

ECB の金融政策と企業の資金調達

—金融政策は成長の基盤となりえたのか?—

岩見 昭三

I. 問題設定と対象期間

ECB は、金融政策の基本目的を「物価の安定を維持すること」と言明している(ECB 【2011】)。この目的を達成するために、物価水準が参照値（現在は 2% 近辺）を超えると懸念された場合に金融引締め政策手段を講じ、参照値を下回る水準が続くと予想された場合には金融緩和政策手段を継続・強化させる。したがって、「物価の安定」とは、インフレ抑制のみならず、適正な水準への物価水準の引き上げも含んでおり、実際、2014 年 6 月以降に強化された「非伝統的金融政策」では、銀行による貸出促進が中間目標に設定されている。これは、企業への資金供給の増大によって物価水準の引き上げを ECB が直接的に目論んでいるとともに、客観的には経済の成長軌道への復帰を ECB が視野に入れていることを意味する。

こうした視点に立って、ECB の「金融政策は成長の基盤となりえたのか?」と問題を設定した場合、政策の重点がインフレ抑制よりも経済の成長軌道への復帰へ移される金融緩和期が検討対象となる。金融緩和期間の指標を、政策金利の引き下げへの転換時点から引き上げへの転換時点までとすると、2001 年 5 月～05 年 12 月までの第 I 金融緩和期と、2008 年 10 月～現在（17 年 8 月）までの第 II 金融緩和期が本章の対象となる。（第 1 図参照）

しかし、これら両期間において問題の焦点が異なってくる。後者の第 II 金融緩和期においては、「非伝統的金融政策」の効果と影響が盛んに論じられているように、ECB の金融政策がユーロ圏経済の成長軌道への復帰に効果があったのか、が焦点になるのに対し、前者の第 I 金融緩和期においては、金融危機の一誘因となるバブル経済の膨張に対して ECB の金融緩和政策がどのように影響したのか、さらに、成長の基盤となる設備投資が十分に行われていたのか、が焦点となる。

II. 第 II 金融緩和期（2008 年 10 月～現在<17 年 8 月>）

(1) 成長率、消費者物価上昇率、企業向け貸出残高

この期間内に「非伝統的金融政策」と ECB が称する大胆な金融緩和政策を深化させているにもかかわらず、表題の 3 指標に関して目立った成果は挙がっていない。

ユーロ圏の成長率は、金融危機直後の 2008 年後半～09 年前半にマイナス成長に陥ったのち、以降 10 年～11 年第 III 四半期までプラス成長を維持し続ける。しかし、11 年第 IV 四半期～13 年第 I 四半期に再びマイナス成長に陥り、13 年第 II 四半期以降プラス成長に回復するものの、17 年第 II 四半期においても 2008 年の金融危機直前の 3% 台に回復していない。

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、金融危機直後にマイナスに転じて以降、成長率と同様

に 2012 年かけて上昇を続け同年には一時 3%にも達する。しかし、それ以降 2015 年にかけて下落傾向が続き、15 年には年率 0%まで低下する。上昇傾向に転じるのは 2016 年に入ってからであり、それでも 16 年は年率 0.2%にすぎない。

ユーロ圏の非金融企業向け貸出残高は、2008 年の金融危機まで急増していたが、それ以降 2008 年後半～10 年前半に横ばい傾向に陥る。しかし、10 年後半～11 年に増加に転じ、11 年後半にはピークに達する。ところが、成長率、消費者物価上昇率の場合と同様に回復の勢いは弱く、ピーク以降減少に転じ 17 年前半においてもピーク時の水準に回復していない。(統計数値は、ECB,statistics warehouse による。)

以上、成長率、消費者物価上昇率、非金融企業向け貸出残高のいずれも、2008 年の金融危機直後の低下ないし横ばいからいったん回復するが、その回復の勢いが弱く、金融危機前の水準まで回復していない。この意味で、この 2008 年 10 月以降の ECB の金融緩和政策は十分な成果を挙げていない。

(2)設備投資動向

①欧州議会主催シンポジウム (2016 年 6 月)

ECB の金融政策の上述のような一般的効果だけでなく、とくに設備投資活性化への効果に関しても研究が深められ、その研究成果報告のシンポジウム(「なぜ ECB の超緩和的な金融政策が投資を回復させないのか?」)が 2016 年 6 月に欧州議会主催で行われ、記録が公表されている。(European Parliament 【2016】)

このシンポジウムの共通前提は、以下の 2 点である。第一に、需要の最もダイナミックな構成要素として、投資の復活は持続的ユーロ圏にとって回復の鍵となる。第二に、ECB の超緩和的な金融政策による魅力的な資金調達条件にもかかわらず、また、大きい投資ギャップにもかかわらず、企業は投資増大活動にきわめて慎重である。この共通認識にもとづいて、ユーロ圏の投資の持続的弱さの背後にある重要要因を深く分析し、投資を促進するための政策手段を議論することが、シンポジウムの目的となる。ECB の金融政策の効果の有無の議論に関して、持続的成長のための核である設備投資が低調であるのは事実という共通の認識に立ち、設備投資を活性化するには具体的にどうすればよいのか、ときわめて実践的な議論を展開している。実際、第 1 図で見られるように、ユーロ圏企業の設備投資水準は、2016 年現在は 2008 年の金融危機以前の水準に達しておらず、前提の正しさは実証的に確認できる。以下、シンポジウムでの 5 人の報告者の主張を検討していく。

Cristophe Blot et.al は、ECB の「金融政策は実体経済に強く影響を及ぼした」(p. 21)と、5 人のなかでは ECB の金融政策の効果を最も認めている。しかし、「もし政策金利が 2008 年の水準のままであったなら、投資は実際的水準より 5.5 ポイント下回った」(ibid.)と、投資水準の一層の低下を阻止したという歯止め効果を指摘するにとどまっている。したがって、「緩和的な金融政策にもかかわらず、非金融企業の投資の増大は限定的だった」(ibid.)と、金融政策が実際に投資を回復させる効果に関しては他の論者と同様に否定的である。投資を回復させるには信用需要の柔軟な動きが必要であり、それを喚起するためには総需

要への刺激、つまりユーロ圏各国政府と ECB の緊密な連携による投資刺激が求められる。これは、具体的には公共投資計画の拡大であり、公共投資計画が「信用需要の持続的増大とインフレ率の目標値に寄与する」(ibid.)。以上のように、金融政策は投資低下に対する歯止め効果しか認められておらず、各国と ECB が協調した公共投資計画が投資回復のための主要政策手段として推奨されるが、この金融政策への消極的評価の背景には、設備投資動向の各国間の差異への着目がある。2008 年～05 年第 I 四半期に、イタリアが 4.8%、スペインが 4.0%、ポルトガルとギリシャが 2.2%も設備投資を減少させたのに対し、ドイツは 1.1%増大させ、ベルギー、フィンランド、オーストリア、ルクセンブルクは金融危機前の水準に回復させている。この設備投資動向の各国間差異の指摘は重要であり、一律的な政策金利の操作を核とする金融政策の限界に関わってくる。

Cristopher HARTWELL et. al は、金融政策の設備投資活性化効果に関して評価はさらに厳しい。「ユーロ圏における（資本コストの低下による）全般的な借入れ条件の改善に導く巨大な金融的刺激によって、ユーロ圏の投資は理論的には少なくとも幾分か改善するか、安定化するはずであった。しかし、実際にはこのことは生じなかった。これは、資本コストや資金調達可能性とは異なる要因（企業側の要因）が作用していたか、あるいは金融的刺激それ自体が投資を抑制していたことを意味する」(p. 30)。この引用文の企業側の設備投資抑制要因のうち、非金融企業に関しては需要不足、金融仲介機関に関しては不良債権の後遺症を挙げる。これらの要因は、ECB の緩和的な金融政策「にもかかわらず」設備投資の活性化を阻害した要因であり、金融政策は効果がなかったというレベルの議論である。しかし、批判はさらに進み、ECB の緩和的な金融政策は設備投資活性化「効果がなかった」ととどまらず、緩和的な金融政策「こそが」設備投資の活性化を阻害するとして、理由を列挙していく。具体的には、金融緩和政策の継続によるユーロ安が輸入業者と中間財の利用者のコストを上昇させていく。さらに、ユーロ安の進行により、将来回収できるユーロの価値が目減りするため、彼らは長期的な投資を行うインセンティブがなくなる。「このような状況が進行していくと、現行の政策の転換は、ECB の恩恵に慣れてきた市場に対してネガティブショックを与えることになる。一方、現行政策の継続は経済にダメージを与えていくので、ECB は自らをますます袋小路に追い込んでいくことになる」(p. 36)。こうして、ECB の緩和的な金融政策を全面的に批判したのち、対案として提起するのは「構造改革 (structural reforms) である。構造改革こそが「持続的な金融的刺激、バランスシート支援政策、非伝統的な金融政策よりも、実際に投資を増大させる」(p. 39)。しかし、報告では批判に大半のスペースが割かれ、この「構造政策」の内容は十分に展開されていない。

Nils JANNSEN et. al は、金融政策の設備投資活性化効果を金融危機の経過時期に分けて評価する。すなわち、危機の頂点の時期では、金融政策は不安を和らげ信頼を回復させるから非常に有効である。しかし、危機の後では一般的に金融政策の効果の有効性は薄れる。というのは、経済の調整過程（デ・レバレッジ過程）が金融政策の重要な波及経路を傷つ

けるからである。この認識は、BIS や EU 委員会の調査にもとづいている。「『生産抑制要因』に関する EU 委員会のビジネス・サーベイは、世界金融危機以前の時期よりも金融逼迫度が高いとはいえ、金融逼迫要因は現在重要な障害ではない。たしかに、金融逼迫要因は、労働力供給の不足や設備の不足と同様に重要である。しかし、現在は、需要の不足が最も重要な要因である。実際、企業は生産の制限に直面していない、と報告する企業が増えている」(p. 50)。金融危機後の現在、資金、労働力、設備といった供給要因の不足よりも、需要の不足が設備投資を抑制している最大要因であるため、供給要因の一つである資金を増やす金融政策は設備投資活性化効果が薄くなる。緩和的な金融政策は、たしかに金融逼迫要因を減らし、不安を和らげるが、「いったん金融逼迫要因が消滅したのちは、拡張的な金融政策による資金調達条件の一層の改善は、民間設備投資を追加的に刺激することはできなくなる」(p. 51)。

したがって、供給要因ではなく、需要不足こそが最大の問題とする論旨からすれば、需要不足の解消策が政策帰結となるはずであるが、一方で、金融危機後の金融政策の波及経路の毀損(民間債務の増大、長く続くバランスシート調整、投資のブーム-崩壊サイクル)も設備投資停滞要因として挙げているため、供給要因の改善を目指す構造政策も提起されることになる。「潜在的算出力の改善を目指す構造政策こそが、将来の投資活動の持続的加速を達成するための最も確実な方法となる」(p. 62)。つまり、金融危機後の金融政策の設備投資活性化効果を否定しながらも、その理由として需要不足と金融政策の波及経路の毀損を並列して挙げているため、実質的には、需要不足解消策と構造政策が対案となっている。

Jacob Funk KIRKEGAARD は、2008 年の世界金融危機以降 ECB の前例のない緩和的な金融政策にもかかわらず、民間投資が 2 桁の減少も減少した原因は何か、と問題を立て金融政策が設備投資活性化に対して有効でなかったという事実の認識から論を進める。ECB の金融政策による問題というよりも、それを超える問題が投資停滞の原因であり、「ECB は投資の基礎的起動要因に影響しうる政策手段を有していなかった」(p. 79)として、投資停滞要因を ECB 以外に求めていく。

第一の要因はグローバル経済要因であり、将来の需要が不安なため、それを満たすべき生産能力の増強の必要性が低下して、投資を延期してきた。このため、潜在生産力が低下してきており、これはユーロ圏の各国政府のみが労働供給とイノベーションを促進する改革プログラムを実行することによってのみ解決できる問題であり、ECB や他の中央銀行は、この問題に対処する有効な政策手段を有していない。第二は、ユーロ固有の不適切な財政政策要因である。とくに、2011~13 年において顕著であり、経済収縮期にもかかわらず政府の最終消費と固定投資はフラットないし縮小していた。しかし、「政府が不況に対抗して投資を増大しようとする意欲を示さなければ、民間企業も投資意欲が低下する」(p. 79)ことになるから、この財政緊縮政策は誤りであった。第三は、銀行監督制度の不備という制度的要因である。銀行同盟は危機後によりよく検討されたにすぎず、それまでは基本的に

