

ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」 (PSPP) について

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I、ユーロシステムによる「公的部門買入プログラム」(PSPP) の実施

II、PSPP のユーロ地域全体における金融緩和「効果」

III、PSPP とドイツ、イタリア、スペインの銀行の貸出、物価上昇への影響

1) ユーロ地域におけるマネタリー・ベースとマネーストックの理論的整理

2) ドイツ、イタリア、スペインの銀行の貸出、それらの銀行への預金の推移

まとめ

はじめに

ユーロシステムは 2015 年 3 月に PSPP (公的部門買入プログラム) を導入した。このプログラムについては「量的金融緩和」の視点から論じられることが多い。また、アメリカの量的金融緩和、日本の量的・質的金融緩和と比較されることが多い¹⁾。PSPP には確かに「量的金融緩和」の面があるが、PSPP は量的緩和による貸出の増大=物価上昇、通貨安だけを意図したものではないと思われる。すなわち、イタリア、スペインなどの中央銀行による自国国債等の購入によるギリシャ危機以来のソブリン不安の解消を意図していたことを見逃してはならないだろう²⁾。

ユーロシステムは、PSPP においてユーロ地域のスペイン、イタリアなどの特定の中央銀行の自国国債等の購入に限定することができず、ドイツ等の国債には不安はまったくないにもかかわらず、ギリシャ、キプロスを除いてすべてのユーロ地域の中央銀行による自国国債等の購入を定めた。そのことによって、PSPP の量的緩和としての側面が出てきたのであるが、イタリア、スペインなどの国債不安を救済する意図が含まれていたのである。また、量的緩和の面

もイタリア、スペインなどを強く意識したものではないだろうか。

PSPPはドイツには債権の TARGET Balances を、反対にイタリア、スペイン、ECBには債務の TARGET Balances を累積させ、それらの国の「中央銀行預金」の増額に格差を作ることになったが³⁾、そのことが「量的緩和」における「効果」の各国間の差異を生み出している可能性がある。その検討には、ユーロ地域におけるマネタリー・ベース、マネーストックの概念についての再整理が必要であろう。

小論は、PSPPを分析することにより、PSPPのもとでユーロ各国の中央銀行が各国の金融機関（ユーロ域外の金融機関も含む）から自国の国債等を購入することによってソブリン不安が軽減されていった過程とPSPPの量的緩和としての「効果」を、ユーロ地域全体におけるそれだけでなく、主にドイツとイタリア、スペインとの比較において明らかにしていきたい。

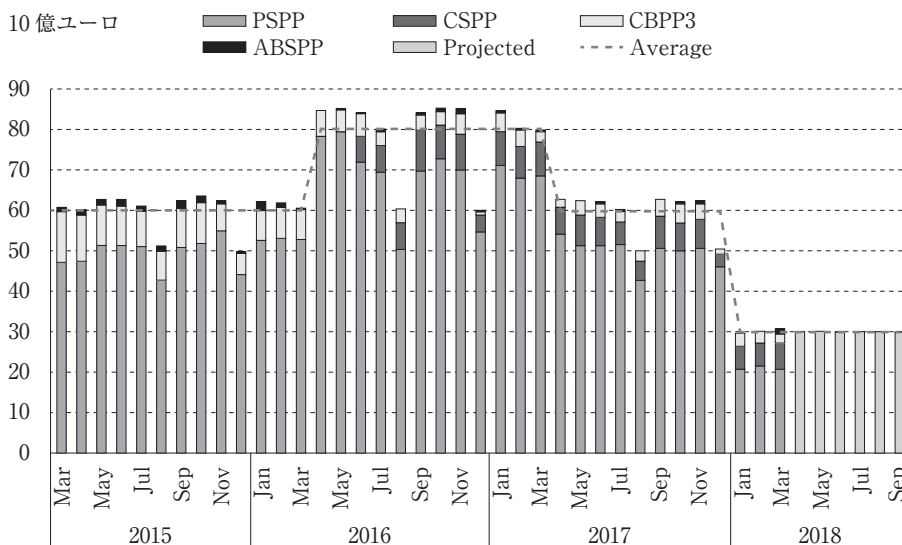
I、ユーロシステムによる「公的部門買入プログラム」(PSPP)の実施

2015年1月、ユーロシステムはこれまでの資産買入政策を拡大することを決定し、同年3月から実施し始めた。これまでの「企業部門資産買入プログラム(CSPP)」、「カバー・ボンド買入プログラム(CBPP)」、「資産担保証券買入プログラム(ABSPP)」に加えて、新たにユーロ地域19か国の国債、ドイツ、フランス、スペインの政府機関債、EU関連機関債を購入する「公的部門買入プログラム(Public Sector Purchase Programme)」を加えたのである⁴⁾。これらのプログラムを総称して「拡大資産買入プログラム、Expanded Asset Purchase Programme」(EAPP)と言われる⁵⁾。なお、注1)に掲げた論稿も含め、PSPPを指してECBの「量的緩和政策」と呼ばれることが多い。しかし、ユーロシステムは正式にはそのようには呼んでない。PSPPについての評価を、「量的緩和」に限定して行なってよいかどうかについてはのちに論じよう。

2015年3月以降のユーロシステム全体の月々の「拡大資産買入プログラム(EAPP)」による資産購入額が第1図に示されている。この中にはPSPPだけでなくABSPP、CBPP、CSPPも含まれている。プログラム全体の購入額が2015年3月から16年3月までは約600億ユーロであったのが、16年4月から17年3月にかけては800億ユーロを少し超える額にまで高まっている。しかし、17年4月からは600億ユーロ、18年1月からは300億ユーロに減少している。購入額のほとんどはPSPPによるものである。PSPPによる購入は16年3月までは約500億ユーロ前後、16年4月には800億ユーロ弱にまで増加し、17年3月には500億ユーロ程度に減少し、18年からは200億ユーロにまで減少している。

EAPPのほとんどがPSPPであるので、PSPPについて説明を加えておこう。1)当初、ユーロシステムの国債等の買入はEAPP全体で月額600億ユーロとされ、PSPP実施期間は16年180(386)

第1図 ユーロシステムのEAPPによる月額資産購入の推移



出所：ECB, Asset purchase programmes (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>—2018年4月28日)より。

9月までとされたが、16年3月に翌月からEAPPの購入は月額800億ユーロに拡大することが決められた。しかし、16年12月には17年4月より600億ユーロに、17年10月には18年1月から300億ユーロに減額されることが決められ、その後PSPPは18年12月に終了すると決められた。2) PSPPによるECBの購入額は全体の8%で、ユーロ各国の国債を各国のECB出資割合でのバスケット方式で購入するとされ、各国中銀はEU機関債12%、国債等80%、計92%を購入するとされ(各国中銀は国債については自国国債のみを購入)、各国中銀の購入割合はECBへの出資割合に基づく。各国のECBへの出資割合はドイツは約26%、フランスは約20%、イタリア約17%、スペイン13%、オランダ約6%、ベルギー約4%などである⁶⁾。

