Management Agency）に移す枠組みが発表された。さらに、09年5月にはドイツで金融機関が保有する不良資産の買取りを行うバッドバンクの設立に係る法案が閣議決定されたところであり、今後議会の審議に付される予定となっている<sup>14</sup>。

### ●英国における資産買取りの効果

金融セクターがGDPに占める割合が高い英国においては、金融システムの安定化が急務であることから、英国政府は09年1月に、金融市場へ流動性を供給する新たな金融システム安定化策を発表した。これは、過去に発表した金融機関支援策（08年10月）に続くもので、（1）財務省が拠出する資産買取ファシリティ（APF：Asset Purchase Facility）により主に流通市場から社債、CP、シンジケートローン等を買取することで金融機関や事業会社の資金繰りを支援（当初500億ポンド規模、2月には1,500億ポンドに拡大）、（2）金融機関が保有する不良資産の最大90%までの政府保証、（3）資産担保証券（ABS）への政府保証等の措置から構成される。このうち資産の買取りについては、BOEは2月にAPFの枠組みの中で500億ポンドを限度額としてCP、社債、シンジケートローン、ABSの買取りを行う資産買取プログラムを発表、その後3月に対象を中長期の国債等にも拡大し、向こう3か月で合計750億ポンドの買取りを行うこととした。その後5月には同プログラムの規模を更に500億ポンド拡大して1,250億ポンドとしている（第1-3-29表）<sup>15 16</sup>。

---

<sup>13</sup> 各国の不良資産買取策は、3か月以内に当該金融機関の保有する不良資産の詳細な価格評価及び経営再建策が示されることを条件として、6か月間の期限付きで欧州委員会から承認が得られる。

<sup>14</sup> なお、その他の措置として、ドイツでは金融機関が経営難に陥った場合に政府が既存株主から強制的に株式を取得し国有化することを可能にするため、「金融市場安定化法（08年10月）」が改正されている（09年4月）。ただし、これは金融機関全般というよりは、経営難に陥ったハイポ・リアル・エステートの国有化を念頭においてとみられ、当該措置の実施は「他の代替手段がない場合」に限られ、また手続も09年6月30日までと期間が限定されている。

<sup>15</sup> 資産の買取りは、BOEのインフレ目標との関係では、資産の買取りによってマネタリーベースを増加させるとともに資産価格を下支えし、マネタリーベースの増加は銀行貸出を増加させ、資産価格の上昇は富の増加や借入れ制約の低下につながる。この結果、所得が増加し、支出が増加することで中期的にインフレ目標の2%を達成するというメカニズムになるとBOEは説明している。なお、BOEは今回の国債や社債の買取りを「量的緩和」であるとしている。

<sup>16</sup> BOEは5月14日時点で、国債を約575億ポンド、CPを約22億ポンド、社債を約6億ポンド、合計約603億ポンドの資産を購入している。

第1-3-29表 英国の金融機関支援策の概要

<p><b>1. 資産買取りファシリティ（Asset Purchase Facility）</b></p> <p>財務省拠出のファンド（500億ポンド）により社債、CP、シンジケートローン、資産担保証券（ABS）等を買取ることで企業の資金繰りを支援（資産買取りプログラム）。3月には中・長期の国債も買取りの対象とし量的緩和を実施（買取額は750億ポンド。APFの枠は1,500億ポンド）。5月にはプログラムの規模を1,250億ポンドに拡大した。</p>
<p><b>2. 資産保護スキーム（Asset Protection Scheme）</b></p> <p>金融機関が抱える不良債権の損失を見積もり、これを超える損失についてはその9割を政府が保証するもの、不動産関連融資やABS等の資産が対象で、参加資格は250億ポンド以上の適格資産を保有する外資系を含む英国内で法人格を持つ金融機関。実施機関は最低5年間。2月26日にRBS（対象資産：3,250億ポンド）、3月27日にはロイズ（同2,600億ポンド）に対して適用された。</p>
<p><b>3. ABS保証スキーム</b></p> <p>住宅ローン、企業・消費者ローンを裏付けとしたABSの一部または全部を政府が保証。スキームの参加資格は外資系を含む英国内で法人格を持つ金融機関。09年4月から開始。</p>
<p><b>4. 信用保証スキーム（Credit Guarantee Scheme）</b></p> <p>金融機関が新規に発行する債券を保証するスキームの期限を、当初の09年4月9日から12月31日まで延長。参加資格は外資系を含む英国内で法人格を持つ金融機関。</p>
<p><b>5. BOEによる流動性供給の期限延長</b></p> <p>BOEによる特別流動性供給スキーム（SLS）の実施期限を当初の09年1月30日から更に3年間延長する。参加資格は外資系を含む英国内で法人格を持つ金融機関。</p>

