Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

欧州中央銀行の危機対応

地主, 敏樹

(Citation)
国民経済雑誌,204(6):1-24

(Issue Date)
2011-12

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/81008374

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008374

KOBE UNIVERSITY

欧州中央銀行の危機対応

地　主　敏　樹

国民経済雑誌　第 204 巻　第 6 号　抜刷
平 成 23 年 12 月

欧州中央銀行の危機対応

地　主　敏　樹

今次の金融危機への欧州中央銀行の対応を，危機発生前の2007年初から危機発生後の金融緩和がほぼ終了する2009年半ばまでの時期に関して，政策決定の記者発表文を使って吟味する。2007年前半は好況と低インフレが共存していたが，夏のパリバショック以降は，秋以降の商品価格高騰が続き，翌年前半の賃金上昇が加わった。2008年夏には，インフレ抑制が金融政策の第一課題となっていたのである。しかし，ECB は利上げを急がなかった。リーマン証券破綻後は，金融危機の深化に急速な景気後退と商品価格急落が伴い，インフレ率はマイナスに陥った。ECB は，急速な金利引下げシリーズで政策金利を 1 %にした後，1 年物固定金利無制限の資金供給を実施した。

キーワード　金融危機，金融政策，欧州中央銀行（ECB），ユーロ圏，インフレーション

序

今次の金融危機はアメリカ発であったが，欧州の金融機関も多額の損失を被って破綻に瀕したし，欧州経済も急速な景気後退に陥った。欧州中央銀行（以後 ECB と略称）は，2007年夏の流動性供給から始まって，危機対応に追われることとなった。本稿では，2007年から2009年半ばにかけて，そのプロセスを，毎月の政策決定会議後に実施される記者会見時の発表（introductory statement）と，総裁の記者との質疑応答に基づいて，検討していく。

本稿で明らかになるのは，2008年前半における，インフレ懸念の高まりと金融政策の対応である。同じ時期におけるアメリカや他の欧州諸国の金融政策と同様に，リーマン証券破綻の少し前まで，金融政策の第 1 課題は商品価格高騰がインフレ率上昇に結びつくことを防止することであった。

1　経済状況の概要

ECB は，ユーロ圏全域に対して単一の金融政策運営を担当している。このユーロ圏におけるマクロ経済情勢を，金融危機前の2000年から金融危機時にかけて，みておこう。

図１　HICP インフレーション対前年同期比　％

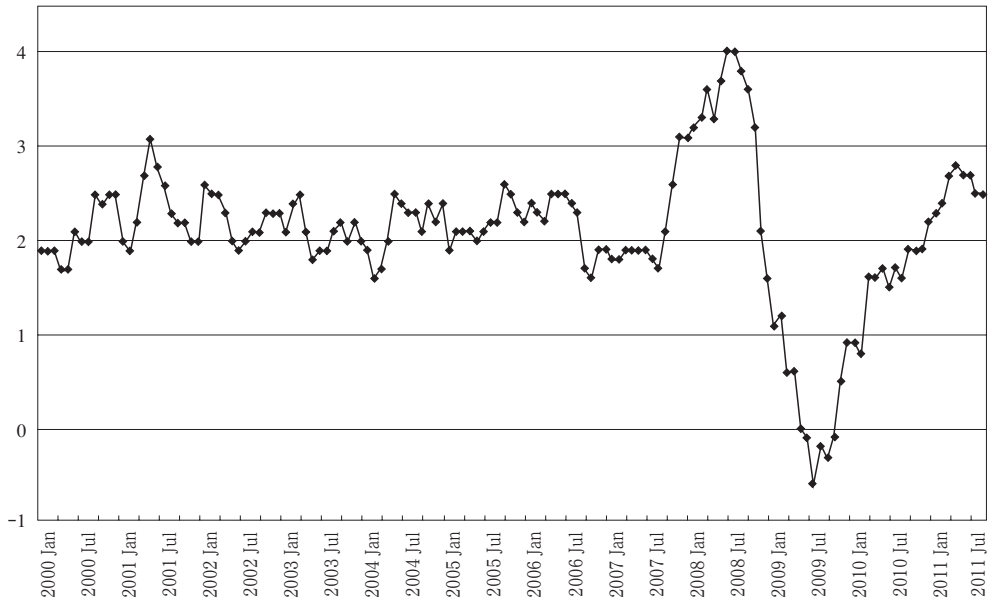


図１は，ユーロ圏の消費者価格指数（HICP）で測ったインフレ率の推移である。ECB の主政策目標は「物価安定」であり，その目標数値は「２％以下で，２％に近い正の値」とやや曖昧な形で公表されており，1.75％程度かと推測されてきた。2000年以後2006年半ばまでの HICP インフレ率は，２％前後でほぼ安定している。ただし，２％を超えている状態が多いことがみて取れる。2007年に入る前からは，２％を下回る時期が１年近く続いている。その後，2007年半ば以後，急上昇して３％を超え，2008年半ばには４％に到達してしまっている。原油や食糧など国際商品市況の高騰を主因とするインフレであった。その後，リーマン証券破綻以後，インフレ率も急落し，2009年半ば前後にはマイナス値にまで低下した。その後，2010年にはほぼ１％台，2011年には２％台に上昇している。

実体経済をみてみよう。図２は，ユーロ圏の失業率の推移を示している。2000年中は，当時の IT バブル景気を反映して，失業率は低下していた。バブル崩壊とともに，2001年後半から失業率は上昇して，2004年後半に9.3％前後にまで到達した。その後，景気回復とともに失業率は低下し始めた。2007年から2008年初頭はこの回復過程の終盤に当たる。その後，2008年第Ⅱ四半期から失業率は上昇し始めている。さらに，リーマン証券破綻以後に，その上昇は急速なものとなった。2009年後半に10％を越える辺りから，増加は鈍化した。

図３は，ユーロ圏の GDP とそのトレンドを示している。ユーロ圏のチェーン価格で測った GDP が利用できる1995年以後で，２次関数のトレンドをとってみた。2007年は GDP がトレンドを上回っており，GDP ギャップはプラス値をとって，好況である。2008年半ばに

図2　ユーロ圏　失業率

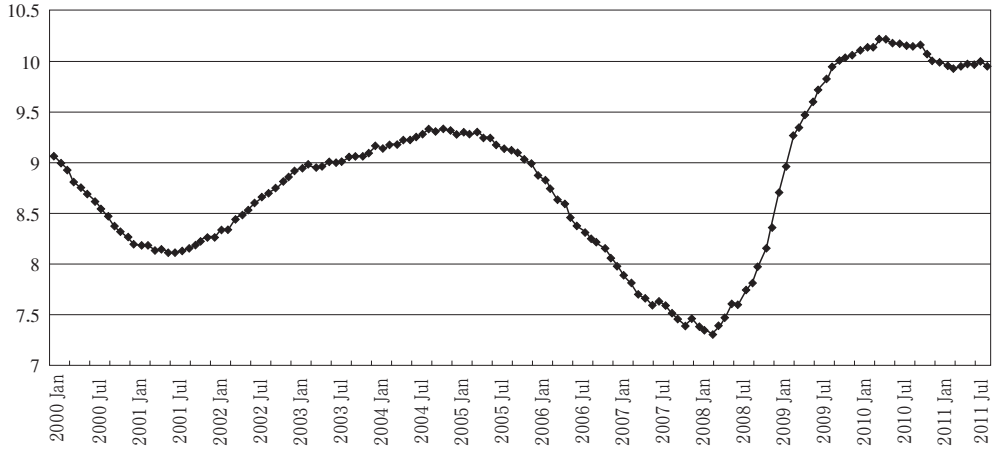
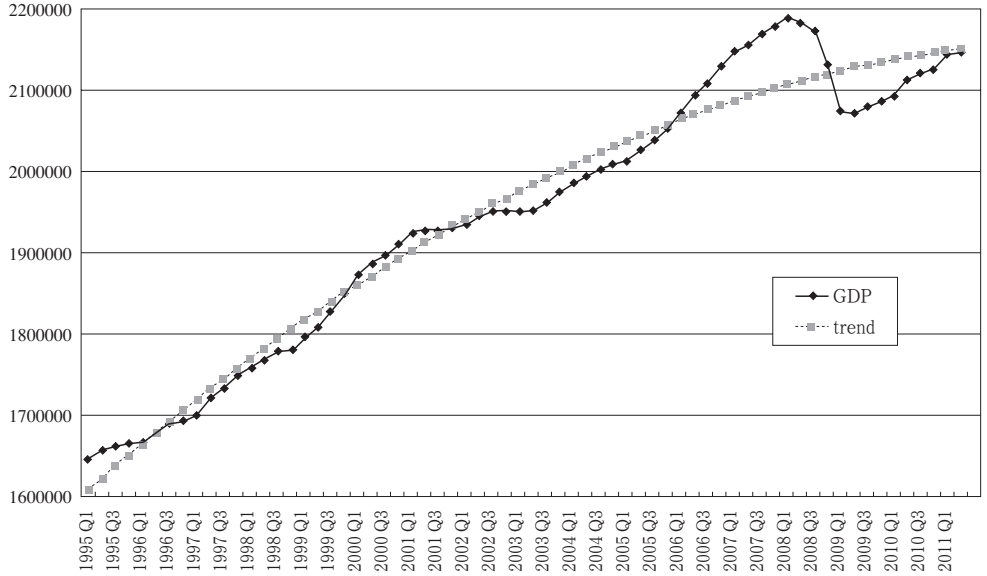