3) ところで、各国中銀が購入する相手の金融機関(counterparties)であるが、注1)に引用している田中理氏の論文には次のように記されている。「(各中銀による)買入れはユーロ圏内の債券保有者が対象で、海外投資家は対象外となる」(29ページ)。しかし、実際はこの限りではない。ブンデスバンク月報は次のように記している。「ユーロ地域外に所在している金融機関、とくにロンドンに拠点をもっている主要な銀行のような・・・国際的な銀行はブンデスバンクを経由してTARGET2に参加しているので、他の中銀がこれらの銀行から購入した場合、ブンデスバンクの口座への資金流入が生じる」⁷⁾。ECBの月報も同趣旨のことを記している。「購入対象の証券の約50%はユーロ域外の金融機関が保有しており、その大部分はイ

ギリスである」⁸⁾と記し、さらにこの月報に注9を付けて、「中銀が購入する相手は証券の法的所有者とは限らない。法的所有者の利益のために証券を所有し、管理しているような仲介者も中銀の取引相手である」⁹⁾と記している。

したがって、たとえ、田中氏が言われるように厳密にはユーロ地域外の居住者はEAPPのcounterpartiesになりえないが、ロンドンなどに拠点をもつ国際的な銀行などはユーロ地域に支店、法人をもっているからこの「規定」をすり抜けることが容易である。実際は英銀等の国際的な銀行はユーロ諸国の国債等を買っているのである¹⁰⁾。

さて、2018年3月末におけるユーロ各国中銀のPSPPによる累積的買入額（簿価）が第1表に示されている。各国中銀によるPSPPによる証券買入額は、ドイツが4740億ユーロ、フランスは3880億ユーロ、イタリアは3372億ユーロ、スペインは2385億ユーロ、以下、オランダが1060億ユーロ、ベルギーが676億ユーロ、オーストリアが536億ユーロなどとなっている。

また、PSPPに限定されないが、EAPPの他のプログラムによる買入額も含めた証券の買入額が各国中銀の年報から知りうる。主要なユーロ国の買入額を挙げておこう。各国とも共通して年報の「Securities held for monetary policy purpose」の欄の数値である（第2表）。この表によると、EAPP全体ではドイツが16年に3577億ユーロに達し、17年に5121億ユーロに

第1表 PSPPによるユーロ各国中銀
の国債等の累積購入額¹⁾
(2018年3月末 100万ユーロ)

オーストリア	53,645
ベルギー	67,648
キプロス	214
ドイツ	473,983
エストニア	65
スペイン	238,498
フィンランド	30,021
フランス	387,961
アイルランド	26,528
イタリア	337,208
リトアニア	2,778
ルクセンブルグ	2,464
ラトヴィア	1,785
マルタ	1,070
オランダ	106,024
ポルトガル	32,478
スロベニア	7,239

注1) 暫定値、簿価。
出所：第1図と同じ。

第2表 ユーロ主要国の中央銀行によるユーロ建証券の購入¹⁾
(億ユーロ)

	2014	2015	2016	2017
ドイツ	502	1,722	3,577	5,121
フランス	425	1,627	3,353	4,865
イタリア	354	1,215	2,452	3,577
スペイン	265	1,094	2,198	3,049
ECB	178	778	1,608	2,284

注1) 金融政策により購入された証券(残高)

出所: Deutsche Bundesbank, *Annual Report*, Banque de France, *Activity Report (Annual Report)*, Banco D'ITALIA, *Annual Accounts*, Banco De España, *Annual Accounts*, ECB, *Annual Report* の各号より。

なっている。次いでフランスが16年に3353億ユーロ、17年に4865億ユーロ、以下、イタリアが2452億ユーロ、3577億ユーロ、スペインが2198億ユーロ、3049億ユーロとなっており、ECBは1608億ユーロ、2284億ユーロになっている¹¹⁾。

ところで、ユーロ地域の中央銀行がEAPPにもとづき銀行等(MFIs¹²⁾、以下でも同じ)から証券を買入れ始めると、銀行等の中央銀行への預金(中央銀行当座預金)が増大していく。それをドイツ、フランス、イタリア、スペインにおいて示したのが第3表である。これは、各国中央銀行の年報(Balance Sheet)に示された以下の項目の数値である。Euro-denominated liabilities to euro area credit institutions within the framework of monetary policy operations のうちのCurrent accountsである。ここで記されている「ユーロ地域の銀行等(euro area credit institutions)」はユーロ地域の各国内の銀行等に限られず、ユーロ諸国を含む海外の銀行等のユーロ地域の各国に拠点をもつ銀行等も含む(例えば、ドイツの銀行のフランスに所在する支店、イギリスの銀行のドイツに所在する支店など)が、大部分はそれぞれの国内の銀行等と考えられる。

ドイツの銀行等の中銀預金は2016年に2849億ユーロ、17年に3928億ユーロ、フランスの

第3表 金融政策に伴う各国中銀の金融機関に対する負債¹⁾
(億ユーロ)

	2014	2015	2016	2017
ドイツ	812	1,551	2,849	3,928
フランス	958	1,330	1,816	2,273
イタリア	151	226	700	1,096
スペイン	126	212	442	1,037

注1) 準備高(Currents accounts)

出所: 同上。

銀行等は16年に1816億ユーロ、17年に2273億ユーロ、イタリアの銀行等は700億ユーロ、1096億ユーロ、スペインの銀行等は442億ユーロ、1037億ユーロである。目立つことは、イタリア、スペインの銀行等のそれぞれの中銀への預金がかなり少ないということである。第2表によれば、イタリア中銀、スペイン中銀はEAPPのもと、17年にそれぞれ3577億ユーロ、3049億ユーロの証券を購入しているのに、それらの国の銀行等の中銀預金がかかなり少ない。これは何故であろうか。

各中銀はPSPPにもとづき多額の自国の国債等を購入しているのであるが、それを売っている銀行等(Counter parties)はユーロ地域の他国の銀行等であることが多いのである。例えば、ドイツの銀行等がイタリア国債を保有しており、イタリア中銀に大きな額を売っている。また、イギリスに拠点をもっている銀行等がイタリア国債を保有していてユーロ地域にある支店、現地法人を通じてイタリア国債を売った場合、その支店、現地法人がイタリア中銀ではなく他のユーロ地域の中銀にユーロ口座をもっている場合、イタリア中銀には中銀預金が増加しない。ユーロ各国のどの国債をどの国の銀行等が保有しているかは判明していないし、どの国の銀行等がどの国の国債等を売っているかは統計値によっては判明しないが、第3表から推測されることは、イタリア、スペインの国債等を売っている銀行等は、それらの国の銀行等よりもドイツ、イギリス等の銀行等である場合が多いということである。ECBの前述の月報でも「購入対象の証券の約50%はユーロ域外の金融機関が保有しており、その大部分はイギリスである」と記していた。

つまり、PSPPによって各国中銀の自国国債等の購入が多額にのぼることになったが、販売する銀行等は他国の銀行等であることが多く、それに伴って銀行等の中銀預金の増加にユーロ各国ごとのアンバランスが生まれてきているということ、このアンバランスによって各国の銀行等の「貸出能力」に格差が生まれている可能性があるということである。ドイツの銀行等に大きな貸出能力が生まれ、イタリア、スペインの銀行はそれほどではないということである(後述)。

