

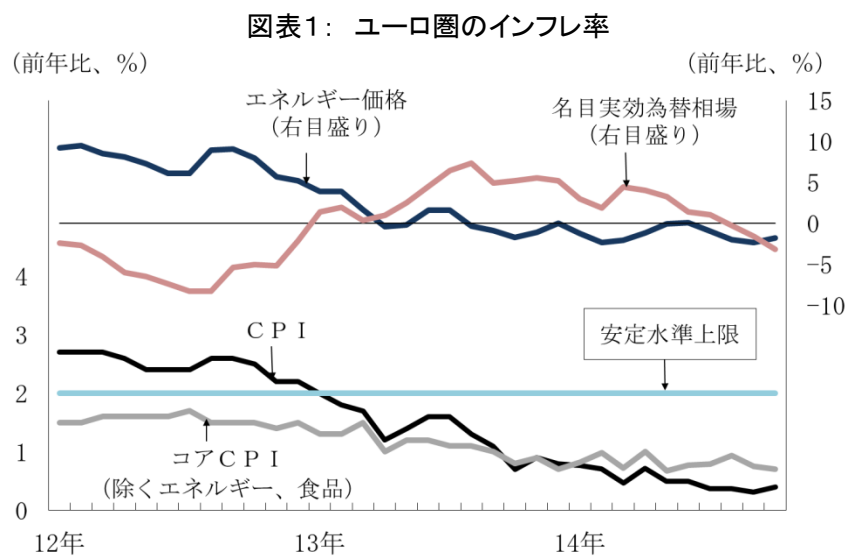
(欧州経済)：ユーロ圏のデフレ・リスク政策対応は十分か？

ユーロ圏のインフレ率はユーロ高が修正された後も低位での推移が続く。景気回復のペースが上がらず、大幅なGDPギャップが解消しないためだ。国債買い入れによる量的緩和への期待は高いが制約も強い。金融緩和と構造改革、財政政策の歯車を噛み合わせることが重要だ。

ユーロ圏が日本型の長期デフレに陥るとの懸念が強まっている。インフレ率は、この1年余り、CPIの前年比が「2%を少し下回る」安定水準を大きく割り込んだままだ。

インフレ率が1%を下回り始めた頃、欧州中央銀行（ECB）は、2012年以降のユーロ相場の上昇を主な原因としていた。ユーロ相場は、政府債務危機の最中の2012年7月を底に持ち直し始め、2014年3月まで、ほぼ一本調子で上昇が続いた。ECBのドラギ総裁は、14年3月の政策理事会後の記者会見で、この間のおよそ10%に及ぶ名目実効為替相場、つまり主要貿易相手国通貨に対する為替相場の加重平均値の上昇が、インフレ率を「0.4~0.5%ポイント」押し下げたと述べている。

ユーロ高による物価下押し圧力は今春がピークで、その後、解消が進んだ。ユーロの名目実効為替相場は、3月のピークから半年余りで5%以上下落、前年同月比では3%の下落となる。ドラギ総裁を始めとするECB高官のユーロ高警戒発言、それに続く追加の金融緩和、さらに米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和第3弾（QE3）の段階的な縮小から10月の停止決定へと歩みを進めたことが流れを変えた。



（資料）欧州委員会統計局

ユーロ高圧力は解消したが、ユーロ圏の低インフレが続く理由の1つは原油の国際価格の値下がりにあるが、より本質的な原因は、ユーロ圏経済の回復ペースが上がらないことにある。EUの欧州委員会は、ユーロ圏全体の14年のGDPギャップは2.8%にも上り、13年の3.0%からの縮小幅はごく僅かに留まったと見ている。

ECBは、日本型の長期デフレのリスクを否定しながらも、低インフレが長期化するリスクの高まりを認め、6月と9月に追加利下げを実施、市場介入金利は0.05%、銀行が中銀に預金する場合の金利はマイナス0.2%と下限に達した。利下げ余地がなくなったことで、新たに掲げたのが、向こう2年間でバランス・シートを現在の2兆ユーロから3兆ユーロへと増やすという目標だ。この目標の達成のために11月までに導入を決めている手段は、民間向け貸出促進のための最長4年の資金供給（TLTRO）、資産担保証券（ABS）と金融機関が不動産や公共部門向け融資を裏づけとして発行するカバードボンドの買入れの3つである。11月の政策理事会では、既に決定済みの手段では1兆ユーロの目標に届かない場合、あるいは、インフレ期待がさらに悪化した場合には、追加策に踏み込む方針を示し、事務方に準備作業を指示した。

市場では、ECBが、目標達成のために日本を始め、米国や英国など主要中銀が実施してきた国債買入れに踏み込むとの見方が強まっている。ECBの資産買入れが国債を対象外としてきたのは、突き詰めて言えば、財政の主権が分散したままの単一通貨圏であるからだ。ユーロ圏内で景気の格差、財政規律に対する見方には温度差がある。ユーロ圏で最大の規模を誇るドイツは財政規律に悪影響を及ぼすことへの警戒感が強い。ドイツ経済も足もとは減速気味とは言え、世界金融危機後のような切迫した状況とはほど遠い。矢継ぎ早に新たな政策を投入することへの抵抗は強いと思われる。

国債買入れの効果が不確かなこともハードルだ。ユーロ圏の金融システムは銀行中心であるため、資本市場中心の米国のような国債買入れの波及効果は期待できないという考えは強い。今後、バランス・シート目標達成のために、国債を買入れ対象資産に加えたとしても、市場が国毎に分断していて、信用力が異なることから、市場が期待するような大規模な買入れができるのか疑問も残る

ユーロ圏のデフレ・リスク回避策として市場の関心はもっぱら量的緩和に集まっているが、金融政策だけでは問題は解決しない。ECBは、今年11月にユーロ圏の一元的な銀行監督機関としての責務も負うようになるのに先立ち、1年掛りで圏内の主要銀行の資産査定とストレス・テストを実施した。包括査定は、信用収縮を増幅した面もあったが、銀行経営の健全性に対する不信感が、ユーロ圏内の銀行市場を分断し、金融政策の波及を妨げる状況を正すために必要なプロセスであった。包括査定を終えて、新たな銀行監督体制が動き始めたことは、デフレ・リスク回避の観点から1つの前進だ。

この先は、ECBの金融政策と各国が行う構造改革、財政政策の歯車を上手く噛み合わせることが重要になる。ユーロ圏は、財政主権が分散したままの単一通貨圏であるが故に金融政策面での機動力は日米や他の主要中銀に劣る。こうした制約を、逆に、構造改革の推進力や財政健全化と成長の両立のための工夫につなげる。ユーロ導入時に掲げられた理想だ。この理想を實踐できるかどうか、ユーロ圏が日本型の長期デフレを回避する鍵と考えられる。

（伊藤 さゆり）