

ECB が抱える QE 政策のジレンマ

清 水 良 樹

目 次

はじめに

1. ECB の中央銀行としての特異性
2. ECB による国債買入れ
3. QE 政策は長期金利の抑制に効果を発揮
4. 緊縮財政が ECB の目標達成を阻害する
5. ドイツへの過度な資本集中

おわりに

はじめに

欧州では、リーマン・ショックを契機とした金融危機が経済危機をもたらし、そして実体経済の悪化から財政危機にまで進展している。こうした危機対応として ECB は、イングランド銀行、FRB、日銀が採用した QE 政策を導入した。ドイツは QE 政策に強く反対する立場にいる。QE 政策導入をめぐるのは、ブンデスバンクのイエンス・ヴァイドマン総裁が、物価の安定を図るという中央銀行の義務との衝突が起これとして ECB の政策決定会合で唯一反対した。こうした対立は、中央銀行の役割、すなわちこの組織が何をすべきで、何をすべきでないかを考えるうえで重要である（竹森, 2012, p.10）。

QE 政策の効果を検証する先行研究も数多く行われている。理論的には、内生的貨幣供給論と外生的貨幣供給論の対立の延長戦が展開されている。QE 政策の効果を信じる者たちはリフレ派と括られ、大量の流動性供給からインフレ率上昇に至るまでの波及経路が金融資産市場であったり、為替レートを通じてであったりと、必死に探している。実証研究も多数なされており、QE 政策にとって有意義な効果を示すものもある¹。

QE 政策に関するミクロの問題（中央銀行のバランスシートの悪化など）およびマクロの問題（インフレ懸念など）を先行研究は指摘してきた。しかし、ECB の QE 政策導入をめぐる議論はこれだけでは不十分である。ユーロ研究全般に言えることだが、通貨統合下の通貨はひとつ、財政はバラバラという構造を常に考察の際には念頭に置かなければならない。経済政策を考察対象とする場合、どのような経済状況に対して実施されるのかということが極めて重要である。経済状況の診断なしで処方箋である経済政策の効果を比べても意味がない。単一国家とは異なる構造を持つ通貨統合下において QE 政策が実施されたということが重要なのである。通貨統合下の中央銀行である ECB が QE 政策を導入したということは、単に他の先進各国中央銀行と同様の政策を導入したにすぎないということでは

は決してない。それは、ECB の中央銀行としての性質を大きく変えるものである。そして、QE 政策が通貨統合下で実施されるということは、それがもたらすであろう問題も通貨統合下に特有なものとなる。

1. ECB の中央銀行としての特異性

中央銀行の基本機能として、「発券業務」、「銀行の銀行」、「政府の銀行」がある。その中の「政府の銀行」に着目して ECB およびその傘下の各国中央銀行を見てみる。銀行の二大基本業務は、預金を集めることと集めた資金を貸出すことである。「政府の銀行」の機能という場合、政府の預金を預かるということと政府に資金を貸出すことを意味する。

表 1 は ECB のバランスシートである。これを見ると、貸方に政府預金はない。表 2 はユーロ導入国各国中央銀行のバランスシートを統合したものである。これを見ると貸方に「ユーロ建てユーロ域その他居住者向け債務」の項目があり、その中に「対政府債務」がある。すなわち、ユーロシステム（ECB + ユーロ導入各国中央銀行）では、ECB は政府に対して決済手段を提供していないが、各国中央銀行が政府預金を持つことで「政府の銀行」の機能を果たしている。

「政府の銀行」の機能には、政府預金口座を開設して決済手段を提供するだけではなく、その決済手段を通じて政府と取引することが含まれる。例えば、日銀や FRB は政府に対して直接に融資を行うことは禁止されているが、国債流通市場において国債の買い手となって、国債消化を助けることができる。

表 3 はユーロシステムの金融政策手段を示したものである。注目してもらいたいのは、資金供給方法の「買い戻し条件付」と「買い切り」の区別である。「買い戻し条件付」とは簡単に言うと担保貸出のことである。この担保には、国債も含まれている。一方、買い切りによる流動性供給は構造オペだけであるが、EU の非救済条項²があることから買入れ対象資産として国債が想定されていないのは当然のことである。

当初、ギリシャ危機において ECB 理事会メンバーのノボトニー・オーストリア中銀総裁は、ECB は非救済条項に基づいてギリシャ支援に向けた介入はできないとし、他国からのいかなる支援も政治的な決定となるという趣旨の発言をした³。

