

ECB の追加緩和と金融政策の限界

～求められる市場との丁寧なコミュニケーション～

山口 勝義

要旨

ECB は 12 月に追加緩和を決定したが、金融政策の機能を十分発揮し難い環境の下に置かれているため、その効果には限界があるものとみられる。また、現実には政策余地が狭まるなどのなか、ドラギ総裁には市場とのより丁寧なコミュニケーションが求められている。

はじめに

欧州中央銀行（ECB）は 12 月 3 日の政策理事会で追加緩和を決定した。その内容は、銀行が中央銀行へ余剰資金を預け入れる際の金利を 0.1 ポイント引き下げ ▲0.3% とすること、量的緩和策（QE）の期限を少なくとも 2017 年 3 月まで半年間延長すること、買入対象資産に地方債を追加することなどである。

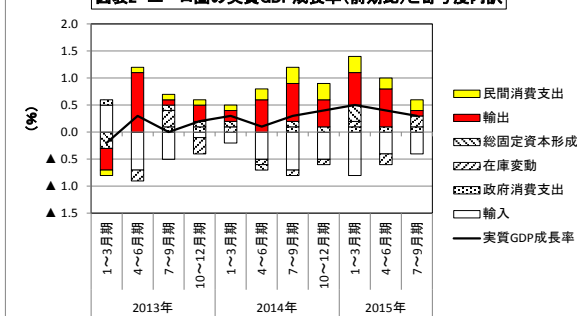
ユーロ圏では消費者物価上昇率の低迷が続いており、中期的に年間の上昇率を「2%を下回るがこれに近い水準に維持する」とする ECB の政策目標を大幅に下回って推移している（図表 1）。また、景気回復の足取りは依然として緩慢である（図表 2）。このような情勢を受け、ECB はこのところ積極的な政策対応を行ってきている。

14 年 6 月には、ECB は政策金利の引下げに加え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）を新設するという多面的な政策を打ち出した。さらに同年 9 月には、中央銀行への預け入れ金利を含め政策金利を引き下げるとともに、貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな買入れ策を決めた。加えて、15 年 1 月には

図表1 ユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率（前年同月比）

	2015年 6月	7月	8月	9月	10月	11月
全項目①	0.2	0.2	0.1	▲0.1	0.1	0.2
うち 食品、酒、タバコのみ②	1.1	0.9	1.3	1.4	1.6	1.5
うち サービスのみ③	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2
うち 工業産品のみ④	0.3	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5
うち エネルギーのみ⑤	▲5.1	▲5.6	▲7.2	▲8.9	▲8.5	▲7.3
①から⑤を除く	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.0
①から②、⑤を除く（「コア」）	0.8	1.0	0.9	0.9	1.1	0.9

図表2 ユーロ圏の実質GDP成長率（前期比）と寄与度内訳



（資料）図表 1、2 は Eurostat のデータから農中総研作成

国債などを新たに対象に加えた QE の開始を決定し、3 月には購入を始めている（注¹）。

しかし、こうした一連の政策にもかかわらず、その後もユーロ圏の実体経済には大きな改善は生じていない。一方、12 月 3 日の決定内容がドラギ ECB 総裁の追加緩和に前向きな発言などを踏まえた市場の事前の期待を下回ったことで、ユーロの急騰など激しい混乱が生じることとなった（注²）。では、なぜこのように ECB による金融政策の効果は限られているのだろうか。また、今回の市場の失望を機に、今後、市場波乱が増加することになるのではないだろうか。

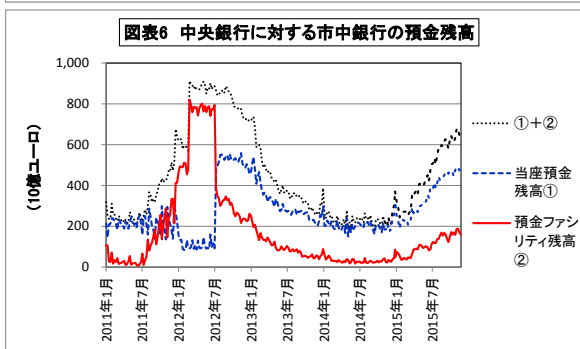
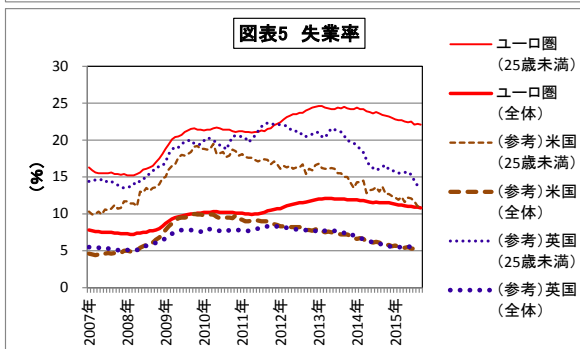
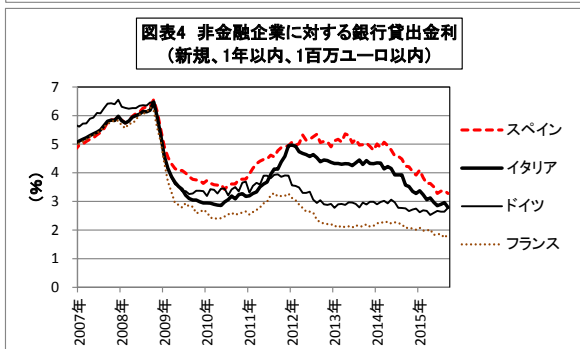
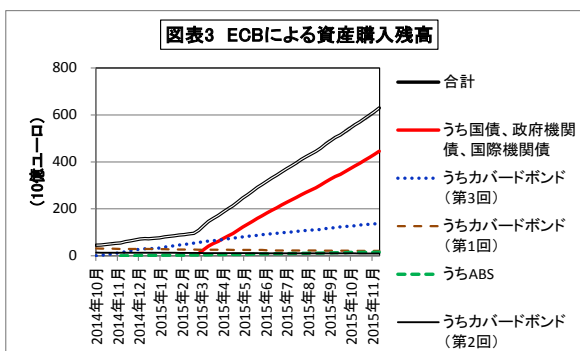
ECBによるこれまでの政策の評価

