

令和 5 年 6 月 4 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01748

研究課題名（和文）欧州中央銀行による非伝統的金融緩和政策からの最適な出口戦略の理論および実証的研究

研究課題名（英文）Theoretical and empirical study on optimal exit strategy from non-standard monetary easing by European Central Bank

研究代表者

高屋 定美（Takaya, Sadayoshi）

関西大学・商学部・教授

研究者番号：60236362

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では欧州中央銀行による金融緩和の停止、そして金融引き締め開始に関して研究を進めてきた。非伝統的金融緩和により欧州では住宅価格や金融資産価格の上昇がみられたものの、エネルギー価格の上昇が始まるまでは物価の上昇もあまり見られなかった。これは本研究の時系列研究における結果と同じである。非標準的金融緩和は、銀行の収益を悪化させ、金融システムに負の影響を与えかねない。そのため本研究では理論的にマクロ経済環境と金融システムの安定とを両立させるための金融緩和の限界点の条件を導いた。

また、新型コロナウイルスの影響を考慮し、金融緩和がそれに正の効果をもったのかについても時系列モデルを用いて検証している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

欧州金融・債務危機からの回復がなかなか進まない中、伝統的な金融政策と呼ばれる金利を誘導する金融政策から、マイナス金利政策を含む量的緩和政策である非標準的な金融緩和政策を、日本銀行に続いて欧州中央銀行も導入することとなった。しかし、欧州経済の回復が進もうとする時に、その非標準的金融緩和政策をどのように転換するのか、日本同様に模索が続いてきた。現在、インフレが進行する中で金融緩和を欧州中央銀行は転換したが、果たしてそれが適切だったのかどうかを考察するため、本研究の示唆は学術的にもまた社会的にも有意義なものと考えられる。

研究成果の概要（英文）：In this research, I have been researching the suspension of monetary easing by the European Central Bank and the start of monetary tightening. Non-standard monetary easing has seen European housing and financial asset prices rise. However, the easing was not much inflation until energy prices began to rise. This is the same result as the time-series study of this study. In addition, negative interest rates and monetary easing through quantitative easing could worsen bank profits in particular and have a negative impact on the financial system. Therefore, in this study, we conduct theoretical research and derive the conditions for the limit point of monetary easing in order to achieve both the macroeconomic environment and the stability of the financial system.

In addition, considering the impact of the new coronavirus infection, we also use a time series model to verify whether monetary easing at that time will have an effect.

研究分野：国際金融論

キーワード：欧州中央銀行 非標準的金融緩和政策 マイナス金利政策 出口政策 金融システムの安定性

## 1. 研究開始当初の背景

中央銀行による大規模資産購入政策(いわゆる量的緩和政策)やフォワード・ガイダンスに代表される「金融政策の非伝統的緩和政策」が、2008年以來、日米欧の中央銀行で実施されてきた。欧州中央銀行(以下、ECB)は、EUの基本条約上の制約とECB自身の判断により、量的緩和といえるような積極的な緩和を行わなかった。しかし2010年以降、ギリシャ債務危機を端緒とする欧州債務危機が発生した。それにより、ユーロ圏を含む欧州経済全体も深刻な景気後退を経験することとなり、ECBも日米のような金融政策の非伝統的緩和政策を実施せざるをえなくなった。ただし、現在、ユーロ圏経済は、加盟各国の格差がみられるものの平均して回復を見せ始めており、今年中にもECBは金融緩和を停止し「非伝統的金融政策からの出口」を模索し始めるであろう。すでに景気回復の途上にある米国では連邦準備が緩和の縮小と利上げを実施しており、ECBも緩和の縮小に踏み出すものと考えられる。

## 2. 研究の目的

研究の目的は、最新の金融政策に関する研究成果を踏まえつつ、ECBによる非伝統的金融緩和政策からの最適な出口戦略を、経済構造が異なるユーロ圏経済の実態ならびに国際経済への影響を考慮にいれて理論的ならびに実証的に検討することにある。このため、申請者が今まで行ってきた理論的研究ならびに実証的研究を発展させることをめざす。また同じ問題意識を持つ海外の研究者との交流や国際学会での発表を通じて、研究を進展させる。

また、本研究ではECBは2%以下の低インフレ率であっても緩和を停止する、出口戦略を実行すべきか、そして実行すべき新たな基準が必要なのかを理論的に研究する。いいかえると、2%という金融政策目標自体が適切かどうかとも検討する必要がある、その点にも独自性がある。その際には加盟国間での景気格差が持続するユーロ圏経済における最適な出口戦略の構築を検討する。実証的成果を通じて、金融政策目標やユーロ圏の金融政策の枠組みを再検証するための新たな視点を提供することが期待される。本研究における独自性・創造性は、従来にない非伝統的金融緩和からの脱却という今まで経験したことのない戦略のあり方を検討することを通じて、現代金融政策論に新たな視座を与えることにある。

## 3. 研究の方法

まず本研究では、以前構築したモデルを発展させ、理論的に代表的な銀行行動を組み込んだシンプルなマクロ経済モデルを構築し、それによって、マイナス金利政策が銀行収益に負の影響を与える条件を導いた。

マクロ経済データおよび金融データを利用し、少ないサンプルでも有意な推計結果が得られる可能性のあるベイジアン推計を応用して、検証する。それらを通じて、より詳細に出口戦略の効果を検証し、どのような出口戦略が最適であるかを検討する。また、本研究中に欧州経済は、新型コロナウイルス感染による経済ショックをうけ、大幅な景気後退に直面した。ECBもそれに対応するための金融緩和政策をせざるをえなかった。そのため、本研究でも、新型コロナウイルス感染による景気後退に対するECBの緩和政策の効果もEU各国経済のパネルデータを用いて検討する。

## 4. 研究成果

まず、本研究では非標準的金融緩和政策と金融システムの安定性が両立可能かどうかを、シンプルなマクロモデルを用いて理論的に分析した。それによると、ECBが物価安定を追求することは、金融機関が十分な自己資本を積んでいない時には金融安定を損ねる可能性があることが示唆された。また、預貸金利マージンを一定程度、確保しておくように金利設定することも必要であることが示された。逆に、ECBがマイナス金利政策を解除すると、自己資本比率が十分でなく、預貸金利マージンも十分でない場合には、金融システムの安定性を確保できることになる。

ただし、ECBは非標準的な金融緩和を実行し、マイナス金利政策も行ってきた。その中でマージンも縮小してきたが、イールドカーブをそれほどフラットにはしていない。したがって、ある程度のマージンの確保が実現していたものと推察でき、金融安定も確保されていたと考えられる。マイナス金利政策においてECBは物価安定をめざしつつ、金融安定も結果的には確保できたといえる。

さらに非伝統的金融政策の一つである、マイナス金利政策の影響について実証的に考察している。従来の研究ではその効果について議論が分かれているが、ECBのマイナス金利政策導入の2014年からCOVID-19の影響が出るまでの2019年までの期間で、ベイジアンVARモデルと制約のないVARモデルを用いたインパルス応答によってあらためて検証した結果、鉱工業生産指数と金融資産価格にはプラスの効果がみられるものの、金融機関の収益源となる預貸スプレッド

には大きなマイナスの効果がみられることが観察された。そのため、金融機関への経営には負の効果をマイナス金利政策が与えることが示唆された。今後のユーロ圏、欧州での金融安定性を維持するためには、マイナス金利政策および低金利政策を継続することはリスクの高いことを示した。そのため、非伝統的金融政策の出口のあり方を検討する際、金融安定性の維持という視点が重要であるといえる。

さらに、ECB がパンデミック対策のための追加的な量的緩和政策を実行したために、その緩和政策の欧州経済への影響を考察している。新型コロナウイルス感染拡大の欧州経済への影響を検証するため、2020 年から 2021 年の感染期にサンプル期間を限定したパネル構造 VAR モデルを用いて実証している。それにより欧州経済では、総需要減ショックが総供給減ショックよりも大きいことを観察している。

そのため、総需要ショックを重視した経済政策、たとえば ECB による金融緩和政策、復興基金を創設してグリーンディールを目標に掲げた財政支援策、加盟各国による失業対策などの総需要対策が効果的であることを示唆している。実際、それらの経済対策によって急激に落ち込んだ欧州の景気は急速に回復しており、それらの対策が一定の効果を見せたといえる。

本研究では、あらためて 5 変数のベイジアン VAR モデルを用いて金融緩和がこの時期の鉱工業生産、物価にプラスの影響を与えることを示している。

また、非伝統的金融緩和政策を解除する条件である物価上昇が欧州では顕著にみられている。これは資源価格の上昇によるところが大きい。資源価格が欧州の各産業部門の平均価格にどのように影響を与えるのかを、シンプルな VAR モデルを用いて、予備的な検証を行っている。工業部門、サービス部門ともに資源価格上昇の影響を受けられることが見られ、それにより、平均消費者物価指数である HICP にも正の影響を与えることが推察される。それにより、ECB は金融政策目標である 2% 近傍のインフレ率達成のため、金融緩和政策を転換し、金融引き締めへと出口を進めるタイミングを迎えている。しかし、COVID-19 による影響からの景気後退懸念は継続しており、さらに 2022 年 2 月からのロシアによるウクライナ侵攻によるエネルギー供給不安も欧州経済の景気後退懸念を高めている。そのため、景気後退懸念とインフレ率の上昇に直面する ECB の最適な出口タイミングを考察するための、シンプルなマクロモデルを構築している。それによれば、インフレ率を重視することは景気後退を招くことは従来のモデルと同様の結論を得ているが、景気が同調していない非対称なユーロ加盟国が存在すると、金融引き締めの効果も非対称となり、経済格差を拡大することが示される。この場合、ECB の出口のタイミングは景気火インフレ率かのかのいずれかで、同調性の高い経済変数を重視することで、経済格差が相対的に小さくなることを示唆される。