図3　GDP とトレンド



ピークをうって，その後2008年第Ⅳ四半期からは，トレンドが GDP 現実値を上回る不況期となっている。[1)]

2　2007年前半　　好況かつ低インフレの下の予防的利上げ

失業率低下が続き，インフレ率も物価安定目標にほぼぴったりという，好調なマクロ経済情勢の時期であった。ECB は，インフレを警戒して，25BP（0.25％ポイント）の小刻み利上げを，3月と6月の2回実施した。

１月11日　政策決定会合[2]　　政策金利　3.5％で維持。

利上げは実施しなかったが，「金融政策は引き続き緩和気味」であることを認めている。特に，貨幣・信用集計量の成長率が高いことと，ユーロ圏内の流動性が豊富であることを，警戒している。

「経済分析[3]」では，景気については，内需が推進力となった「経済成長は堅調」で「持続的」であると判断しており，労働市場の状況の改善継続も確認している。「中期的にみても，経済環境は良好で，潜在成長率近辺の堅調な成長が見込まれる。」内需の持続性に関しては，「投資需要は，好適な金融状況と，バランスシート調整，内部蓄積とフローの利潤，経営の改善，から活発であり続けるだろう」し，「雇用の改善につれて，消費も次第に強くなるだろう」と，みている。ただし，この景気見通しには，「保護主義風潮の高まり，原油価格の再上昇，グローバル・インバランスの急変動」などが原因となる下方リスクがあることも認識している。

インフレ率に関しては，この時点においても，2007年と2008年の年間インフレ率についても，２％前後と予測している。ただし，インフレ率には「上方リスクがある」ことを認識しており，その原因としては，「以前の原油価格上昇からの予想以上の転嫁や，管理価格および間接税引き上げなどの引き上げ，及び原油価格の再上昇」などを，挙げている。

ECB 独自の「貨幣分析」では，M3 の年間成長率が9.3％（11月）で「ユーロ導入後の最高値」にあることに注目し，「中長期における価格安定への上方リスク」を示唆していると解釈している。また，信用に関しては，「家計の借入は高水準だが安定化しつつある一方で，非金融法人の借り入れは高まりつつある」ことも，指摘している。

２月８日　政策決定会合　　政策金利　3.5％で維持。

１月とほぼ同じ内容の記者発表文であった[4]。ただし，インフレ率に関しては，原油価格の下落によって，対前年同期比の数値がしばらくは低下して，その後，逆に高まることを指摘している[5]。また，M3 の年間成長率は9.7％（12月）と高まっており，ユーロ導入後の最高値を更新していることに注目している。「キャリートレードの影響もある」と指摘し，「2004年半ば以来の上昇トレンドがとまる兆候はみられない」とも述べている。また，賃金引上げへの警戒感も示している。なお，記者たちから，次回利上げについての質問があったが，総裁はノーコメントであった。

３月８日　政策委員会　　政策金利　25BP 引上げ（3.75％に）。

利上げに関しては，価格安定への中期的な上方リスクを，「経済分析と貨幣分析が一致」して示しているので，予防的に対応したと説明している。

経済分析では，「2006年第Ⅳ四半期の対前期成長率が0.9％で予想以上であったこと」が紹介され，「エネルギー価格も沈静化しているので，スタッフの成長率予想を，2007年：2.1-2.9％，2008年：1.9-2.9％に，上方改訂する」ことを報告している。

HICP インフレ率についのスタッフ予想は，「2007年：1.5-2.1％，2008年：1.4-2.6％と，前者の上限は原油価格下落を反映して下方改訂，後者の上限は高成長を反映して上方改訂する」ことが報告された。利上げしてもなお，「価格に関して上方リスクがある」ことと，賃金引上げへの警戒を表明している。M3 の年間成長率は9.8％（1月）と高まっており，ユーロ導入後の最高値を更新し続けている。民間部門全体へのローンの成長率は10.5％と高いが，「ユーロ全域における住宅ローン金利上昇と一部地域における住宅価格上昇率の減速」などによって，家計部門の借入は減速していることが指摘された。

4月12日　政策委員会　　政策金利　3.75％で維持。

「金融政策が，依然として緩和気味である」ことを認めている。依然として，「政策金利の水準は高くない上に，貨幣と信用は強く成長しており，ユーロ域内の流動性は豊富」だというのである。

経済分析の内容は，先月とほぼ同じである。堅調な成長は2007年前半も継続中であり，ベース効果によって夏にかけてインフレ率は低まるが，「後半になると2％前後に高まるだろう」と考えている。物価に関する上方リスクも認めており，通例の諸原因を挙げている。

貨幣分析もほぼ同じ内容で，M3 の年間成長率がさらに10％（2月）に上昇したことを報告し，中長期における物価安定への上方リスクを確認している。民間部門へのローンの成長率は，やや沈静化しつつある。なお，「イールドカーブのフラット化によって，貨幣・信用集計量の構成要素に変動をもたらしているが，総量への影響は限定的」としている。記者たちは，6月にも追加利上げがあるのではと質問したが，総裁はノーコメント。

5月10日　政策委員会　　政策金利　3.75％で維持。

経済分析では，「諸情報から，堅調で広範な成長は2007年前半も継続中」であることが報告され，「持続的な成長への好環境が整っている」と指摘されている。また，世界経済については，「米国の減速によってよりバランスのとれた状況となっており，減速しているが依然として高水準であってユーロ圏の輸出に貢献しよう」と，みている。インフレ率について，「年内は2％前後で変動するだろうが，賃金交渉の行方に注目している。夫々の国の経済状況に応じた賃金が設定されるべきであろう」と，主張している。

貨幣分析では，「中長期における価格安定への上方リスク」を確認し，M3 の年間成長率が10.7％（3月）に上昇したことを報告している。「低金利と堅調な成長を反映」するもの

だろうと分析し，流動性も豊富なので，慎重な監視が必要だと論じている。民間部門向け信用の成長率は10.4％とやや沈静化しつつあること，今月は非金融法人の借り入れ増加も減速した（12.6％）ことが，報告された。

記者たちは，６月にも追加利上げがあるのではと質問したが，総裁はノーコメント。

６月６日　政策委員会　　政策金利　25BP 引上げ（４％に）。

2007年第Ⅰ四半期の成長率が予想よりもやや高い上に，原油価格が再び上昇し始めたので，利上げを実施した。

経済分析では，諸情報から「堅調で広範な成長は2007年第Ⅱ四半期も継続中」とみており，成長率の予想を，「2007年：2.3-2.9％と下限を上方改訂し，最近の原油価格上昇を反映して2008年：1.8-2.8％と僅かに下方改訂した」ことが，報告された。インフレ率の予想は，「2007年：1.8-2.2％，2008年：1.4-2.6％と，前者は原油再上昇を反映して上方改訂されたが，後者は変更されなかった」ことが報告された。物価への上方リスクを認識しており，ユーロ圏内では想定以上の賃金引上げ，圏外では原油価格上昇に注目している。

