

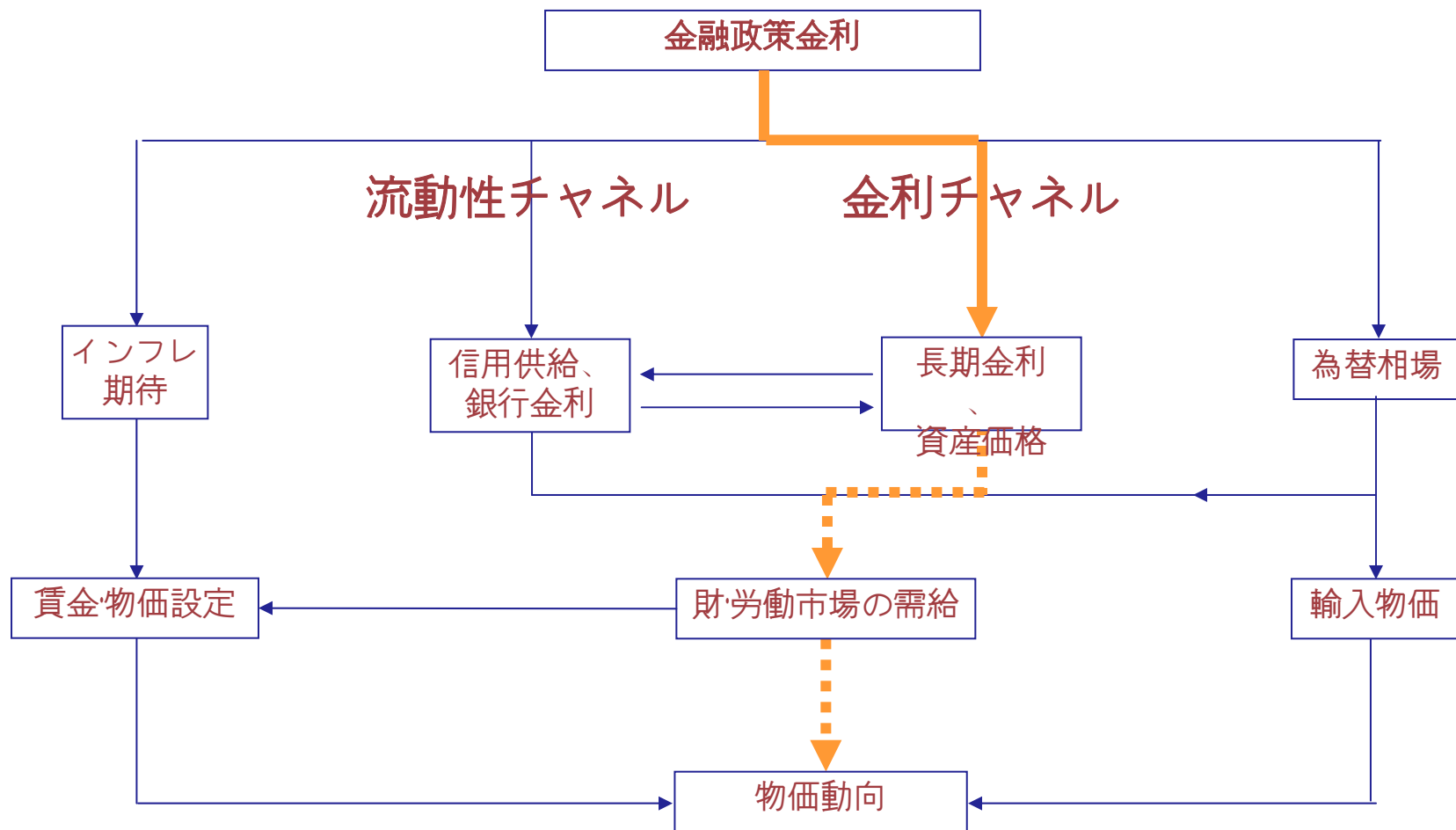
# 欧州中央銀行の金融政策

ブノワ・クーレ

欧州中央銀行  
専務理事

バークレイズ欧州カンファレンス  
東京、2012年3月26日

# 金融政策効果波及経路の障害



# 伝達メカニズムのモデル

- **長期金利：**

- 将来の金融政策金利に対する期待
- およびリスクプレミアム

$$(1) \quad i_t^L \simeq \text{average} (i_t^{MP} + E_t i_{t+1}^{MP} + E_t i_{t+2}^{MP} + \dots + E_t i_{t+L}^{MP}) + pr_t$$

- **金融政策金利：**

- インフレ目標

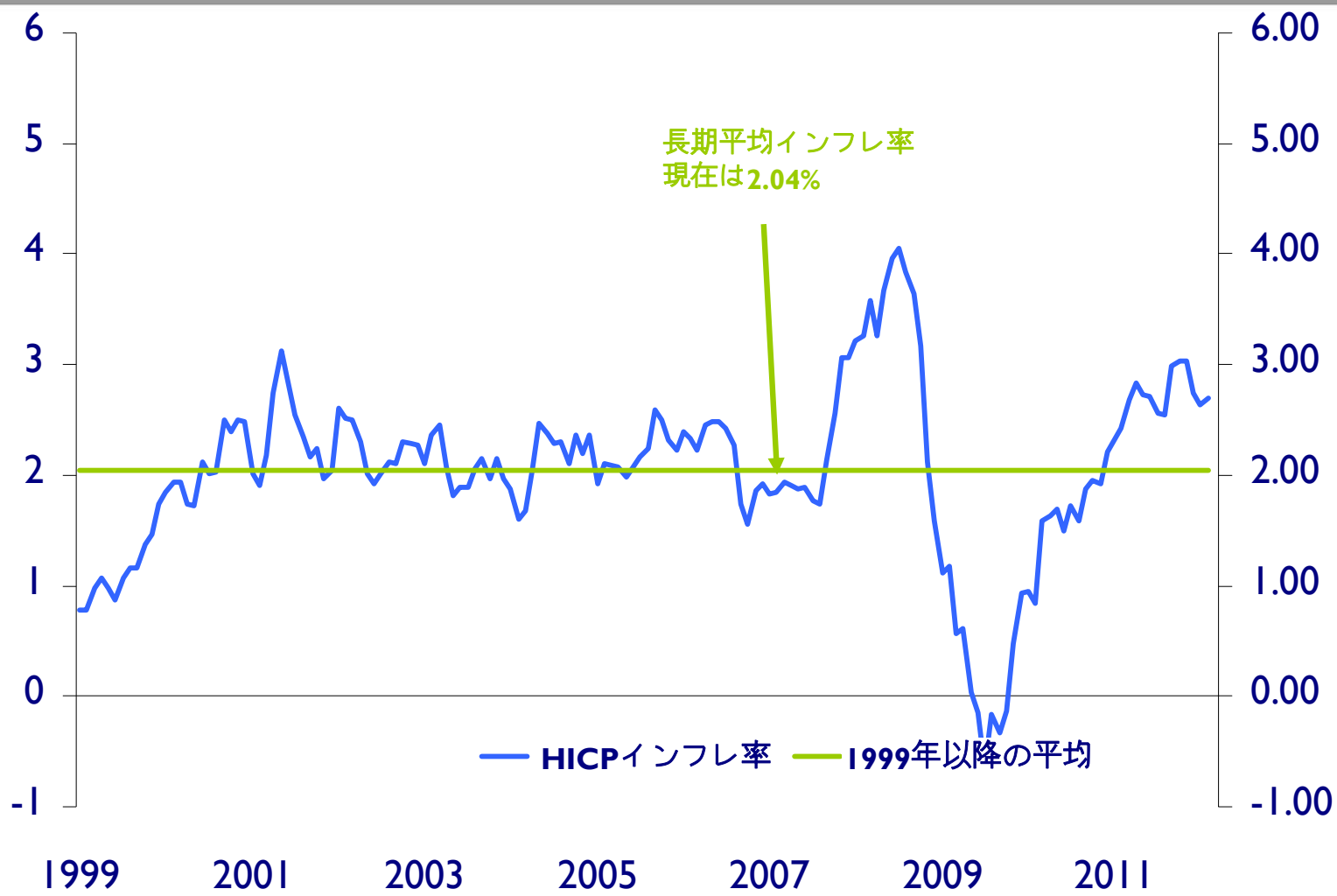
$$(2) \quad i_t^{MP} \simeq r^* + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + \lambda m_t$$

- **リスクプレミアム：**

- インフレ率のボラティリティーと実質**GDP**のボラティリティー
- クレジット・リスクプレミアム

$$(3) \quad pr_t \simeq \beta \text{var} (\pi_t) + \gamma \text{var} (y_t) + d_t$$

