

# 経済・金融 フラッシュ

## 2月ECB政策理事会：危機国には 財政規律の尊重を求める

経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail: ito@nli-research.co.jp

欧州中央銀行(ECB)は4日に政策理事会を開催した。政策金利は9カ月連続で据え置き、流動性供給に関する追加的な決定は、スタッフ経済見通しの公表月となる次回3月に行う方針を示した。

市場では、ギリシャのソブリン・リスクへの警戒が続き、ポルトガル、スペインなどへの懸念も広がっているが、ユーロ参加国はユーロ導入によって「事前の段階で救済されている」として、ユーロ参加国にとってのコンディショナリティー(条件)である財政規律の尊重を求めた。

### ( 次の政策変更は3月という方針を確認 )

欧州中央銀行( ECB )は4日に政策理事会を開催、政策金利は9カ月連続で据え置き、流動性供給に関する追加的な決定は、3月4日の次回理事会で行うことを公表した。

政策変更の時期については、前回理事会後の記者会見でのトリシェ総裁の発言のほか、メルシュ・ルクセンブルク中銀総裁、ウェーバー・ドイツ連銀総裁など理事会メンバーの発言から ECB が四半期ごとに作成しているスタッフ経済見通しの公表月にあたる3月となることは、事前の段階でコンセンサスとなってきた。

今回は声明文に「過去と同じ度合では必要なくなった流動性供給の特別な措置の段階的縮小についての決定を3月初めに行なう」という一文が盛り込まれた。3月実施の追加策としては3カ月物や1カ月物のオペの条件設定の変更・停止などが考えられる。

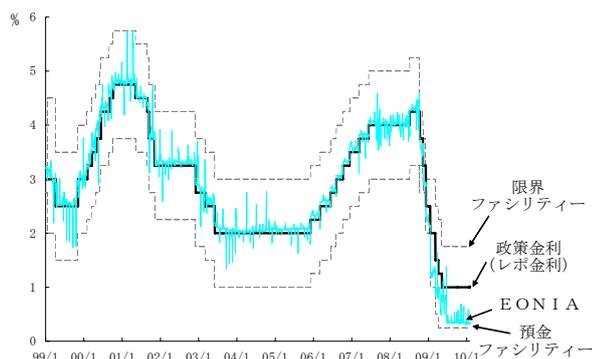
### ( 景気・インフレ、マネー分析からの現状判断と見通しは従来の見方を踏襲 )

前回理事会以降公表された経済指標は、GDPと連動性が強いPMI総合指数が1月は53.7と12月の54.2からは低下したが、活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準を維持、インフレ率(CPI)の1月速報値は前年同月比1.0%となるなど、「2010年中は緩やかな景気回復(1月声明文)」、「インフレ率は1%前後での推移がしばらく続く(同)」という1月時点で示した判断を裏付けるものであった。このため、今回の声明文でも同様の表現が踏襲された。

マネーストック、貸出統計は12月のM3は前年同月比マイナス0.3%と11月に続き減少、民間向け貸出は前年同月比横ばいで3カ月続いたマイナスから脱した(図表2)。これも「極めて弱い、マイナスの状態が続く(同)」という予想通りであり、今回も「中期的なインフレ圧力は弱い」との評価が維持された。なお、貸出は11月にプラスに転化した家計向けは12月もプラス幅を拡大する一方、企業向け貸し出しのマイナス幅は拡大した。この点については企業向けの貸出は景気の

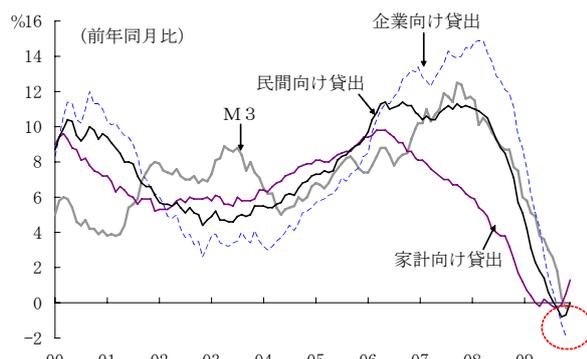
サイクルに遅行する傾向が強いことに加え、1年以下の貸出の減少幅が拡大する一方、5年超の貸出や資本市場を通じた調達が増加していることなどから、市場環境の改善や将来の金利上昇を見込んだ債務再編の動きも影響しているというのがECBの判断である。1月29日に公表されたECBの「銀行貸出サーベイ」では、金融危機以降の貸出条件の厳格化の修正が進み、資金需要も家計・企業ともに回復するとの見方が上回るようになっており、今回の声明文でも条件の改善について言及があった。