表1 ECBのバランスシート

資産（借方）	負債および資本（貸方）
金	発券残高 ⁱⁱⁱ （8%）
外貨建ての非ユーロ域居住者に対する債権 ・SDR	EBA（ユーロ銀行協会）の決済用口座 ^{iv}
外貨建てのユーロ域居住者に対する債権 ・外国為替準備	非ユーロ域中央銀行の預金（TARGET を利用 する際の ECB 経由）
ユーロ建ての非ユーロ域居住者に対する債権 ・銀行預金	ECB の外貨準備を買い戻し・売り戻し条件付で行 う取引（ユーロ域に対して）
その他ユーロ建てのユーロ域金融機関に対する 債権 ・ユーロ域居住者に対する銀行預金 ⁱ	ECB の外貨準備を買い戻し・売り戻し条件付で行 う取引（ユーロ域外国に対して）
ユーロシステム内の債権	各国中央銀行による外貨準備の委譲（見合い債 務）
・ユーロシステム内の紙幣流通（発行高 8% 見 合い債権）	各国中央銀行から委譲された外貨準備に付く利子 （直近の主要 RO 金利）
・ユーロシステム内のその他債権（NCBs に分配 される利子収益 ⁱⁱ ）	準備（為替介入資金）為替リスク・金利リスク・ 金価格リスクに対する準備
その他資産	資産および負債に関する未だ実現されていない利 益（含み損益）
・有形固定資産（土地、建物、コンピュータ）	
・その他金融資産（ユーロ建て債券など）	
・第4四半期に分配される利子収益（紙幣発行 に伴う）	資本金
年間損失	

注：i）EPM(ECB Payment Mechanism)。EPM は、ECB が TARGET に直接アクセスする手段として開発され、
与信や担保管理のための機能を備えている。

ii）四半期ごとに各国中央銀行に分配される。第3四半期までに払い込まれた額が計上される。

iii）ユーロ銀行券の発行額は、総流通高の 8% が ECB に、残りの 92% が各国中央銀行に、ECB への出資比率
に応じて割当てられる。ECB は、自らは実際の銀行券発券業務は行わず、割当てられる 8% の金額を発券
残高としてバランスシートの負債に計上し、その見合い資産として各国中央銀行に対する債権を取得する。

iv）Euro1 とは、クロスボーダーのネット決済システムである。EBA「Euro Banking Association」（ユーロ銀
行協会）が運営しており、集中決済用口座を ECB に開設している。交換負けの銀行が負け額を各国中央銀
行の自行口座から当該集中決済口座に振り込み、EBA が当該口座から各々の交換勝ちの銀行口座に勝ち額
を入金する形で収支尻の決済を行う。

資料）European Central Bank(2005), Annual Report, pp. 182-183. より作成。

表2 NCBs（各国中央銀行）の統合されたバランスシート

資産	負債及び資本
金及び金資産	流通紙幣
外貨建て非ユーロ域居住者向け債権	金融政策手段に基づくユーロ域金融機関向けユーロ建て債務
IMF への債権	当座預金（最低準備預金を含む）
銀行投資と証券投資の残高、対外融資とその他対外資産	預金ファシリティー
外貨建てユーロ域居住者向け債権	固定満期預金
ユーロ建て非ユーロ域居住者向け債権	微調整オペレーション
銀行預金残高、証券投資と融資	マージンコールに関連する預金
ERM II 下の信用授受から生じる債権	ユーロ建てのユーロ域金融機関向けその他債務
金融政策手段に基づくユーロ建てのユーロ域金融機関向け貸出	発行済み債務証券
主要リファイナンス・オペレーション	ユーロ建てユーロ域その他居住者向け債務
長期リファイナンス・オペレーション	政府
微調整オペレーション	その他債務
構造オペレーション	ユーロ建て非ユーロ域居住者向け債務
限界貸付ファシリティー	外貨建てユーロ域居住者向け債務
マージンコール関連する預金	外貨建て非ユーロ域居住者向け債務
ユーロ建てユーロ域居住者向けその他資産	預金、残高、その他債務
ユーロ建てユーロ域居住者向け証券	ERM II 下の信用授受から生じる債務
金融政策目的のために保有する証券	IMF によって割り当てられた SDR に対応する部分
その他証券	その他債務
ユーロ建ての政府債務	再評価勘定
その他資産	資本と資本準備金
総資産	総負債及び資本