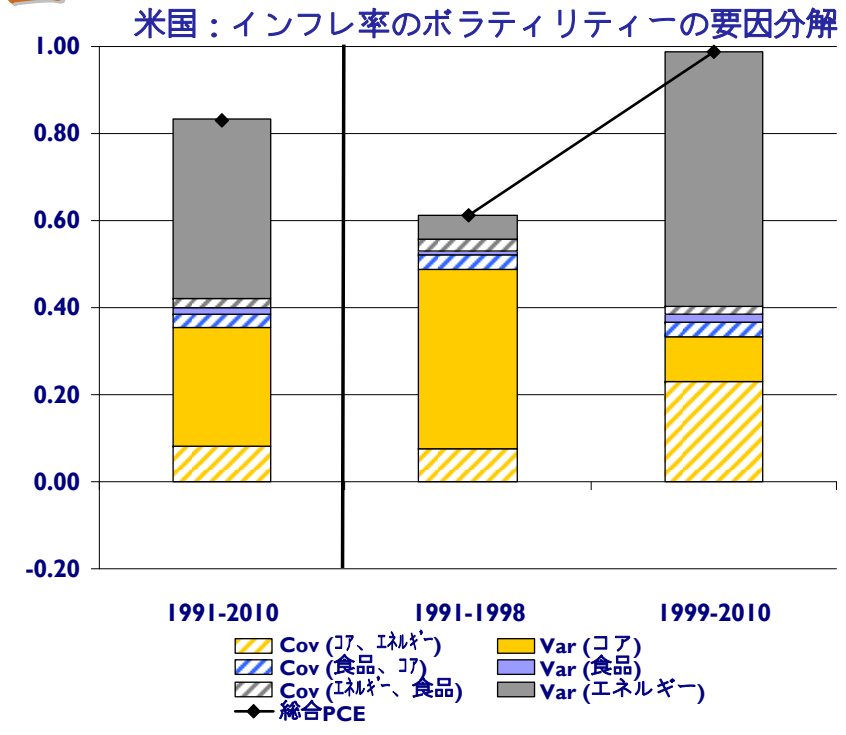
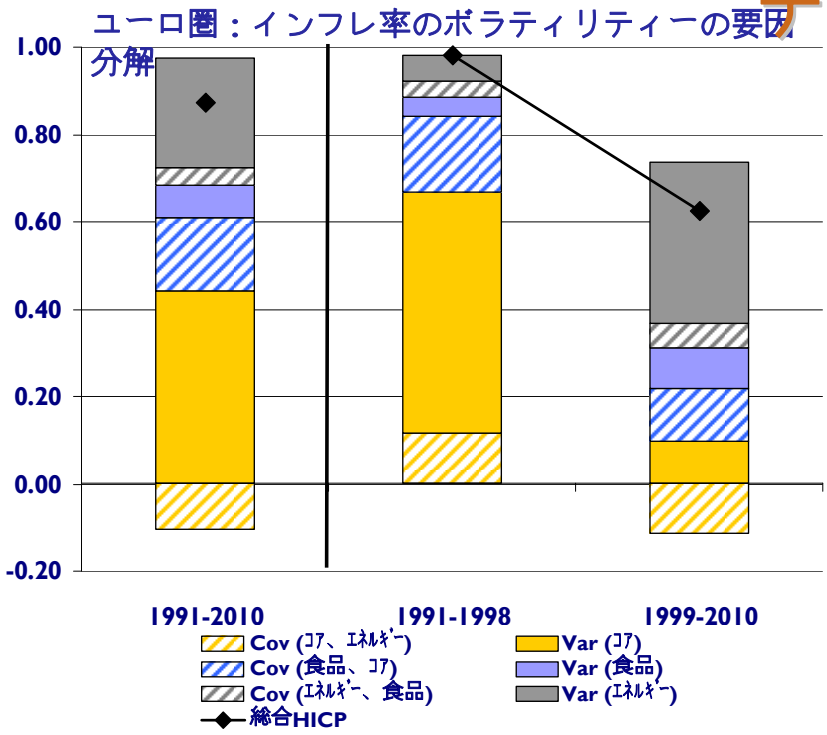
# インフレ率