貨幣分析も，やはり，「中長期における価格安定への上方リスクを確認」しており，M3の年間成長率は10.9％（４月）に達した。低金利と堅調な成長を反映しており，流動性も豊富なので，慎重な監視が必要と論じている。民間部門へのローンの成長率は10.8％と高いが，やや沈静化しつつある。住宅価格上昇率も全域で鈍化兆候を示している。

３　2007年後半～2008年夏　　好況＋インフレ率上昇

原油や食糧の価格急騰によって，前節で検討した時期とは状況が変化して，インフレ率が高まっていく。ECB の物価安定は「２％以下」と定義されているが，ほぼ１年間にわたって HICP インフレ率が３％を超える時期が続く。他方で好景気も続き，失業率も歴史的低水準になり，賃金引上げも高まっていく。

７月５日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

経済分析では，「諸情報から，堅調で広範な成長は2007年第Ⅱ四半期も継続中で，以前の予想よりも高い」ことが報告されている。見通しに関しては，先月と同様に「持続的な成長への好環境が整っている」とみている。７月の HICP インフレ率も1.9％で良好だが，上方リスクに警戒している。「域内的には予想以上の賃金交渉となるリスクがあり，域外的には想定以上の原油価格が生じるリスクがある」としている。

貨幣分析では，やはり，「中長期における価格安定への上方リスク」を確認している。M3の年間成長率はさらに上昇して，11.7％（５月）に達している。「流動性も豊富だし，特に

堅調な経済成長と資産市場という背景の下では，慎重な監視が必要」だと警戒している。ただ，民間部門へのローンの成長率は11％と，「全般的にやや沈静化しつつある」とみている。なお，「貨幣・信用の動きと資産価格の動きとの間には，明確なリンクが観察される」と，述べており興味深い。

8月2日　記者発表

パリバ傘下のヘッジファンド破綻からの金融市場の流動性危機が生じた。ECB は市場に流動性を供給した。「われわれは，神経質な市場を経験している。全体的に値動きが激しく，リスクの再評価が行われている。正常化の過程ともいえる」と述べている。なお，M3 は先月とほぼ同じで11.6％拡大したが，「非金融法人企業への信用は，記録的な14％で拡大した」ことが報告された。ユーロ圏のインフレ率は1.8％に留まっている。

9月6日　政策委員会　　政策金利　4％で維持。

経済情勢の中で一番重要なポイントとして，「物価安定への中長期における上方リスク」が，経済分析と貨幣分析双方から認識されている。また，金融市場の不安定性とリスク再評価が不確実性を高めていることも，認めている。

経済分析では，「2007年第Ⅱ四半期の成長率は減速したが，諸データによると，第Ⅲ四半期も持続的な成長が継続中であり，8月の信頼指数も高い」と，楽観的である。成長率の予想を，2007年は2.2-2.8％と下方改訂したが，2008年は1.8-2.8％と変更しなかった。「前者は，原油価格上昇と金融市場の逼迫化」を反映している。下方リスクが存在しており，「金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大，グローバルインバランスや保護主義の圧力および商品価格上昇」などを原因として挙げている。

HICP インフレ率の予想は，2007年：1.9-2.1％，2008年：1.5-2.5％と，幅が狭まっただけだが，「物価に関しては上方リスクがある」。「予想以上の賃金引上げや，個別市場における価格支配力上昇」に注目しつつ，間接税の引上げや，原油・農産物価格の上昇も列挙している。

貨幣分析では，やはり「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率は11.3％（7月）と高く，先月同様に，「慎重な監視が必要」と論じている。民間部門へのローンの成長率は11％と，「全般的にやや沈静化しつつある」とみている。そして，「経済分析と貨幣分析とを総合すると，インフレの上方リスクが確認できる上に，ユーロ域内の経済ファンダメンタルズに対して，現在の金融政策スタンスは依然として緩和気味である」と総括している。なお，ECB は，金融機関向けの資金供給のための諸施策をとりつつある。

10月４日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

全般的な経済情勢に関する重要ポイントとして，「中期的な物価安定への上方リスクが存在している」こと，「ユーロ圏の経済ファンダメンタルズは良好であり，中期的な見込みも良好である」こと，および「金融市場関連で不確実性は高まっている」ことを，列挙している。

経済分析では，「持続的な成長は夏に入っても続いており，後半の予測も良好である」とし，金融市場の撹乱についても「９月の企業・家計信頼指数を低下させているが，指数の水準そのものは依然として高い」として楽観的である。ただし，下方リスクの存在を認めており，金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大を筆頭として，通例の諸要因を挙げている。原油価格上昇の影響で，「10月の HICP インフレ率は2.6％にまで上昇した」ことも報告され，「来年初めにかけて２％を上回り続ける」という見通しも示されている。さらに，物価に関する上方リスクがあるとして，原油・農産物価格のさらなる上昇を筆頭に，通例の諸要因を列挙している。

貨幣分析では，やはり「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3の年間成長率は12％（８月）である上に，非金融法人向け信用も14％を超えているが，「金融市場の撹乱や平坦なイールドカーブの影響による一時的な動きかもしれない」と慎重である。「企業が銀行からの借り入れに回帰している」可能性を示唆している。民間部門へのローンに関して，審査基準が引上げられつつあることが報告されている。

11月８日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

引締めは実施しなかったものの，「中期的な物価安定への上方リスクが存在している。貨幣と信用が高い成長を示していることもあり，金融政策はいつでも引締めに移る準備ができている」と述べて，信認の維持を図っているようである。また，実体経済に関しては，「ユーロ圏の経済ファンダメンタルズは良好であり，中期的な見込みも良好であるが，金融市場関連で不確実性は高まっている」と，述べている。資産価格バブルが圏内諸国で生じていたと考えられるのに，「経済ファンダメンタルズは良好」だと書いているのは，説得力があるとは言えない。「タイミング良く適切な金融政策を打って，インフレ予想を現水準に繋ぎとめておくことが，こういう状況では肝要」だとも述べており，政策への信認と経済への安心感をもたらそうと工夫しているようである。

経済分析では，景気の現状に関して先月と同じく楽観的にみている。再度，「ユーロ圏のファンダメンタルズは良好」と繰り返して，「企業収益も高い。2008年も潜在率に近い成長が見込まれる」と，している。「米国の減速を新興国の好景気が補う[6)]ことによってユーロ圏の輸出が活発であることと，域内雇用の改善が消費を伸ばす」を想定しているのである。た

だし，金融市場の撹乱が続いている以上，「不確実性は高い上に，見通しには下方リスクが存在している」としている。金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大，および商品価格上昇が主要因である。

他方で，インフレ率は高まっている。11月の HICP インフレ率が3.1％にまで上昇した上に，「原油・食糧価格上昇の影響で，数カ月にわたって２％を相当上回り続ける」と予想されている。さらに，物価に関する明確な上方リスクも認識している。原油・農産物価格のさらなる上昇を筆頭とする通例の諸要因が列挙されている。なお，「名目賃金のインデクセーションは避けるべき」と，訴えている。

貨幣分析では，やはり「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3の年間成長率は12.3％（９月）で，民間部門向け信用は11.1％と，「一時的特殊要因を考慮しても高率なので，トレンドを一時的要因から識別できるように，注意深くモニターしていく必要がある」と論じている。また，「安全資産への逃避は過去の経験ほど明確ではないし，民間向け信用供給に問題は起きていない」模様だとしている。総合分析でも，価格安定への上方リスクは明瞭とされている。