さらに、前拙稿¹³⁾で述べたが、このアンバランスがユーロ各国間のTARGET Balancesの状況を大きく変化させた。第4表をみられたい。これも各国中銀の年報(Balance Sheet)からの数値(ドイツの場合はOther claims within the Eurosystem、その他の国の場合はOther liabilities within the Eurosystem)である。ドイツは債権が16年に7545億ユーロ、17年に9068億ユーロになっており、フランスは債務が16年に141億ユーロ、17年には5億ユーロ、イタリアは債務が16年に3557億ユーロ、17年に4376億ユーロ、スペインはそれぞれ、3277億ユーロ、3731億ユーロになっている。ドイツの債権のTARGET Balancesの急増とイタリア、スペインの債務のTARGET Balancesの急増である。

それでは、なぜこのようにTARGET Balancesのアンバランスが生まれるのだろうか。各

184 (390)

第4表 ユーロシステム内の債権・債務¹⁾(TARGET Balances)
(億ユーロ)

	2014	2015	2016	2017
ドイツ	+4,606	+5,846	+7,545	+9,068
フランス	-170	-293	-141	-5
イタリア	-2,086	-2,485	-3,557	-4,376
スペイン	-1,897	-2,541	-3,277	-3,731
ECB	-236	-831	-1,512	-2,178

注1) (+) は債権、(-) は債務 (Other claims (liabilities) within the Eurosystem (net))

出所：第2表と同じ。

国中銀がユーロ地域の他の国の銀行等から自国の国債等を購入すれば、その決済には中銀間の決済支払が必要になるからである。例えば、ドイツの銀行等が保有しているイタリア国債をイタリア中銀に売ったとすると、イタリア中銀はドイツの銀行等にその代金を支払わなければならないが、それはユーロ地域の決済機構である TARGET を通じて行われる。イタリア中銀は債務の TARGET Balances を、ドイツの中銀が債権の TARGET Balances をもち、ドイツの中銀はドイツの銀行等に対して債務(ドイツの銀行等の中銀預金)の増加になっていくのである。また、イギリスの銀行などの国際的な銀行がドイツに拠点をもち、その拠点を通じて TARGET につながっている場合、イタリア、スペインの国債等を売却すれば、イタリア、スペインの中銀の債務の TARGET Balances とドイツの中銀の債権の TARGET Balances が増加していくのである。また、ECB も PSPP によって各国の国債等を購入しているから、債務の TARGET Balance が16年に1512億ユーロ、17年に2178億ユーロにのぼっている。

以上のこれまでの本節の論述を踏まえて、本節の「まとめ」として以下の諸点を指摘しておこう。1) PSPP の実施により、ユーロ各国間の債権・債務に大きな転換が生じただけでなく、ユーロ域外とユーロ諸国の間でも、ユーロ各国の国債を保有していた域外の銀行等がユーロ地域の中銀に売却することによって債権、債務の転換が進行していった。つまり、イ) ドイツの銀行は自国の国債等だけでなくユーロ地域の他国の国債等をもっていたが、それが各中銀に売却され、ブンデスバンクへの預金の増大になっていった。ロ) ブンデスバンクには多額の債権の TARGET Balances が形成された。ハ) 逆に、スペイン、イタリアの中銀には多額の債務の TARGET Balances が形成された。二) 英銀等の国際的な銀行によるユーロ各国国債等の売却によって、国際的な銀行のユーロ地域に所在する支店、現地法人はユーロ各国の中銀に多額の預金をもつようになった。これらの債権、債務の転換が何をもたらしてきたのか、もたらすのかを検討しなければならない(次節以下の課題)。

2) イタリア、スペイン等の中銀は自国の銀行よりも他国の銀行から多額の自国国債を購入

することになったが、そのことによってイタリア、スペインには多額の債務の TARGET Balances が形成された。この債務にはコンディショナリティが付かない。ユーロ不安が進行していた時期に「証券市場プログラム (SMP)」が導入され (2010 年 5 月に実施開始)、ECB は南欧等の国債を購入していくが、13 年になるとそれは ESM (欧州安定メカニズム) と一体となり (SMP2)、ESM にはコンディショナリティが付くことから、SMP2 はコンディショナリティを伴うものとなっていった¹⁴⁾。イタリア、スペイン等は緊縮政策の実施を求められてきているのである。ところが、PSPP は各国中銀による自国の国債等の購入であり、イタリア、スペインは TARGET Balances の形で多額の対外債務をもっても追加のコンディショナリティを付加されることがないのである。

3) そのような PSPP によってイタリア国債、スペイン国債の「不安の解消」が図られていく。それらの国債にデフォルトが発生したり価格下落が生じて、その損失は主にはイタリア中銀、スペイン中銀、ECB が担うことになり、イタリア国債、スペイン国債を保有していた各国銀行はそれらを売却することによってそれらの国債保有に伴うリスクが軽減された。要するに、PSPP はイタリア国債、スペイン国債のリスク、不安を両國中銀の保有によって軽減し、さらに、ECB がそれら両国の国債を保有することによってリスクの一層の軽減を図ったのである。PSPP の議論は量的緩和の側面が強調されがちであるが、上の 2) 3) の面は忘れられてはならない¹⁵⁾。

4) ブンデスバンクには運用できない債権の TARGET Balances が累積するだけで、PSPP はブンデスバンクにとってはイタリア国債、スペイン国債のリスク、不安の解消に協力させられたと言える (ドイツの銀行等が保有していたイタリア国債、スペイン国債の売却によってドイツの銀行等の資産の不安定要素は低減したが)。そうは言っても、ユーロの安定を図るためには仕方がないものと考えられたと思われる¹⁶⁾。

5) しかも、ブンデスバンクはマイナス金利のもと割高のドイツ国債を購入することになったから、ドイツ国債等の利回り (長期金利) が PSPP の実施によってさらに低下していった (後掲第 2 図)。また、PSPP はドイツの銀行等のブンデスバンクへの預金を増加させるが、それによって貸出を増加させることができるが、実際にドイツの銀行等は貸出を増加させることができたのだろうか。他方、イタリア、スペインの銀行等の中銀預金の増加はそれほどでないが、それらの国の貸出は低調であったのだろうか。PSPP の量的緩和、物価政策としての側面を評価するにはこれらの検討が必要になる (次節以降の課題)。

II、PSPP のユーロ地域全体における金融緩和「効果」

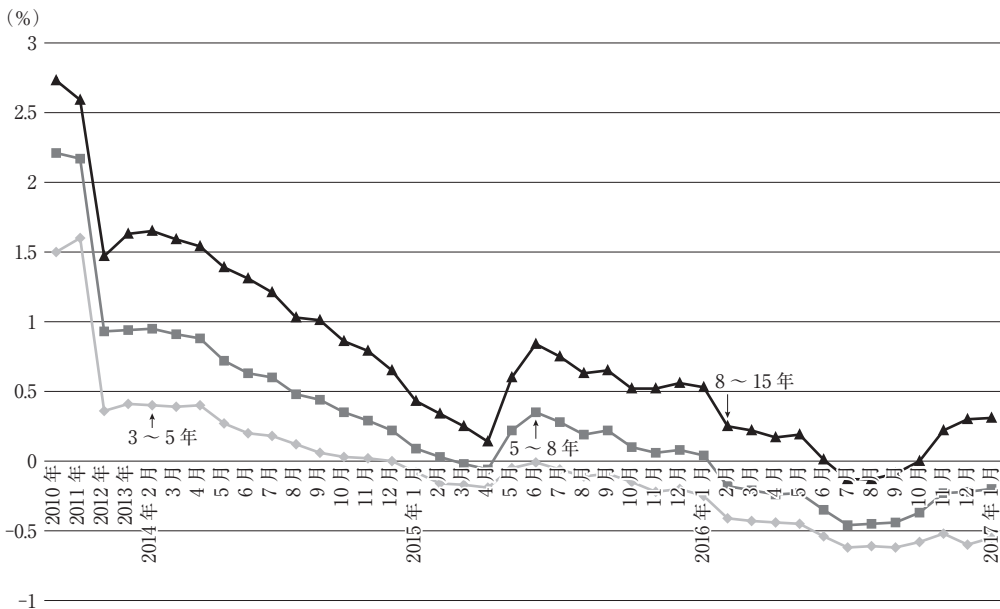
前節の末尾に PSPP がイタリア、スペインなどの国債リスクを軽減させる役割を有してい