出所：欧州統計局  
注：総合HICPの前年比変化率、季節調整前の月次値を使用。

# インフレ率のボラティリティ

## エネルギー価格ショックとインフレ率のボラティリティ

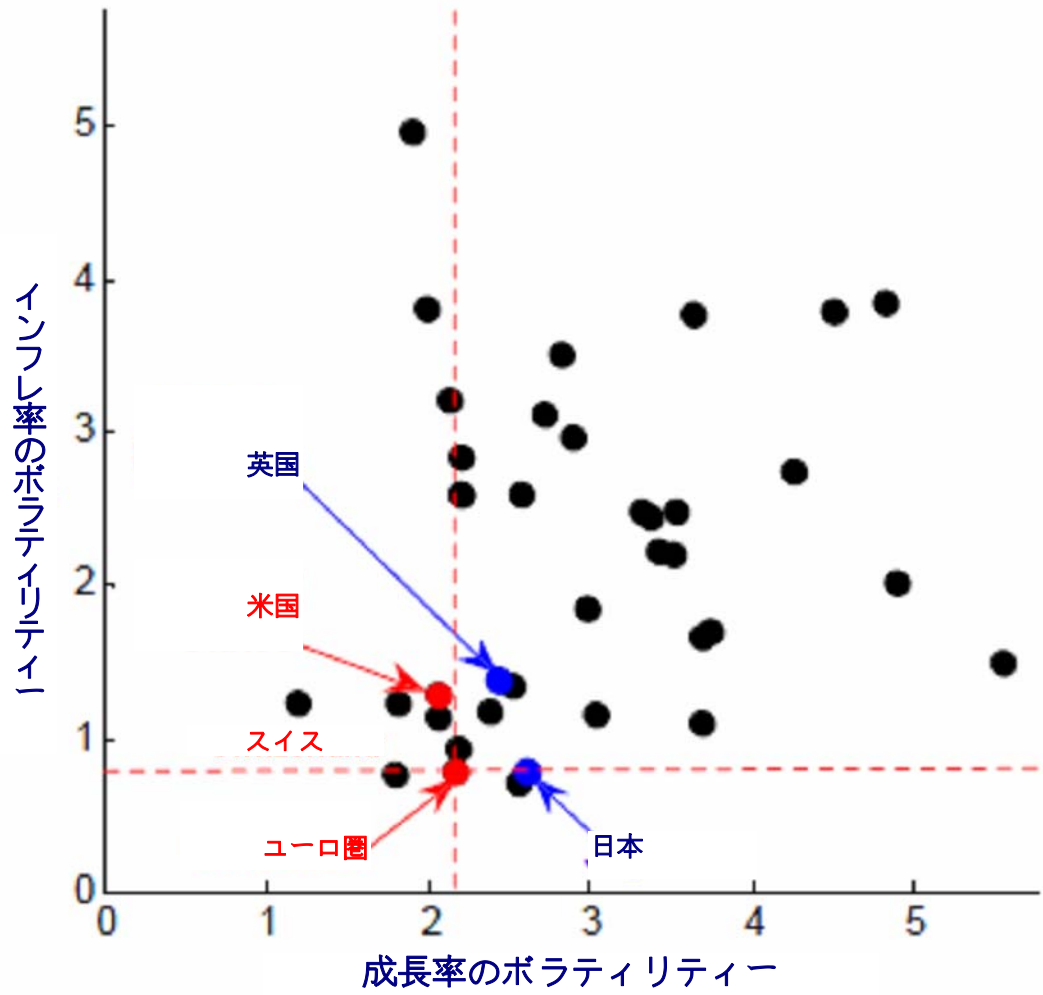


エネルギー価格のボラティリティは上昇したがインフレ率のボラティリティは低下



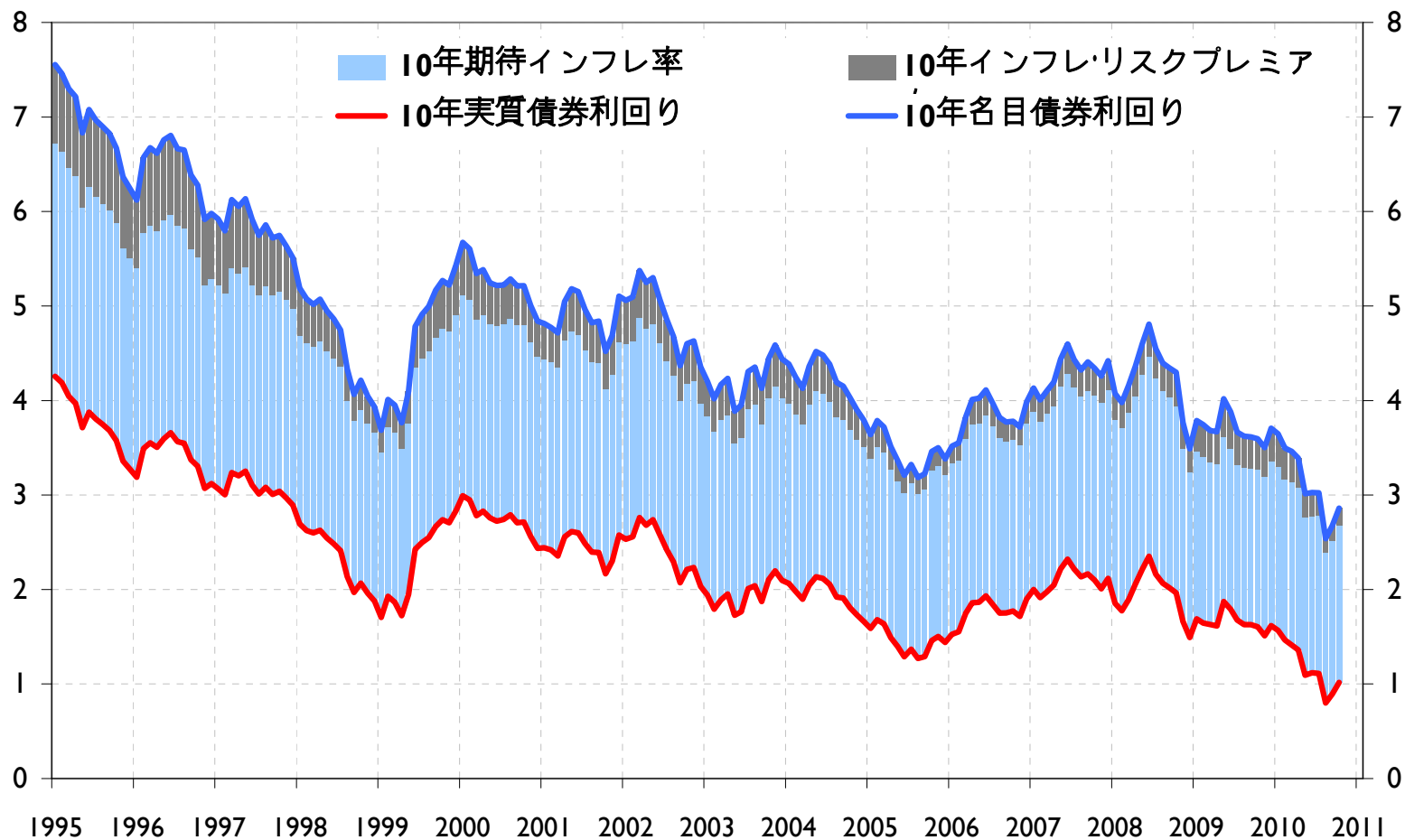
エネルギー価格のボラティリティ上昇がインフレ率のボラティリティを押し上げ

# インフレ率/成長率のボラティリティー



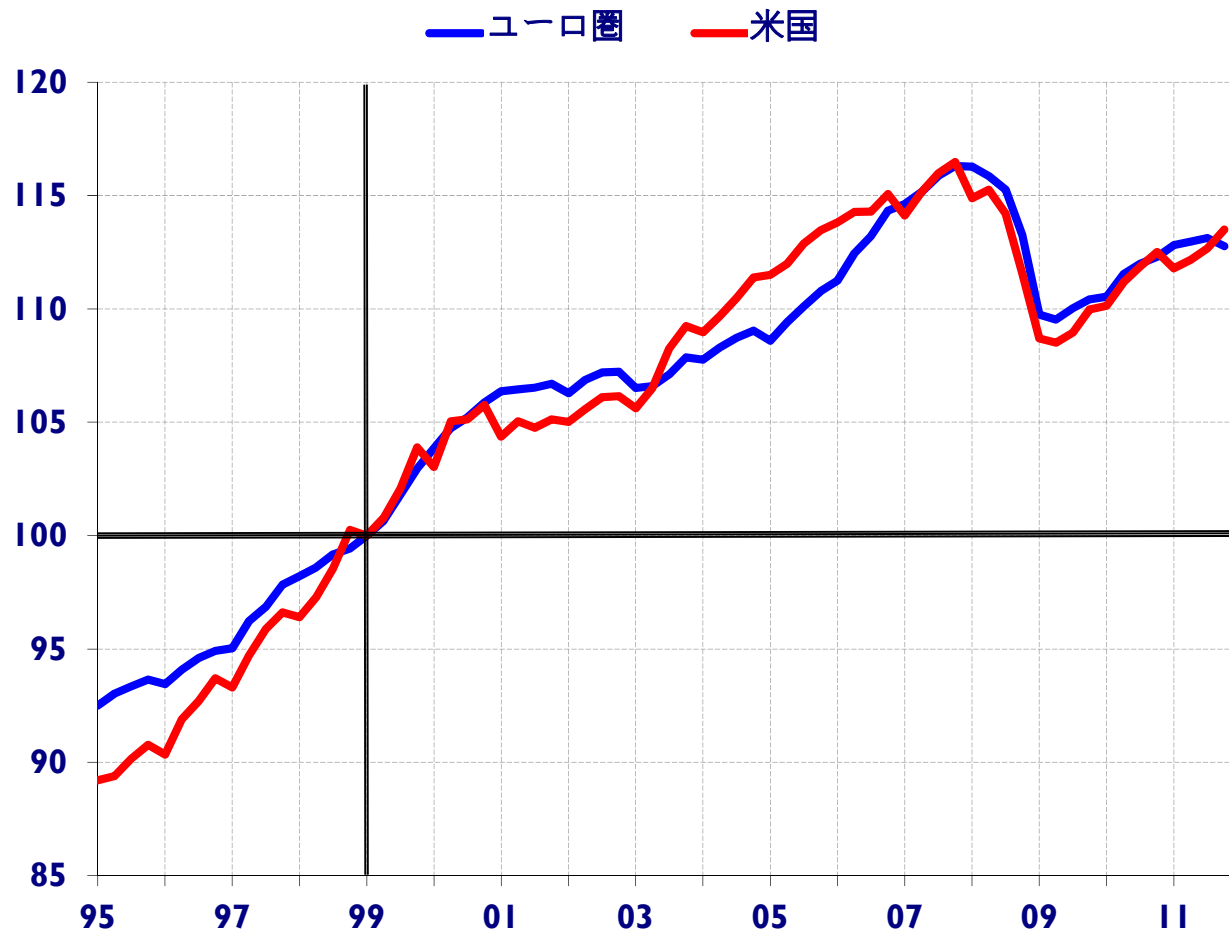
出所：ECBの計算による。

## 期待とリスクプレミアム



出所 : García, J.A. and T. Werner (2010), "Inflation risks and Inflation risk premia," ECB Working Paper No. 1162.  
注 : 期待インフレ率はBEIR。直近値は2010年10月。