ECB は満期が長期の資金供給オペの２プログラム（各六百億ユーロ）を更新する。

12月６日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

先月と同様な見通しで信認維持の論理が述べられている。「HICP インフレ率は3.1％であり６年ぶりの高水準だし，中期的な価格安定への上方リスクが存在している」と，述べている。

経済分析では，「第Ⅲ四半期の成長率が想定通りだったこと，内需が中心の持続的な成長となっている」ことが報告された。第Ⅳ四半期も成長は続いているが，やや減速するかもしれない。企業利潤は高く，雇用も順調で，「失業率は25年ぶりの低水準」となっている。「成長率の予想は，2007年：2.4-2.8％と下限が上方改訂されたが，2008年：1.5-2.5％は下方改訂された」。後は，先月とほぼ同じである。

一方で，原油・食糧価格は大きく上昇した。それを受けて，HICP インフレ率の予想は，2007年：2.0-2.2％，2008年：2.0-3.0％と，上方改訂された。「2009年には低下すると見込んでいるが，インフレ率が高い時期は以前の予測よりも長く続くであろう。なお，原油・食糧価格からの第二次波及は抑制できるものと想定している」と，まだ楽観的であった。ただし，「明瞭な上方リスクがある」として，原油・農産物価格のさらなる上昇を筆頭に通例の諸要因を並べている。

貨幣分析では，依然として「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率は11.5％（12月）と高水準で，民間部門向け信用も高い。一時的な動きも

あるだろうが，「金融市場動揺の影響は，広義の貨幣・信用集計量の成長を大きく変更するには至っていない。審査基準は引上げられているが，信用量の伸びには影響していないので，民間向け信用供給に問題は起きていない模様」と判断している。

２つの分析を総合して，「ユーロ圏の健全なファンダメンタルズを背景に，貨幣・信用が活発に伸びているので，価格安定への上方リスクは明瞭。金融市場におけるリスク再評価は依然として進行中であり，その実体経済への影響に関する不確実性も依然として高い」と結論づけている。

１月10日　政策委員会[7]　　政策金利　４％で維持。

冒頭部分では，経済情勢や見通しおよび政策方針など大枠をまとめている。商品価格高騰は続いており，１月の HICP インフレ率は3.2％と高い。「貨幣・信用も高成長しているので，上方リスクが存在している」とみている。ECB は，「タイムリーな予防的引締めによって，物価や賃金への二次的波及を阻止する準備ができている」と，信認維持に懸命だが利上げは見送っている。そして，「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全である」と強弁し，「金融市場動揺の関連で不確実性は高い[8]し，実体経済には下方リスクが認められる」とやや現実的な見方も呈示してみせる。この内容は，これから数カ月にわたって，ほぼ同じ内容が繰り返されることとなる。

経済分析では，「第Ⅳ四半期の成長率はすこし低下しており，信頼指数は低下しつつあるが，成長率の見通しは潜在率近辺と」と，楽観的である。なお，下方リスクの主因としては，金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大を挙げている。物価面では，「当面は，対前年同期比の HICP インフレ率は２％を相当程度上回りつづけるだろう。2008年を通じて，徐々にしか低下していかないだろう[9]」としている。価格に関しては「明瞭な上方リスク」を認めており，「原油・食糧価格のさらなる上昇」を主因に挙げている。

貨幣分析では，依然として，「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率は12.3％（11月）で，民間部門向け信用は11.0％と高いが，「金融市場の撹乱や平坦なイールドカーブおよび一部の銀行グループの組織改編の影響による一時的な動き」の可能性も示している。非金融法人企業向け信用が高率であるのは，「手元流動性を高めるために，信用ラインを引き下ろしているのではないか」とも，指摘している。他は先月とほぼ同じ内容である。そして，総合分析でも，「ユーロ圏の健全なファンダメンタルズ」を背景に，貨幣・信用が活発に伸びているので，「物価安定への上方リスクは明瞭」としている。そして，「ECB の政策スタンスは引締めバイアスをもっている」とも述べている。

２月７日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

経済全体の見通しやリスク評価，政策方向性の全体像など，冒頭部分におかれた大枠は先月と全く同じである。物価面の上方リスクと景気面の下方リスクを勘案していて，動けないという意思表示をしているのだろう。賃金引上げへの警戒がかなり強まっている。

経済分析では，「経済成長率は穏当な水準に減速し，信頼指数は低下しつつあるが現状に一致した水準にある」と，楽観的である。また，主要貿易相手国の減速があるものの，「内外需ともにユーロ圏の潜在率下限あたりの成長を維持すること」が想定されていることも，楽観的である。さらに，「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」とまで，論じている。「高い企業利潤と歴史的な低失業率が，投資と消費を順調に伸ばす」だろうとも考えている。金融市場の動揺の影響で不確実性が高い[10]上に，「中期的なトレンドは不明確」であって，下方リスクも存在している。金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大が主要因とされている。

2月の HICP インフレ率は，1月と変わらず高いままであった。最近の原油・食糧価格の高騰の影響が大きく，しばらくの間，「HICP インフレ率は2％を相当程度上回りつづけるだろう」。先月とほぼ同じ分析が続くが，物価に関する明瞭な上方リスクの主因として，「高稼働率と低失業率なので，想定以上の賃金引上げ」が懸念されるとしている。

貨幣分析では，「中長期における物価安定への上方リスク」を，また確認している。M3の年間成長率はやや鈍化した上に，M1 も利上げの影響で減速し続けているが，「貨幣の成長の基調トレンドは高いまま」であるという。民間部門向け信用の伸びも高い。内訳をみると，「利上げの影響と一部地域における住宅価格下落の影響」で家計向けは低下し続けているが，非金融法人企業向けは高い。他は先月とほぼ同じ内容である。補助的長期資金リファイナンス・オペで，11月7日と12月7日に六百億ドルずつの資金を提供している。

3月6日　政策委員会　　政策金利　4％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭部分に置かれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容である。経済分析でも，現状分析は先月とほぼ同じである。「失業率が歴史的低水準にあること」から消費の堅調が予想されているが，「商品価格高騰のマイナス影響」にも触れられている。しかし，成長率の予想は，2008年：1.3-2.1％と下方改訂され，2009年：1.3-2.3％となった。「世界需要の減速，商品価格の高騰，金融状況の悪化」などの影響による。金融市場の動揺は不確実性を高めており[11]，下方リスクの主因ともなっている。

物価については，3月の HICP インフレ率は3.5％に上昇した。原油・食糧価格高騰による上方圧力を反映して，HICP インフレ率の予想が，2008年：2.6-3.2％，2009年：1.5-2.7％と，上方改訂された他は先月とほぼ同じ内容である。価格に関する「明瞭な上方リスク」として，「高稼働率と低失業率なので，想定以上の賃金引上げが懸念される」としている。そ

こで，ECB は賃金交渉を見守っており，「名目賃金のインデクセーションは避けるべきである」と主張している。

貨幣分析では，また，「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率は10.3％（３月）と減速したが，「貨幣・信用成長の基調トレンドは高い水準のまま」であるとしている。民間部門向け信用の伸びは10.8％である。他は先月とほぼ同じ内容である。

４月10日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭におかれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容であるが，「金融市場の動揺が予想以上に継続している」ことが新たに指摘されている。

経済分析も，先月とほぼ同じ内容であり，景気が減速しているが穏当な水準で継続しており，「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」ことが，強調される。金融市場の動揺の影響で不確実性は高く，同じ理由で下方リスクが存在している。商品価格高騰も下方リスク要因として指摘されている。物価面では，４月の HICP インフレ率は3.3％で，やはり原油・食糧価格高騰による上方圧力を反映している。見通しについては，先月とほぼ同じ内容である。

貨幣分析では，「中長期における物価安定への上方リスク」が，また確認されている。M3 の年間成長率は10.6％（４月）であるが，M1 は２％台で，定期預金の伸び率が高い。「平坦なイールドカーブなど一時的な特殊要因による影響もあるので，M3 の成長率は過大だが，貨幣・信用が高率で成長していることは否めない」と，警戒している。民間部門向け信用の伸びは11％前後で高いままであり，家計向けは低下し続けている一方で，非金融法人企業向けが高い状況も継続している。他も先月とほぼ同じ内容である。