図表1 ECBの政策金利とEONIA



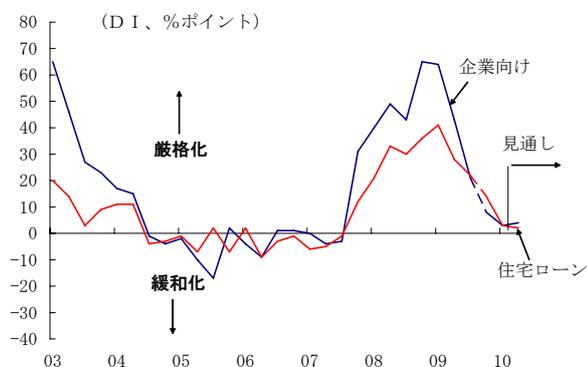
(資料) ECB

図表2 ユーロ圏のM3と貸出



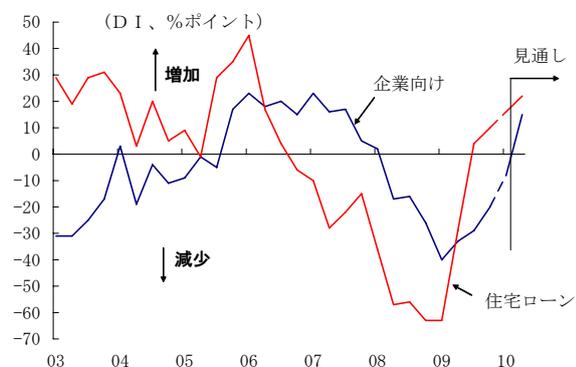
(資料) ECB

図表3 ECB銀行貸出サーベイ (貸出条件)



(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

図表4 ECB銀行貸出サーベイ (資金需要)



(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

**( 危機国にはユーロ圏のコンディショナリティーである財政規律の尊重を求める )**

流動性供給に関わる追加決定は予想通り3月に先送りとなり、景気・インフレに関する評価は前回理事会時点と同様の見通しが維持されたことから、今月の記者会見でも質疑の殆どはギリシャを中心とする財政問題に集中した。

先月の会見ではギリシャのユーロ離脱観測を「ばかげた憶測」と一蹴し、「特定の国のために担保用件を変更することはない」、「どの政府も国家もわれわれからの特別待遇を期待することはできない」「適切かつ大胆で勇気ある対策を講じることで、事態を改善しなければならない」、「ユーロ参加国はユーロを導入していることで、経常赤字のファイナンスは容易であるという救済を受けている」として救済のための特別措置をとらない意向を示した。

今月は、声明文の財政政策の部分に「すべてのユーロ参加国が（安定成長協定（以下、SGP）で規定された）安定化計画に財政政策の出口と先行きの財政均衡化への戦略を明示することは極めて重要」であり「過剰財政赤字是正手続き（EDP）の下での約束を履行しなければならない」という一文が挿入された。

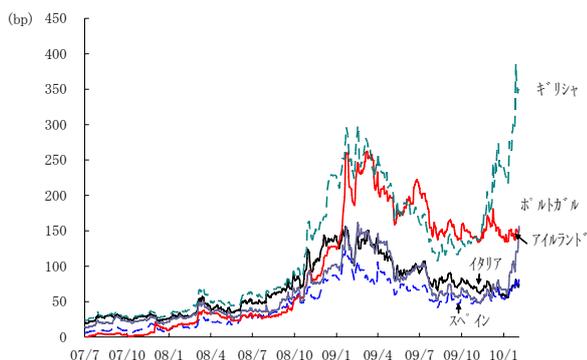
これらは、EDPの手続きに従ってギリシャが1月に提出した2010年～2013年の「財政健全化計画」に対する欧州委員会の報告書が3日に公表され、その中で、四半期に一度のペースで改革の実行計画についての報告書の提出を求めるというサーベイランスの強化を打ち出だしたことを踏まえたものである。ギリシャへの救済に関する質疑に対しては、ユーロ参加国は、事前の段階（ex-ante）で経常収支の円滑なファイナンスという救済を得ており、SGPとEDPというコンディショナリティー（条件）を尊重することが必要という原則を繰り返し強調した。

対ドイツ国債の利回り格差やCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドなどソブリン・リスクの指標が示すとおり、欧州委員会の報告公表後もギリシャへの不安が高止まる一方、ポルトガルやスペインなどへの不安が広がり（図表5）、ユーロ相場も押し下げられている（図表6）。

トリシェ総裁は、今回も、ユーロ圏の回復の見通しには「不確実性」があり、回復過程は「平坦ではない（uneven）」、「でこぼこ道（bumpy road）」を辿るという見方を示した。住宅バブルが崩壊したアイルランド、スペインはもちろんのこと、「ソブリン・リスク」に市場の関心が高まる中でユーロ圏内の脆弱性があぶりだされ、資金調達コストの上昇、緊縮財政への圧力にさらされているギリシャ、ポルトガルが構造改革を進め、競争力を回復、成長軌道を回復することができるのかを危ぶむ見方が強いのは、これまでの実績を見る限り致し方ないと言えよう。

ドイツ、フランスなどコア国と南欧などとの景気格差が続き、域内の緊張は解けない状態が続くため、ECBは、流動性供給体制の縮小を進めるとしても、政策金利の引き上げには踏み込めないという状況が続きそうだ。

図表5 対ドイツ国債スプレッド



(注) 10年国債の利回り格差

(資料) Datastream

図表6 ユーロの対ドル、円相場



(資料) Datastream

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。