資料) European Central Bank.(2009), *Annual Report*, pp. 230-231. より作成。

表3 ユーロシステムの金融調節手段

政策手段	取引のタイプ		満期	頻度	取引手順
	流動性供給	流動性吸収			
公開市場操作					
主要リファイナ シング・オペ	買戻し条件付取引	—	1週間	毎週	標準入札
長期リファイナ シング・オペ	買戻し条件付取引	—	3ヵ月	毎月	標準入札
微調整オペ	買戻し条件付取引	外国為替スワップ	不定型	不定期	即時入札
	外国為替スワップ	中銀定期預金の受 入れ 売戻し条件付取引			相対取引 即時入札
構造オペ	買戻し条件付取引	債務証券の発行	定型／ 不定型	定期および 不定期	標準入札
	買切り	売切り	—	不定期	相対取引
常設ファシリティー					
限界貸付ファシ リティー	買戻し条件付取引	—	翌日物	取引相手の判断により利用可	
預金ファシリ ティー	—	預金	翌日物	取引相手の判断により利用可	

資料) European Central Bank. "History, role and functions," p. 86. 藤井良宏 (2005) p.86, 図表3-3、田中・春井・藤田 (2004) p.15, 表1・2より作成。

EUの基本条約であるリスボン条約によって、通貨統合下の金融と財政のつながりは分断される構造になっている。そのような構造の下で、ユーロシステムは財政との関わりを持たないようにしてきた中央銀行である。したがって、ユーロシステムが国債を買入れることはなかった。通常、中央銀行は、国債買い切りオペを金融調節手段として備えており、そのことが国債消化を助けることになる。中央銀行の基本機能である「政府の銀行」は、ユーロシステムの場合、ECB以外の各国中央銀行が政府預金を持つことでその機能の一部を果たしているが、発券能力に基づいて国債消化を助けることがないため、完全に果たされることのない機能であった。

2. ECBによる国債買入れ

ECBが国債を買入れるということはつまり、財政連帯制拒否と中央銀行国債引受不可という原初ユーロ制度の2つの原則を崩壊させるということである(田中、2012、p.46)。そして、多元化された財政に単一の金融政策で対応をするということは、金融政策の統一性が喪失したということである。

ECBによる国債買入れはまず、SMP (Securities Markets Programme: 国債購入プログラム) に始まる。SMPは、2010年5月10日に開始した。その直前の政策委員会後の記者会見では、ユーロ導入国の国債をECBが買入れる案について、政策委員会は議論しなかったと述べていたがこの政策を一転させた。これまで財政との関わりを持たずにきたECBが、その政策を180度転換したのであ

る。国債買入れによって供給される流動性は、不胎化政策によって吸収するとしている⁴。SMP における ECB による国債買入れは、供給された流動性が不胎化政策によって吸収されていることから、その目的が単なる流動性供給にあるのではなく、ギリシャ国債をドイツとフランスの金融機関が大量に保有していたことで発生するシステミックリスクを抑えることが主たる目的であった。

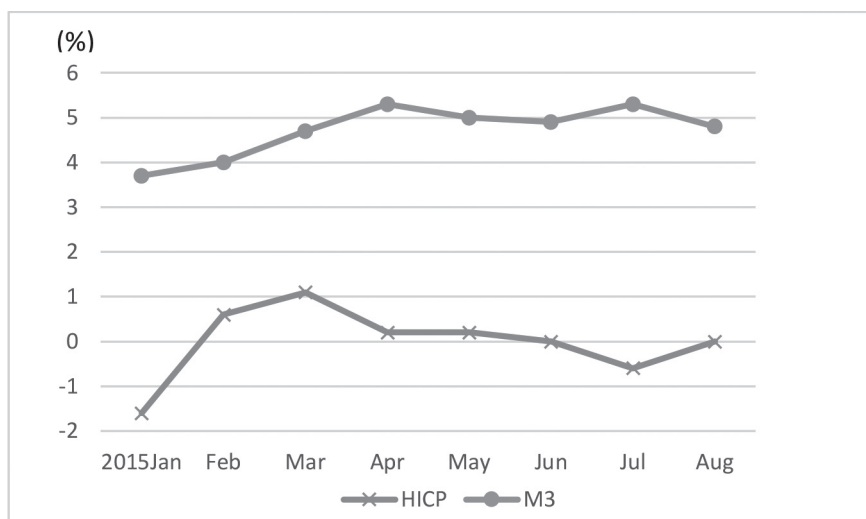
SMP に続いて ECB が国債を買入れることになったのは、OMT (Outright Monetary Transaction: 短・中期国債の買切りオペ) においてである。OMT は 2012 年 9 月 6 日に導入が決定した。OMT の導入に伴い SMP は終了となった。OMT において ECB が買入れる対象となる国債は満期が 1 年から 3 年のものである。ただし、SMP とは異なり、実施条件がある。それは、対象国が ESM (欧州安定メカニズム) と EFSF (欧州金融安定基金) のプログラムに従い財政再建を断行することである。政府のモラルハザード防止の観点から実施条件が盛り込まれたものと推測される。EU から厳しい財政再建が要求されることを懸念してか、結果的に OMT の利用を申請する国はこれまでのところ皆無となっている (2015 年 10 月 29 日時点)。