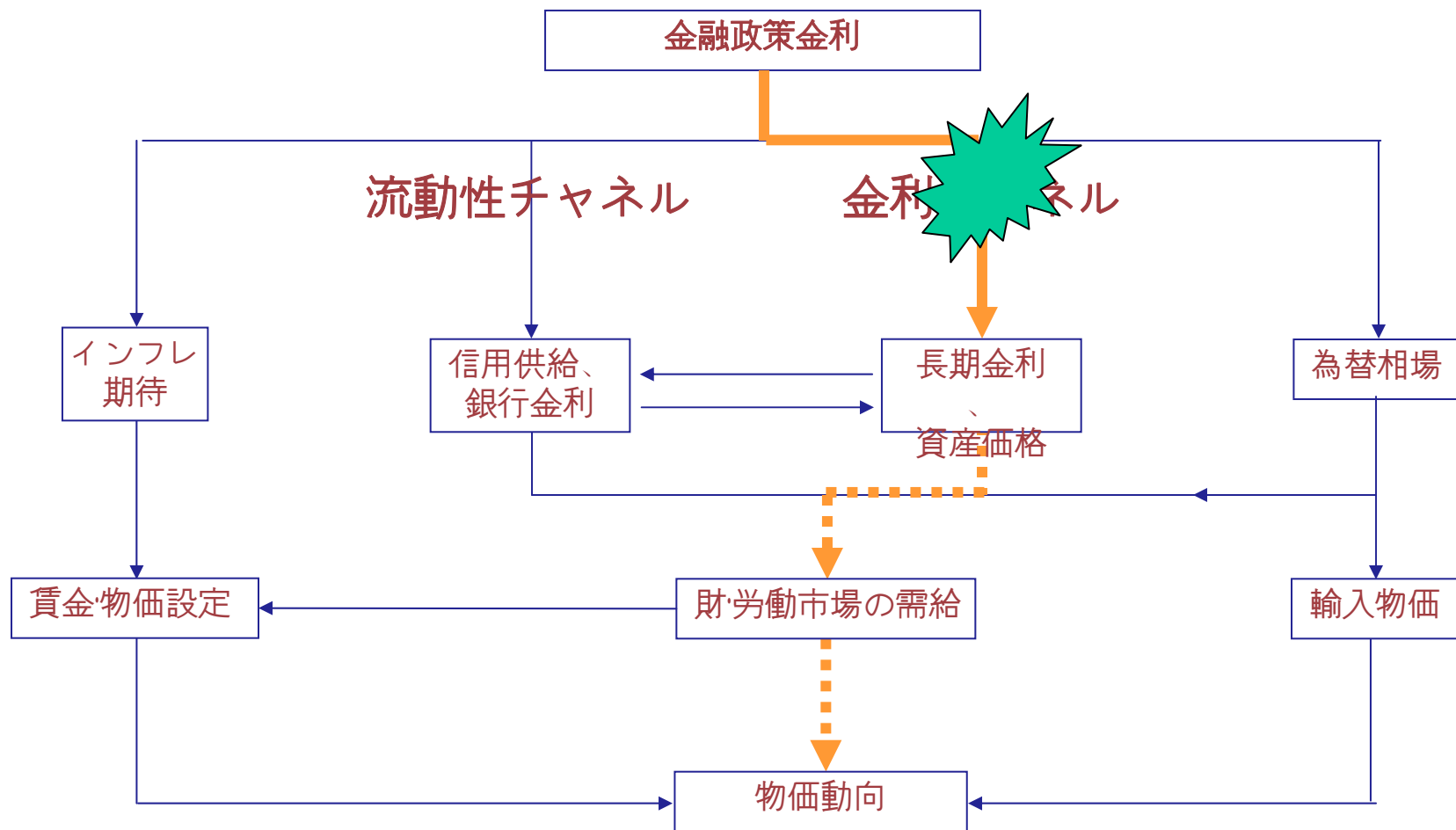
## 1人当たりGDP



ユーロ圏の安定は米国に匹敵する一人当たりGDPの伸びとともに達成されてきた

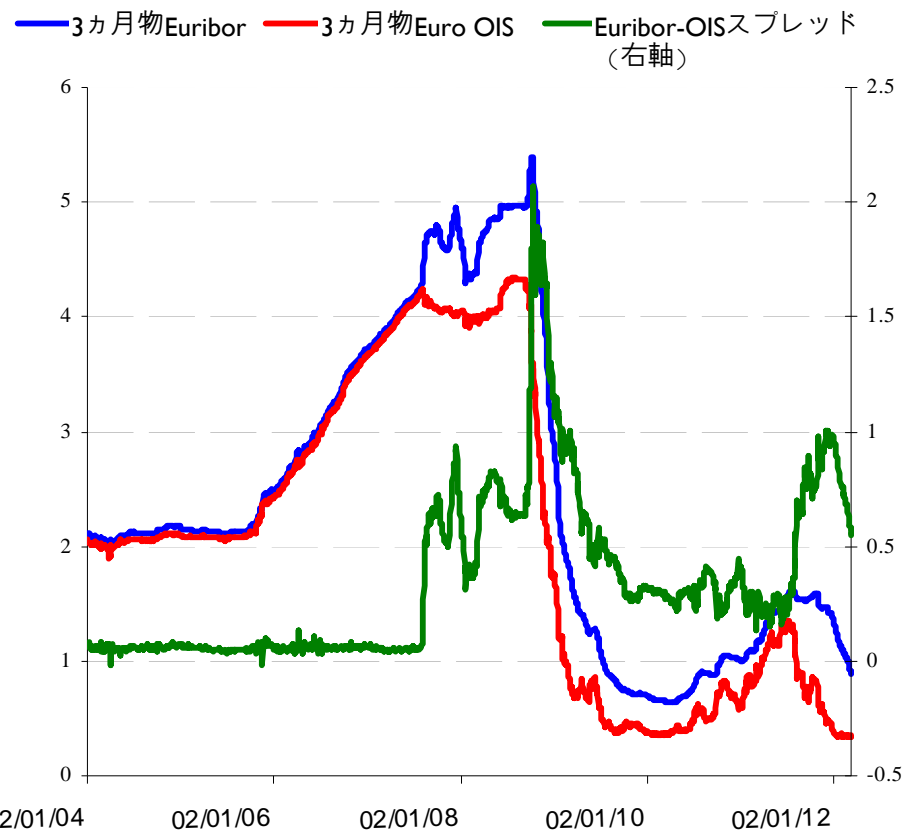


# 金融政策効果波及経路の障害



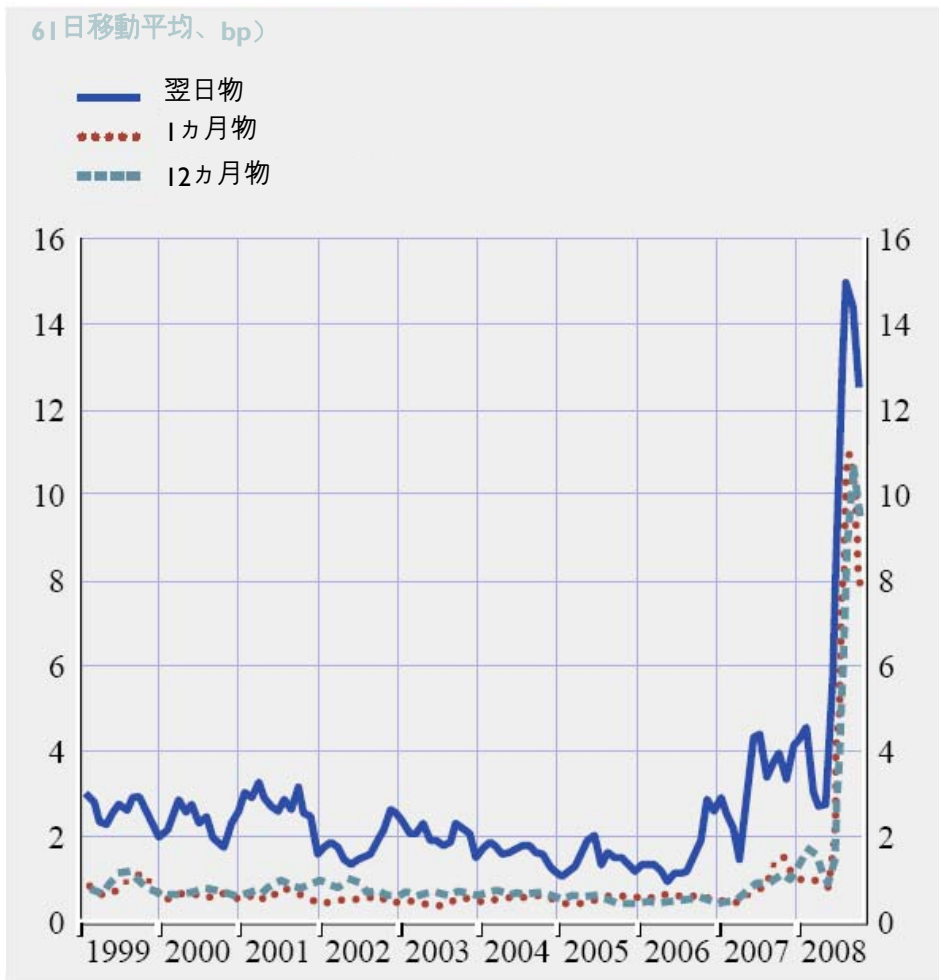
# マネーマーケットのセグメント化

## 3カ月物EURIBORとEONIA/OIS (pp)



出所：ECB、Bloomberg

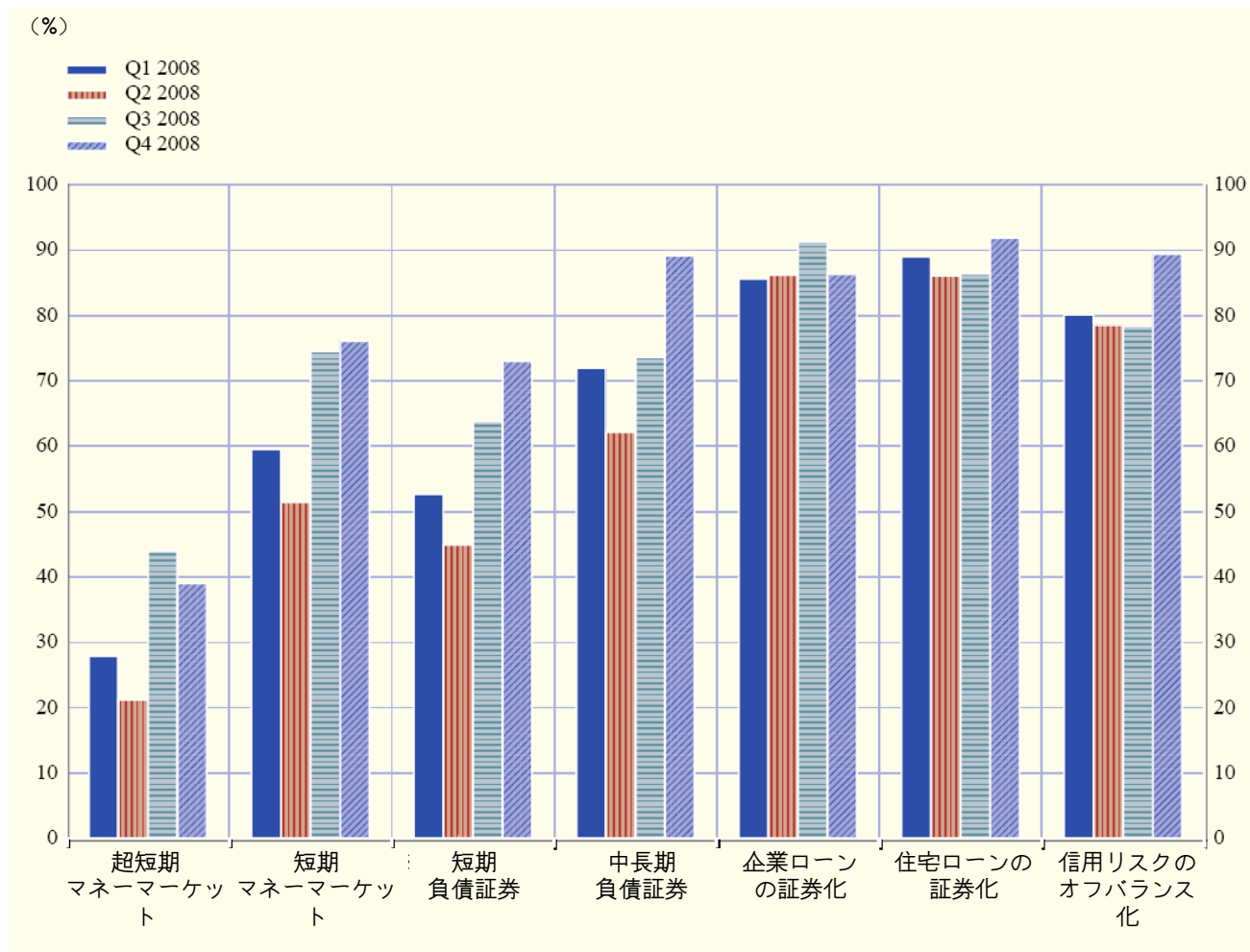
## 無担保インターバンク貸出金利の国別データの標準偏差



出所：ECB Financial Integration Report (2009年4月) 14ページ

# 銀行の資金調達ストレス

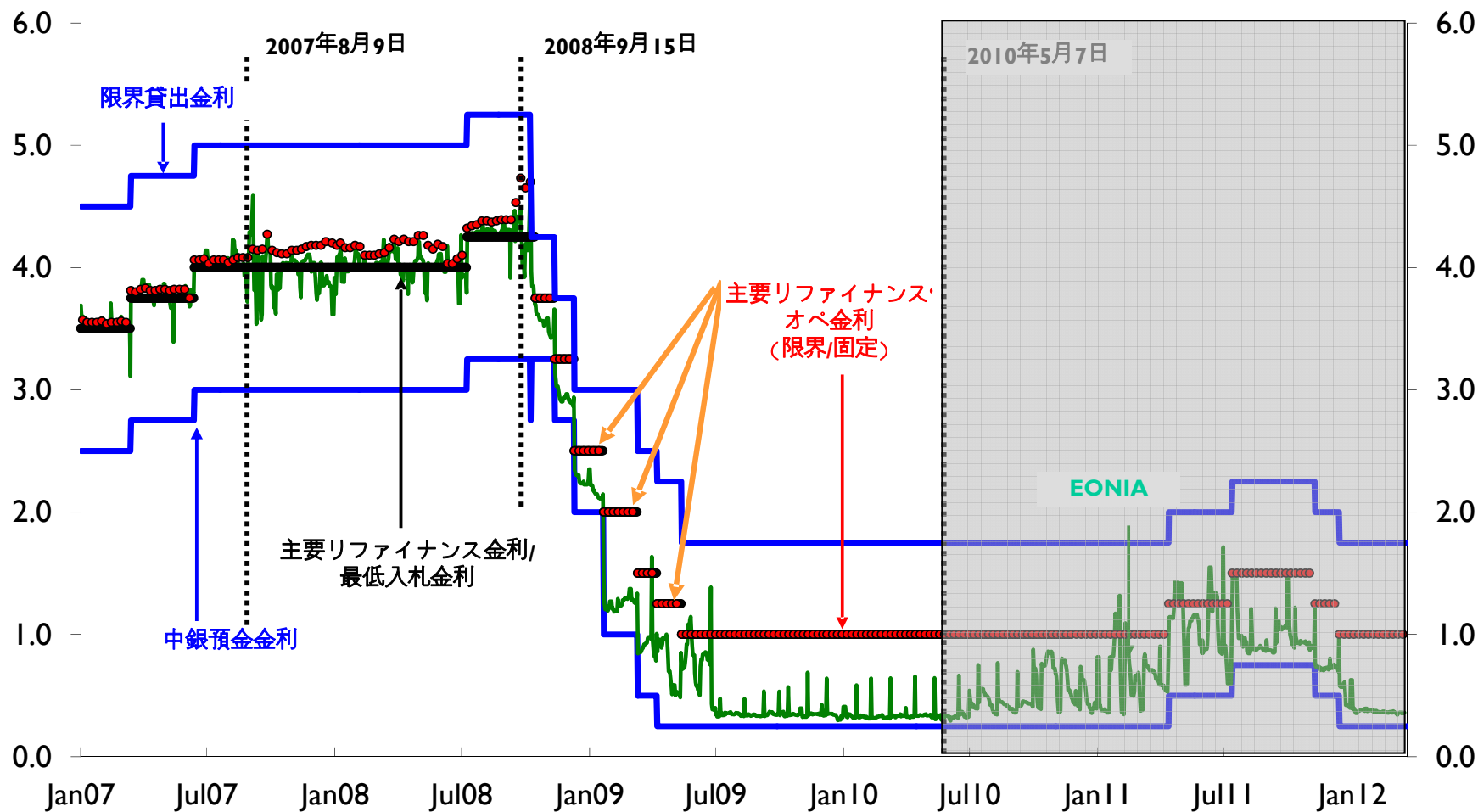
