

### 金融政策の国際協調と欧州中央銀行

荒木 謙一

#### 国際的な中央銀行間の政策協力

一般の世界的な金融危機の深まりに対して、世界の政府と中央銀行が連携的な対策に乗り出し、協調的行動も多く見られるようになった。金融政策面では10月8日、米欧の6中央銀行が協調して緊急同時利下げを実施した。協調の枠組み以外でも中国などが同調的利下げを実施した結果、世界全体では10中央銀行による同時利下げとなった。また欧州では11月6日、ユーロ圏、イギリス、スイス、チェコ、デンマークの各国中央銀行による同時利下げも実施された。

スワップ協定によるドル資金の供給拡大も、最近の中央銀行間の協調的な行動のひとつとして特筆される。欧州中央銀行（ECB）は、米連邦準備制度（FRB）との間で、07年12月12日に最大200億ドルの通貨スワップ協定を結び、欧州の金融機関向けにドル資金の供給を開始、その後段階を追って交換枠を拡大してきた。リーマン・ショック直後の08年9月18日、FRBは新たに日本、イギリス、カナダの中央銀行とスワップ協定を締結するとともに、既存の協定が存在したECBとスイス国立銀行に対しては、再び交換枠の拡大を図った。スワップ協定に基づくECBのドル資金供給能力は、9月18日時点で1,100億ドルに達した。ECBはドル資金を、適格担保を差し入れた金融機関に対する入札方式でのターム物貸出（USD Term Auction Facility）と、ユーロ資金を担保見合いとする為替スワップオペレーションにより金融機関に供給してきたほか、10月8日には翌日物の入札方式をユーロと同条件として、ドル資金の供給拡大を図っている。

こうした国際協調による柔軟な対応は、危機

に対応するための緊急的措置としての性格が強いものではあるが、中央銀行の金融政策のあり方の新しい潮流を示すものとして注目される。

#### 欧州の金融機関にドル資金が必要な理由

ECBの月報に掲載されている巻末統計から、ユーロ圏の全預金取扱金融機関（MFIs）の「合併貸借対照表」に関する情報を得ることができる（第1表）。これによると、08年6月末のMFIsの資産総額は30.8兆ユーロ（5,119兆円、6月末のレート1ユーロ＝166.43円で換算、以下同じ）、負債総額は29.0兆ユーロ（4,834兆円）、資本総額は1.8兆ユーロ（285兆円）であった。またMFIs全体として、3.6兆ユーロ（597兆円、5.7兆ドル、6月末時点のレート1ユーロ＝1.576ドルで換算）を米ドル建ての預貯金ないし負債証券として調達していた。このほかにもSIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）などを通じてドル資金を調達していた部分などがある程度存在すると見られる。

第1表 ユーロ圏預金取扱金融機関の資産総額、負債総額および負債の内訳

	残高 (兆ユーロ)	割合	通貨別の内訳割合		
			ユーロ	米ドル	その他
資産総額	30.8				
負債総額	29.0	100.0%			
ユーロ圏金融機関による預金	6.3	21.6%	5.8	0.3	0.2
ユーロ圏非金融機関による預金	9.4	32.3%	9.0	0.2	0.1
非ユーロ圏金融機関による預金	3.0	10.5%	1.4	1.0	0.6
非ユーロ圏非金融機関による預金	1.0	3.4%	0.5	0.3	0.2
ユーロ圏金融機関が発行した負債証券	5.1	17.7%	2.4	1.7	1.0
上記合計 (預金及び負債証券)	24.8	85.5%	19.1	3.6	2.1

【出所】欧州中央銀行11月月報の巻末統計から農中総研作成

リーマン・ショックに端を発した金融危機はまたたく間に欧州金融市場をも席卷した。ただし、欧州においても流動性の枯渇は特にドル資金の銀行間市場において顕著であり、ロンドン市場などでのドル資金調達が困難化した。また昨年来、欧州勢の一部金融機関は東京市場で円を調達し、為替スワップ取引によりドル資金に変換するという円キャリートレードの手法で、ドルを調達する動きを強めていたが、金融危機の深刻化は海外市場におけるこのような調達をも困難にしたものと見られる。協調体制による ECB のドル資金供給は、欧州の金融システムを維持する上で緊急的必要性が高いものであった。

### 積み上がる中央銀行の資産規模

前述のように、協調的なドル資金供給が拡大した結果、ECB のバランスシートは拡大した（第 1 図）。金融危機前の 8 月末時点と直近時を比較すると、米連邦準備制度（12 地区連銀連結ベース）の総資産額の約 2.4 倍という急増ほどではないが、ユーロシステム（ECB・ユーロ圏 15 カ国中央銀行の連結ベース）も 3 割強、金額にして約 5,496 億ユーロ、総資産額が増加している。現在の総資産額は 1998 年の ECB 設立以来最も高い水準に達しており、伸び方も速くなっている。

増加している資産項目を見ると、金融政策オペレーションにかかる債権や、ユーロ建て国債・証券等、その他外貨建て債権などの項目が増加している。主要リファイナンス・オペレーション（MRO）や、中長期リファイナンス・オペレーション（LTRO）の債権残高の伸びからは、ECB がこの間、積極的にユーロ資金の供給に努めたことがうかがわれる。また外貨建て資産が増大している理由は、スワップ協定により取得したドル資金を、金融機関に貸し付けたことによる債権が増大したためである。外貨建てユーロ圏の居住者向け債権（金融機関向け債権を含む）の残高は、8 月末時点から直近時までに 1,724 億ユーロ増加している。

中央銀行のバランスシートの拡大は、通貨価値の裏付となる資産内容の劣化や、マネタリーベースの拡大を通じたマネーサプライの高伸とインフレ圧力増大の懸念をもたらすが、資源価格の下落を受け、ユーロ圏の一般物価水準は落ち着きを取り戻しつつある。ECB の積極的な資金供給姿勢は、銀行間の緊張感緩和のためにひとまず奏功していると言えよう。緩和的なスタンスが継続される結果、ユーロシステムのバランスシートの規模は、当面は現在の水準以上で推移することになるだろう。

（08.11.21）