- (備考) 1. 英国財務省、BOEより作成。  
 2. 英国政府はこれらの措置と併せて銀行の資本規制に関して、長期的には景気循環相殺的（好景気に積み上げた資本を景気後退期に用いる）な形が望ましいとの声明を発表した。

以上の様々な施策のうち、英国が09年2月から開始している資産の買取りについては、既にその効果が一部現れていると考えられる<sup>17</sup>。

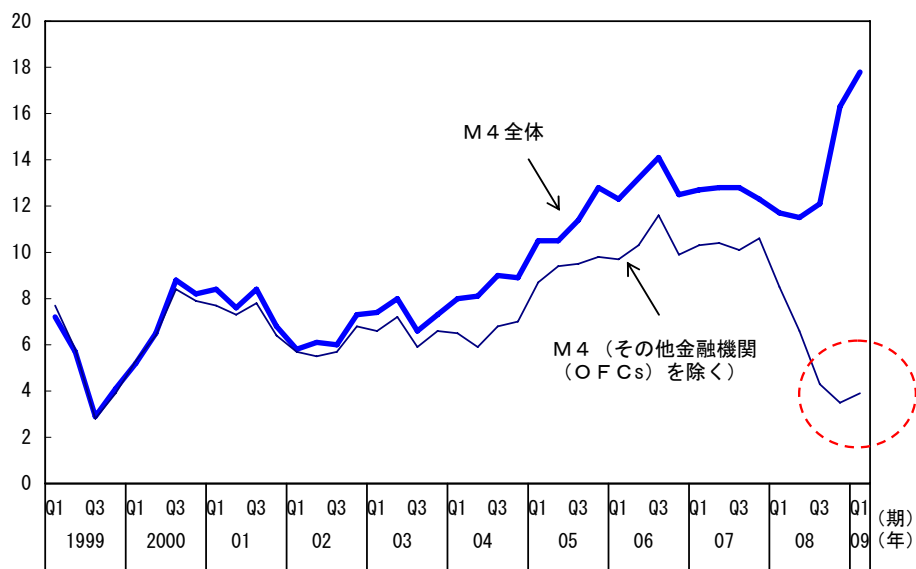
英国のマネーサプライ（M4）をみると、M4全体は銀行からノンバンク等への資金供給等により、前年比でみて増加が続いているものの、金融危機以降は、ノンバンク等を除いた家計や民間非金融部門では減少傾向にあった。BOEは今般の措置により、こうした部門へのマネーの供給を図っていると考えられる。実際、09年1～3月期には資産の買取りの効果が表れており、マネーサプライの伸びの低下は止まりつつある（第1-3-30図）。また、銀行貸出の動向をみると、大手行を中心に09年1～3月期には企業向け、家計向け両方において08年後半にみられた急速な伸びの低下はみられなくなっている（第1-3-31図）。ただし、これは上述の資産保護策が適用されたRBS及びロイズ・バンキング・グループに対して、資産保護の見返りとして貸出を増加させることが義務付けられているという政策要因が影響していることに留意する必

<sup>17</sup> ECBによるカバードボンドの買取り等は09年6月の政策理事会まで詳細が公表されないため、ここではBOEの施策の効果についてのみ述べる。

要がある。BOEによれば、資金調達環境は全般的にタイトであり、資金需要も弱いとされている<sup>18</sup>。

第1-3-30図 英国におけるM4の伸びと内訳

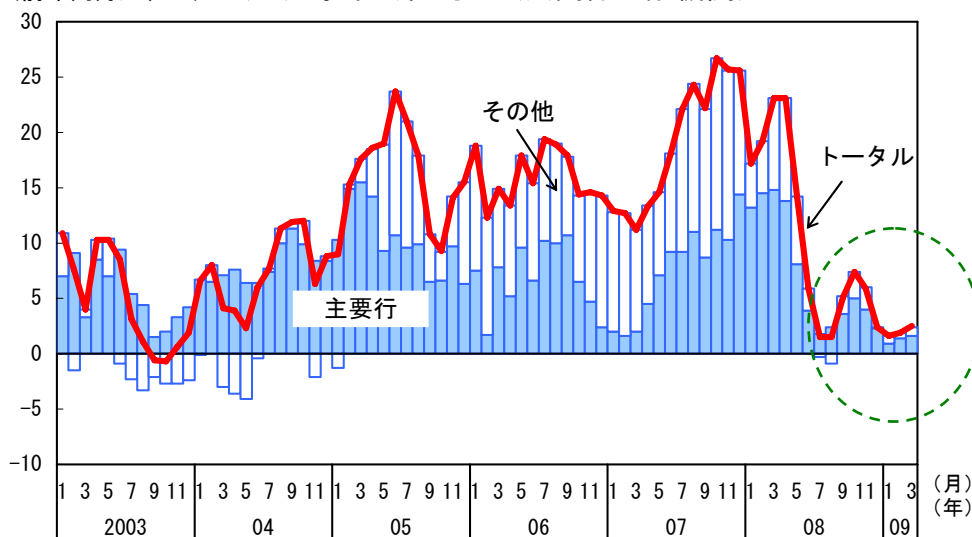
(前年同期比、%)