## ホールセール市場へのアクセス



出所：ECB月報2009年2月号29ページ、2008年10-12月期銀行貸出サーベイ  
注：それぞれのホールセール調達へのアクセスが困難だと答えた銀行の割合。

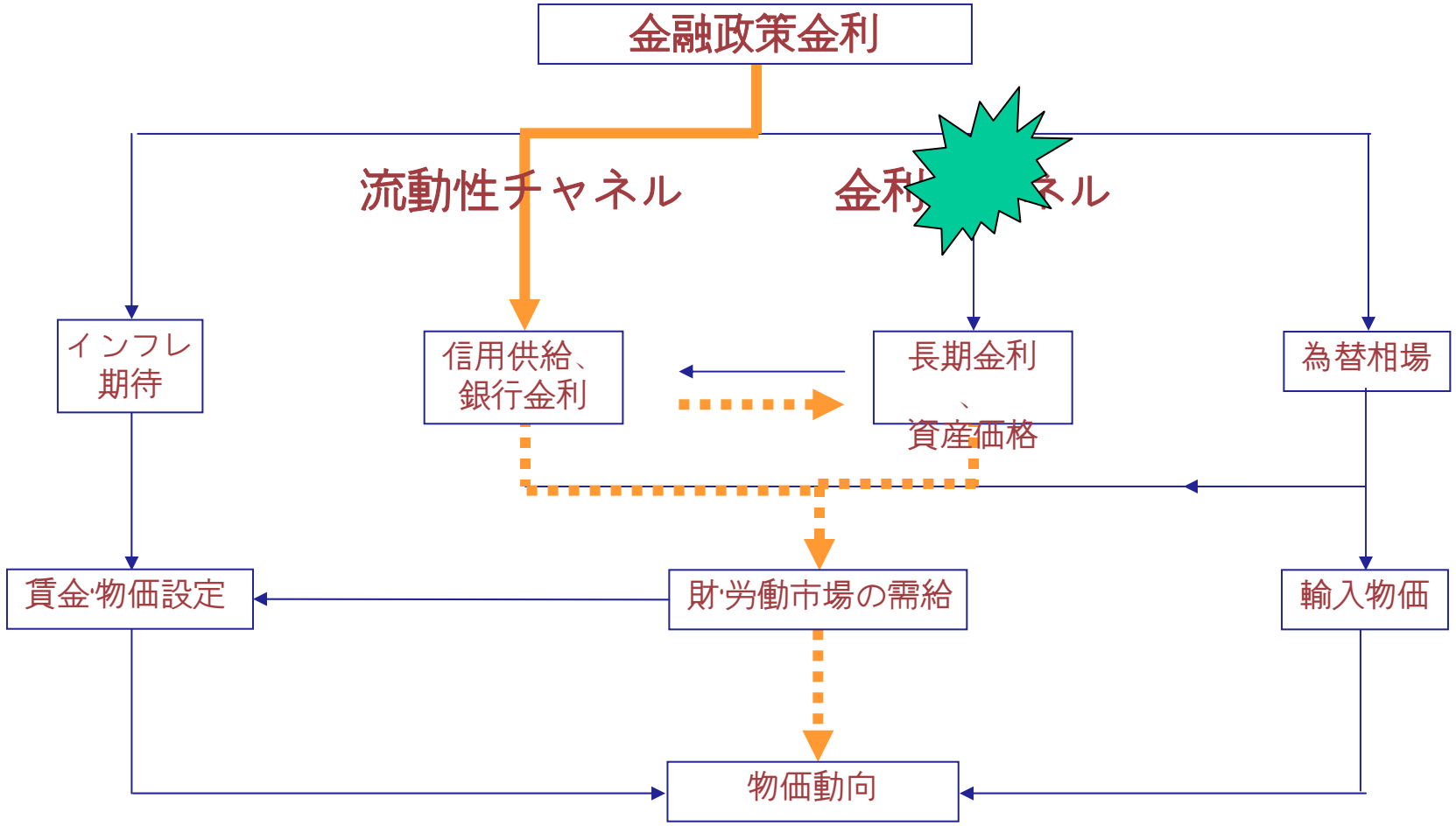
# 危機の第一段階における金融政策

## リーマン後の金融政策対応



注：単位%。下限は中銀預金金利、上限は限界貸出金利。直近値は2012年3月19日。

# 金融政策効果波及経路の修復

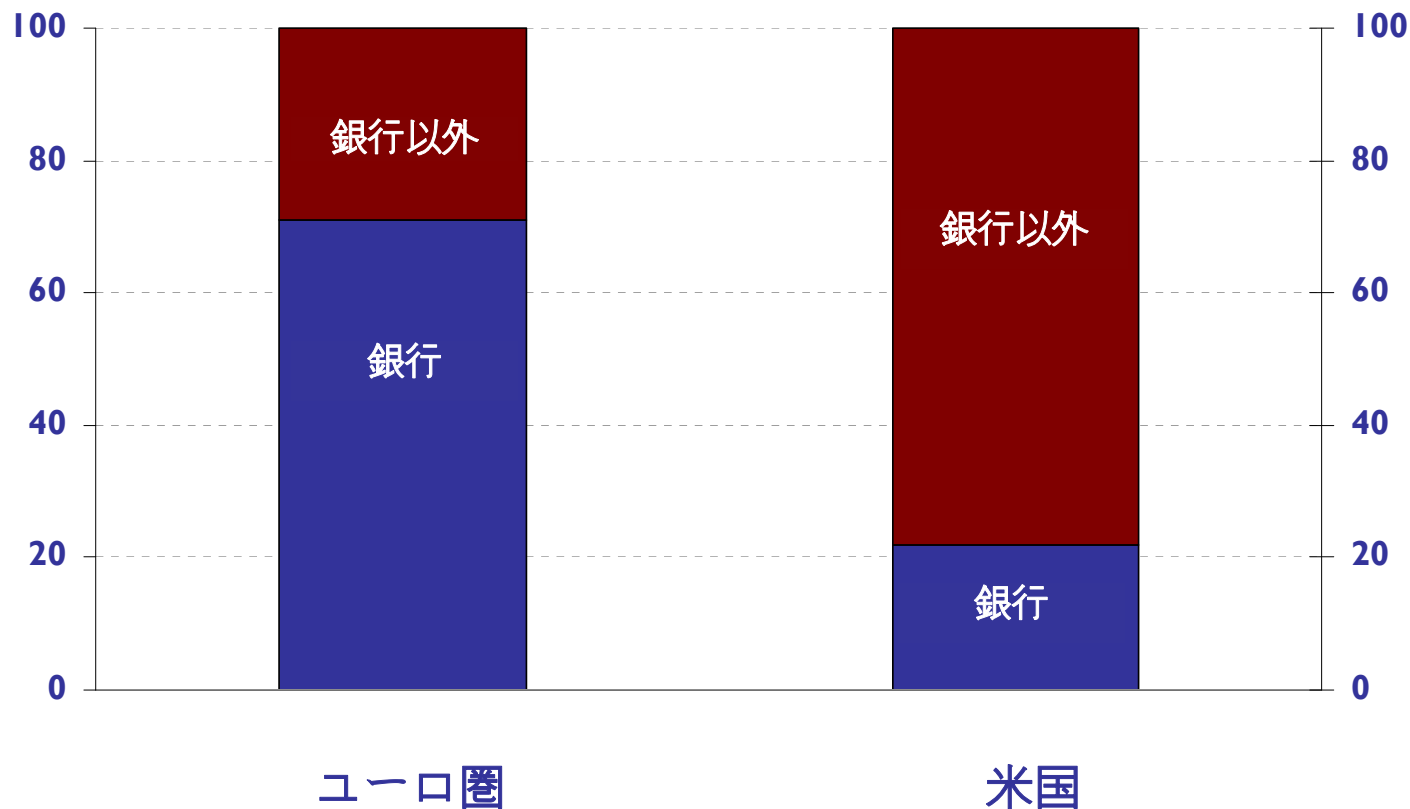


# ユーロ圏の金融政策措置

## 危機の第一段階：

- 固定金利での無制限資金供給
- 厳格なリスク管理下でのオペ適格担保の拡大
- オペの満期を最長1年へ長期化
- 外貨建て流動性供給
- カバードボンドの買い取り