質疑応答においては，具体的な施策に関して，連邦準備とのスワップ協定を継続したことと，MBS のような証券の直接購入や適格担保の拡大などは検討していないこと，を説明している。

５月８日　政策委員会　　政策金利　４％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭におかれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容である。経済分析の内容も先月とほぼ同じで，景況感は低下しつつあるものの「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」と強調している。企業投資堅調という見通しの理由に，企業利潤と稼働率が共に高いことに加えて，信用収縮が起きていない点も挙げられた。下方リスクの評価も同じである。５月の HICP イン

フレ率は3.7％で，高いままであった。物価面の分析や見通しも，ほぼ先月の通りである。

貨幣分析もほぼ同じ内容で，貨幣・信用集計量の高成長に基づいて「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率もほぼ同じ水準（5 月：10.5％）で高いままである。企業が手元流動性を高めようとしている点と関連して，CP などを含めた債券発行が停滞していることが報告されている。

6 月 5 日　政策委員会　　政策金利　4 ％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭におかれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容である。経済分析もほぼ先月通りで，「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」ことが強調されている。現状に関しては，「第Ⅰ四半期の対前期成長率は0.8％で予想を超えていた」ことと，「マイルドな冬など一時的影響なので，第Ⅱ四半期は元に戻るだろう」という見通しが加えられている。成長率の予想は，2008年：1.5-2.1％と下限が上方改訂され，商品価格の上昇から2009年：1.0-2.0％と下方改訂された。ただし，「2008年に底を打って，緩やかに加速していく」と予想されている。不確実性や下方リスクについては先月と変わらない。物価面では，6 月の HICP インフレ率は 4 ％に上昇したことと，HICP インフレ率の予想が2008年：3.2-3.6％，2009年：1.8-3％と大きく上方改訂されたことが，報告された。「インフレ率が高い時期は以前の予測よりも長く続くであろう」という見通しが示されている。物価に関する上方リスクは明瞭であるだけでなく，「高まりつつある」と警戒を高めている。

貨幣分析もほぼ同じ内容で，貨幣・信用集計量の高成長に基づいて「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。M3 の年間成長率は9.5％（6 月）と減速しているが，高いままである。M3 の構成要素内の変化や，民間部門向け信用の伸びが高いままであることなどは，変化していない。

7 月 3 日　政策委員会　　政策金利　25BP 引上げ（4.25％に）。

商品価格の高騰から物価・賃金への広範な二次波及を防ぎ，物価に関する中期的な上方リスクに対抗するための政策決定であることが，説明されている。現状分析・見通しおよび政策方針の大枠はほぼ変化していない。「高インフレ率の時期はかなり長く続く」という見通しに関連して，「金融市場の動揺にも拘らず銀行貸出は制約されていない」ことが上方リスクを強めている要因として指摘されている。

経済分析もほぼ先月通りで，「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」ことが強調されている。現状に関しては，第Ⅱ四半期の対前期成長率が予想通り減速しており，第Ⅰ四半期と平均して解釈することの必要性が指摘されている。

不確実性は高い上に，下方リスクが存在している点も変わらない。物価面では，HICP インフレ率が７月に4.1％に達しており，事後的にみるとピークにあった。HICP インフレ率の予想は，2008年：3.2～3.6％，2009年：1.8～３％と，大きく上方改訂された。「インフレ率が高い時期は数カ月前の予測よりも長く続き，2009年に入ってからしか低下し始めないであろう」とされている。上方リスクが強まっている点と関連して，商品価格のさらなる上昇のみでなく，賃金・価格設定行動が二次波及につながる懸念も強調され，ECB は賃金交渉や価格設定を注視しているとアピールしている。「価格安定に沿う水準にインフレ期待を安定化させることが最重要である」として，二次波及の防止を訴えている。

貨幣分析もほぼ同じ内容で，貨幣・信用集計量の高成長に基づいて「中長期における物価安定への上方リスク」を確認している。「さらに，近年の貨幣・信用の持続的高成長が価格安定への上方リスクを生み出したと考えている。ここ数カ月は，そのリスクが顕在化している」のだと，論じている。M3 の年間成長率は10％を超えている。M3 の構成要素内の変化や，民間部門向け信用の伸びが高いままであることなどは，変化していない。

８月７日　政策委員会　　政策金利　4.25％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭におかれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容である。HICP インフレ率が価格安定と非整合的に高い時期はかなり長く続くという見通しで，中期的な上方リスクの存在も認めている。「広範な物価・賃金への二次波及を防止することが肝要」であり，中期的な物価安定という ECB の主政策目標を実現するために，「中長期のインフレ期待を安定化させる」べく，政策を打っていくとアピールしている。

経済分析では，第Ⅱ四半期の成長減速について，「予想通りの面もあるが，世界経済の減速や商品価格の高騰・変動の悪影響もある」と，見方をやや修正している。中期的にみると「ユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり，大きなインバランスは存在しない」と，主張し続けているが，消費に関しては，歴史的な低失業率のプラス影響よりも商品価格高騰のマイナス影響が勝るのではないかと，やはり見通しを修正している。リーマン証券破綻前に，景気は変調が始まりつつあったともいえよう。下方リスクについては，「特に，予想以上の商品価格高騰は，消費や投資を下げるリスクがある」と強調されている。物価面では，HICP インフレ率は，６月４％，７月4.1％であった（８月には3.8％へ低下することになる）。商品価格高騰の直接的影響だけでなく，「生産性が低下する一方で賃金の上昇も始まっている」として，間接的影響の顕現も指摘している。上方リスクの高まりとインフレ期待安定化の重要性については，変わっていない。

貨幣分析も，先月とほぼ同じ内容である。「広義の貨幣・信用集計量の成長率は減速してきたが，基調トレンドは高い」として，警戒している。M3 の構成要素内の変化や，民間部

門向け（非法人企業）信用の伸びが高いままであることなどは，変化していない。

9月4日　政策委員会　　政策金利　4.25％で維持。

経済の現状，見通し，リスク，政策の方向性など，冒頭におかれた大枠は全て先月とほぼ同じ内容である。HICP インフレ率が高い時期は継続するという見通しで，中期的な上方リスクの存在も認めている。貨幣・信用の成長はやや減速しつつあるが，トレンドの水準は依然として高いとみている。年半ばにおける GDP 成長の減速も確認されており，商品価格高騰の直接・間接効果などを含む，内外要因の影響もあると，考えている。中期的な物価安定という ECB の主政策目標を実現するために，「中長期のインフレ期待を安定化させる」べく，政策を打っていくとアピールしている。

経済分析では，第Ⅱ四半期の対前期成長率は－0.2％と，大きく減速したことが報告されている。消費も投資も減少し，輸出と輸入も同じだけ減少した。ただし，現在はインフレの下に家計消費も企業投資も減退している状況だが，今後は緩やかに回復すると予想している。その理由として，「原油価格低下が持続すれば消費にプラスであり，新興国の好景気が継続すれば外需は持ち堪えて投資にもプラスだろう」とみている。ともあれ，成長率の予想は，2008年：1.1-1.7％，2009年：0.6-1.8％と下方改訂された。不確実性は高い上に，下方リスクも存在している。商品価格の再上昇，金融市場におけるリスク再評価の影響の拡大が主懸念として挙げられている。昨秋以来高まっていた HICP インフレ率は，8月には3.8％へやや低下した。HICP インフレ率の予想は，2008年：3.4-3.6％，2009年2.3-2.9％と報告された[12)]。価格に関する上方リスクの高まりとインフレ期待安定化の重要性については，変わってない。

貨幣分析も，先月とほぼ同じ内容である。「中長期のおける物価安定への上方リスク」を警戒している。M3 の構成要素内の変化は変化していない。民間部門向け信用の伸びは依然として高水準だが，企業部門のローン需要の伸びも減速し始めた。しかし，信用供給は未だに制約されておらず，銀行部門の自己資本はまだ毀損されていないとみている。