- (備考) 1. BOEより作成。  
 2. その他金融機関 (OFCs) を除くM4はBOEがマネーサプライの基調をみる際に参照している系列。OFCs (Other financial Corporations) とは、ノンバンク、住宅金融、金融持ち株会社等。

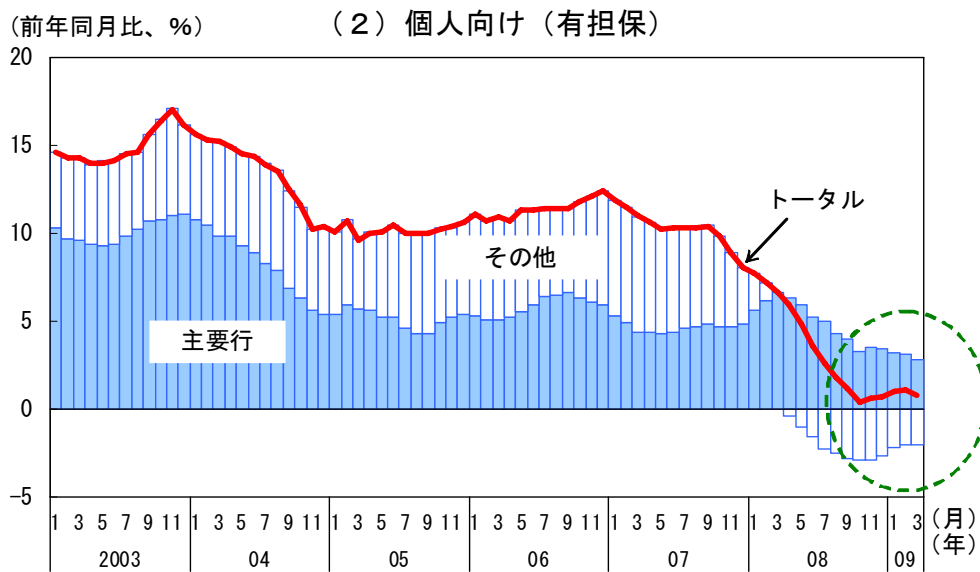
第1-3-31図 英国における銀行貸出の動向

(前年同月比、%) (1) 事業会社向け (民間非金融機関)



- (備考) 1. BOEより作成。  
 2. ここでの主要行とは、サンタンデール、パークレイズ、HSBC、ロイズ・バンキング・グループ、RBS。

<sup>18</sup> BOE (2009b)



- (備考) 1. BOEより作成。  
 2. ここでの主要行とは、サンタンデール、パークレイズ、HSBC、ロイズ・バンキング・グループ、ネーションワイド、RBS。



## コラム 1-7：ヨーロッパの新たな金融規制・監督体制に向けた「ド・ラロジエール報告」

ヨーロッパでは、1999年の通貨ユーロ発足、単一決済システムの導入によりユーロ圏域内の金融市場の統合が進み、金融機関の国境を越えたグローバルな活動も活発化した。しかし、金融市場の統合化、高度化にもかかわらず、ヨーロッパでは金融規制・監督の権限が各国に存在し、グローバルな金融活動に監督体制が十分対応していないことや、ユーロ圏の金融システム全体のシステムミック・リスクを扱う主体が存在しないといった問題があった。こうした問題に対し、99年5月に欧州委員会が作成した「金融サービス行動計画」や、01年2月のラムファルシー元EMI（欧州通貨機構（ECBの前身））総裁を委員長とする賢人委員会の提言（ラムファルシー・レポート）に沿って改革が進められてきた<sup>（注）</sup>。しかし、ヨーロッパの金融規制・監督体制については、ユーロ圏の単一規制・監督機関の必要性も含め、更なる強化・協調が必要であると指摘されていた。こうした中、ド・ラロジエール元フランス中銀総裁を座長として08年10月に欧州委員会に設置された有識者委員会は、09年2月、今後のヨーロッパの金融・規制監督の在り方等に関する提言をまとめた。今後、6月の欧州理事会及びその後の法制化作業を経て、10年末までに新体制が発足する見込みである。

