

# 経済・金融 フラッシュ

## 4月ECB政策理事会：拡大する域内格差、当面は現状維持を継続せざるを得ず

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

4日開催の4月の欧州中央銀行（ECB）政策理事会は全会一致で現状維持を決めた。

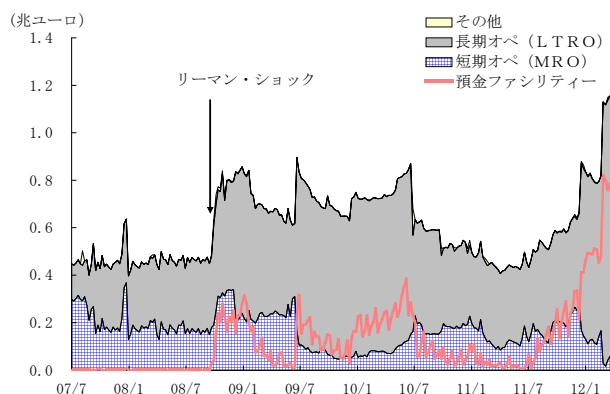
ユーロ圏の危機は小康状態にあるものの、南欧への警戒は続いている。全体では、ユーロ圏の景気は緩やかな回復が見込まれるが、景気の一層の落ち込みと雇用の悪化が予想される南欧と雇用堅調なドイツという域内の格差は拡大しやすくなっている。

ECBは、当面は南欧の信用危機の再拡大、景気下振れリスクとドイツのインフレ圧力とを両睨みせざるを得ず、政策面では現状維持を継続することになるだろう。

（ユーロ危機は「小康状態」。しかしリスク要因には事欠かない）

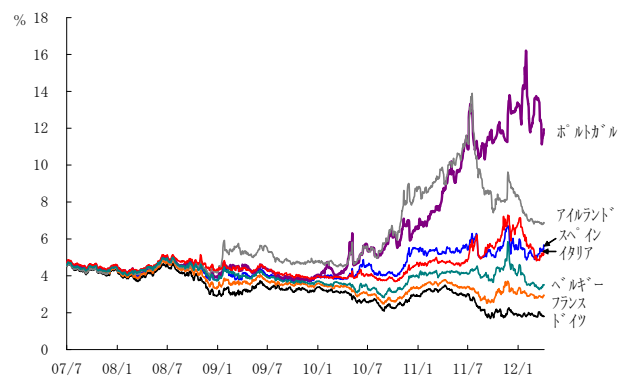
ユーロ圏の信用危機は、昨秋から冬にかけての連鎖的な財政・金融機関の破たんという最悪のシナリオを回避し、「小康状態」となっている。ギリシャ政府の支払い能力回復のための民間関与（P S I）という大きな山を乗り越えることができたのは、ECBが総額1兆ユーロを超える3年物資金供給（図表1）で金融機関の流動性リスクを封じ込めたこと、モンティ政権の財政再建や構造改革への取り組みが信認を獲得し、イタリアの財政に対する不安が緩和したからと考えられるだろう。

図表1 ECBの資金供給と  
預金ファシリティー残高



（資料）ECB

図表2 独仏、危機国、重債務国の  
10年国債利回り



（資料）Datastream

しかし、ユーロ危機の終息には、南欧諸国の過剰債務と低い競争力の問題が改善することが必要

であり、改革が順調に進展したとしても、成果が上がるまでに時間が掛かる。当面の景気には一層の下押し圧力が加わる。3年物資金供給後、一時は4%台まで低下したイタリア、スペインの10年国債利回りは足もとでじわじわと上昇、特に、不動産バブルの後遺症に苦しみ、政府債務残高が急拡大しているスペインの10年国債利回りはECBの第1回目の3年物資金供給前の水準に近づきつつある(図表2)。5月6日にも実施されるギリシャの総選挙後の政策の継続性に対する不安のほか、国債利回り高止まりが続くポルトガルの追加支援問題、5月31日のESM条約を巡るアイルランドの国民投票など「小康状態」を突き崩すリスク要因にも事欠かない状況だ。

### ( 政策理事会は全会一致で現状維持。出口戦略は「時期尚早」 )

4日に開催された4月の欧州中央銀行(ECB)政策理事会は全会一致で現状維持を決めた。

今月の声明文には、先月に続いて、「過去数ヶ月に実施した標準的(=利下げ)、非標準的(=3年物資金供給)金融政策の組み合わせが金融環境の安定化と金融政策の波及経路の改善に貢献した」とした上で、「今後の展開を注意深く見守る必要」があり、「非標準的手段は本来一時的な手段である」、「中期的な物価の安定に対する上振れリスクに対処するための必要なすべての手段は利用可能である」との文言が挿入された。

3年物資金供給については過去2度の効果と副作用を検証しないまま3度目を実施することは考え難く、昨年11月に1年間で総額400億ユーロを目標にスタートした金融機関の発行する担保付き債券であるカバードボンド買い入れプログラムの第2弾については、ドラギ総裁は記者会見で見直しを協議していることを認めており、期限前に停止する可能性もある<sup>(注)</sup>。しかしながら、ドラギ総裁は、出口戦略に関する質問に「時期尚早」との判断も示しており、現時点で、より積極的な引き締め方向への政策転換は考えられてはいないようだ。

(注) 第1弾は2009年7月から2010年6月までの1年間、600億ユーロ規模で実施された。第2弾の残高は3月末現在で92億ユーロに留まっている。

### ( 当面は南欧のリスクとドイツのインフレ圧力を両睨みしつつ現状維持を継続 )

今月の声明文では、ユーロ圏全体では「2012年初に経済成長は低い水準で安定し、穏やかな回復が期待」され「インフレ率は物価安定に沿った水準に留まる」との見方が示されたが、南欧では景気の一層の落ち込みと雇用の悪化が予想される一方、雇用堅調なドイツではインフレ・リスクが意識され始めるなど、域内の格差は拡大している。

ECBは、当面は南欧の信用危機再拡大、景気下振れリスクと、ドイツのインフレ圧力を両睨みせざるを得ず、政策面では現状維持を継続することになるだろう。

---

(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はありません。