そして、2015 年 1 月 22 日に QE 政策導入が決定した。QE 政策における ECB の買入れ対象となる国債は、満期が 2 年から 30 年のもので、ギリシャとキプロスの国債に関しては EU と IMF が主導する改革プログラムの下で要件を満たせば買入対象となる。国債のほかに政府機関債、カバードボンド、ABS (資産担保証券) も買入対象資産となっている。月 600 億ユーロのペースで流動性が供給され、2016 年 9 月まで継続されて総額 1 兆 1,400 億ユーロの流動性が供給される見通しであったが、その後、2017 年 3 月まで延長することが決定した。QE 政策の目的はこれまでの SMP や OMT のような国債市場へのテコ入れではなく、大量の流動性供給によるデフレ脱却である。

ECB は他の先進国中央銀行とは異なり、物価の安定のみを政策目標に掲げている。しかし、唯一の政策目標である物価の安定 (HICP が 2 パーセント近辺で推移) を達成できていない。ユーロ圏は今やデフレ状況にある。デフレ状況下での QE 政策実施という点で ECB が日銀化しているという指摘がある⁵。

QE 政策では、ベース・マネーの増加が金融機関を通じた企業や家計への貸出増加をもたらし、それを反映したマネーサプライの増加が期待される。しかし、日本のケースで確認できるように、ベース・マネーとマネーサプライに相関関係はない。多くの先行研究が指摘するように、民間需要がないところに貸出が増えるわけがない。バブル崩壊に伴う資産価格の大幅下落によって、企業のバランスシートは負債に比べて、時価で評価すれば資産額が大きく減少し、実質的に債務超過になる。企業は、バランスシートのバランス回復のために債務返済に奔走するようになる。このような状況をリチャード・クー氏は「バランスシート不況」と名付けており、ユーロ圏もこの状況に陥っているという⁶。ユーロ圏においては、QE 政策導入以降、M3 (マネーサプライ) が若干増加したものの、増加ペースは弱々しくなり、直近の統計を見ても前月比マイナスと早くも腰折れ状態となっている。デフレからの脱却もできていない。

図1 M3（マネーサプライの伸び率）とHICPの変化率（対前月比）

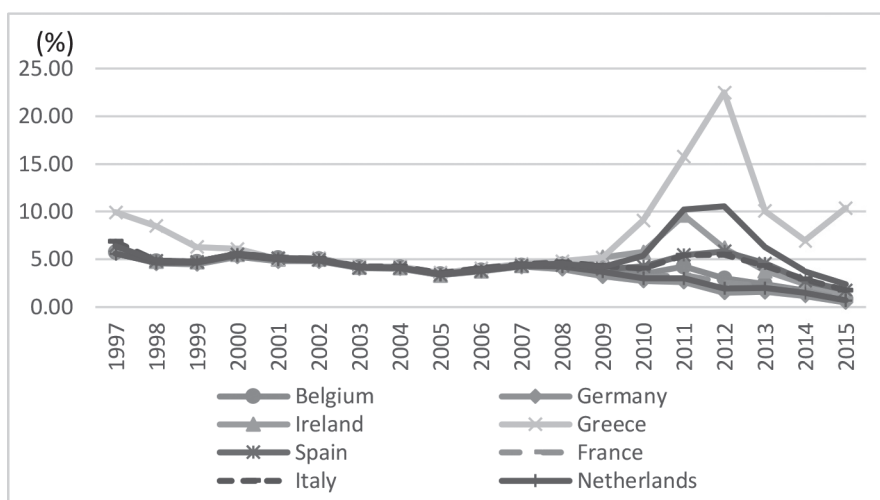


資料) Eurostat より筆者作成。

3. QE 政策は長期金利の抑制に効果を発揮

QE 政策によってその目的である物価の安定を達成することは難しいと予測される。それならば、QE 政策は意味がないのか。否、QE 政策は、その本来の目的とは違う効果を発揮している。それは、ユーロ圏各国国債の利回りを低下させることに成功している。