### <ド・ラロジエール報告の要旨>

#### （1）現行制度・政策を改善

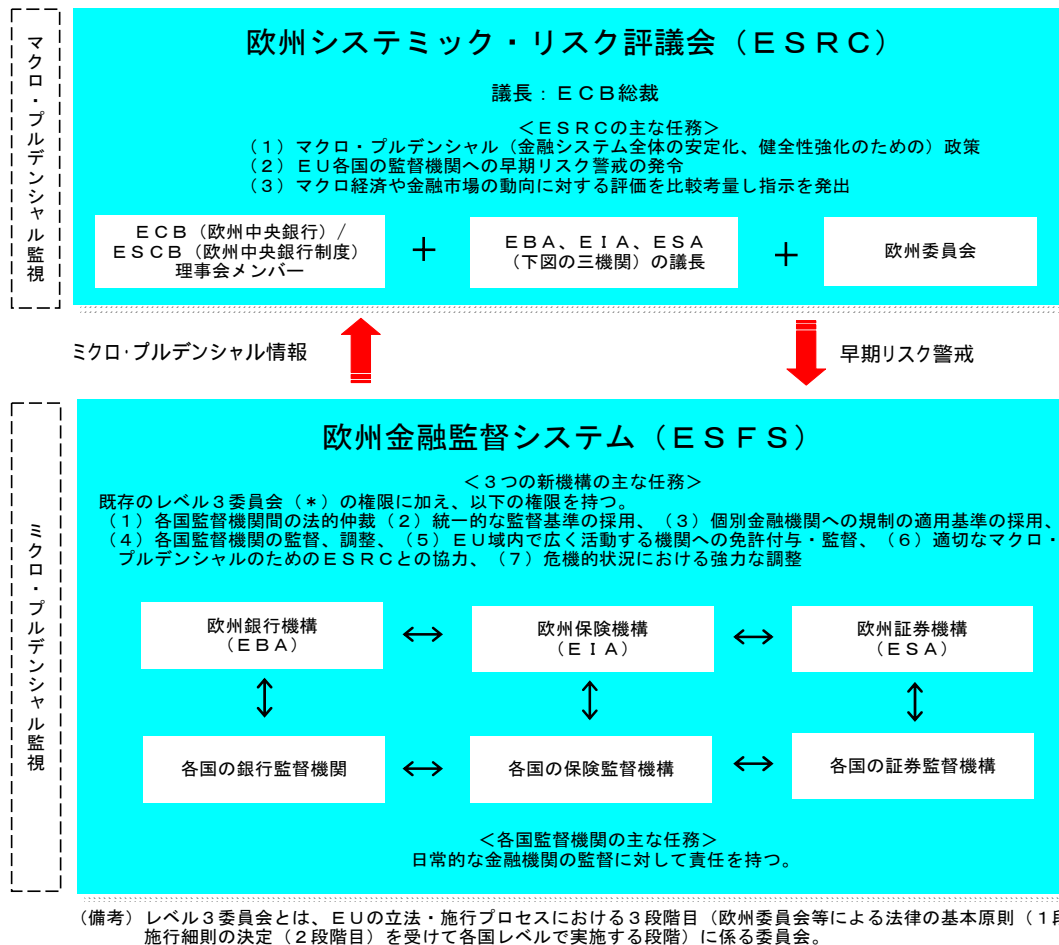
同報告は、これまでは監視の目が行き届かなかった格付機関やヘッジファンド等への規制・監視体制の強化、オフショア金融センターの透明性を強化する必要性等を指摘している。また、制度面においては、バーゼルIIの景気循環増幅効果等の見直しやヨーロッパ内の規制統一化の必要性を指摘するとともに、金融機関の過度なリスクテイクの誘因となった報酬の問題、リスク管理や危機管理といったガバナンスの強化策を勧告している。

資産バブルと金融政策については、資産価格の急上昇に対しては当局がその持続可能性への懸念を適切に表明することで、システムミック・リスクの客観的な評価に貢献すべきであること、また、消費者物価だけでなく、通貨や信用全体の動きをみた上で、これらが持続不可能な伸びを示しているときには段階的な金融引締めを行うべきであることを指摘している。

## (2) EU域内の監督体制の段階的な統合・強化

ヨーロッパの金融監督体制の強化については、マクロとミクロの概念に区分し、金融システム全体のリスクを扱うマクロ監督機関（ESRC）と金融監督権限や罰則の調和を図るミクロ監督機関（ESFS）という2つの機関の設立を勧告した（図）。

図 金融安定化のためのヨーロッパの新たな枠組み



## (3) グローバルな金融システム改革

グローバルなレベルでの金融規制の在り方については、金融安定化フォーラム（FSF）の機能強化や金融監督機関における国際協力の強化等が必要であると指摘した。さらに、危機の再発防止やリスク管理の観点から、危機に対する早期の政策対応を可能にするため、IMFや他の関連機関による「早期警戒システム」の導入等を勧告している。

(注)内閣府「世界経済の潮流 2008II」参照。