さらに、EU はグリーンディールによる景気回復を試みようとしており、非標準的金融緩和の出口の後に、ECB にもその役割が期待されている。そのため、本研究でもグリーンディールの下での ECB によるグリーン金融政策がもたらす課題も考察している。たとえば、ECB がグリーンとされる国債・社債の購入を積極的に行うべきなのかどうか、また金融規制の一つである自己資本比率を計算する上で、グリーン資産とブラウン資産とでリスクウェイトを変えるべきなのかどうか、検討している。本研究では、近年、増加しているとはいえ、現段階ではまだグリーンとされる債券の流通量が既存債券に比べて少ないため、グリーン資産の購入と言ったグリーン・オペの効果は限定されるとする。また自己資本比率規制に関してもブラウン資産のリスクウェイトを高めることは銀行の融資をグリーンに傾斜させる効果をもたらすものの、グリーン資産のリスクウェイトを低めることは、かえって銀行の財務を過度にリスクを高める可能性があり、そのため、グリーン資産のリスクウェイトを低減させることは回避することが適切であるとの結論に至った。

以上が本研究の研究成果である。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 2件）

1. 著者名 高屋定美	4. 巻 22-04
2. 論文標題 EUタクソノミーの実施と、EU域内の金融・経済活動への影響	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 アジア太平洋研究所資料	6. 最初と最後の頁 87-121
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 高屋定美	4. 巻 21-3
2. 論文標題 欧州のマイナス金利政策の動向と EU 経済への影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 アジア太平洋研究所資料	6. 最初と最後の頁 127-155
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 高屋定美	4. 巻 696
2. 論文標題 EUの結束は綻びるのか？ ブレグジット、COVID-19に揺れるEU	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 国際問題	6. 最初と最後の頁 19-29
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 高屋定美 前田直哉	4. 巻 37
2. 論文標題 ポンドネットワークの盛衰 -国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から-	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 信用理論研究	6. 最初と最後の頁 63-82
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 高屋定美	4. 巻 第70巻
2. 論文標題 欧州中央銀行による金融政策と銀行監督政策の理論的分析-ECBは物価安定と金融安定を同時に達成できるのか-	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 同志社商学	6. 最初と最後の頁 311-324
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計5件（うち招待講演 2件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 高屋定美
2. 発表標題 気候変動リスクに対する中央銀行の役割：欧州グリーンディールにおけるECBの役割を中心に
3. 学会等名 日本国際経済学会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 高屋定美
2. 発表標題 ユーロの国際的役割
3. 学会等名 日本EU学会2020年研究大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 高屋定美
2. 発表標題 A Theoretical Study on Monetary Policy and MFI Supervision Policy by European Central Bank
3. 学会等名 International Academic Conference on “Brexit and Development in Europe (招待講演) (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 高屋定美
2. 発表標題 BrexitをはじめとするEUにおけるリスク
3. 学会等名 2019年度下村治プロジェクト研究会、日本経済研究所
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 高屋定美
2. 発表標題 EU経済ガバナンスの課題と挑戦
3. 学会等名 日本EU学会第40回大会（招待講演）
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計7件

1. 著者名 小川英治、高屋定美、木村福成、関根栄一、大野早苗、熊本方雄、松原 聖、羅 鵬飛	4. 発行年 2021年
2. 出版社 東京大学出版会	5. 総ページ数 296
3. 書名 グローバルリスクと世界経済	

1. 著者名 本多 佑三、家森 信善、高屋定美、柴本昌彦、海野晋吾、小塚匡文、井上貴文、新田町尚人、織田薫、播磨谷浩三、尾島雅夫、西山巨章、瀬戸祐治、橋本理博、劉亜静	4. 発行年 2022年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 248
3. 書名 ポストコロナとマイナス金利下の地域金融	

1. 著者名 高浜 光信、高屋 定美	4. 発行年 2021年
2. 出版社 文真堂	5. 総ページ数 318
3. 書名 国際金融論のエッセンス	

1. 著者名 植田 隆子 高屋定美 岡部みどり 八十田博人 森井裕一 坂井一成 吉武信彦 武居一正 家田 修 市川 顕 志摩園子 池本大輔 ヤン・ワータース 刀祢館久雄	4. 発行年 2021年
2. 出版社 文真堂	5. 総ページ数 348
3. 書名 新型コロナ危機と欧州	

1. 著者名 蓮見 雄 高屋 定美 伊藤さゆり 星野郁 唐鎌大輔 吉田 健一郎	4. 発行年 2021年
2. 出版社 文真堂	5. 総ページ数 208
3. 書名 沈まぬユーロ	

1. 著者名 鎮目雅人 高屋定美 高木久史 加藤慶一郎 岩橋勝 安国良一 高槻泰郎 つる見誠良 諸田博昭 西 村雄志	4. 発行年 2020年
2. 出版社 慶應義塾大学出版会	5. 総ページ数 472
3. 書名 信用貨幣の生成と展開	

1. 著者名 小川 英治	4. 発行年 2019年
2. 出版社 東京大学出版会	5. 総ページ数 258
3. 書名 グローバルゼーションと基軸通貨（第3章担当）	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------