

(金融政策)：高くなった欧州中央銀行の追加緩和のハードル

2013 年はユーロ圏内の債務危機拡大に歯止めが掛かり、ユーロ相場の持ち直しが債務危機国の回復を助け、域内景気格差を増幅するリスクも懸念されるようになった。11 月に利下げに踏み切った ECB の役割が期待される状況は続くが、次の一手を打ち出せるかは不透明だ。

ユーロ圏では 2010 年～2012 年まで債務危機が拡大し続けてきたが、2013 年は本格的な再燃を回避できた。年明け早々には総選挙後のイタリアの 2 カ月にも及ぶ政治空白、3 月にはキプロス支援を巡る混乱などの悪材料が表面化した。ドイツでは 9 月の総選挙でメルケル首相の続投が決まったが、二度目の大連立に向けた政権協議は長引いている。ユーロ圏の制度改革の協議は、圏内で最大の経済力を有するドイツの新政権の発足待ちで停止したままだ。

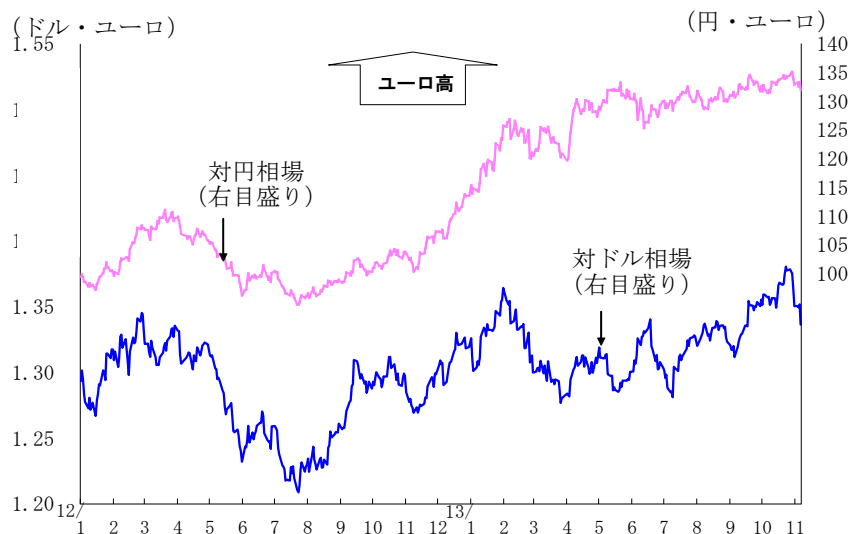
昨年までであれば、債務危機の再燃にもつながったような悪材料が表面化しても市場が小康を保てるようになったのはなぜか。背景には債務危機国の資金繰りを巡る 3 つの変化がある。1 つめはユーロ圏の金融安全網が、以前よりも強固なものとなったことだ。2012 年秋に常設の金融安全網・欧州安定メカニズム (ESM) が始動、欧州中央銀行 (ECB) も新たな国債買い入れプログラムを導入し、金融安全網の財源不足懸念が事実上解消した。2 つめは、ギリシャを筆頭とする債務危機国の財政収支と経常収支の双子の赤字の削減が進展、借金依存型の構造の是正が進んだことだ。3 つめは債務危機国の資金繰り負担の軽減が図られたことがある。ギリシャ政府の債務は 2012 年中に再編され、ポルトガルやアイルランドについても、ユーロ圏の金融安全網からの支援融資の期限延長などで過去の債務に関する負担も軽減された。

こうした債務危機国の資金繰りを巡る不安の後退とともに芽生えたのがユーロ高への警戒である。ユーロ圏経済も、2013 年に入ってようやく債務危機を原因とする景気後退を脱したものの、南欧の債務危機国は、輸出が辛うじて支える形で悪化に歯止めが掛かりつつある段階に過ぎない。輸出の拡大も、雇用や賃金の調整を通じた競争力の回復で実現した面があり、その副作用として高い失業率と国内需要の冷え込みに悩まされている。単一通貨圏の中での成長と雇用の格差に是正の兆しは見られない。ユーロ相場の持ち直しには、ユーロ分裂・崩壊懸念の後退というポジティブな側面もあるものの、行過ぎれば脆弱な債務危機国の回復を途切れさせ、域内の格差を一層増幅しかねない。

2013 年入り後のユーロ高基調の底流には、日米欧の金融政策の違いがあると考えられている。日本銀行が量的・質的緩和に踏み込み、米連邦準備制度理事会 (FRB) が量的緩和の縮小を見送っていることで、バランス・シートの拡大が続いている。これに対して、ECB のバランス・シートは、債務危機のピークであった 2012 年夏を境に縮小基調に転じている。ECB の非伝統的な金融政策では、国債等の資産の購入はごく限定的で、銀行に対する資金供給が主なルートとなってきた。特に、2011 年 12 月と 2012 年 3 月に実施した異例の 3 年物資金供給は、急激なバランス・シートの膨張につながった。政府債務問題が沈静化した現在でも、債務危機に見舞われた南欧などの銀行の ECB 頼みは続いているが、ドイツなど健全国の銀行は予防的な動機から確保していた 3 年物資金を前倒しで返済している。ユーロ圏では、債務危機国が足

を引っ張るため、日米に比べて景気拡大のペースが遅いにも関わらず、中央銀行のバランス・シートの縮小では先行する裏腹な展開となっている。

図表：ユーロの対円・対ドル相場



(資料) 欧州中央銀行データより筆者作成

こうした意図せぬ金融引き締めに対処するため、ECBは、7月に政策金利のバイアスを下方とするフォワード・ガイダンスを導入、11月には予想外の利下げに動いた。直接的な引き金は、理事会直前、インフレ率が、ECBの安定の目安である「2%以下でその近辺」を下回る前年同月比0.7%まで低下、改善基調を示していた失業統計が改定され、失業の増大、失業率の上昇が続いていることが確認されたことだ。ユーロ圏経済の実体に見合わないユーロ高の進行、短期金利の上昇が、景気回復の妨げとなることに手を打つ目的があったと思われる。

11月の予想外の利下げは、短期金利の上昇とユーロ高の上昇圧力の緩和にとりあえず成功を収めた。しかし、利下げの結果、ECBの政策金利は、主要オペ金利が0.25%と史上最低水準を更新、11月は据え置かれた預金ファシリティー金利はすでにゼロに達している。ドラギ総裁は、利下げ後の政策金利は下限ではなく、マイナス金利を導入することは技術的に可能と述べ、必要に応じて一層の緩和に踏み込む意欲があることを示している。そうは言っても、マイナス金利導入には相応の副作用も想定されるため、追加緩和に関するハードルは一段と高くなっている。

ユーロ圏では、財政の権限は各国に分散しており、金融政策に負荷が掛かりやすい。ユーロ制度改革、特に銀行同盟、財政同盟で、共通の財源を備えることになれば、域内の成長と雇用の格差是正に効果を発揮することが期待される。しかし、ドイツの新政権発足後に協議が再開し、実現の道筋がつくまでには時間がかかる見通しだ。共通の財源作りには十分に踏み込めないおそれもある。ECBの役割が期待される状況はしばらく続きそうだが、次の一手を打ち出せるかは不透明だ。

(伊藤 さゆり)