海外経済金融

見直しが迫られるユーロ圏の景気対策

～供給面や金融面に偏った政策の限界～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏経済の停滞感が強まっている。今後も需要面の刺激策を軽視したままで供給面に偏重し、あるいは金融政策に多くを依存する対策が継続される場合には、景気回復は引き続き困難と考えられる。ユーロ圏では、根本的な景気対策の見直しが迫られている。

はじめに

ユーロ圏経済の停滞感が強まっている。2008 年のリーマンショックやそれに続く 09 年からの財政危機を経て、最近では、13 年には一旦上向きかけたGDP成長率は回復の勢いを失い、失業率も改善のペースは鈍いものにとどまっている。また、消費者物価上昇率の低下（ディスインフレ）傾向が生じている。これらの特徴は、米国や英国との対比で明確に読み取ることができる（図表 1～3）[注1]。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は 9 月の定例理事会で追加の金融緩和に踏み切り、主要な政策金利を 0.05%に、また銀行が中央銀行に余剰資金を預け入れる際の金利を▲0.20%にまで引き下げるとともに、資産担保証券（ABS）などの買入れ開始を決定した。

わずか 3 ヶ月前の 6 月には、政策金利の引下げのみならず、銀行による中央銀行への預け入れ金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するなどの多面的な政策を打ち出していたことから、ECB によるこの 9 月の矢継ぎ早の追加緩和は、大方の市場参加者からは意外感をもって受け止められた。

このような政策対応は経済の「日本化」の可能性に対する ECB の強い警戒感の現れであると考えられるが、果たしてこれにより今後ユーロ圏の景気は回復に転じると考えてよいのであろうか。

（資料）図表 1～3 は、Eurostat のデータから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

供給面に偏重した対策の問題点

これまでユーロ圏では、市場から強い圧力を受けるなか、過大な債務残高は経済成長を阻害するとの判断にも基づき財政規律を重視するとともに、経済の構造改革に注力してきた。つまり、各国の経済情勢に応じた通貨安が期待できない統一通貨の下で、規制緩和などとともに、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押下げを図ることを通じて、経済の競争力の強化を図ってきた。

この結果、ユーロ圏では特にスペインなどで労働コストが低下し、これと対応して経常収支の改善が進んだことにより、市場波乱の懸念の大幅な低下にもつながった（図表 4、5）。

しかし、現在でも 24%台にとどまるスペインを始めとして失業率は大幅に上昇すると同時に貧富の格差が拡大し、この結果、個人消費の抑制などを通じ内需の低迷を招くことになった（図表 6、7）[注 2]。そしてこの内需の低迷は、経常収支の改善要因として働く一方で、ディスインフレを進行させる一要因ともなっている。

確かに経済の構造改革が労働市場の硬直性による若年層の失業率の高止まりや、競争不足による技術革新の停滞等に対して果たす役割は重要であり、こうした改革は長い期間にわたり経済成長力を支える点でも評価に値する。また、実際にフランスやイタリア等では、経済の供給面におけるこれらの課題が多く残されていることも事実である。しかしながら、供給面の制約を主因とするインフレ時ならばともかく、内需が低迷しディスインフレ傾向が続く下では、需要面の刺激策を軽視したままの対策は有効な景気対策とはなり難い。現実に欧州委員会等の想定に反して内需の抑制は一時的・限定的なものにはとどまっておらず、まして緩慢な世界経済の成長等で外需にも大きく依存し得ないことからも[注 3]、供給面に偏らない、よりバランスの取れた政策対応が必要になっているものと考えられる。

（資料） 図表 4～7 は Eurostat のデータから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

金融政策に多くを依存する対策の限界

ユーロ圏では概して改善の進捗が遅い国家財政以外に、民間部門でも債務残高の水準は高く、その削減が引き続き課題となっている。ユーロ圏全体としては最近ではやや改善が見られるものの、企業や家計の負債比率はスペインで依然高い水準にあるほか、イタリアやフランスでは増加傾向が認められる（図表 8、9）。

このため、景気回復が見通せない環境下で、しかもバランスシートの改善が求められるこれらの経済主体は、銀行借入れを通じた投資等の拡大には積極的にはなり難い。また、銀行自体についても、未だ万全とは言えない財務体力に[注4]、近年では金融規制の強化も加わり、大きなリスクテークは回避しがちとなる。

銀行の貸出残高の伸び率を見ればユーロ圏全体として依然としてマイナス圏に沈んでいるほか、貸出金利の水準にも各国間で大きな格差が残存している。ここには、ユーロ圏における資金需要の弱さや金融機能の脆弱性が如実に反映しているものと考えられる（図表 10、11）。