ることを記したが、この節では、同プログラムがユーロ地域における金融緩和的性格を有し、それがどこまでの効果をもっているのかについて論じよう。

まず、長期金利であるが、2014年6月にECBはマイナス金利政策を導入した。つまり、ECBの預金ファシリティの金利をマイナス0.1%に、貸出ファシリティ金利を0.4%にするものであった(同年9月には預金ファシリティ金利はマイナス0.2%に)。これによって全般的に金利が低下していき、ドイツの国債の利回りも低下していく(第2図)。

マイナス金利の導入とその「深堀」、さらに15年3月からのPSPPの実施は、実施直後の不確実さによってドイツ国債の利回りは若干高まったが、数か月後には国債利回りをいっそう引き下げるようになった。EAPPが月間800億ユーロに拡大された16年春にはマイナス金利がマイナス0.4%にさらに「深堀」されたこととあいまってドイツ国債の利回りの低下が著しく、利回りのマイナス幅が大きくなっていった。3~5年国債はその幅がマイナス0.5%を下回わり、5~8年国債もマイナス0.5%近くにまでになった。ドイツ財政収支が黒字に転化し、国債残高が増加しない上にPSPPによってブンデスバンク、ECBによる購入が追加されたためである¹⁷⁾。ドイツ国債に連動してフランス、イタリア国債の利回りも低下している(第3図)。銀行等は国債を中銀に売却すれば中銀預金が形成され、それにマイナス金利が課せられるから、各中銀はマイナス金利分を銀行等に保証する高い価格を設定しない限り国債を購入できない。

第2図 ドイツ国債の残存期間別利回り(年・月平均)



出所：代田純「ドイツの国債市場と欧州中央銀行の金融政策」『証券経済研究』第98号、2017年6月、45ページ、ただし原資料は Deutsche Bundesbank, *Kapital Markt Statistiks*。

第3図 独・仏・伊の10年国債金利推移



出所：NISSAY、「マーケットレポート」2017年2月16日より。

したがって、マイナス金利政策とPSPPは二重に全般的に国債利回りを低下させる効果をもつことになった。なお、PSPPの「減速」(資産購入額の減少)が決められた16年終わり(減速の実施は17年4月より)から各国債の利回りは上昇傾向にある(第3図)。

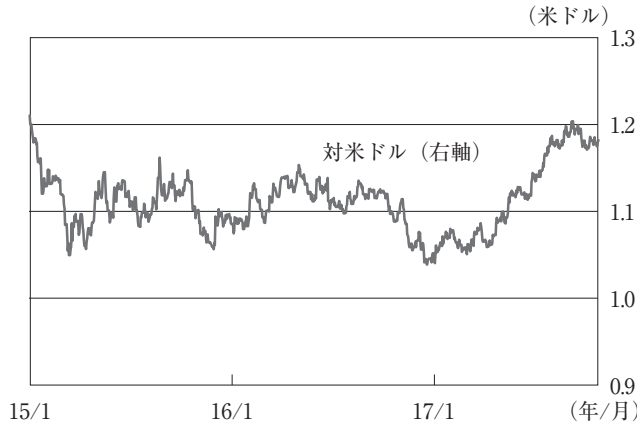
PSPPは銀行等のイタリア、スペイン国債の保有を減少させ、それらの国債のリスクをそれらの国の中銀に移転させることになるとともに、それらの国債価格の上昇(利回りの低下)をもたらしたのである。しかし、それでも、なお、ドイツ国債とフランス国債、イタリア国債、スペイン国債との利回りの格差は依然として大きいままである¹⁸⁾。各国ごとにイールド・カーブが異なったままなのである。

短期金利に加えて長期金利も低下していったが、それでは、PSPPの導入後、ユーロ安、物価上昇は進んだのであろうか。ユーロは15年1月に1ユーロ=1.2ドルに近い水準であったが15年春には1.1ドルを下回っていった。しかし、以後17年1月まで1.1ドル前後で推移し、それ以上のユーロ安は進行していない。むしろ、17年には上昇していき、17年の秋には1.2ドルになっていった(第4図)。したがって、PSPP導入が決められた当初にはユーロ安の「効果」があったと言えようが、実施されて以後、それ以上のユーロ安は進行していないし、購入額の減少が始まった17年春以後ユーロ高が進行していったと言えよう。

物価上昇はどうであろうか。第5表にユーロシステムが行なった諸金融政策に伴って発生したユーロシステム全体の証券保有額の推移とその結果発生したユーロシステムの銀行等に対する負債(「当座預金」)が示されている。2015年3月からのPSPPによって証券保有が15年末には8031億ユーロにのぼり、ユーロシステムの「当座預金」は5559億ユーロに、17年末に

第4図 ユーロ為替レートの推移

(2015年1月1日～2017年10月26日、日次)



出所：三井住友トラスト・マネジメント「マーケットレポート」
2017年10月27日より、Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成。

第5表 金融政策に伴うユーロシステムの証券保有と銀行等に対する負債
(億ユーロ)

	2014	2015	2016	2017
証券保有 ¹⁾	2,172	8,031	16,540	23,860
銀行等に対する負債 ²⁾	3,182	5,559	8,890	11,858

注1) Securities held for monetary policies purpose

2) Liabilities to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro, Current accounts (covering the minimum reserve system)

出所：ECB, *Annual Report* 各号の Consolidated balance sheet of the Eurosystem より。

はそれぞれ2兆3860億ユーロ、1兆1858億ユーロにのぼった。

ユーロ地域における銀行等はユーロシステムへの「当座預金」(マネタリー・ベース)の増加によって貸出を増加しようが、実際にはどうであろうか。第6表がそれを示している。ユーロ地域に所在する銀行等の非金融企業と家計部門に対する貸出の増加はわずかである。非金融企業への貸出が、14年末に4兆2996億ユーロ、家計部門へは5兆2007億ユーロ、計9兆5003億ユーロであったのが、17年末にはそれぞれ4兆3250億ユーロ、5兆5979億ユーロ、9兆9229億ユーロである。2017年末は14年末に比べて1.044倍にすぎない。ユーロ地域全体ではPSPPが導入されても非金融企業、家計部門への貸出はほとんど増加していない。つまり、「信用創造」はほとんど進んでいないのである。ユーロ地域全体での現金流通と非金融企業、