図2 ユーロ導入国の10年物国債利回り



資料) Eurostat より筆者作成。

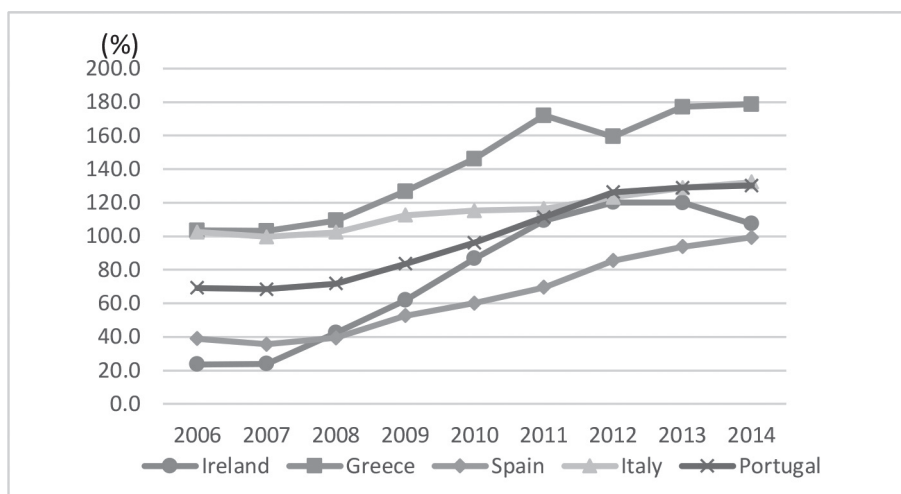
図2を見ると、リーマン・ショック前まではユーロ導入各国の国債利回りは収斂していたことがわかる。長期金利が収斂した理由のひとつは、ユーロ導入に際して、少なくとも過去1年間は、最もインフレ率の低い3カ国の長期金利の平均から2%以上変動してはならないという条件が課せられたことである。国債利回りは国家の信用力を反映するものであり、通貨統合をしたのちも財政主権が各国に残されている以上、格差が残るのが普通である。しかし、通貨統合によって為替レートが喪失したことと、ECBがブンデスバンクの伝統を受け継いだインフレファイターであることから、ドイツ国債もその他のユーロ導入国国債も変わらないものと見なされた。

ユーロ圏の長期金利の収斂を促進したのは、PIIGSのような周辺国の国債がレポ取引の担保となったことである。欧州の銀行は非常に高いレバレッジを掛けて運用収益を稼いでいた。その資金調達先がロンドン金融市場のアメリカのマネー・マーケット・ファンドであった。欧州の借り手にとって指定された担保はトリプルAの格付けの欧州国債であった。リーマン・ショックが起こる以前は、ドイツ国債も周辺国の国債もほぼ同じ格付けだったのである⁷。

ユーロ圏各国の国債利回りに盛り込まれているリスクは、①短期金利変動リスク、②デフォルトリスク、③テールリスクである。③のテールリスクとは、ユーロが瓦解し、元の弱小通貨群となるリスクのことである。ECB総裁ドラギ氏は、2012年7月26日の声明においてこのリスクに言及している⁸。その後、OMTの導入が決定して以降、国債利回りが低下したことから、OMTはテールリスクの抑制に効果を発揮したと言える。

QE政策による国債買入で生じた損失の分担は、全体の2割がリスク共有の対象となり、ECBとその株主である19カ国の中央銀行が出資比率に応じて損失を分担する。残り8割は、リスクは共有されず、各国中央銀行が自国の国債のデフォルトリスクを負担する。QE政策における、中央銀行の発券能力に基づいた国債消化と損失分担の決定は、投資家たちの国債に対するデフォルトリスクへの懸念を払拭し、国債利回りは更に低下した。