# 非金融企業の外部調達

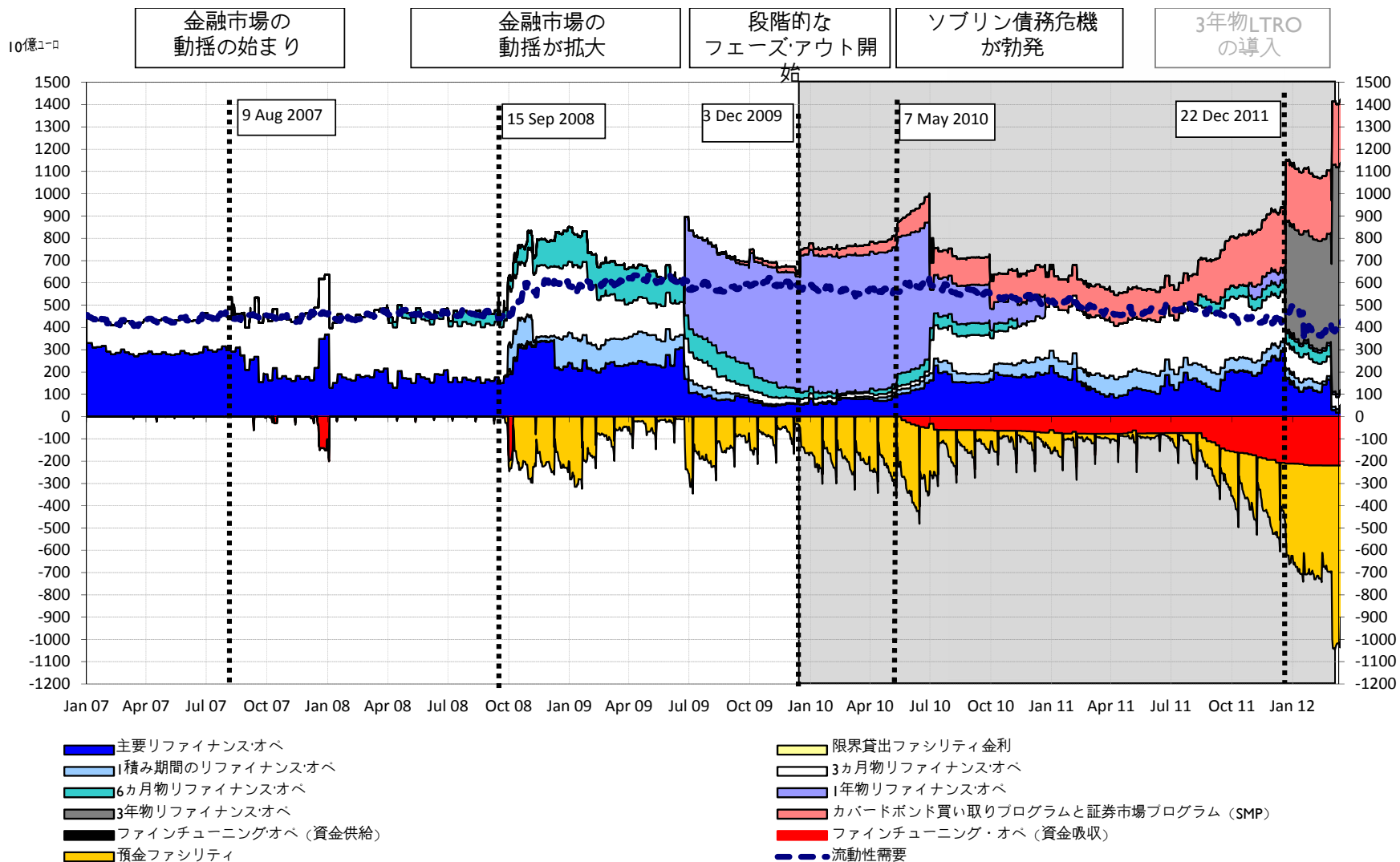


出所：ECB月報2009年4月号

注：単位は%。2004-08年の非金融企業の外部調達の割合の平均。

# 危機の第一段階における金融政策

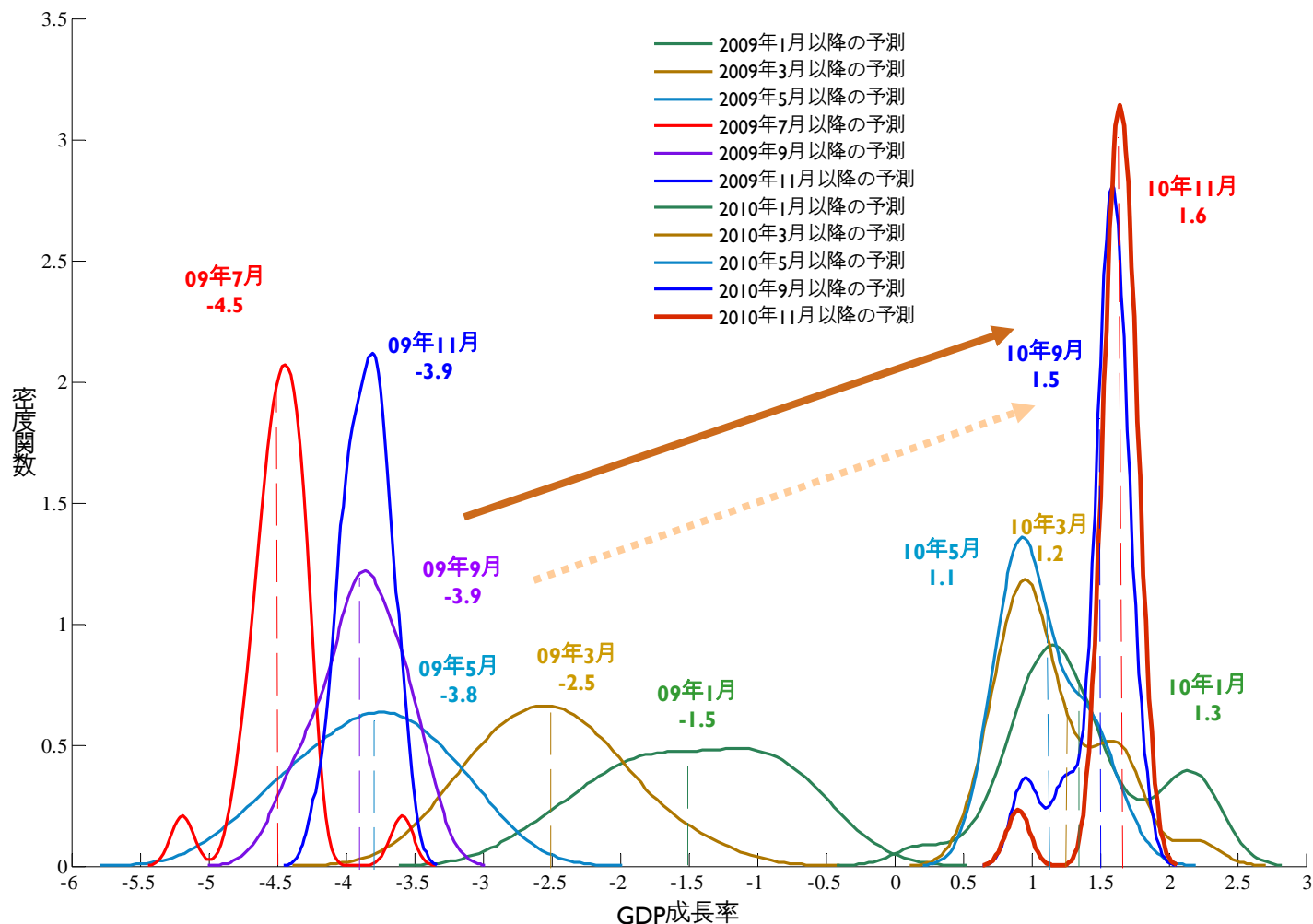
## ユーロシステムのバランスシート





# 危機の第一段階における金融政策

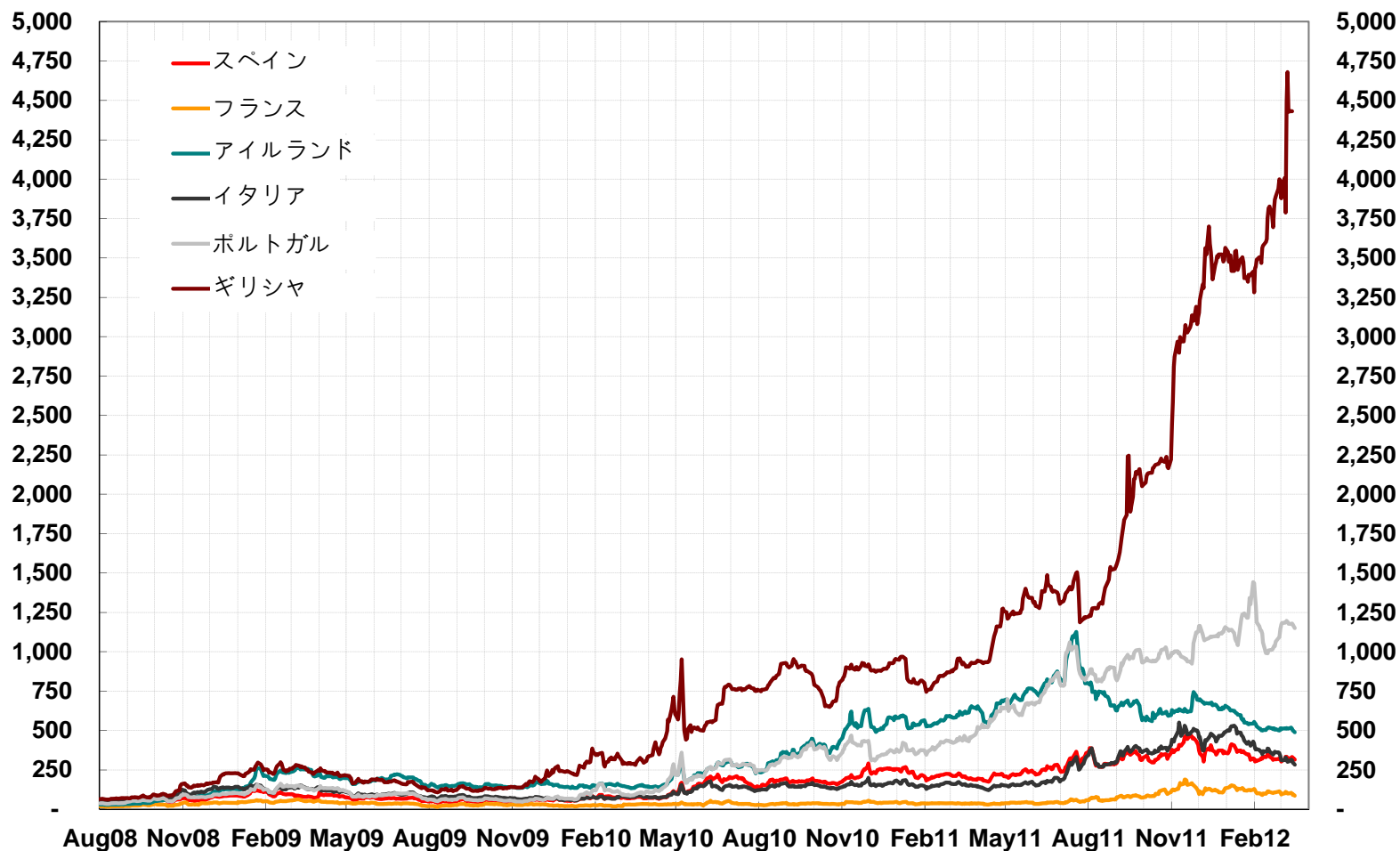
## リーマン後：急落と安定化



出所：Eurozone Barometer、ECB  
注：直近値は2010年11月。

# 危機の第二段階：クレジット・リスク・ショック

## クレジット・リスク：ソブリン債スプレッド



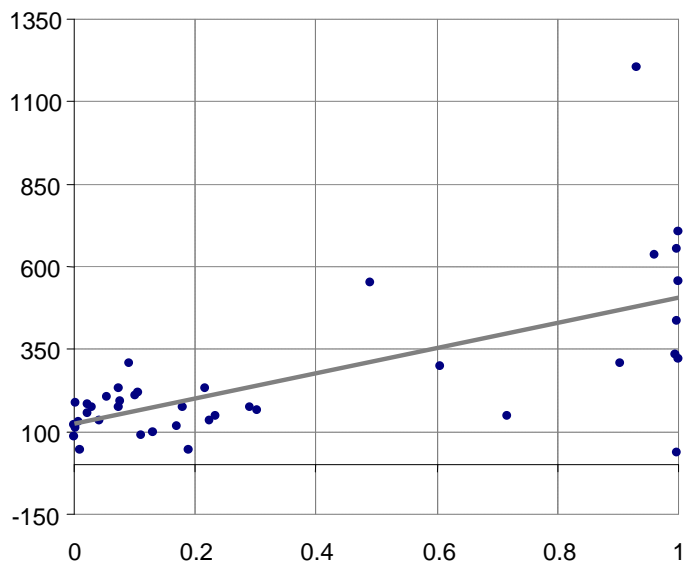
出所：Bloomberg、Thomson Reuters、Datastream、ECB

注：債券利回りスプレッドは対ドイツ10年国債に関する日次データ。直近値は2012年3月16日午後5時（中央欧州標準時）。比較可能なデータが存在しないキプロス、ルクセンブルク、マルタ、スロベニア、スロバキアは除く。