質疑応答において，資産担保証券（ABS）を担保として受け取る場合の新しい諸ルールが紹介された。基本的に担保の掛け目（ヘアカット）を厳しくしたり，格付けも厳密化したりするなど，米国発の危機への対応である。また，6カ月物の補助的長期的リファイナンス・オペを250億ユーロという規模のままで，更新することも決定された。

4　2009年10月～2010年6月　　金融危機激化への対応

前回9月4日の会合は，リーマン証券破綻の直前であり，その後の急激な危機の進行は予測不能であった。少し景気変調はみられていたが，基本的には「ユーロ圏の経済ファンダメンタルズは健全で，顕著なインバランスは存在しない」として，景気は底堅いと考えていた。

他方で，商品価格高騰は，直接的な影響のみならず，賃金上昇とも結びついて二次波及が懸念されていた。マクロ金融政策の焦点はインフレ防止であったのである。しかし，10月以後は，急速な危機進行と景気後退への対応に追われて，ほとんど連続的に利下げを実施していくこととなった。

10月２日　政策委員会　　政策金利　4.25％で維持。

金融市場の混乱の激化とその影響について議論しており，この状況下でも，中長期のインフレ期待を安定化させることが，重要である。「そうすることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と，通例の文言を繰り返している。最新状況については，「ユーロ圏の景気は低下しており，内需は縮小し，金融も引き締まっている」が，インフレ率は高水準に留まっていることが報告されている。「需要低下によって，物価の上方リスクはやや緩和されたが，消えてはいない」とし，貨幣の高成長も上方リスクを示唆している解釈している。ただし，広義の貨幣・信用集計量の成長率は減速し続けているし，「賃金・価格設定への二次波及を防止することが肝要」という主張も書かれている。

経済分析では，金融市場の混乱によって不確実性が非常に高まっている状況下，ユーロ圏では内需が低下し金融も逼迫して景気が急降下しているが，「石油価格低下と新興国の成長が，2009年における緩やかな回復をもたらすかもしれない」と，希望を探してもいる。金融市場の混乱が予想以上の悪影響をもたらすかもしれないので，「下方リスクも強まっている」とみている。HICP インフレ率は依然として高水準だが，９月には3.6％へ低下した。金融市場のインフレ予想も低下している。しかし，生産性が低下する一方で賃金上昇がかなり強いので，「インフレ率が高い時期はかなり長く続き，2009年に入ってゆっくりと低下し始める」とみている。需要が低下しているので，上方リスクはやや緩和されたが，「これまでの商品価格高騰の間接的影響が予想以上に強いかもしれないし，賃金価格設定への二次波及が広範におよぶかもしれない」ので，残っているとみている。

貨幣分析では，最新の貨幣集計量データは８月末なので金融市場混乱の影響は反映されておらず，先月までとほぼ同じ内容である。金融市場動揺はこの時点では民間向け信用供給を制約していないが，信用の成長減速は８月も続いている。

質疑応答では，金融市場が11月の利下げ確率を75％とみていることが紹介された。欧州の銀行のセーフティーネットとしての欧州基金については，「連邦制の米国とは異なる」ので難しいとし，個別の銀行であっても「システミックリスクがある場合は，流動性供給に全力を尽くす」と約束している。ここのところ，ECB は短期金融市場に積極的に介入してきたが，銀行間市場はほとんど改善されていない。そこで，固定金利無制限のオペをメインにすることも発表した。

11月６日　政策委員会　　10月８日の協調利下げ（50BP）に続いて，政策金利　50BP 引下げ（3.25％に）。

物価安定に関する見込みは大きく改善され，インフレ率は2009年以内に目標水準に低下するだろうと見込んでいる。「金融危機の激化と広がりは，世界と欧州の総需要を相当期間低下させるであろう上に，商品価格も急落しているので，価格や賃金の圧力も緩むだろう」というのである。貨幣集計量の成長は依然として高いが，減速が継続しつつあり，物価安定に関する上方リスクもさらに弱まっている。金融危機の影響で不確実性は極めて高く，難しい局面である。「銀行部門は信頼度を回復する努力をするものと期待する」とアピールしている。ECB そのものは，「中長期のインフレ期待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と，通例の文言を繰り返している。

経済分析では，世界経済全体が悪影響を受けており，動揺は「金融市場から実体経済へ，先進諸国から新興国へと広がっている」と述べている。ユーロ圏では，内外需ともに低下し，金融も引き締まって，景気後退が進んでいる。「回復に向けた健全な基礎を固めるために最も重要なことは，マクロ経済政策が規律と中期見通しを保って，二次効果を防止することである」と保守的な姿勢を示し，「銀行部門が政府の救済策を十分に受け止めることも重要である」とアピールしている。諸対策と商品価格低下とが「経済への信頼回復に役立つ」と希望的観測を述べる一方で，下方リスクについても言及している。

HICP インフレ率は，10月と11月には3.2％へ低下した。単位労働コストの上昇はかなり強いが，商品価格急落と景気鈍化によって，「インフレ率は2009年以内に目標水準に低下する」と見込んでいる。金融市場のデータによると，インフレ予想も明らかに鎮静化している。商品価格の下落状況次第だがインフレ率が大きく低下する可能性もあるし，上方リスクは弱まりつつある。ECB は，賃金のインデクセーション回避と中長期のインフレ期待安定化の重要性を訴えている。

貨幣分析では，貨幣・信用集計量が高水準にあるが，減速していることから「物価の上方リスクは弱回っているが，消滅はしていない」と分析している。「金融危機の激化によって MMF からの資金流出や預金への流入が生じていること」が報告され，これからのデータを待たねばならないが，「非貨幣資産と貨幣資産の間，および諸貨幣資産間の資産代替が生じ得る」と予想している。貨幣・信用データの解釈には慎重でなければならないが，銀行信用の鈍化が始まった兆候があり，「銀行貸出サーベイによると，審査基準の引き上げは続いている」と報告されている。

12月４日　政策委員会　　政策金利　75BP 引下げ（2.50％に）。

先月同様に，冒頭部分で，インフレ鎮静化と，景気後退の長期化，および貨幣量成長の減

速などを確認し，ECB は「中長期のインフレ期待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と繰り返している。

経済分析も先月とほぼ同様に，金融危機が世界経済全体に悪影響をもたらしていること，ユーロ圏では，懸念されていた下方リスクがいくつも顕在化して第Ⅳ四半期もさらなる低下が進行していることが，確認されている。内外需ともにしばらく低水準が続くが，「商品価格下落，世界経済回復，金融市場動揺の鎮静化などによって，ゆるやかな回復が始まる」と予想している。成長率の見通しは，2008年：0.8％～1.2％，2009年：－１％～０％（マイナス成長），2010年：0.5～1.5％と，大きく下方改訂された。不確実性が極めて高い上に，下方リスクも強いことも述べられている。物価面でのインフレ率減速も確認されている（12月には1.6％へ低下）。商品価格下落が，年前半の単位労働コスト上昇を圧倒していると，分析されている。商品価格の下落状況次第だが，インフレ率が大きく低下する可能性もある（ベース効果は，その後の上昇も引き起こし得る）。インフレ率の予想は，2008年：3.2～3.4％，2009年：1.1～1.7％，2010年：1.5～2.1％と，大きく下方改訂された。先物市場の諸情報と，賃金上昇圧力の緩和を想定している。価格に関するリスク評価は，「かなりバランスしている」と変更された。商品価格の動向次第では，下方・上方どちらにでも変化し得るというのである。ただし，「圏内の賃金価格圧力が予想以上となる危険性もあるので，自重してもらいたい」とアピールしている。

貨幣分析では，「広義の貨幣集計量の基調トレンドが穏当な水準となって，物価の上方リスクは弱まっているが，中長期的なリスクは少し残っている」と，結論している。９月以来の金融危機の激化に対応して市場参加者の行動は大きく変化しているが，「現在までのところは，M3 の構成要素間の代替が主であり，M3 そのものは大きく変化していない」と，報告されている。非金融法人企業向けの銀行信用の鈍化が続いているが貸出は枯渇してはいないことと，家計向け貸出もさらに減速していることが，説明された。