図3 PIIGSの政府債務残高（対GDP比）



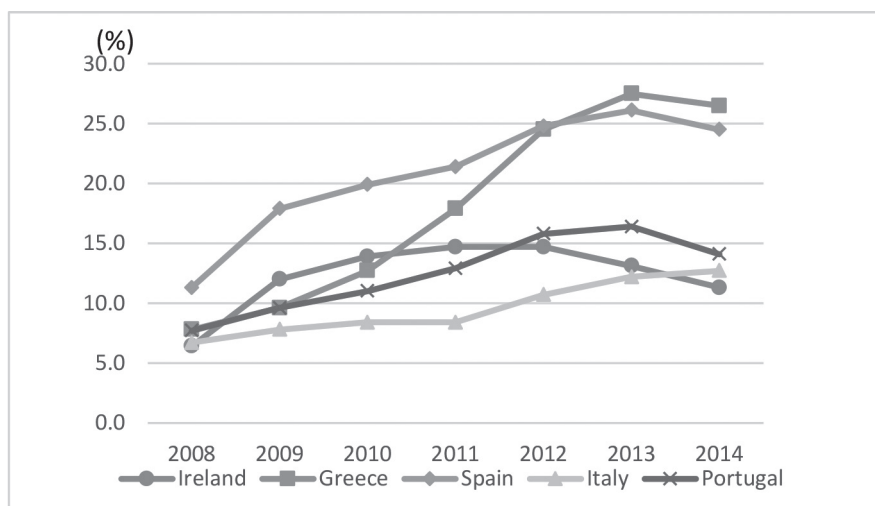
資料) Eurostat より筆者作成。

図2と図3を見てわかるとおり、EUが進めている緊縮財政と国債利回り低下には負の相関関係が存在する。政府債務残高が増加しているにもかかわらず、国債利回りが低下しているからである。ユーロ圏の国債利回りを低下させたのは、緊縮財政ではなく、発券能力に基づいたECBによる国債消化である。QE政策は、本来の目的とは異なるものの、ユーロ導入各国（ギリシャを除いた）の長期金利を低下させた。長期金利の抑制は、政府の資金調達負担を軽減することになると同時に景気に対しては上向きの効果を与える。

4. 緊縮財政がECBの目標達成を阻害する

ECBは唯一の政策目標である物価の安定を達成するためにQE政策を実施しているにもかかわらず、緊縮財政はデフレ圧力を掛けている。EUとIMFは賃金カット、増税、歳出削減を迫っている。さらに、財政規律を強化するために2012年3月2日のEU首脳会議において、英国とチェコを除くEU25カ国が財政規律を強化する新たな政府間協定「経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約：Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union」に署名した。この新財政協定では、従来の財政規律であるSGP（Stability and Growth Pact: 安定・成長協定）に加えて、構造的財政収支（景気循環の影響と一時的な変動要因を除去した財政収支）の均衡化（GDPの0.5%以下）が求められ、それを憲法などの国内法上ルールとして定めなければならない。政府の債務残高が基準を超える場合、一定割合を数年にわたって削減しなければならない。また、SGPでは形骸化していた規律違反国への制裁措置も修正されている。

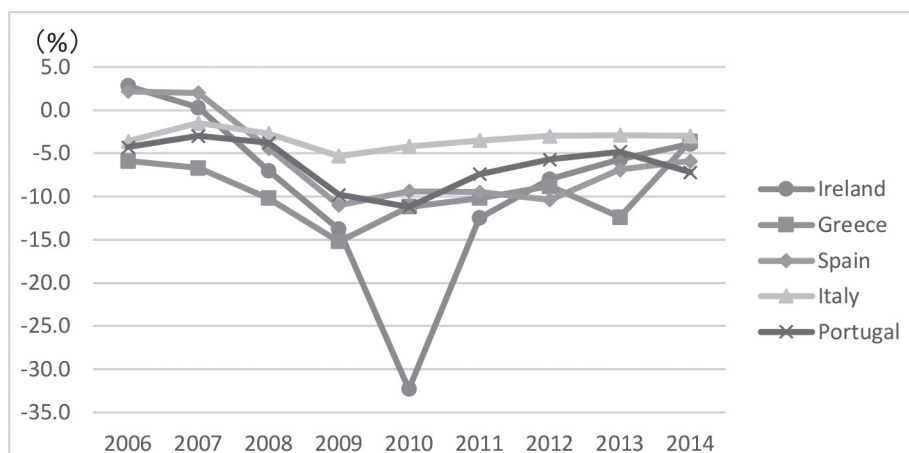
図4 PIIGSの失業率



資料) Eurostat より筆者作成。

しかし、緊縮財政を特に強く求められている PIIGS 諸国では、失業率が高止まりしてしまっている。EU が緊縮の道を突き進むのは、PIIGS 諸国の危機をギリシャ危機の一側面である放漫財政が招いた危機と同一視しているからである。

図5 PIIGSの財政収支（対GDP比）



資料) Eurostat より筆者作成。

ギリシャを除く PIIGS 諸国は決して放漫財政ではない。アイルランドやスペインに関しては財政収支が黒字であった。財政の悪化はリーマン・ショック後に起きている。財政悪化は危機の結果であって原

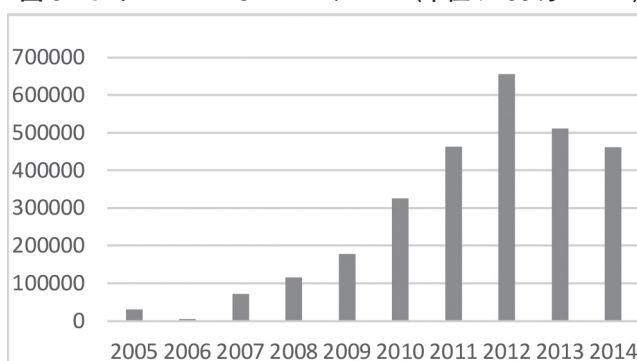
因ではない。緊縮財政が欧州債務危機を深刻化させているという反緊縮の動きは、先行研究においても広がっている。アージュン・ジャヤデブ氏とマイク・コンツァル氏の実証研究は、経済が不況に陥っている時に赤字を削減した国や、債務の対 GDP 比率が削減されると同時に成長率が上昇した国は、実質的に一つもなかった（Arjun Jayadev and Mike Konczal, 2010, p.1）と結論付けた。同様の実証分析をメンジー・チン氏も行っている。論文において、2010 年から 2012 年の間の累積 GDP 成長率と同期間の潜在 GDP 比で見た構造的財政収支（景気循環調整済み）の変化率を示している。近似直線が右下がりであることから、財政再建を積極的に行った国ほど経済成長率は低くなっていることがわかる⁹。

字数の制限上、これ以上先行研究の紹介はできないが、緊縮財政はユーロ圏の景気に対してマイナスの効果を与え、デフレ圧力を掛けている。一方、金融政策は QE 政策によってデフレ脱却を目指している。このようにユーロ圏においては、マクロ経済政策（金融政策と財政政策）の足並みが揃っていないのである。

5. ドイツへの過度な資本集中

長期金利はユーロ圏全体として傾向的に低下しているが、格差を維持したまま低下していることに気付く。長期金利の低下が著しいのはドイツである。こうした動きの背景にあるものは、PIIGS 国債からドイツ国債への資本逃避である。こうした資本移動は、TARGET2 バランスを確認するとわかる。 Bundesbank のバランスシートを確認すると、「ユーロシステムに対するその他の純債権」がリーマン・ショック以降、急激に膨らんでいる。これは、民間金融機関の資金が中央銀行を通じて国境を越えてドイツに流入超過となっていることを示している。つまり、ユーロ圏での資本集中がドイツで起こっているのである。

図6 ドイツの TARGET2 バランス（単位；100 万ユーロ）



資料) Deutsche Bundesbank(2005-2014), *Annual Report*. より筆者作成。

長期金利は QE 政策によって一時的に抑えこまれているにすぎない。ユーロ圏においては資本が自由に移動できるため、流入も速いが流出も速い。景気が回復してインフレ率が徐々に上昇し始め、マーケッ

トにおいて ECB が QE 政策を解除する憶測が流れると、大量の資本が移動する。ECB による国債消化で抑えこまれていたユーロ導入各国の長期金利は、QE 政策を解除した途端にその反動が生じる。ただでさえ、中央銀行は短期金利のコントロールはできるが長期金利をコントロールすることはできないと一般的に言われている。ユーロ圏の場合には、19 種類の長期金利の動きがある。これに単一の金融政策で対応することは不可能である。QE 政策導入は ECB に対して長期金利の制御不能という未来を与えてしまった。