第6表 ユーロ地域の銀行等による非金融企業と家計への貸出残高
(億ユーロ)

	2014	2015	2016	2017	増加の比率 ¹⁾
非金融企業	42,996	42,902	43,136	43,250	1.006
家計	52,007	53,087	54,098	55,979	1.076
計	95,003	95,989	97,234	99,229	1.044

注1) 2017年の2014年に対する比率。

出所：ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3/2017 (2014), Issue 2/2018 (2015-17) の5.4 (MFIs loans to euro area non-financial corporations and households) より。

家計部門の銀行等への預金(M3)の計(マネーストック、第7表)は、2014年末の8兆3723億ユーロから17年末の9兆6572億ユーロに増加しているが、1.15倍にすぎない。その増加は「信用創造」が大きく進んだというよりも経済成長率(ユーロ地域全体で15年に2.1%、16年に1.8%、17年2.4%¹⁹⁾)の範囲で増加したもの、また一部は財政赤字によるものであろう²⁰⁾。マネーストックの増加が微増にとどまっていることから、ユーロ地域全体の物価上昇率(第8表)も15、16年には低く17年になってやっと上昇しているが1.5%にとどまっている(食料品・エネルギーを除けば17年には1.0%)。

第7表 ユーロ地域のマネーストック (億ユーロ)

	流通にある現金	非金融企業のM3の預金	家計部門のM3の預金	合計
2014	9,695	18,451	55,577	83,723
15	10,377	19,532	57,507	87,416
16	10,751	20,823	60,516	92,090
17	11,120	22,432	63,020	96,572

出所：ECB, *Economic Bulletin* のStatistics 5.1 (現金)、5.2 (預金)、Issue 3/2017 (2014年)、Issue 2/2018 (2015-17年)

第8表 消費者物価上昇率 (%)

	ECBの値(ユーロ地域の全体)		ブンデスバンクの値				
		食料品 エネルギーを除く	ユーロ地域全体	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン
2014	0.4	0.8	0.4	0.8	0.6	0.2	-0.2
15	0.0	0.8	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.6
16	0.2	0.9	0.2	0.4	0.3	-0.1	-0.3
17	1.5	1.0	1.5	1.7	1.2	1.3	2.0

出所：ECB, *Economic Bulletin* のStatisticsの4.1, Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* のStatistical SectionのIの3より。

結局、PSPPによってユーロシステムによる月額600億ユーロから800億ユーロにのぼる国債等の購入があっても貸出は微増にとどまり、したがってマネーストックの伸びも小さく、物価上昇も低い水準にとどまっているのである。

Ⅲ、PSPPとドイツ、イタリア、スペインの銀行の貸出、物価上昇への影響

1) ユーロ地域におけるマネタリー・ベースとマネーストックの理論的整理

PSPPのユーロ地域全体における貸出、物価上昇への効果は以上のようなものであるが、第1節で論じたように、PSPPによって各国の銀行などの各国中銀への「中銀当座預金」の増加に格差が生まれた。とくにユーロ域外の銀行等によるユーロ各国の国債等の売却がその格差を増幅させた。ドイツに所在する銀行のブンデスバンクへの預金が大きく増大したが、イタリア、スペインの銀行のそれぞれの「中銀預金」はそれほど増加しなかった(第3表)。

この格差は、マネタリー・ベース(ベースマネー)のユーロ各国間「格差」、ドイツ所在の銀行の「貸出能力」の高さ、イタリア、スペインの銀行のその低さをあらわすものだろうか。つまり、ユーロ地域各国ごとのマネタリー・ベースという概念が成立し、PSPPはユーロ各国ごとの「貸出能力」の格差を生み出したのだろうか。また、ドイツ所在の銀行のより多くの貸出がイタリア、スペインよりも多くのマネーストックをドイツで生み出し、ドイツの物価上昇がそれらの国よりも高くなったのであろうか。マネタリー・ベースと同じように、ユーロ各国ごとにマネーストックという概念が成立するのだろうか。

マネタリー・ベースの方から考えよう。国内のインターバンク取引は銀行間の中銀預金の移動・配分を実現するが、ユーロ域内のインターバンク取引も基本的には同じである。例えば、ドイツに所在する銀行がイタリアに所在する銀行(ドイツの銀行のイタリア支店も含む)へ貸付けた場合(ユーロ域内のクロスボーダー・インターバンク取引)、その貸付はドイツの銀行からイタリアの銀行へのマネタリー・ベースの移動・配分になるのである。ドイツのA銀行がイタリアのB銀行に貸付けたとき、A銀行のドイツ中銀への預金が減少し、B銀行のイタリア中銀への預金が増大するとともに、ドイツ中銀のTARGET Balancesが減少しイタリア中銀のTARGET Balancesが増大する。このように、ユーロ域内のクロスボーダー・インターバンク取引はマネタリー・ベースとTARGET Balancesのユーロ域内各国間の移動を生じさせるのである。このような事態は、通貨統合が実現されているから発生するのである。通貨統合がない国どうしの銀行間取引では生じない。例えば、邦銀本店が海外支店へ円を回金する場合には、海外支店の円資金は邦銀本店への円預金となるだけで、海外支店のその所在する中銀への預金が増加することはない。

それに対してユーロ域内のクロスボーダー・インターバンク取引は、一国における国内イン

ターバンク取引と同様の事態、つまり、国内の甲銀行から乙銀行へのインターバンク取引と同様に中銀預金（ユーロ地域の場合はユーロシステムへの預金）の移動・配分を生じさせるのである。したがって、ユーロ各国ごとのマネタリー・ベースという概念は本来的には成立しない。もちろん、ドイツから他のユーロ諸国への域内クロスボーダー・インターバンク取引が進まなければ、PSPPによって生じたドイツの銀行の「貸出能力」は高いまま「温存」される。

次に、マネーストックであるが、ユーロ域内の企業が銀行に保有している一覽払預金は国内の支払決済に使えるだけでなく、他のユーロ諸国への支払決済にも使える。例えば、イタリアのA企業がドイツのB企業から輸入した場合、A企業が甲銀行に保有している一覽払預金口座から代金が引き落とされ、B企業が乙銀行に保有している一覽払口座に振り込まれる（甲銀行はイタリアの銀行、乙銀行はドイツの銀行）。同時に、甲銀行がイタリアの中銀に置いている口座から資金が引き落とされ、乙銀行がドイツの中銀に置いている口座に振り込まれ、最後にイタリア中銀のTARGET Balancesが減少し、ドイツ中銀のTARGET Balancesが増加する。これによってA企業とB企業の間を支払決済が完了する。この場合、イタリアのA企業が甲銀行に保有している一覽払預金（マネーストックの一部）は国内の支払決済に利用されるだけでなく、ユーロ域内の支払決済にも利用されるのであるから、ユーロ各国ごとのマネーストックという概念は本来的には成立しない。ユーロ域内のすべての企業・家計が保有している現金とユーロ域内の銀行に保有している一覽払預金が全ユーロ域内のマネーストック（M1）なのである²¹⁾。ユーロ域外の一国、例えば日本のある県で保有されている現金と一覽払預金が、日本全体のマネーストックの一部となり、その県のマネーストックという独自の概念が成立しないのと同様である。