これに対し、ECB は 6 月および 9 月に多面的な政策を打ち出したが、TLTRO に対する第 1 回目の応札額は事前の予測を下回ったほか、ABS 等の買入れについても、市場規模などからすればその実効性には限界が大きいものとみられる。そして何よりも、金融政策は銀行の流動性対策としては有効ではあるとしても、上記のとおり信用の拡大に限界がある現在の状況の下では十分機能するとは言えず、着実な銀行改革とともに、むしろインフラ整備や技術開発支援、教育拡充等にかかる公共的な支出や減税策などの財政政策を活用しつつ需要面の刺激を行う柔軟な政策対応が必要になっているのではないかと考えられる。バランスシート改善の過程では、ましてディスインフレにより債務の負担が軽減されずに内需を抑制する力がより強く働くなかでは、これらの政策の役割は一層大きいものと考えられる。

（資料） 図表 8、9 は Eurostat の、図表 10、11 は ECB の各データから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

これまでの金融緩和を経て、市場ではさらにECBによる量的緩和政策（QE）導入への期待感が強まっている。一般的には、QEは中長期金利の水準に影響を与え企業の資本コストを低下させるとともに、株価等の上昇を通じた資産効果で消費を刺激するほか、通貨ユーロの下落をもたらす可能性がある。これらにより経済主体のコンフィデンスは改善しリスクテーク意欲が積極化することで、インフレ期待の上昇につながることが想定され得る。

しかしながら、財政ファイナンスを禁じた欧州連合（EU）条約の規定とともに、既に大幅に低下している中長期金利などを勘案すれば、ユーロ圏でのQE導入の効果には限界が大きいものと考えられる。ここからの市場での金利の低下も、銀行貸出が中心のユーロ圏では企業等の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないばかりか、そもそも需資は低迷している。債務残高の高止まりで、資産効果による消費刺激にも大きくは期待できない。一方、ユーロ圏では輸出競争力には各国間でまだら模様が残るほか、生産拠点の海外移転の進捗等を勘案すれば、ユーロ安が進んだ場合においても輸出を増加させる力は限られたものにとどまる可能性がある。むしろ一層のユーロ安は、失業率が高止まりし賃金が伸びないなかでの輸入物価の上昇による内需の下押しや、海外からの投資の減少に伴う長期金利への上昇圧力を招くことが懸念される。また、中国などユーロ圏向け輸出国の輸出伸び悩みにつながる等の、世界経済に対する負の側面も考えられる。

ユーロ圏では国家財政ばかりか企業や家計でも債務残高の削減が引き続き課題であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることに加え、ディスインフレの進行、さらにはウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などの困難な材料が生じている。こうした中において、今後も財政規律の一律的な運用を含め需要面の刺激策を軽視したままで供給面に偏重し、あるいは信用の拡大に限界がある状況下にありながらも金融政策に多くを依存する対策が継続されるならば、ユーロ圏の景気回復は引き続き困難なものになると考えられる。

このように、ユーロ圏では従来からの景気対策は行き詰まりを見せており、その根本的な見直しが迫られている。折から15年予算案を巡り、財政規律の柔軟な運用を求めるフランスやイタリアと、これに反対する欧州委員会やドイツとの見解の対立も強まりつつある。今後、ユーロ圏における景気対策についてどのような方向に議論が進むのか、大変注目される段階に至っている。

（2014年10月22日現在）

(注1) こうした情勢からは、ユーロ圏の景気動向については、循環的な視点に比べ構造的な視点による検証がより重要となっているように考えられる。

(注2) 図表6は、全人口に占める、その可処分所得が当該国における可処分所得の中央値の60%（社会保障給付後）を下回る人口の割合を示している。

(注3) ユーロ圏の輸出を取り巻く課題等については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「伸び悩む輸出とユーロ圏経済の今後～景気回復は緩慢なものにとどまる可能性～」（『金融市場』2014年10月号）

(注4) 近く公表されるECB等による銀行のストレステストの結果が注目されるが、IMFは10月発表の『国際金融安定報告書』で、先進国の大規模な銀行について検証した結果、資本や収益性の制約から、経済成長を支援するために必要な与信を行う能力が十分ではないと考えられる銀行の割合がユーロ圏では他地域に比べ大きいことなど、ユーロ圏の銀行に残されている課題を指摘している。次を参照されたい。

・ IMF（October 2014）"Global Financial Stability Report" pp. 27-28

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます