

ユーロシステムにおける金融政策ストラテジーの変遷

東洋大学
川野祐司

1. ユーロシステムとは

ECB：欧州中央銀行

ESCB：ECB と EU 加盟 25 カ国の中央銀行

ユーロシステム：ECB とユーロ参加 12 カ国の中央銀行 政策理事会

政策理事会：ECB 役員（総裁等含む）と 12 カ国の中央銀行総裁からなる

ECB 内の政策理事会で金融政策方針を決定し、役員会を通じて 12 カ国の中央銀行が公開市場操作等を実施する。集中方式と分散方式の併用。

2. 金融政策ストラテジー

金融政策ストラテジー：金融政策分析の枠組み。ユーロシステムだけでなく、金融政策一般の分析比較にも利用できる。

金融政策ストラテジーとは

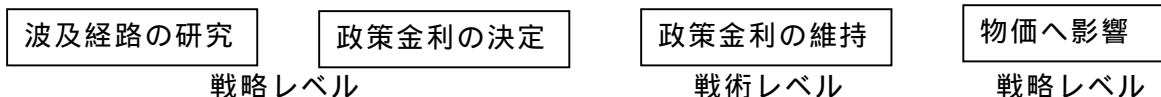
	戦術レベル	戦略レベル
実施面 (ターゲティング)	金融政策手段 ・公開市場操作 ・常設ファシリティ ・準備預金制度 目的：市場金利の安定	ターゲット ・インフレ率 ・マネーサプライ ・為替レート フィードバック 波及経路 目的：最終目標の達成
情報面 (コミュニケーション)	情報政策 レポート，議会証言，講演，記者会見など 目的：アカウンタビリティ，透明性の向上	

その他：システム運営（決済システム，発券管理等），ブロードス政策など

戦略レベル：金融政策の目的（物価安定，雇用の維持など）の明確化，金融政策スタンス（政策金利）の決定・変更，マクロ経済指標のモニタリング

戦術レベル：政策金利の安定的な維持・誘導を目指す

戦術レベルの成功 戦略レベルの成功の前提条件



* 情報面

透明性（経済学的要求）とアカウントビリティ（政治的要求）

3．ユーロシステムの金融政策ストラテジー

（1）発足当初の金融政策ストラテジー（以下，ストラテジー）

* 戦略レベル

物価安定の維持が第1目標（マーストリヒト条約）

インフレ目標 2% 以下，マネーサプライ参照値 4.5%

2本柱アプローチ：第1の柱マネー指標，第2の柱広範な経済指標

2つの柱のダブルチェックにより，将来のインフレリスクを評価

* 戦術レベル

ユーロの短期金利（EONIA）を安定推移・誘導させる

公開市場操作，常設ファシリティ，準備預金制度

定期的な公開市場操作により，市場原理を生かしながら EONIA の安定的推移

情報面における公開市場操作も利用（川野 2003b）

中長期的な視点で行う金融政策

ECB 発足前にさまざまな金融政策ストラテジーを検討

インフレターゲットリング，マネタリーターゲットリングを検討

当初はマネタリーターゲットリングという言葉も使っていた

ドイツ・ブンデスバンクからインフレファイターの名声を引き継ぎたい

(2) ストラテジーの変更

主な変更点

時期	内容	変更部分
1999年4月	上限のコリダー幅を1.5%から1%へ縮小	戦術レベル
2000年6月	MROにおいて数量入札から金利入札への変更	戦術レベル
2000年12月	ECBスタッフによる経済見通しの公表	情報面
2001年11月	政策金利の変更は、原則として月初の政策理事会で行う。2回目の政策理事会では、その他のタスクに集中する。	情報面、その他
2003年5月	インフレ目標を2%以下から2%近辺へと変更、2本柱アプローチの変更、参照値の見直し廃止	戦略レベル
2003年8月	積み期間の変更、MROの変更(ともに2004年3月より)	戦術レベル
2004年6月	経済見通しを3月と9月にも公表(2004年9月より)	情報面

§ . 2003年5月の変更

インフレ目標：「2%以下」 「2%以下だが2%近辺」

マネーサプライ目標：毎年12月に見直していたが、この見直しを止める

2本柱アプローチ：広範な経済指標とマネー指標によるクロスチェック

全体的には、マネーサプライの果たす役割が低下しているように見える。

マネタリーターゲットングという言葉は次第に使われなくなった

中長期的な視点での金融政策 - インフレと長期的に関係を持つ経済変数は？

「インフレは究極的には通貨的現象である」

ユーロエリアにおいてはマネーサプライとインフレ率には長期的な関係が見られる

ユーロシステムにおける「保守的な」セントラルバンカー、Issing など。

月報ではマネー分析の順番にページ数を割いている。

マネーサプライは、ユーロシステムにかかる圧力に対抗する役割を持つ。

ストラテジーの変更があっても、

インフレ目標による「強い制約」	→	「二層の制約」をもつ
マネーサプライ参照値による「緩やかな制約」		ストラテジー

というストラテジーの特徴は変わっていない。

4. まとめ

金融政策戦略...金融政策の分析枠組み，実施面，情報面からなる．

ユーロシステムの特徴 2 本柱アプローチ 二層の制約

ユーロシステムは，いわゆるマネタリスト的アプローチを援用．

* ユーロシステムの金融政策戦略は，ユーロエリアの経済状態に合わせて変化しているが，根底にある哲学は変わっていないといえる．

川野祐司 (2003a) 「ユーロシステムの金融調節の枠組み」『ユーロと EU の金融システム』
日本経済評論社．

(2003b) 「ユーロエリアにおける金利の期間構造」『日本 EU 学会年報第 23 号』．

(2004a) 「ユーロシステムの金融政策戦略」『熊本学園大学経済論集』第
10 号，第 3・4 合併号．

(2004b) 「ユーロエリアにおける金融政策の波及効果」『九州経済学会年報』第 42
集．

(2004c) 「ユーロの決済システム「TARGET」の改革」九州経済学会報告論文．

(2005) 「ユーロの金融政策が直面する諸問題」『東洋大学経済論集』30 巻 2 号．

Bernanke, B., T. Laubach, F.S. Mishkin and A.S. Posen (1999) *Inflation Targeting*, Princeton
University Press.

Borio, C. (2000) “Monetary Policy Operating Procedures in the United States, Japan and EMU: a
Comparative Assessment,” *ECB conference on The Operational Framework of the
Eurosystem and Financial Markets*, May.

ECB (2004) *The Monetary Policy of the ECB*.

ECB 月報各号，ECB カンファレンス資料，ECB プレスリリース，ECB ホームページ．