以上の、ユーロ域内でのマネタリー・ベース、マネーストックについての本来的な把握を行なったうえで、ドイツに所在する銀行がユーロ域内クロスボーダー・インターバンク取引をどれぐらいの規模で行なっているか、ドイツ、イタリア、スペインの国の銀行が非金融企業・家計部門への貸出をどれぐらい伸ばしているのかの検討を行なっていこう。その場合、上記のように、ユーロ地域の各国ごとのマネーストックという概念は本来的には成立しないのであるが、それぞれの国における一般企業、居住者のそれぞれの国の銀行への預金量がとりあえずはその国の購買を規定するだろう（「購買と販売の地域性」にもとづき）。通貨が統合されたとはいえ国境が残り、ユーロ各国の経済的「地域性」は無視できないであろう。「本来的」な概念と実態との「隔差」があることをやはり忘れられてはならないだろう。

2) ドイツ、イタリア、スペインの銀行の貸出、それらの銀行への預金の推移

まず、ドイツの状況についてみよう。ドイツ所在銀行（外国銀行のドイツ所在の支店を含む）のユーロ域内の他の国に所在している銀行（ドイツの銀行の支店を含む）への貸付およびユー

ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP) について (奥田)

ロ域内の他国の銀行のドイツ所在銀行への預金の変化 (ユーロ域内インターバンク取引) をみたものが第9表である ([Lending to banks(MFIs) in the euro area] のうちの [to banks in other member states] の欄および [Deposits of banks(MFIs) in the euro area] のうちの [of banks in other states] の欄)。この表をみると、貸付残高は2014年に4923億ユーロであるが17年には3952億ユーロと1000億ユーロ近くも減少している。ドイツの銀行のユーロ域内インターバンク貸付が進行していないから、ドイツの TARGET Balances も減少していない (前掲第4表)。

また、預金受入残高も14年に2117億ユーロ、17年には1849億ユーロとこちらの方も減少している。つまり、ドイツ所在銀行と他のユーロ域内に所在している銀行とのインターバンク取引が減少しており、PSPPによって増加したドイツ所在銀行のブンデスバンクへの預金の、他のユーロ域内に所在している銀行への配分・移動は進行していない。PSPPによって増加したドイツの銀行の中銀預金はドイツに留まったままになっている。ドイツ以外のユーロ諸国には、ドイツとの域内クロスボーダー・インターバンク取引による銀行の中銀預金の増加がなく、ドイツ以外のユーロ諸国の銀行の中銀預金の増加はPSPPによって銀行などが自国の国債等を自国の中銀に販売して増加したものなどが大部分なのである。何故、ユーロ域内インターバンク貸付が伸びないかについてはのちに触れよう。

次はドイツ所在銀行の非銀行部門への貸出である。ドイツ国内に所在している企業・家計への貸出および他のユーロ域内に所在している企業・家計への貸出が第10表に示されている ([Lending to non-banks in the home country] のうちの [Enterprise and households]、[Lending to non-banks in other member states] のうちの [Enterprise and households])。ドイツの企業・家計への貸出は14年末の2兆6612億ユーロから17年には2兆9188億ユーロへ少し増加している (9.7%) が、他のユーロ諸国に所在している企業・家計への貸出はほとんど増加していない (14年の2700億ユーロから2718億ユーロに)。PSPPによってドイツ所在銀行等のブンデスバンクへの預金が急増しているにもかかわらず、銀行等の貸出は微増にとど

第9表 在独銀行の他のユーロ諸国に所在する銀行への貸付¹⁾、同銀行から在独銀行への預金²⁾ (億ユーロ)

	2013	2014	2015	2016	2017
在独銀行の貸付	4,902	4,923	4,898	4,305	3,952
在独銀行への預金	2,051	2,117	2,019	1,720	1,849

注1) Lending to banks (MFIs) in the euro area のうち 「to banks in other member states」の数値

2) Deposits of banks of (MFIs) in the euro area のうち 「of banks in other member states」の数値

出所：Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, April 2018 の Statistical Section 4.1 より。

第10表 在独銀行の国内非銀行部門への貸出¹⁾と他のユーロ諸国の非銀行部門への貸出²⁾ (億ユーロ)

	2013	2014	2015	2016	2017
国内	26,163	26,612	27,274	28,056	29,188
他のユーロ諸国	2,676	2,700	2,760	2,817	2,718

注1) Lending to non-banks (non-MFIs) in the euro areaのうち「to non-banks in the home country」ただし、企業部門と家計部門であり、政府部門を除く。

2) 「to non-banks in other member states」、企業部門と家計部門であり、政府部門を除く。
出所：同上より。

まっているのである。それに対応するように、ドイツに所在している企業・家計のドイツ所在銀行等への預金も微増に終わっている（第11表）。ドイツ国内の企業・家計部門のドイツの銀行への預金は14年の3兆1074億ユーロから17年に3兆4111億ユーロへ微増にとどまっている（9.8%）。したがって、ドイツの物価上昇も他のユーロ諸国に比べるとやや高いが17年にも1.7%と2%を下回っている（第8表）。

それでは、イタリア、スペインではどうであろうか。イタリアからみていこう。PSPPによるイタリアの中銀預金の増加はイタリア中銀の国債等の購入額にかなり及ばないが、それでも17年には1096億ユーロにのぼっている（第3表）。したがって、企業・家計からの借入需要があれば、銀行（MFIs）の貸出は伸びていく可能性がある。

イタリアの非金融企業・家計部門（非営利団体を含む）の銀行からの借入²⁾残高が第12表に示されている。これをみると借入は増加していない。非金融企業の借入残高は14年に8077億ユーロ、家計・非営利団体の借入は5967億ユーロで、計は1兆4044億ユーロ、17年にはそれぞれ7266億ユーロ、6294億ユーロ、1兆3560億ユーロと減少している。他方、非金融企業、家計部門（非営利団体を含む）が保有している銀行への預金の方はやや増加しているが、それほど大きいものではない（第13表）。非金融企業と家計等の合計で14年には1兆3335億ユーロであったのが、17年には1兆5215億ユーロに増加しているが、増加は1880億ユーロにとどまっている。イタリア中銀によるイタリア国債の購入によってイタリア所在の銀行の中

第11表 在独銀行へのドイツ国内の非銀行部門の預金¹⁾及び同銀行への他のユーロ諸国の非銀行部門の預金²⁾

	2013	2014	2015	2016	2017
ドイツ国内	30,315	31,074	32,151	33,185	34,111
他のユーロ諸国	813	797	808	842	1,086

注1) Deposits of non-banks (non-MFIs) in the euro areaの「Deposits of non-banks in the home country」

2) 「Deposits of non-banks in other member states」

出所：同上より。

第12表 イタリアの非金融企業と家計部門(非営利団体を含む)の銀行(MFIs)からの借入
(億ユーロ)

	2013	2014	2015	2016	2017
非金融企業	8,020	8,077	7,932	7,758	7,266
家計部門 ¹⁾	6,023	5,967	6,199	6,242	6,294
計	14,043	14,044	14,131	14,000	13,560