おわりに

デフレ脱却のために ECB は今後も資金供給量を増やし続けるであろう。一方、EU の緊縮財政はデフレを深刻化させている。ECB が発券能力に基づく国債消化を始めたことで、長期金利は低下しているが、ドイツへの過度な資本集中が起こっている。この状況において、QE 政策を解除すれば、長期金利の反発上昇が生じる。それは特にドイツを直撃する。ユーロ圏に占めるドイツ経済の規模（約 28.8%）を考えると、長期金利の反発上昇が生じればユーロ圏を再び不況に引き戻すだろう。

危機が深刻化しているギリシャから、やるべきことは緊縮財政ではなく、ドイツへ集中する過度な資本移動を規制することだという声があがっている¹⁰。リチャード・クー氏もまた、ユーロ圏の自由な資本移動を、以下の問題を引き起こすとして問題視している。バランスシート不況に陥った国の未借貯蓄を容易に他のユーロ参加国に逃避できることで、その国の政府は国債を発行することが困難となって財政に余裕がなくなってしまう。この問題に対して、リチャード・クー氏は、自国国債と外国国債に異なるリスク・ウエイトを導入したうえで、自国の国債を自国民にしか売ってはいけないというルールを提案している¹¹。

ECB の QE 政策は、皮肉にも本来の目的とは異なる長期金利の抑制として作用した。ECB がインフレ率を上げるために、国債買入れをして流動性を増やせば増やすほど、ユーロ圏の長期金利は低位抑制されていく。しかし、それは同時にドイツにおける長期金利の反発上昇から始まるユーロ圏各国の長期金利の制御不可という新たな問題を抱え込むことになってしまった。ECB による QE 政策の導入には、こうしたジレンマが存在する。

注

- 1 例えば、高屋（2015）
- 2 リスボン条約第 125 条第 1 項
・欧州連合は、加盟国の中央政府、地方政府、その他の公的機関、公法によって設置される組織、公営企業の責任や義務を負うことはない。但し、本規定はプロジェクトの共同執行を目的とした相互の債務保証の実施を妨げるものではない。
- 3 ノボトニー氏の発言は、英紙フィナンシャル・タイムズのプログ「アルファビル」に掲載されている。[<http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/02/09/145056/nowotny-talks-contagion-exit-strategies-and-all-things-peripheral-with-ft-alpha/>]
- 4 ECB. (2010). The great financial crisis : Lessons for financial stability and monetary policy. Speeches & Interviews. [<http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100520.en.html>]
- 5 唐鎌（2014）pp.114-115 参照。
- 6 リチャード・クー（2013）p.402 参照。

- 7 マーク・ブライス (2015) pp.116-117, p.120,p.122 参照。
- 8 ドラギ総裁は、デフォルトリスクとは別の通貨交換性喪失リスクに言及している。
- 9 Menzie Chinn (2014) p.7 参照。
- 10 Heiner Flassbeck and Costas Lapavitsas (2015) pp.40-41 参照。
- 11 リチャード・クー (2013) p.377, p.382 参照。

参考文献

- ・ Heiner Flassbeck and Costas Lapavitsas (2015) *Against the Troika: Crisis and Austerity in the Eurozone*, Verso.
- ・ Mark Blyth(2013)*Austerity- The History of a Dangerous Idea*, Oxford University Press (若田部昌澄・田村勝省訳『緊縮策という病「危険な思想の歴史」』NTT 出版、2015 年) .
- ・ Arjun Jayadev and Mike Konczal(2010) “The Boom Not The Slump: The Right Time ForAusterity”, The Roosevelt Institute.
- ・ Deutsche Bundesbank, *Annual Report*.
- ・ European Central Bank, *Annual Report*.
- ・ Menzie Chinn(2014) “Fiscal Policy Re-Assessed”, La FollettePolicy Report, The Robert M. La Follette Institute of Public Affairs.
- ・ 唐鎌大輔 (2014)『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』東洋経済新報社。
- ・ 竹森俊平 (2012)『ユーロ破綻 そしてドイツだけが残った』日本経済新聞出版社。
- ・ 田中素香・春井久志・藤田誠一 (2004)『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣。
- ・ 藤井良宏 (2005)『EU の知識〔第 14 版〕』日本経済新聞社。
- ・ リチャード・クー (2013)『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店。
- ・ 高屋定美 (2015)「VAR モデルを用いた欧州中央銀行による非標準的政策の実証研究—南欧諸国の実体経済に対する量的緩和の効果を中心に—」『関西大学商学論集』59(4), pp.25-63.
- ・ 田中素香 (2012)「ソブリン・金融危機とユーロ制度の変容」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所、110 (3) , pp.29-51.