# クレジット・リスク・ショック下での伝達

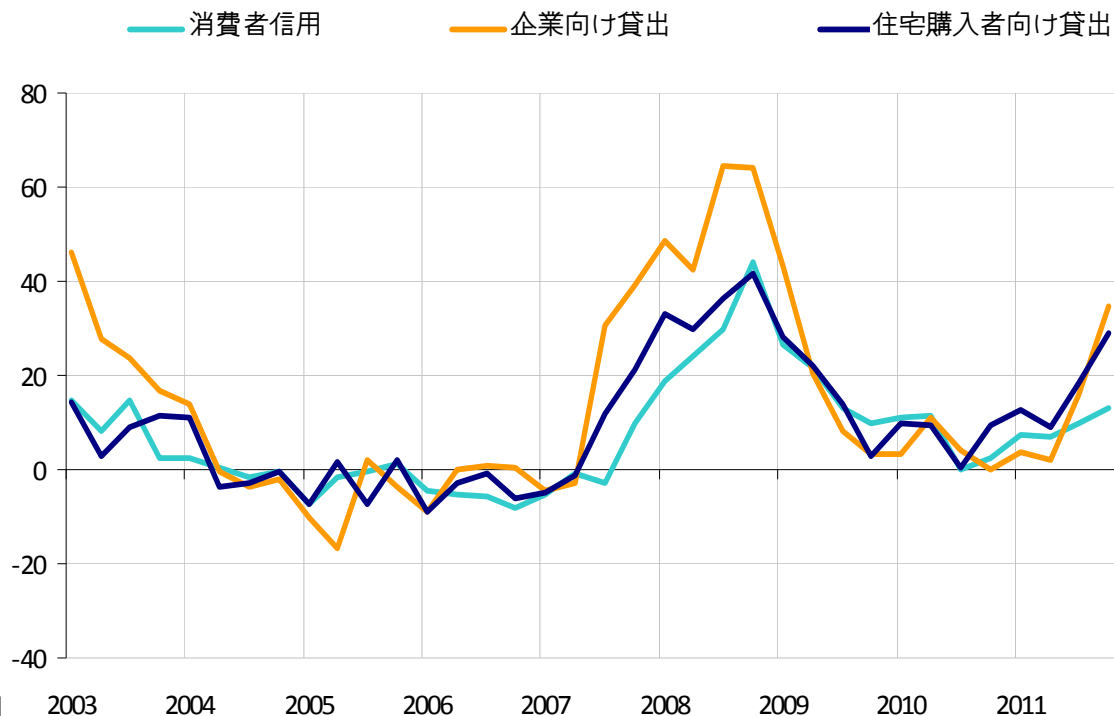
## ソブリンクレジット・リスクと銀行CDS

欧州銀行のCDSスプレッドの前年差と  
問題ソブリンへのエクスポージャー



出所：EBA（12月8日）、Datastream、ECB  
注：各銀行CDSスプレッドの前年差（bp、X軸）、各銀行の問題ソブリンに対するエクスポージャーが直接的なソブリン・エクスポージャー全体に占める割合（%、Y軸）。2011年12月のEBAのサンプル43行（相関66%）。

銀行の貸出基準（厳格化 - 緩和）



出所：ECB 銀行貸出サーベイ（BLS：Bank Lending Survey）

# ユーロ圏の金融政策措置

## 危機の第一段階：

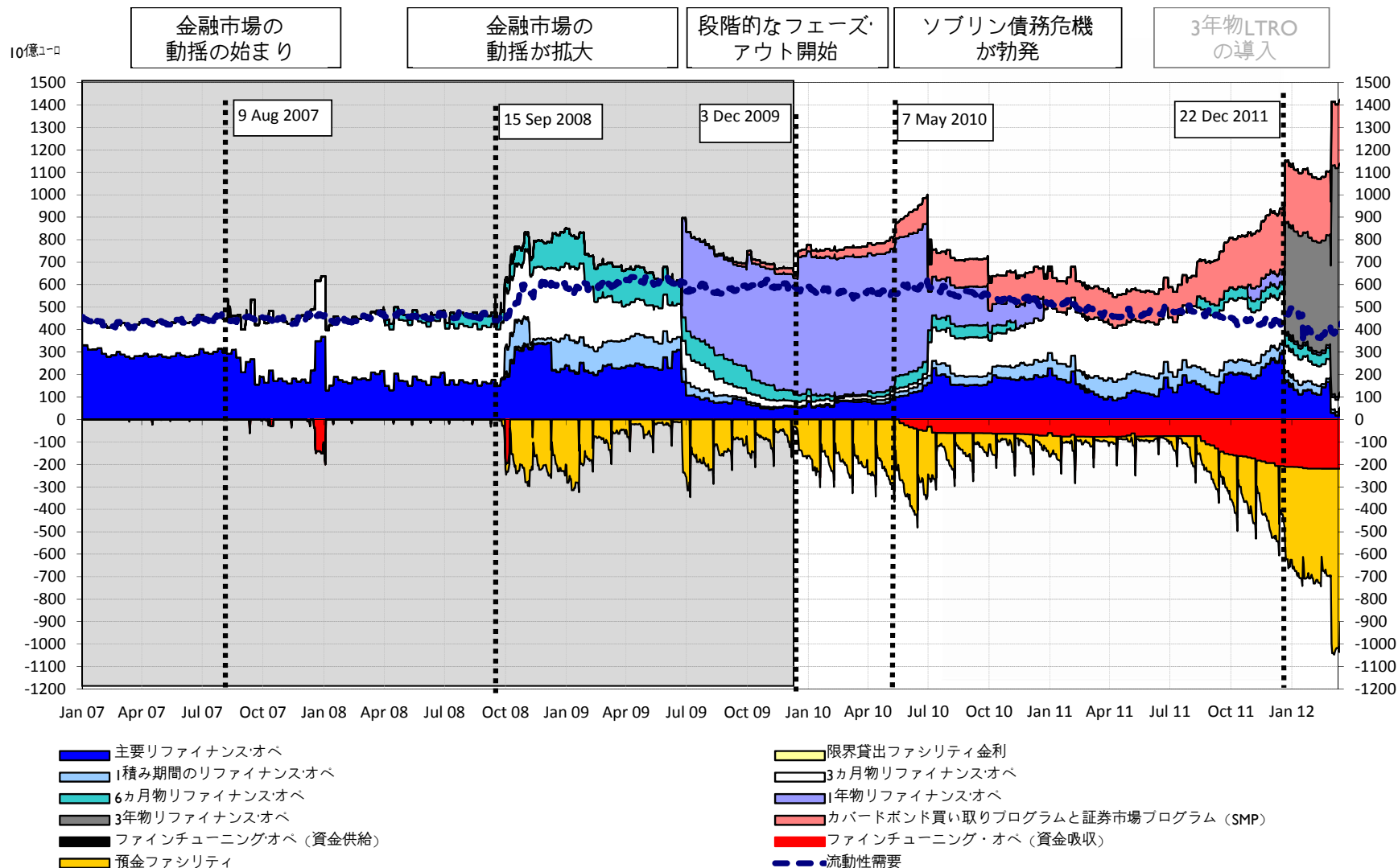
- 固定金利での無制限資金供給
- 厳格なリスク管理下でのオペ適格担保の拡大
- オペの満期を最長1年へ長期化
- 外貨建て流動性供給
- カバードボンドの買い取り

## 危機の第二段階：

- 証券市場プログラム（**SMP**）：債券市場で機能障害を起こしている部門への介入
- 預金準備率引き下げ
- 厳格なリスク管理下でのオペの対象担保の一段の拡大
- 3年物リファイナンス・オペの導入

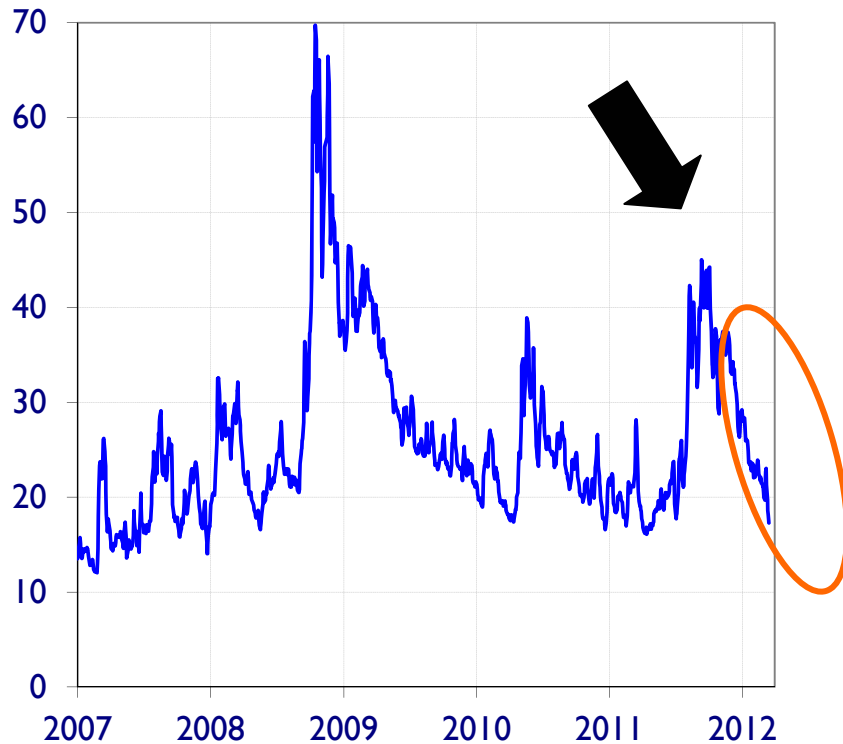
# 危機の第二段階における金融政策

## ユーロシステムのバランスシート



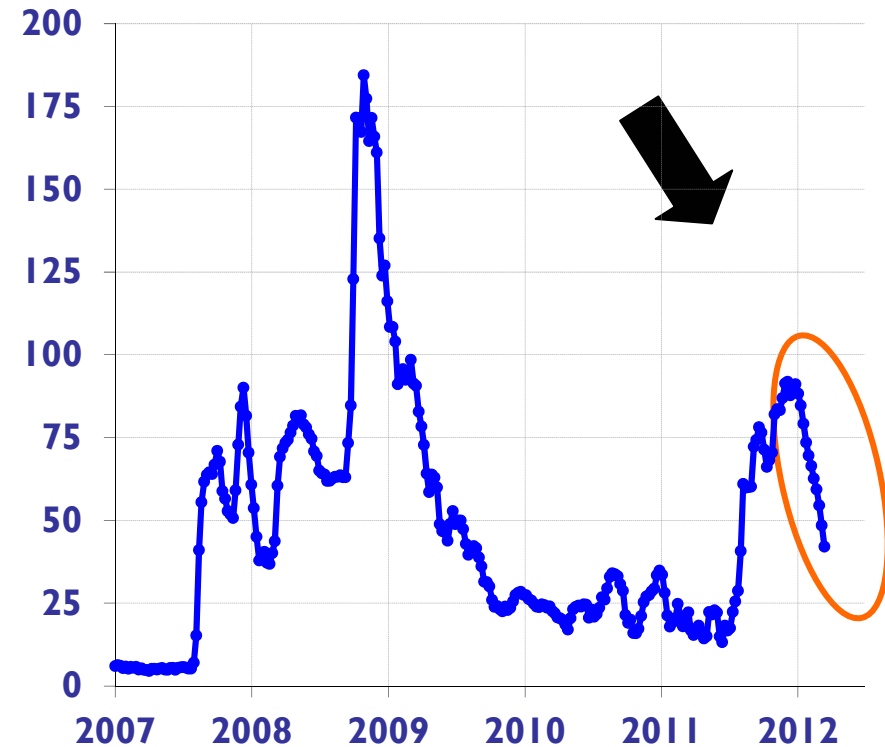
# Euribor-OISスプレッドと株式市場のボラティリティー

## ユーロ圏株式市場の インプライド・ボラティリティー



出所：ECB、Bloomberg

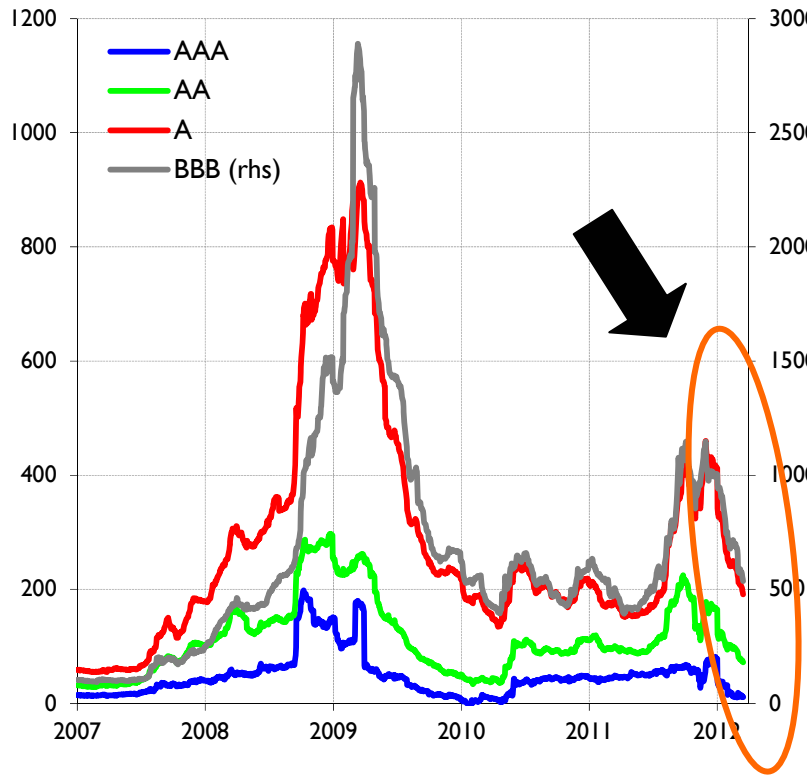
## 3カ月物Euribor-OIS スプレッド (bp)



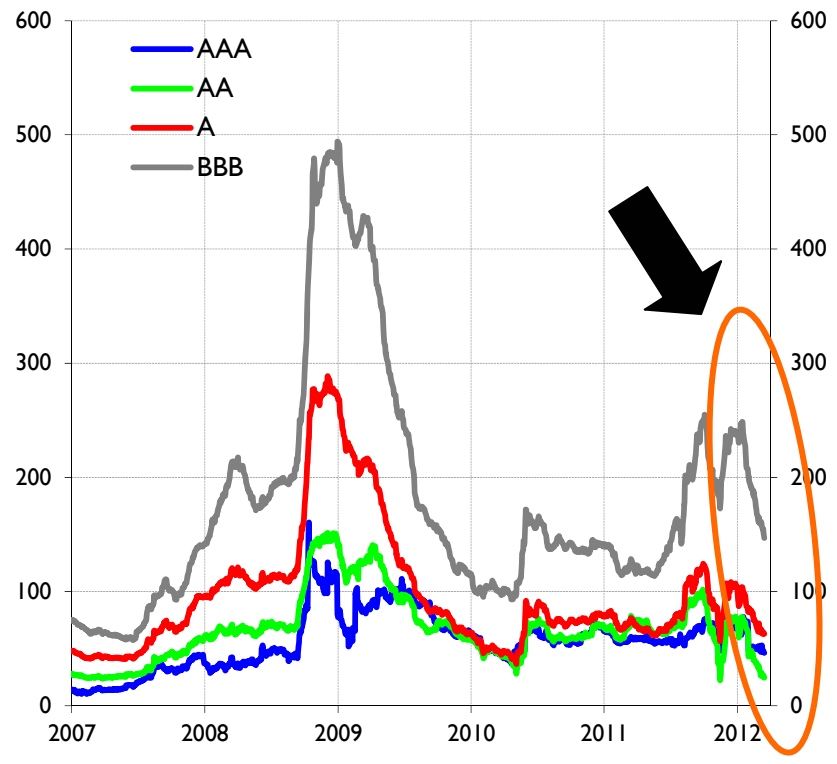
出所：Bloomberg

# ユーロ圏の社債スプレッド

## 金融債 (bp)



## 事業債 (bp)



出所：Thomson Financial Datastream

注：インデックス構成銘柄は満期1年超の債券。メリルリンチEMU AAA Government Bond Index がベンチマーク。直近値は2012年3月16日。

# 伝達メカニズムのモデル

- **長期金利：**

- 将来の金融政策金利に対する期待
- およびリスクプレミアム

$$(1) \quad i_t^L \simeq \text{average} (i_t^{MP} + E_t i_{t+1}^{MP} + E_t i_{t+2}^{MP} + \dots + E_t i_{t+L}^{MP}) + pr_t$$

- **金融政策金利：**

- インフレ目標

$$(2) \quad i_t^{MP} \simeq r^* + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + \lambda m_t$$

- **リスクプレミアム：**

- インフレ率のボラティリティーと実質**GDP**のボラティリティー
- クレジット・リスクプレミアム

$$(3) \quad pr_t \simeq \beta \text{var} (\pi_t) + \gamma \text{var} (y_t) + d_t$$