注1) 非営利団体を含む。

出所: Banca D'ITALIA, *Financial Accounts* の各号の Table 1 より。

第13表 イタリアの非金融企業と家計部門(非営利団体を含む)の現金及び振替可能預金¹⁾とその他の預金¹⁾
(億ユーロ)

	2013	2014	2015	2016	2017
(1)非金融企業	2,210	2,317	2,599	2,750	3,046
現金・振替可能預金	1,936	2,098	2,346	2,605	2,896
その他の預金	274	219	253	145	150
(2)家計部門(非営利団体を含む)	10,608	11,018	11,332	11,854	12,169
現金・振替可能預金	6,231	6,768	7,276	7,977	8,417
その他の預金	4,337	4,250	4,056	3,877	3,752
(3) (1) + (2)	12,818	13,335	13,931	14,604	15,215

注1) 銀行(MFIs)への預金

出所: 同上、Table 1 より。

銀預金が増加しているのであるが、非金融部門の銀行からの借入が進展せず(信用創造が進まず)、非金融部門の現金・預金残高も微増にとどまっているのである²³⁾。イタリアの銀行による貸出が大きく伸びていないから、イタリアの銀行はドイツの銀行から借入れ(ユーロ域内のインターバンク取引)を行なう必要もなかったのである。以上の次第で、イタリアの物価上昇はドイツよりも全般的に低く、16年にはマイナスの0.1%、17年にやっと1.3%になったぐらいである(第8表)。

次にスペインである。スペインの銀行による非銀行部門への貸出残高、非銀行部門の銀行への預金残高の推移が第14表(貸出と預金)に示されている。貸出残高(ユーロ建)はPSPPによってスペインの銀行の中銀預金が増加しているにもかかわらず(第3表)、14年の1兆3450億ユーロから17年には1兆2108億ユーロへ、むしろ低下している。また、ユーロでの預金残高も14年の1兆3766億ユーロから17年の1兆3181億ユーロに減少している。このように、貸出が伸びず、預金も増加しないから、物価上昇は、もちろんその他の諸要因によっても生じるとはいえ、全般的に低調になるのは当然のことである。スペインの物価上昇は16年まではマイナスで推移し17年にやっとプラス2.0%になっている(第8表)。

第 14 表 スペインの銀行(MFIs)の国内の非銀行部門(中央政府を除く)への貸出¹⁾と国内の非銀行部門(中央政府を除く)からの預金¹⁾ (億ユーロ)

	2013	2014	2015	2016	2017
貸出	14,409	13,450	12,880	12,343	12,108
預金	14,018	13,766	13,436	13,431	13,181

注 1) ユーロ建

出所: Banco De España, *Statistical Bulletin*, Feb. 2018, 6.3 (貸出)、6.9 (預金) より。

まとめ

ユーロ通貨統合によって統一的決済機構 (TARGET) が設立され、ユーロ域内諸国間の非銀行部門の支払決済であっても、国内銀行に設定されている口座を利用して可能となり、それに伴うユーロ各国間の銀行間決済も各国の銀行が自国の中央銀行に設定している中銀当座預金を使って可能になる。したがって、ユーロ各国ごとのマネタリー・ベース、マネーストックという概念は本来は成立しなくなる。このことを把握したうえで、しかし、本来的な概念と前述 (小論の第 3 節第 1 項の末尾に) したユーロ各国の経済的「地域性」にもとづく実態との「隔差」をも念頭に入れながら、PSPP によるユーロ各国の中銀による自国国債等の購入が、各国の銀行の中央銀行当座預金にどのような差額を生み出したのかを明らかにし、それを踏まえてユーロ域内インターバンク取引の状況、さらに、ユーロ各国ごとの銀行貸出に差額が、また、ユーロ各国ごとの非金融部門の銀行への預金量に差額が生みだされたのかを検討しなければならなかった。

PSPP によって不均等に増加した各国銀行の中銀預金が、とくにドイツの銀行の他のユーロ諸国の銀行への貸付 (=ユーロ域内インターバンク取引) によって配分される事態、均衡化される事態は進行しなかった。それゆえ、PSPP によって増加したドイツの銀行には大きな額の中銀預金が「温存」されることになったが、ドイツの銀行の貸出はそれほど進行しなかった。企業・家計の借入需要が大きくなかったからである。イタリア、スペインでは銀行の貸出はむしろやや減少し、非金融部門の銀行への預金もほとんど増加せず、スペインでは少し減少した。非銀行部門の借入需要が停滞しているのである。

ECB のマイナス金利政策の下で PSPP は長期金利を引き下げ、ユーロ安を生み出すという効果は当初だけにみられたにすぎなく、また、銀行貸出が進行しなかったために 2% の物価上昇という狙いは実現しなかった。17 年にもユーロ地域全体での物価上昇率は 1.5% (第 8 表) と 2% を下回った。

しかし、第 1 節で論じたように、PSPP は既発のイタリア国債、スペインの国債への不安を

ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP)について(奥田)

軽減し、ギリシャ危機以来のソブリン危機を大きく後退させることには一応成功したと言えよう²⁴⁾。しかし、量的緩和の面は、それが主にはイタリア、スペイン等の南欧の経済回復を目的とするものだったと考えられるが、それは大きな効果をもたらすものではなかった。ドイツにおいても、ブンデスバンクによる安全なドイツ国債の多額の購入と債権の TARGET Balances の累積をもたらすだけになり、PSPP によって増大したドイツの銀行の中銀預金の他のユーロ諸国の銀行への「配分」も実現させることはなかった。

一方、PSPP からの「脱却」にはいくつかの懸念が残ろう。18年6月14日の ECB 理事会は、国債等の購入額を9月までの300億ユーロから9月以降150億ユーロに縮小し、PSPP を年内に終了させることを決定した²⁵⁾。国債等の購入額が減少すると、長期金利の上昇が生じユーロ安も止まってしまうかもしれない。物価動向も楽観視出来ない。さらに、イタリア、スペインの以前に発行された国債のリスクは軽減されたが、両国には依然として財政赤字が続いている。両国では緊縮政策に対する反発が強く、それが EU、ユーロへのポピュリズム的な反発と結びつき、容易に財政赤字の状況から抜け出すことが困難である。そのうえに PSPP における債務の TARGET Balances の累積にはコンディショナリティは付加されないから、両国ではかなりの額の新規国債の発行が避けられないであろう。

そして、そのイタリア、スペインなどの新規国債の消化はスムーズに進むだろうか。それらの国が経常黒字をもっている限り国内消化は可能とはいえるが、通貨統合の「収斂基準」に抵触し続けることになるし、それ以上に経常収支の均衡維持が困難になっていく可能性も残ろう²⁶⁾。国内の諸金融機関が購入し続けることができなくなれば、ドイツ等の他のユーロ諸国の諸金融機関、イギリス等の域外の国際的な金融機関が購入することにならざるをえない。イギリス等の国際的な金融機関による購入の原資はユーロ地域外の資金(アメリカ、中国、産油国等の資金)であるが、ドイツ等のユーロ地域の金融機関による購入は域内の資金が主であり、ドイツなどがそれらのユーロ諸国の財政赤字をファイナンスすることになって、ユーロ維持のためのドイツ等の全般的負担が大きくなっていくことになるだろう²⁷⁾。

(2018年6月6日脱稿、7月20日一部加筆)