１月15日　政策委員会　　政策金利　50BP 引下げ（２％に）。累計：225BP 引下げ。

先月同様に，冒頭部分で，インフレ鎮静化とリスクのバランス化，景気後退の長期化，および貨幣量成長の減速などを確認し，ECB は「中長期のインフレ期待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と繰り返している。

経済分析も先月と同様に，金融市場動揺の激化と拡大によって，実体経済への波及も強まっていることを確認し，「特に，ユーロ圏の輸出への海外需要が低下」していることを指摘している。「需要見通しの減退と金融の逼迫によって」圏内景気は後退しており，「懸念されていた下方リスクがいくつも顕在化しつつあって，年末にかけて景気はさらに後退してきた」と，みている。商品価格下落や最近の諸対策が次第にプラス効果をもたらしていくと期待し

つつも，見通しには極めて高い不確実性が伴っていることと，下方リスクが強いことも認めている。「安定志向で持続的なアプローチで，マクロ経済政策が規律と中期見通しを保つことが重要で，信頼を維持・強化するための最善策である」と，繰り返している。また，政府による強力な諸対策も，金融システムへの信頼を強め，企業・家計向け信用の供給制約を緩和すると，期待している。HICP インフレ率は 1 月にも1.1％へ低下した。見通しやリスク評価，賃金・価格設定における自重要望などは，変わっていない。

貨幣分析も先月の延長線上にあり，広義の貨幣集計量の基調トレンドが穏当な水準となっており，インフレ圧力と上方リスクが弱まっていることを，確認している。市場参加者の行動変化や，非金融民間向けの銀行信用の鈍化などは，変わっていない。

質疑応答において，ECB のバランスシートがほぼ倍増している点に言及された。的確担保資産の拡大と，固定金利無制限の資金供給の結果であるとしている。そして，まだ「出口を探る状況にはいたっていない」とも述べられている。

2 月 5 日　政策委員会　　政策金利　2 ％水準で維持。

先月同様に，冒頭部分で，インフレ鎮静化と上方リスクの減退，景気後退の長期化，および貨幣量成長の減速などを確認し，ECB は「中長期のインフレ期待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と繰り返している。

経済分析は先月の内容とほぼ同じである。2008年末には成長率が大きく落ち込んだことも報告されている。物価面でも新しい内容は示されておらず，中期的にはインフレ率は目標範囲に収まるだろうことと，インフレ期待も低下していること，価格に関するリスクがバランスしてきていることなどが，再述されている。

貨幣分析でも，ほぼ先月と同じ内容で，広義貨幣集計量の基調トレンド減速の継続，インフレ圧力と上方リスクの低下，M3 の構成要素間の代替などが，再述されている。なお，金融市場逼迫から民間向け信用の鈍化が続いているが，初期は家計向けの減速であったのに，12月以後は非金融法人企業向けも減少し始めた点が指摘され，他方で政策金利低下の浸透と審査基準引上げの一段落が報告されている。

質疑応答では，1 週間から 6 カ月満期で無制限の流動性供給を行っていることと，非常時対応でバランスシートが拡大していることが説明された。また，政策金利のコリドーの幅を維持することの重要性[13)]も，説明された。市場は政策金利のさらなる 50BP 引下げを予想している。

3 月 5 日　政策委員会　　政策金利　50BP 引下げ（1.5％水準に）。累計：275BP 引下げ。

インフレ率は大きく低下しており，「2009年も2010年も 2 ％を大きく下回るだろう」とい

う見通しが提示された。厳しい景気後退による商品価格下落と国内の価格・賃金上昇圧力低下とを，その判断理由としている。中長期のインフレ期待も２％以下という政策目標に沿っている上に，この見通しは貨幣分析にも合致している。景気については，「2009年中は内外の総需要が低水準に留まるだろうが，2010年には緩やかに回復するだろう」という，見通しとなった。ECB は「中長期のインフレ期待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」という，通例の文言も繰り返されている。

経済分析では，先月とほぼ同じ内容が再述されている。2008年末に続いて，2009年初頭も景気は弱いままであることが報告された。予想成長率は，2009年：－3.2～－2.2％，2010年：－0.7％～0.7％と，下方改訂された。「内外における大規模な政策刺激と金融機能回復に向けた諸施策が2010年の回復をもたらすだろうし，商品価格下落も次第にプラス効果をもたらしていくだろう」と，予想している。見通しは不確実性を伴っているが，リスクはバランスしてきているとみている。「諸施策が思った以上のプラス効果をもたらすかもしれない」一方で，「金融危機の悪影響が予想以上になるかもしれない」というのである。

HICP インフレ率は，２月には1.2％という低水準にあり，インフレ・リスクは広範に低下している兆候も指摘されている。インフレ率の予想は，2009年：0.1～0.7％と下方改訂された。ベース効果がはたらくので2009年内のインフレ率は大きく変動しそうである。景気予想の改訂に応じて，2010年の予想も0.6～1.4％と下方改訂された。景気と同様に不確実性は高いが，景気と商品価格の動向次第なので，リスクはかなりバランスしてきているとみている。

貨幣分析では，広義貨幣集計量の基調トレンドの減速継続が確認されて，インフレ・リスクは弱まっていると，解釈している。M3 の成長率は１月に5.9％まで減速したが，その構成要素の月次変動は激しく，M1 の成長率は5.2％へ上昇したことが報告された。貸出も大きく変動しており，12月は減少したが１月は拡大した。年末効果を除くと，家計および非法人企業への貸出は減速していると分析されている。ただ，政策金利の低下は浸透しつつあり，ユーロ圏内の金融政策の作用経路は機能していると，考えている。

質疑応答では，ECB の資産規模に言及された。非伝統的政策手段を用いているので，ECB の資産規模は拡大していること，購入したリスク資産はユーロ圏 GDP の６％に当たることが，説明された。また，ECB の2008年利潤は2007年利潤の10倍に拡大しており，その一部はリスク資産保有に対する準備金としていること，残りは加盟各国中央銀行に分配していることが説明された[14)]。

４月２日　政策委員会　　政策金利　25BP 引下げ（1.25％に[15)]）。累計：300BP 引下げ。

冒頭の概要部分は，先月と全く同じ内容で，インフレ鎮静化，ユーロ圏内外の厳しい景気後退，2010年以後の緩やかな回復見込みなどを再述した後，ECB は「中長期のインフレ期

待を安定化させることで，持続的な成長と雇用，および，金融の安定性にも貢献する」と繰り返している。

経済分析も先月とほぼ同じ内容である。景気に関しては新しい情報がないが，HICP インフレ率は 3 月にきわめて低い0.6%へ低下した。やはり，このところの商品価格急落を反映している。インフレ・リスクは，広範に低下している兆候が強まっている。ベース効果やリスクに関する内容は，変わっていない。

貨幣分析においても新しい情報は乏しい。M3 の構成要素の月次変動，広義貨幣集計量の基調トレンド減速，インフレ・リスクの減退などが，再述されている。定期預金は減少し当座預金は増加していること，企業向けの短期貸出は減少し長期貸出は増えていることなどが，指摘されている。また，信用の減速に関しては，企業や家計のレバレッジ縮小だけでなく，銀行サイドの努力も貢献している可能性を示唆している。

質疑応答では，政策金利水準は既にきわめて低いので，当分は変更しないだろうという見込みが述べられている。また，預金ファシリティも一緒に下げているので，コリドー幅は十分であり，政策金利変更は市場金利によく反映されるだろうとみていることも，説明された。なお，最近，ユーロ建ての 6 カ月物や 1 年物の金利は，ドル建て金利を下回っているのは，「固定金利無制限の資金供給と適格担保拡大とが，リスク・プレミアムや流動性プレミアムを低下させているからであろう」とし，「ECB の資産規模を対 GDP 比でみると，米国連邦準備制度を上回っている」と，積極的な金融緩和をアピールしている。また，「デフレーション・リスクがさほどに高まっているとはみていない。マイナスのインフレは，一時的に経験することになるだろうが，中期的なインフレ期待は健全な水準に留まっている。政策が成功している証であろう」とも述べて，政策の有効性も示そうとしている。

5 月 7 日　政策委員会　　政策金利　25BP 引下げ（1 %に[16]）。累計：325BP 引下げ。

金利切り下げとともに，「12カ月物，固定金利，無制限」の資金供給を行うことも発表された[17]。これが，今次金融危機における ECB の緩和策の主力となった。また，ユーロ建てのカバード・ボンドを六百億ユーロ購入することも決定された。こちらは，アメリカの信用緩和策においてリスク資産購入が喧伝されたことで，ECB に圧力がかかったことへの対応だと考えられるが，規模は小さなものでしかなかった[18]。これらの決定は，「短期市場金利の低下を促し，銀行貸出を促進し，民間債券市場の流動性を高め，銀行や企業の借入条件を緩和することを目的としている」と説明されている。インフレ鎮静化と景気後退継続や政策方針に関する，概要部分は先月とほぼ同じである。ECB は「中期的に物価安定を維持できると考えており，そうすることで家計の購買力を支援する」と，書かれている。

経済分析も先月の内容をほぼ踏襲しているが，第I四半期の後退は 3 月の予想以上であっ

たことが追加されている。さらに，HICP インフレ率も 5 月には 0 %水準にまで低下した。「ベース効果で年央にはインフレ率がマイナスになるであろうが，その後に上昇し，2010年のインフレ率はプラスだが 2 %以下だろう」と予測している。

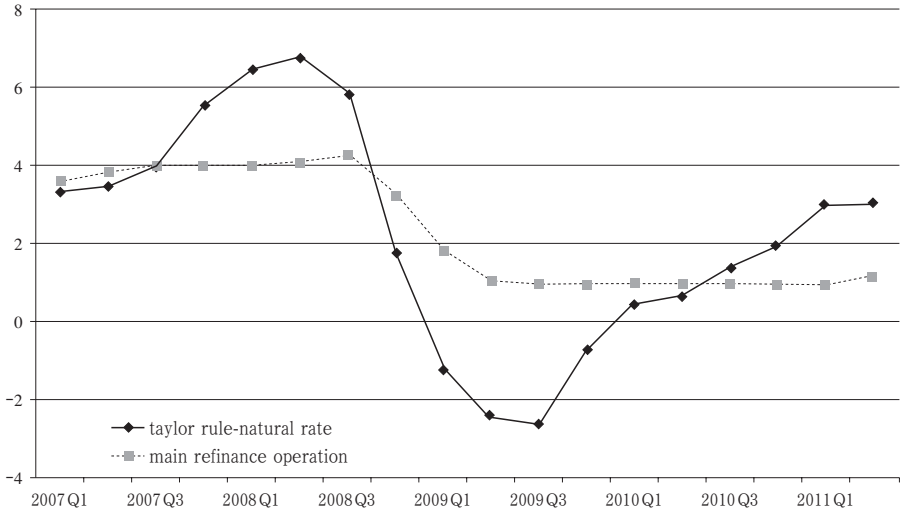
貨幣も先月とほぼ同じ内容であるが，民間向けの貸出はさらに減速しており，特に非金融法人企業向けの減少が顕著であることが，報告された。長期貸出は増えているが，短期貸出が大幅に減っており，景気後退に伴う資金需要の減少を反映していると，分析されている。「短期貸出の金利は低下しており，金融政策の作用経路が機能している」という点も再述されている。「ユーロ圏の銀行が貸出金利のベンチマークとして利用する主要な短期金利はおしなべて低下し，家計や非金融法人企業向けの貸出金利も低下してきた。金融政策には効果ラグがあるから，ECB の緩和も次第に効果が出てくるのかもしれない」というのである。

結

以上，ECB の金融危機対応を，2007年から2009年半ばまでの政策決定の発表文を通して，吟味してきた。2007年前半は景気・インフレともに好調でありゆっくりと小刻み引締めをしていたのだが，その後は，最初の金融市場動揺から，消費価格高騰へと問題が発生し，2008年前半には，インフレ懸念が最大の焦点であったことが判る。金融システムの問題からか，強い引締めは行われないままに，2009年秋以後は本格的な金融危機へと突入して，急速な緩和策が講じられることとなった。

最後に，ECB の政策金利水準をテイラー・ルールの計算値と比較してみよう（図 4[19]）。第 1 局面はほぼルール通りかやや引締め不足だが，第 2 局面は明確な引締め不足であったこと

図 4　MRO レートと Taylor ルール



が判る。他方で，金融危機が発生してしまうと，計算値はマイナスに突入するので，当然，緩和不足となってしまった。テイラーの批判に通じる結果だと言えよう。ECB は域内の物価安定だけには注力できていなかったのである。

小巻・地主（2010）では，アメリカやスウェーデンにおいて，2008年夏にインフレ懸念が高まったことで，緩和の遅れが生じたことを指摘したが，ECB の場合は，賃金上昇によるホームメイドのインフレーションも進行していたとすれば，状況は異なったと評価すべきかもしれない。

注

1）トレンドの推定方法には様々なものがある上に，この方法では全てのデータが判明した事後的な計算でしかなく，リアルタイムでは利用可能でないトレンドである。
2）以降の叙述は ECB Governing Council, “Introductory Statement,” の当該号に基づく。
3）ECB では，金融政策の策定にあたって，景気と物価の現状を分析し予測する「経済分析」と，貨幣・信用集計量を分析する「貨幣分析」の，2本立ての分析を利用している。
4）ECB Governing Council, “Introductory Statement” Feb. 8th, 2007.
5）ベース効果と呼ばれる現象である。
6）当時注目されていた，いわゆる「デカップリング論」。
7）キプロスとマルタもユーロに加盟。15カ国。
8）「米国発のリスクは高まっている」と，質疑応答で総裁は述べている。なお，連邦準備と提携して，短期金融市場（3ヶ月物 Euribor 高止まり）の正常化に向けて，ドル資金の供給を継続。12月に実施したのと同じ規模で，1カ月物を百億ドル×2回。
9）先物市場価格に基づいて，商品価格が低下していくと想定している。また，原油・食糧価格から賃金・物価への二次波及は抑制できるものと想定している。
10）大西洋の両サイドで，短期金融市場は落ち着いてきた。
11）欧州の周辺各国の財政危機で財政赤字国の国債の対ドイツ国債スプレッドが高まっている。
12）原油・食糧価格の動向は，先物価格にしたがって，沈静化していくものと想定している。
13）狭いと，銀行間で相互の貸し借りが行われなくなる。
14）2008年にオペ対象の5機関が破綻しており，関連損失は加盟各国中央銀行とシェアするという。
15）預金ファシリティは0.25％，ロンバード金利は2.25％。
16）貸出ファシリティの金利も同じだけ下げて，1.75％とした。預金ファシリティの金利は，0.25％のままに据え置いた。
17）6月23日に最初のオファーの金利を発表：当該日の主リファイナンス利率。その後，状況に応じて，プレミアムを乗せるかもしれない。
18）カバード・ボンドの購入は，「大きく影響された市場の機能回復であって，量的緩和ではない」と，質疑応答で説明されている。
19）図4の Taylor ルールの計算値は，GDP の2次トレンドからの乖離を GDP ギャップとし，インフレ率の1.75％目標からの乖離をインフレギャップとして，インフレ率＋0.5×GDP ギャップ

＋0.5×インフレギャップで算出した。

参 考 文 献

ECB Governing Council, “Introductory Statement” 2007～2009年の各月。

Taylor, John B., *Off the Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, HOOVER INST PRESS, Fed., 2009.

小巻泰之・地主敏樹，「欧米中央銀行の金融政策の危機対応――米国連邦準備制度と瑞国リクスバンク――」，植田和男編著『世界金融・経済危機の全貌――原因・波及・政策対応』，慶応義塾大学出版会，2010年10月。