各国別の監督制度にとどまっていた。このため、銀行からの借入コストが上昇して投資を抑制することになった。第四は、企業利潤の低水準という利潤要因である。「広範な政府の政策に一層依存した持続的な利潤の増大こそが、中央銀行の行動よりも、ユーロ圏の自己金融の民間投資を確実に促進させる」(p. 79) のに、現在利潤の停滞しているため、投資が低迷している。最後に、「金融政策は、ユーロ圏の民間投資家に水辺まで連れてくることはできるが、彼らに水を飲むことはできない」(p. 79) として、設備投資の停滞の主因は ECB よりも各国政府にあると結論づけているが、供給面の改革と政府需要増大政策が並列されており、それ以上議論は深められていない。

Karl WHELAN も、「民間投資の決定は、金利以外の要因に大きく影響されている」(p. 83) として、ECB の金融政策の投資刺激効果に否定的である。金融政策が効果を有するのは一定の経済環境の下であり、現在、人口増大速度の弱さ、生産性増大速度の低さ、さらに、危機以前からの過重な民間債務が存在している状況では効果が大きく制限される。こうした状況を打開する手段として強調されるのが、財政政策である。「公共投資はユーロ圏経済を活性化させるのに貢献し、失業率を低下させる。……多くの国で政府債務の金利がきわめて低く、インフラの不足が明らかな今こそ、公的インフラ支出の大規模かつ協調的な増加をさせる絶好の時期である。EU 委員会は、この公的資本投資の有効な役割を認識して、EU の財政ルールの改正をすべきであり、改正されたルールにもとづく計画を援助することができる」(p. 97)。このように、財政政策、とくに公共インフラの整備のために各国間の協調的な財政支出拡大を提唱し、そのためには現行の EU の財政ルールの改正も必要であると主張する。したがって、現在ユーロ圏にとって必要なのは有効性が薄い金融政策よりも、大規模かつ協調的な財政拡大政策ということになる。

②ECB の見解

上述のシンポジウムとは異なり、ECB はもちろん金融緩和政策の有効性を主張する。その立場を最も端的に表現したのが、政策理事会のメンバーである Peter Praet の 2017 年 3 月の講演（「The ECB' s Monetary policy:past and present.」）での以下の一節である。

「永続性のある消費が最近復活しており、とくに金融がタイトであった国では、Bank Lending Survey (BLS, ECB) が示しているように、資金調達条件の改善と消費の増大が密接に関連している。低金利に対応しての投資の復活はこれよりも遅い。しかし、金融政策は、経済への全体的影響を通じて投資の力強い復活のための条件の創出に役立っている。これは、「加速効果 (accelerator effect)」とも呼ばれる。生産と期待販売価格は、需要全体の増大とともに上昇している。企業の利潤も増大しており、資金調達条件もきわめて良好である (Peter Praet 【2017】 p. 5)。

見られるように、金融政策との関連で効果が強調されているのは消費であり、それに付随して生産、販売価格、企業利潤である。シンポジウムが停滞を問題にした肝心の設備投資活動に関しては、氏自身が、「低金利に対応しての投資の復活はこれより遅い」として復活速度の遅さを指摘しており、この意味でシンポジウムでの各論者と共通認識に立ってい

る。しかし、他方で、金融政策は「投資の力強い復活のための条件の創出」に役立っているとして、可能性としての投資の復活への効果も強調している。氏が主張する投資復活のための条件は、消費、資金調達条件、生産、期待販売価格、企業利潤を通じた「経済への全体的影響」によって形成されることになる。このうち、資金調達条件に関しては、銀行の流動性状況の改善によって銀行の貸出規準・条件が緩和され、企業側から見ると資金調達条件はたしかに改善されている。しかし、(1)で指摘したように、これが貸出残高の増大に連動せず、設備投資増大への連携が形成されていない。生産に関しても、(1)で指摘した GDP の低成長状況から力強さに欠けている。期待販売価格に関しても、(1)で指摘した消費者物価状況から、設備投資を活性化させる誘因になっていない。企業利潤に関しては、たしかに一部で利潤が増大している業種・企業があるものの、その利潤を投資に向けていないので、設備投資が低迷している。消費は、たしかに GDP の構成要因のうちで最も伸びているが、企業自身はその先行きに不安をもっているため、設備投資に連動していない。

(3)小括

このように、設備投資の実際の回復速度が遅いうえ、その回復加速の諸条件が不安要因を抱えていることを勘案すると、ECB の金融緩和政策の設備投資活性化効果はシンポジウムでの各論者が指摘するように有効性がきわめて低いと確認できる。

しかし、金融緩和政策の代案としての設備投資活性化策になると、金融シンポジウムの論者の間においても、意見が分かれる。それは、需要側の財政拡大政策と供給側の構造政策に大別でき、論者によっては両政策を提案しているが、金融政策の有効性如何というテーマの制約から、いずれの政策においても論議が深められていない。財政拡大政策に関しては、各国の現在の厳しい財政状況のなか財源をどこに求めるか等の問題があり、構造政策に関しては、具体的にどの市場のどの分野をどのように改革すべきかが問題になってくる。したがって、議論はまだ緒についたばかりである。

Ⅲ. 第 I 金融緩和期(2001年5月～05年12月)

(1)「世界金融危機」(2008～09年)勃発と ECB

①ECB 関与説

NATALIA BIALEK(2015)は、「世界の二つの最も重要な金融機関である ECB とアメリカの FED の金融緩和政策が、2008～09年の世界金融危機の勃発に対して究極的な責任を有したのか」(p. 47)と問題を設定して、それぞれの金融政策の「世界金融危機」勃発への影響を検証していく。

その検証の結果、「問題の主要原因は、財政政策の運営方法にあることが明らかになったが、ECB による決定もある種の誘因 (some kind of inducement) となった」(p. 62)として、ECB の「世界金融危機」勃発への関与を主張する。しかし、各国には個別原因もあり、ギリシャにおいては、主要問題は、各政権の浪費と、EC 当局の暗黙の了解による支出超過つま

りいわゆる「ただ乗り (free riding)」にあった。他方、アイルランドにおいては、主要問題は、金融システム監督の欠如と、誤解された「EUの結束」の名目の下で、規模に関わらず全銀行の預金を政府保証したことにあった。

このような個別原因を指摘したのち、「危機の主要原因は、さまざまなプランにおける明白な内的首尾一貫性 (inner coherence) が欠落していたことにある」(p. 62) として、危機の一般的原因を具体的に挙げていく。「加盟国は、財政政策 (その役割と経済自動安定装置の機能方法) に関してだけでなく、金融政策 (金融システムの相違) に関しても異なっている。したがって、いわゆる『一つの寸法をすべてに着せる (one size fits all)』という問題、つまり、金利と加盟国の経済状況との間にミスマッチが生じる。……危機を導いた重要要因は、FRB と ECB によって実施された融資を受けやすくした金融緩和政策である。……ECB が適切な時点で商業銀行にもっと高い準備を維持させるよう努力していたならば、このような大規模に貸出を供与する可能性はなかったであろう」(ibid.)。見られるように、ユーロ圏では ECB による低金利政策と緩和的な準備率政策が貸出を異常に膨張させたとして、「危機を導いた重要要因」とされている。

しかし、この論文では ECB の金融緩和政策と貸出増加の事実が並列して指摘されるのみであり、両者の因果関係は十分に説明されていない。また、ユーロ圏における「世界金融危機」の影響は金融面の混乱にとどまらず、実体経済面にまで深く及び、その結果、本稿 II. で見たように、「第 II 金融緩和期」における ECB の大胆な金融緩和政策にもかかわらず、設備投資は危機前の水準まで回復していない。これは、危機前の「第 I 金融緩和期」ECB の金融緩和政策が設備投資を過大に促した可能性を示唆しているが、金融緩和政策と設備投資との関連についての検証も欠けている。

②各国固有原因説

実際、ECB の政策理事会の理事の Jörg Asmussen は、ECB の立場からアイルランドの危機を分析した“The Irish case from an ECB perspective”と題する講演 (Jörg Asmussen【2012】) を行い、ECB の金融緩和政策とアイルランド危機との関連を否定している。氏によれば、アイルランドの危機の第一の原因は、競争力の欠如である。この原因としてとくに強調するのは、ユーロ圏各国と比較して高い賃金上昇率である。第二の原因は、不適切な経済政策と監督政策である。このため経常収支不均衡が拡大して、危機が勃発したときに十分に対処できなかった。第三の原因は、信用膨張と政府の過大支出である。「信用膨張と過大支出が経済を過熱させ、資源の配分を誤らせた。2007 年には、アイルランドは、経済成長と税収の源泉として建設と住宅に危険すぎるほど依存する経済になった。民間部門でも公的部門でも異常に楽観的な期待が主要な役割を果たした。「過度に大きくなり、かつ、規制の緩やかな金融システムが、これらの過剰を支えたばかりでなく、積極的に助長した」(p. 2)。政府支出も明らかに持続不可能な経路を辿った。つまり、ブームの住宅部門とから生じる異常に高い税収と例外的に高い成長がアイルランド経済の永久像とする誤解にもとづいて、政府支出が異常に増大した。

見られるように、前述の NATALIA BIALEK (2015) と同様に、異常な貸出増加つまり信用膨張がアイルランド危機の一因となったことも認めながらも、その原因として ECB の金融緩和策には触れられず、「過大に大きくなり、かつ、規制の緩やかな金融システム」が挙げられていた。逆に、NATALIA BIALEK (2015) は、ECB の金融緩和策（低金利政策と緩和的な準備率政策）が貸出増加を導いたため、「危機を導いた重要な要因」と指摘されていた。

はたして、ECB の金融緩和策がバブル経済の膨張を助長し、結果的にバブル経済の崩壊の遠因になったかどうか。この問題の解明には、金融緩和期における銀行貸出動向と設備投資動向を各国別、さらに部門別に検証することが不可欠であるが、本稿では紙幅の関係上、以下設備投資動向を検証していく。

(2) 設備投資動向

① ユーロ圏全体（19ヶ国）

第2図は、ECB の統計にもとづきユーロ圏企業の設備投資動向を、全建造物、機械・設備・武器システム、ICT 設備、合計に分けて表している。

設備投資合計は、第 I 金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は 2008 年のピークまで続く。しかし、09 年以降減少し、16 年でも 08 年のピーク時の水準に回復していない。ここから、15 年 12 月の金融引締めへの転換以降も設備投資が増大し、設備投資が減少に転じるのは 08 年の「世界金融危機」の発生以降だということが読み取れる。これは、金融緩和、金融引締め如何にかかわらず設備投資が増大していたことを意味する。つまり、ECB の金融緩和策が設備投資増大に寄与したことは否定できないものの、05 年 12 月～08 年のバブル経済の過熱期間では、「ECB が金融緩和策を継続したから設備投資が増大した」のではなく、金融政策以外の要因が設備投資増大を促したことが確認できる。

全建造物の設備投資も、設備投資合計とほぼ同様の傾向を辿り、第 I 金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は 2008 年のピークまで続く。09 年以降減少し、16 年でも 08 年のピーク時の水準に回復していないのも同様である。したがって、05 年 12 月～08 年のバブル経済の過熱期間では、ECB の金融政策以外の要因が設備投資増大を促したことが確認できる。

「機械・設備・武器システム」の設備投資は、これに対して、合計・全建造物と異なり、第 I 金融緩和期間中、一時的な減少も見られ、ほぼ横ばいで推移する。しかし、05 年 12 月に政策金利が引き上げに転じて以降、逆に増大し、増大は 08 年まで続く。08 年以降は、合計・全建造物と同様に減少に転じ、16 年においても 08 年のピーク時に回復していない。したがって、この設備投資は、通念とは逆に、金融緩和期に増大せず、金融引締め期に急増し、この二重の意味で金融緩和策は設備投資増大に寄与しなかったことになる。

ICT 設備の設備投資は、金融緩和策との相反傾向がより明確になり、第 I 金融緩和期間中設備投資は減少する。その後、05 年 12 月の政策金利の引き上げ以降、逆に増大し、増大は 08 年まで続く。08 年以降減少に転じるのは上記すべての設備投資と同様であるが、15～16 年にかけて大きく回復し、16 年には 08 年のピーク時の水準に近づいている。この第

Ⅱ 金融緩和期後期の回復の原因は別途検討の余地があるが、08年までの期間では、ICT設備の設備投資は、金融緩和期に減少し、金融引締め期に増大するという通念とは逆の傾向を辿り、設備投資が金融政策以外の要因によって規定されていたことが確認できる。

以上のユーロ圏企業の設備投資動向を、ECBの金融緩和政策が設備投資の急増をともなういわゆるバブル経済を膨張させたのかという視点で見ると、金融引締めへの転換以降にもかかわらず、すべての設備投資が増大しているという意味で、金融緩和政策はバブル経済膨張の少なくとも主原因でなかったことが分かる。次に、ECBの金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備やICT設備の設備投資を促したのかという視点で見ると、金融緩和期にこれらの設備投資が横ばいしないし減少していたという事実から、金融緩和政策はこれらの設備投資増大への有効性はなかったことが確認できる。

②ドイツ

第3図は、ECBの統計にもとづきドイツの企業の設備投資動向を、ユーロ圏企業におけると同様の方法で作成したものである。ただし、原資料の理由により、ICT設備は未記載である。

設備投資合計は、第Ⅰ金融緩和期間中減少傾向を辿り、2005年末においても01年5月の金融緩和開始以前の水準に達していない。逆に、05年12月の政策金利の引き上げへの転換以降増大し、その増大は2008年のピークまで続く。08年のピーク後09年には一時的に減少するが、10年以降再び増加傾向に転じ16年まで続いている。その結果、11年には早くも08年のピーク時の水準を超え、以降最高水準を超え続けている。11年以降の設備投資の増大はECBの第Ⅱ金融緩和期間中であることから、本稿Ⅱ. で見たユーロ圏全体と異なり、ドイツにおいては金融緩和政策の設備投資増大効果があったのかどうかという問題を提起しており、慎重に検討すべき課題である。しかし、第Ⅰ金融緩和期に設備投資が減少し、逆に金融引締めに転じて以降増大しているという事実は、通念の金融政策と設備投資の関連を否定するものであり、05年12月～08年10月の金融引締め期間では、金融政策以外の要因が設備投資増大を促したことが確認できる。

全建造物の設備投資も、設備投資合計とほぼ同様の傾向を辿り、第Ⅰ金融緩和期間中一貫して減少しており、金融引締め期間に入った06年以降増大し、その増大は2008年のピークまで続く。09年に一時的に減少するが、10年には早くも08年のピーク時の水準を超え16年まで最高水準を超え続けている。したがって、第Ⅱ金融緩和期における問題は残るものの、第Ⅰ金融緩和期と、それ以降の05年12月～08年10月の金融引締め期間では、設備投資全体での動向と同様に、通念の金融政策と設備投資の関連に反する展開を辿っており、05年12月～08年10月の金融引締め期間では、金融政策以外の要因が設備投資増大を促したことが確認できる。

「機械・設備・武器システム」の設備投資も全体・全建造物とほぼ同様の展開を辿り、第Ⅰ金融緩和期間中03年を底に減少を続ける。04年から緩やかな増加に転じるが、増加に加速がつくのは金融引締め期間に入った06年以降である。増加のピークは08年であり、

その後の回復は、全体・全建造物と比較して遅く、08年の水準を超えるのは16年になってからである。この第Ⅱ金融緩和期における回復度合いの違いの問題は残るが、第Ⅰ金融緩和期と、それ以降の05年12月～08年10月の金融引締め期間では、設備投資全体での動向と同様に、通念の金融政策と設備投資の関連に反する展開を辿っており、05年12月～08年10月の金融引締め期間では、金融政策以外の要因が設備投資増大を促したことが確認できる。

以上のドイツの企業の設備投資動向を、ECBの金融緩和政策が設備投資の急増をともなういわゆるバブル経済を膨張させたのかという視点で見ると、金融引締め期に設備投資が減少する一方、金融引締めへの転換以降になってからすべての設備投資が増大しているという意味で、金融緩和政策はバブル経済膨張に全く関連しなかったことが分かる。金融引締め期における設備投資の増大も、後述の 아일랜드 やスペインと比較しての全建造物の設備投資の増大速度の緩慢さから、ドイツにはバブル経済自体が発生しなかった、と言える。ECBの金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備の設備投資を促したのかという視点で見ると、金融緩和期にこれらの設備投資が減少していたという事実から、金融緩和政策はこれらの設備投資増大への有効性はなかったことが確認できる。

③ アイルランド

第4図は、ECBの統計にもとづきアイルランドの企業の設備投資動向を、全建造物、機械・設備・武器システム、ICT設備、合計に分けて表している。

設備投資合計は、第Ⅰ金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は05年12月の政策金利の引き上げ以降もしばらく続き、06年にピークに達する。しかし、07年以降減少を開始し始め、減少傾向は金融引締め期間中から第Ⅱ金融緩和期に入った10年まで続く。この10年を底にして11年から増加傾向に転じ、16年には06年のピーク時の水準を大きく上回るに至っている。したがって、タイムラグがあるものの、金融緩和期に設備投資増加、金融引締め期に設備投資減少というほぼ通念どおりの展開を辿っている。このうち、08年12月以降の第Ⅱ金融緩和期において、設備投資の本格的回復が始まるのが15年になってからとタイムラグが大きいことから、金融緩和政策が設備投資回復の主因となったのかどうかは慎重に検討されねばならない。しかし、01年5月に始まる第Ⅰ金融緩和期においては、緩和開始以降設備投資が急増し、しかも引締めへの転換の1年後に設備投資が減少していることから、金融緩和政策が設備投資急増の主因だったということが読み取れる。したがって、ユーロ圏全体、ドイツとは異なり、アイルランドでは08年の「世界金融危機」に至る設備投資の急増をECBの金融緩和政策が大きく促したことになる。

全建造物の設備投資も、設備投資全体とほぼ同様の傾向を辿り、第Ⅰ金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は06年のピークまで続く。07年以降減少傾向を辿っていることまでは設備投資全体と同じであるが、第Ⅱ金融緩和期における回復速度はきわめて遅く、直近の16年でも06年のピーク時の水準の半分にも達していない。つまり、第Ⅱ金融緩和期における金融緩和政策は、全建造物の設備投資の回復には有効に機能していない。

しかし、第 I 金融緩和期においては、設備投資全体と同様に、金融緩和開始以降設備投資が急増し、引締めへの転換の 1 年後に設備投資が減少していることから、金融緩和政策が設備投資急増の主因だったということが読み取れる。投資額に関しても、ピーク時の 06 年において全建造物の投資が設備投資全体の 66.5%を占めることから、ユーロ圏全体、ドイツとは異なり、アイルランドでは ECB の金融緩和政策が全建造物の設備投資を促し、この意味でバブル経済膨張の重要な一因になったことになる。

「機械・設備・武器システム」の設備投資も第 I 金融緩和期間中増加傾向を辿り、07 年にピークに達するが、設備投資全体・全建造物と異なり、第 I 金融緩和期間中の伸びはきわめて緩やかである。その結果、設備投資全体に占めるシェアは 2000 年の 30.1%から 07 年には 22.5%に低下する。10 年まで減少したのち第 II 金融緩和期に増加傾向に転じ、12 年には 07 年のピーク時の水準を超えているため、第 II 金融緩和期における金融緩和政策は、全建造物と比較すると設備投資の増大に対して有効に機能している。しかし、第 I 金融緩和期の金融緩和政策は、全建造物と異なり、設備投資増大効果はきわめて小さかった。

ICT 設備の設備投資は、上記 3 者と異なり、第 I 金融緩和期に逆に減少している。05 年 12 月の引締めへの転換以降増加し、統計の直近の 15 年まで増加傾向が続いているが、問題は傾向よりも投資額である。アイルランドの場合、ICT 設備の投資額が最高に達した 15 年でさえ、設備投資全体に占めるシェアは 4.2%にすぎず、上記の傾向もこの数値の範囲内にすぎない。第 I 金融緩和期に逆に減少し、第 II 金融緩和期の増加もきわめて僅かである、という事実は、金融政策は ICT 設備の動向にほとんど影響を及ぼさなかったことを意味する。

以上のアイルランド企業の設備投資動向を、ECB の金融緩和政策が設備投資の急増をとともなういわゆるバブル経済を膨張させたのかという視点で見ると、第 I 金融緩和期に全建造物を中核として設備投資が増大し、金融引締めへの転換 1 年後に設備投資が減少しているという事実から、ECB の金融緩和政策はバブル経済膨張の重要な要因であったことが分かる。次に、ECB の金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備や ICT 設備の設備投資を促したのかという視点で見ると、金融緩和期にこれらの設備投資増加額が僅かないし減少していたという事実から、金融緩和政策のこれらの設備投資増大への有効性はきわめて小さかったことが確認できる。

④スペイン

第 5 図は、ECB の統計にもとづきスペインの企業の設備投資動向を、全建造物、機械・設備・武器システム、ICT 設備、合計に分けて表している。

設備投資合計は、アイルランドと同様に、第 I 金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は 05 年 12 月の政策金利の引き上げ以降もしばらく続き、07 年にピークに達する。しかし、08 年以降減少を開始し始め、減少傾向は金融引締め期間中から第 II 金融緩和期に入ってから長く続き、底を打つのはようやく 14 年になってからである。15 年から増加傾向に転じているが、回復のペースは遅く、16 年でも 07 年のピーク時の水準の約 2/3 までし

か回復していない。前述のように、アイルランドでは16年にはピーク時の水準を大きく上回っており、回復速度に関してアイルランドとスペインは対照的である。さらに、設備投資の減少傾向への転換が、アイルランドより1年遅れ、「世界金融危機」の勃発の08年という点でも異なっている。すなわち、01年5月に始まる第Ⅰ金融緩和期において、緩和開始以降設備投資が急増しているという事実から、ECBの金融緩和政策が設備投資急増の要因だったということが読み取れる一方、05年12月の政策金利の引き上げ以降も約2年間も設備投資が増大し続けていることから、ピークに至るこの2年間は金融緩和政策以外の要因が設備投資の増大を促したことになる。この点を措けば、スペインでは、アイルランドと同様に、ECBの金融緩和政策が08年の「世界金融危機」に至る設備投資の急増の一因であったことになる。

全建造物の設備投資も、設備投資全体とはほぼ同様の傾向を辿っている。すなわち、第Ⅰ金融緩和期間中一貫して増大しており、その増大は07年のピークまで続いたのち、08年以降減少傾向を辿る。14年によく増加に転じるが、第Ⅱ金融緩和期における回復速度はきわめて遅く、直近の16年でも07年のピーク時の水準の半分にも達していない。つまり、アイルランドと同様に、第Ⅱ金融緩和期における金融緩和政策は、全建造物の設備投資の回復には有効に機能していない。しかし、第Ⅰ金融緩和期においては、設備投資全体と同様に、金融緩和開始以降設備投資が急増していることから、金融緩和政策が設備投資急増の一因だったということが読み取れる。投資額に関しても、ピーク時の07年において全建造物の投資が設備投資全体の67.9%を占めることから、アイルランドと同様に、ECBの金融緩和政策が全建造物の設備投資を促し、この意味でバブル経済膨張の重要な一因になったことになる。ただし、金融引締めへ転換して以降も約2年間設備投資が増加していることから、08年に至る最終局面では金融緩和政策以外の要因が設備投資増大を促したことは留意しておかねばならない。

「機械・設備・武器システム」の設備投資も第Ⅰ金融緩和期間中増加傾向を辿り、07年にピークに達するが、設備投資全体・全建造物と異なり、第Ⅰ金融緩和期間中の伸びはきわめて緩やかである。その結果、設備投資全体に占めるシェアは2000年の31.2%から07年には24.5%に低下する。13年まで減少したのちようやく14年に増加傾向に転じる。しかし、16年においても07年のピーク時の水準を超えていないため、第Ⅱ金融緩和期における金融緩和政策は、ここでも有効性は低い。しかし、第Ⅰ金融緩和期の金融緩和政策も、全建造物と異なり伸びがきわめて緩やかであり、設備投資増大効果はきわめて小さかった。

ICT設備の設備投資は、上記3者と異なり、第Ⅰ金融緩和期には一時的に減少したのち、微増している。05年12月の引締めへの転換以降増加し、08年にピークに達するが、統計の直近の14年でもピーク時の水準まで回復していない。アイルランドと同様に、問題は傾向よりも投資額である。ICT設備の投資額が最高に達した08年でさえ、設備投資全体に占めるシェアは2.7%にすぎず、上記の傾向もこの数値の範囲内にすぎない。第Ⅰ金融緩和期に微増にとどまり、第Ⅱ金融緩和期でもピーク時の水準に回復していないという事実は、

金融政策は ICT 設備の動向にほとんど影響を及ぼさなかったことを意味する。

以上のスペイン企業の設備投資動向を、ECB の金融緩和政策が設備投資の急増をともなういわゆるバブル経済を膨張させたのかという視点で見ると、第 I 金融緩和期に全建造物を中核として設備投資が増大しているという事実から、ECB の金融緩和政策はバブル経済膨張の重要な一因であったことが分かる。ただし、08 年直前のピーク直前には金融緩和政策以外の要因が設備投資増大を促したことに留意しておく必要がある。次に、ECB の金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備や ICT 設備の設備投資を促したのかという視点で見ると、金融緩和期にこれらの設備投資増加額が僅かないし減少していたという事実から、金融緩和政策のこれらの設備投資増大への有効性はきわめて小さかったことが確認できる。

(3)小括

2008 年の「世界金融危機」に至るユーロ圏の一部—とくにアイルランド—におけるバブル経済の膨張に対する ECB の金融緩和政策の影響の有無に関して、見解が対立していた。この問題に対して、本章では、金融緩和期に全建造物を中心として設備投資が急増していることから、アイルランドとスペインにおいては ECB の金融緩和政策がバブル膨張の一因になったことが確認できた。ただし、スペインにおいては設備投資の過熱のピーク時には、金融緩和政策以外の要因が作用していたことも留意しておかねばならない。それ以外の国、たとえばドイツでは金融緩和政策による影響以前に、バブル経済の膨張が存在しなかった。次に、ECB の金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備や ICT 設備の設備投資を促したのか、という問題に対しては、バブル発生の有無を問わず、本稿が検討したドイツ、アイルランド、スペインとも、さらに、ユーロ圏全体においても効果の存在が確認できなかった。

IV. 結論

本稿では、ECB の金融緩和政策の二つの時期（第 I 金融緩和期：2001 年 5 月～05 年 12 月、第 II 金融緩和期：2008 年 10 月～直近 17 年 8 月）において、「金融緩和政策は成長の基盤となりえたのか？」と問題を設定し、以下の結論に達した。

第 I 金融緩和期においては、バブル経済膨張への寄与の問題に関して、たしかにユーロ圏内の一部の国—アイルランド、スペイン—の建造物の設備投資が金融緩和期に急増したという意味で、ECB の金融緩和政策がバブル経済膨張の一因になった。ただし、この点に関して、第一に、設備投資の過熱が金融引締め政策への転換以降も続いた事実から、金融緩和政策以外の要因もバブル経済膨張に寄与していたこと、第二に、ドイツのように、ECB の金融緩和政策にもかかわらずバブル経済が膨張しなかった国もあったという事実から、バブル経済膨張に関しては、金融緩和政策以外の各国の個別要因が作用していたこと、以上 2 点に留意しておかねばならない。次に、ECB の金融緩和政策が将来の成長の基盤となる機械設備や ICT 設備の設備投資を促したのかという問題に関して、バブル経済の膨張の有無にかかわらず、個別においてもユーロ圏全体においても効果の存在が確認できなかった。

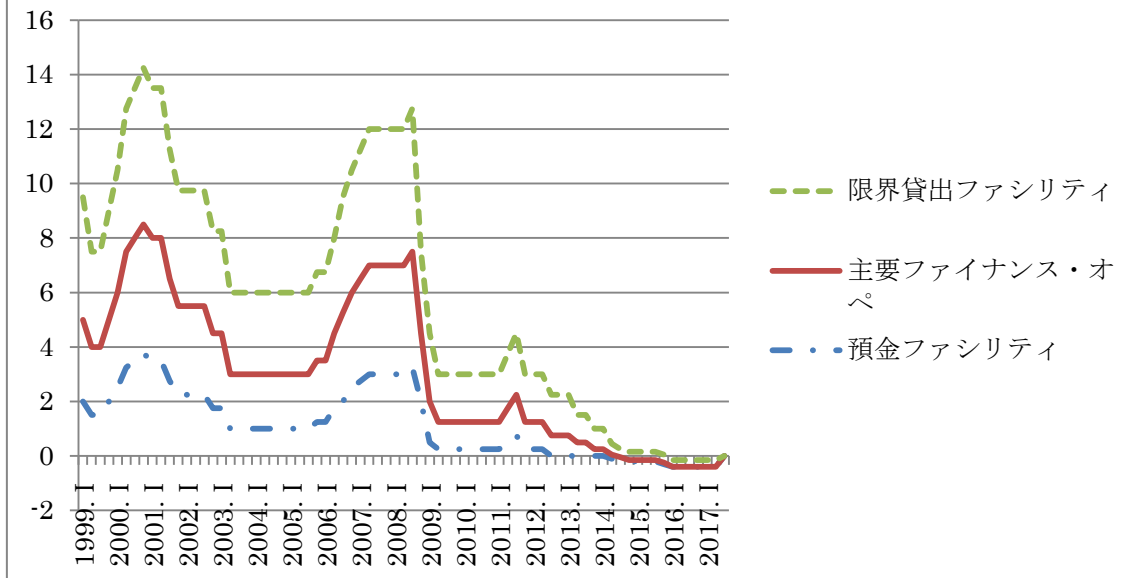
第Ⅱ金融緩和期においては、成長率、消費者物価上昇率、企業向け貸出残高に関して十分な成果が挙げられていないばかりか、設備投資活動もピーク時の水準に回復していないという意味で、ECBの金融政策は成長に基盤となりえていない。したがって、論議の焦点は金融緩和政策の効果の有無から、金融政策以外にどのような政策手段で設備投資を活性化させるか、という次元に移ってきている。しかし、この点に関しては、まだ財政拡大政策と構造改革政策が対置されるにとどまっており、政策内容・具体的政策手段の議論は深められていない。

以上のように、ECBの金融緩和政策は、一部の国のバブル経済膨張の一因となったものの、今までのところ、建造物以外の設備投資の目立った活性化効果は確認できていない。しかし、設備投資活性化に関して、この事実が金融緩和政策の非有効性を意味するものなのか、あるいは、他の政策手段—たとえば、財政政策・構造改革政策—と有機的に連携されれば効果を有するものかは、今後に残された課題である。

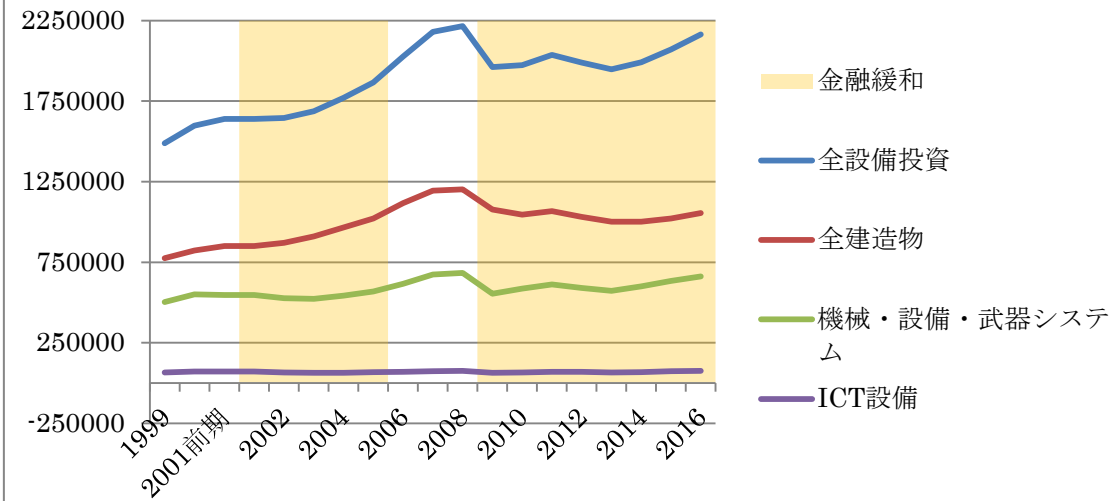
【主要参考文献】

- ・ ECB(2011):The monetary Policy of the ECB.
- ・ European Parliament(2016):Why has ECB's very accommodative monetary policy not yet triggered a rebound of investment?(Policy DepartmentA:Economic and Scientific Policy, Monetary Dialogue 21 June 2016.)
- ・ Jörg Asmussen(2012):“The Irish case from an ECB perspective”, Speech at the Institute of International and European Affairs, Dublin, 12 April 2012.
- ・ Natalia Bialek(2015):“Causes of the Outbreak of the Eurozone Crises:The Role of the USA and the European Central Bank Monetary Policy”, *e-Finance*, 2015, vol. 11.
- ・ Peter Praet(2017):“The ECB's monetary policy:past and present”, Speech at the Febelfin Connect event, Brussels/Londerzeel, 16 March 2017.
- ・ 河村小百合(2015):『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会、2015年1月。
- ・ 高屋定美(2015):『検証 欧州債務危機』中央経済社、2015年12月。
- ・ 岩見昭三(2016(a)):「ECBの『非伝統的金融政策』(1)—企業向け銀行貸出増加効果の検証—」、『社会科学雑誌』(奈良学園大学社会科学学会)、第14巻、2016年6月。
- ・ — (2016(b)):「ECBの『非伝統的金融政策』(2)—BLSによる特別アンケートの分析—」、『社会科学雑誌』、第15巻、2016年12月。

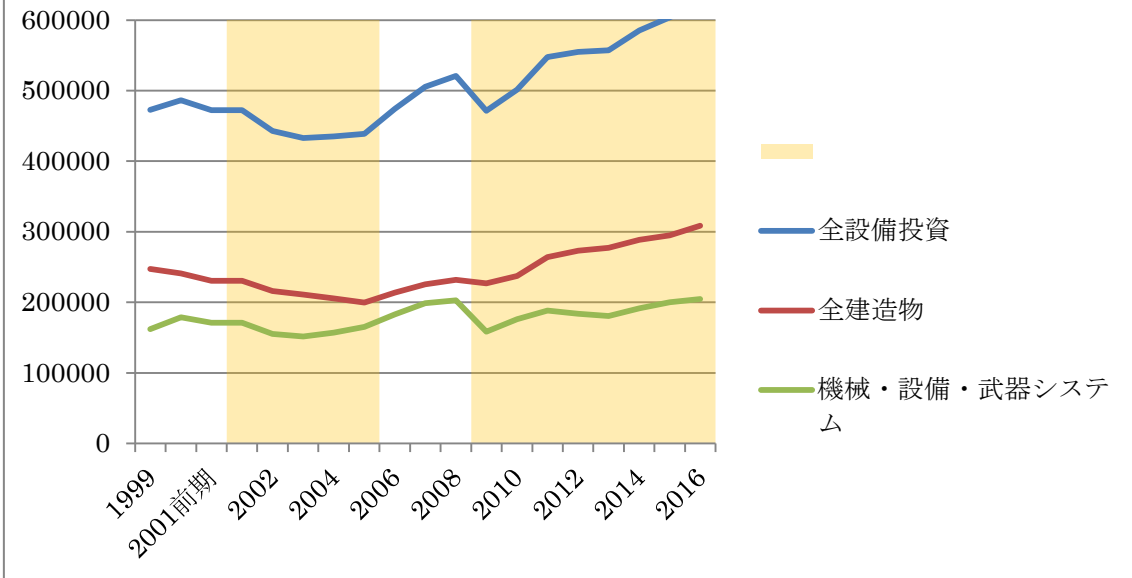
第1図 ECBの政策金利（1999～2017年
第Ⅱ四半期）



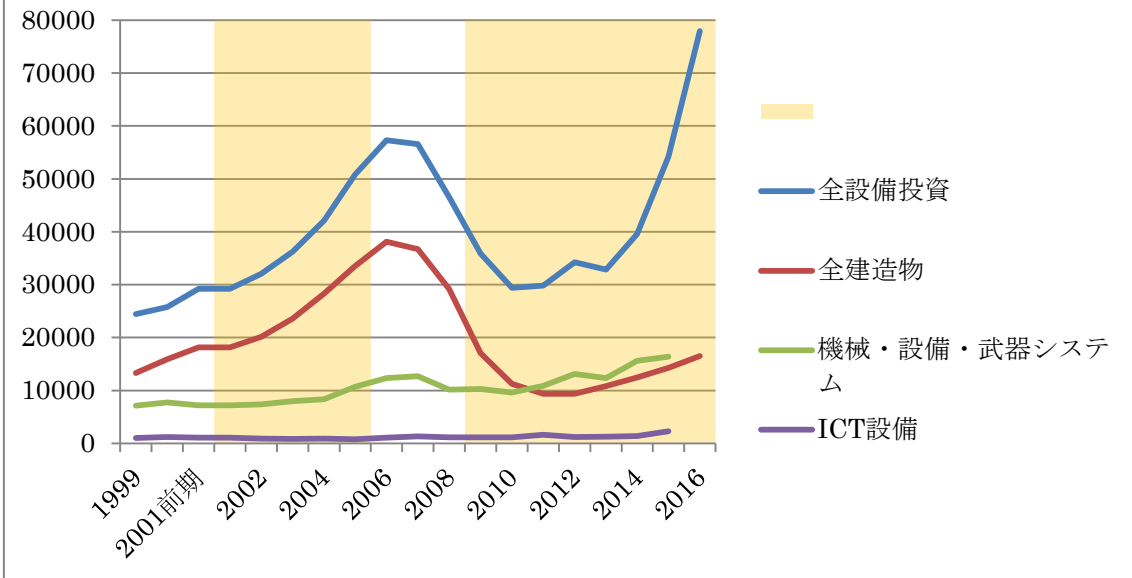
第2図 ユーロ圏企業の設備投資動向
(1999～2016年)



第3図 ドイツ企業の設備投資動向
(1999～2016年)



第4図 アイランド企業の設備投資動向 (1999～2016年)



第5図 スペイン企業の設備投資動向
(1999～2016年)