追記②

本誌前号(31巻1号)の34ページに追記①を記した。それを受けて本号において追記②として以下を付け加えておきたい。

前号の m_1, m_2, m_3, m_4 の符号を受けると、30巻4号の235ページに記したように、資本蓄積(=拡大再生産)においては、 $I(v+m_1)+II(v+m_3)=II(c+v+m)$ となる。ところで、 $II m=m_3+m_4$ であるから、 $I(v+m_1)+II(v+m_3)=II(c+v+m_3+m_4)$ である。この式を整理すると、 $I(v+m_1)=II(c+m_4)$ となる。すなわち、一般的には、拡大再生産の条件は $I(v+m)>IIc$ とされるが、川合一郎氏の一般流通、商業流通の議論を踏まえてマルクスの拡大再生産の表式をあらわすと、 $I(v+m_1)=II(c+m_4)$ となるのである。

注

- 1) 田中理「いよいよ始まった欧州の量的緩和」『月刊資本市場』No.356 (2015年4月)、伊豆久「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」『証券レポート』1702号 (2017年6月)、三井住友トラスト・アセットマネジメントの「マーケットレポート、ECB (欧州中央銀行) が量的金融緩和政策を変更」(2017年10月27日)などは、表題に示されているように、PSPPは量的緩和としておおよそ把握されている。松浦一悦氏の論稿も次の注に記した視点をもちつつも、量的緩和の視点が主になっているものと思われる。「ECBの非標準的金融政策の効果と副作用——量的緩和政策は实体经济にどのような効果をもたらしたか」嶋田巧・高屋定美・棚池康信編著『危機の中のEU経済統合』文真堂、2018年、所収。
- 2) 小論の注24)に示した米倉茂氏の文章を参照されたい。また、前注の松浦氏は同上の論稿で、2015年3月の拡大資産買入れプログラム (EAPP) について、「量的緩和政策 (QE) と定義しておく」としつつ、ソブリン債務の削減と物価水準の「2つの目的をもって実施された」(前掲論稿58ページ)ものとして把握している (しかし、この論稿では紙幅の関係か、残念ながらソブリン不安の削減の面については本格的な言及はなくこの指摘だけにとどまっている)。
- 3) 拙稿「ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支についての覚書」『立命館国際研究』31巻1号、2018年6月、第3節をみられたい。
- 4) 実施要項は以下に示されている。Decision (EU) 2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015, on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10)。
- 5) 前注のECBの資料以外にPSPPについては、注1)の邦文諸論稿を参照。
- 6) 注1)の諸論稿参照。
- 7) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, March 2016, pp.53~54. 以下ではこの月報をMRDBと略す。
- 8) ECB, *Economic Bulletin*, issue 3/2017, p.22.
- 9) *Ibid*, p.22
- 10) Decision (EU)2015/774 of the European Central Bank of 4 March 2015のArticle 7にEligible counterpartiesの規定があり、各国中銀がEAPPのもとで国債等を購入する相手はこの「規定」に準じるとされ、Article 7の(a)にはSection 2.1 of Annex1 to Guideline ECB/2011/14に記された規定に従うことが記され、Section 2.1 of Annex1には取引相手はユーロシステムの「最低準備率制度」を満たす金融機関であることが記されている。また、Article 7の(b)にはcounterpartiesはユーロシステムがユーロ建証券の売買の相手になるその他の機関であると記されている。これらの規定の運用の解釈には幅があるが、実際にはECB, *Economic Bulletin*, MRDBが言うように、英銀は事実上、ユーロ各国の中銀にそれらの国の国債等を売っているのである。
- 11) 以上の統計からは、各中央銀行がどこの国の銀行等 (counterparties) から証券を購入しているかはわからない。
- 12) 中央銀行及びMMFsを除く預金受入金融機関 (Monetary Financial Institutes)。
- 13) 前掲拙稿「ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支についての覚書」の第3節第5項参照。
- 14) 拙書『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年、187~189ページ参照。
- 15) 小論の注24)に引用した米倉茂氏の文章も参照されたい。
- 16) ドイツにとってユーロ維持は多くの利点を有している。前掲拙書『国際通貨体制の動向』第6章第1節をみられたい。
- 17) 代田純「ドイツの国債市場と欧州中央銀行の金融政策」『証券経済研究』第98号、2017年6月、52ページ。ドイツ国債価格上昇を契機とする資産価格インフレに対してドイツ政府、ブンデスバンクは批判

ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP)について(奥田)

- 的である(代田氏の同上論文52ページ参照)。日本の量的・質的金融緩和による日本国債の利回りの低下については拙書『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年、第11章、366～370ページ参照。
- 18) 代田純氏は、PSPPによってECBはドイツ国債を額面以上で購入する一方、フランス国債、イタリア国債、スペイン国債を額面以下で購入していると述べている(代田氏の前掲論文、53ページ)。
 - 19) *MRDB*, April 2018, *Statistical Section*, 1.3より。
 - 20) 財政赤字によるマネーストックの増加については、拙書『国際通貨体制の動向』の補論2)をみられたい。
 - 21) それ故、当然、ECBは第7表においてユーロ各国ごとのマネーストックを示していない。
 - 22) イタリア中銀が公表している *Financial Accounts* には MFIs の非金融企業への貸出の統計値を示していないが、非金融企業の MFIs からの借入を示している。
 - 23) 借入がまったく伸びていないのであるから、非金融部門の預金残高の増加は財政赤字によるものが主要因であろう。
 - 24) ECB ドラギ総裁は、2017年6月27日、PSPP などの大規模な債券購入の政策の微調整について発言したとされる(ロイター、<http://jp.reuters.com/article/eu-draghi-idJPKBN1910UN>——2017年5月24日)が、米倉茂氏はこの講演について「デフレ解消＝金融緩和縮小の開始宣言でなく、(ソブリン危機による——引用者)ユーロ瓦解危機が去ったことへの安堵の念の表出として理解した方が無難だろう」(『国際金融』2017年2月、17ページ)と述べられる。
 - 25) 各紙の2017年6月15日付。この決定は、イタリア、スペインなどのソブリン不安が緩和されたこと、物価上昇が17年以後やや高まったことに加えて、ブンデスバンクの国債等の購入が難しくなっているからであろう。
 - 26) 最近のイタリア、スペインの国際収支については、前掲拙稿「ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支」の第2表を参照されたい。
 - 27) 「共通財政」の導入についての動向を今後注視しなければならない。

(奥田 宏司, 立命館大学名誉教授)

On the PSPP of the Eurosystem

The Eurosystem implemented the PSPP (Public Sector Purchase Programme) in March 2015. This Programme is usually described as a Quantitative Easing Policy that is similar to the U.S. Non-Traditional Monetary Easing Policy and the Japanese Quantitative and Qualitative Easing Policy. The PSPP certainly has a quantitative easing character. However, it also has the aim of mitigating sovereign risks in Italy and Spain, since the Greek crisis.

This paper will examine whether the PSPP has caused higher prices in all the Euro Area, as well as a cheaper Euro, and whether it has had different effects on prices in Germany, Italy and Spain. The paper will also discuss how the PSPP has eased sovereign risks in Italy and Spain by the huge purchase of domestic national bonds by their central banks.

(OKUDA, Hiroshi, Professor Emeritus, Ritsumeikan University)