ECBによるQEは順調に進捗しているが、この政策には様々な効果が期待されている（図表3）。まずは、中長期の金利水準への影響を通じて企業の資本コストを低下させるとともに、銀行が国債を売却し貸出等のリスク資産に振り替えることに伴う資産のリバランス効果により、経済を活性化させることが期待される。また、株価等の上昇を通じた資産効果が個人消費を刺激するほか、通貨の下落が生じ輸出を後押しする可能性がある。これらの結果、経済主体のコンフィデンスは改善し、そのリスクテイク意欲の積極化を通じインフレ期待の上昇につながることも想定できる。また、企業等の実際の資金ニーズに基づく低利原資供給の仕組みであるTLTROがQEに加わることで、よりの絞った景気刺激効果が期待できる。

確かに、これらの政策の結果、貸出金利は低下するとともに各国間でその水準は収斂しつつある（図表4）。このように、課題であった金融政策の伝達経路の改善が進み、銀行貸出残高はようやく前年比プラス圏にまで回復してきている。また、株価等の上昇に伴う資産効果やユーロ安の進展に伴う輸出の後押し効果などにも、相応の実績があったものと見込まれる。

しかし、これらを通じ景気回復が本格化しつつあるかと言えば、そうとは言い難い状況にある。ユーロ圏では金利低下、通貨安に、さらに資源安が加わった最近の追い風の割には景気回復は依然として低調であり、なかでも非常に緩慢な失業率の低下は経済主体のコンフィデンスの改善への障害となっている（図表5）。

こうした金融政策の効果の限界は、銀行が中央銀行に預け入れる預金残高の増



（資料）図表3、4、6はECBの、図表5はEurostatの、各データから農中総研作成

加にも現れている（図表6）。この中央銀行の中での資金の滞留は実体経済が金融政策による資金供給を消化できずにいる事実の反映であり、これは金融政策がその十全な効果発揮が困難な状況に陥っている姿を示しているものである。

金融政策が効きにくいユーロ圏の環境

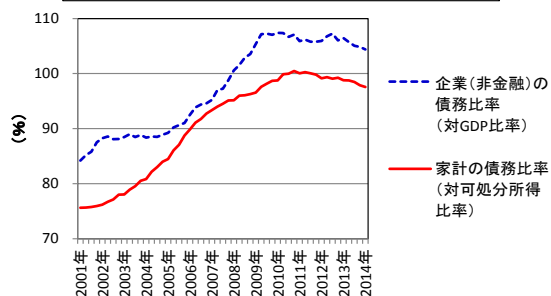
今回の預け入れ金利の一段の引き下げには、この滞留した資金の実体経済への浸透を促したい ECB の意図が強く反映しているものと考えられる。しかし、これによる大きな効果は見込みづらい。

まず、ユーロ圏では財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率はその改善の途上にある（図表 7）。インフレによる実質的な債務負担の軽減効果が期待し難い現在の環境下では、バランスシートの改善は企業や家計にとり重要な優先課題となることで、これらの経済主体の投資は抑制されがちとなる（図表 8）^{（注 3）}。こうしたなか、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にあり、収益性の改善は鈍い（図表 9）。この結果、賃金水準には、内需振興が求められるドイツを例外として、その伸び率の鈍化が現れている（図表 10）。また、この鈍い賃金上昇率には、失業率の高止まりや労働市場などの規制緩和に伴って生じた賃金引き上げにかかる労働者の交渉力の弱体化や、グローバル化のなかでの海外勢との競争激化を通じた企業のコスト抑制指向などが影響を与えている可能性も考えられる。

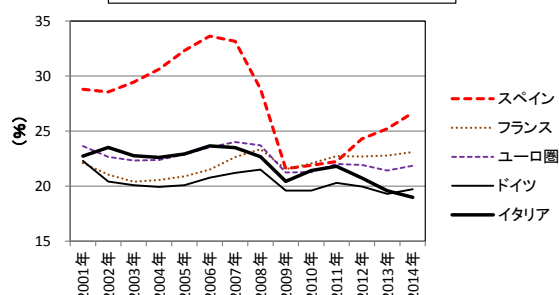
このような環境の下では経済主体の資金需要は弱く、滞留した資金の実体経済への浸透は簡単には進みそうにはない。また、需要面からのインフレ期待の回復は望みにくく、加えて中国において過剰投資に伴う困難な問題に対処しつつ経済の構造改革が進められる過程では、資源価格や素材価格の下落がユーロ圏にも波及し、供給面からもインフレ期待を後退させる可能性が大きい。

金融政策には、投資の刺激、失業率の

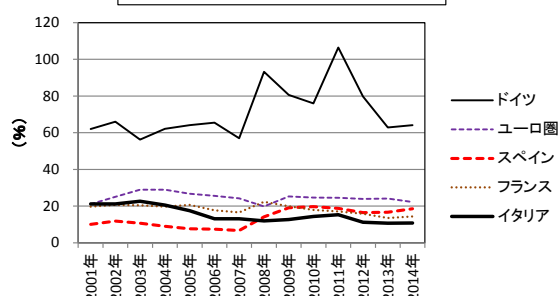
図表7 企業(非金融)と家計の債務比率(ユーロ圏)



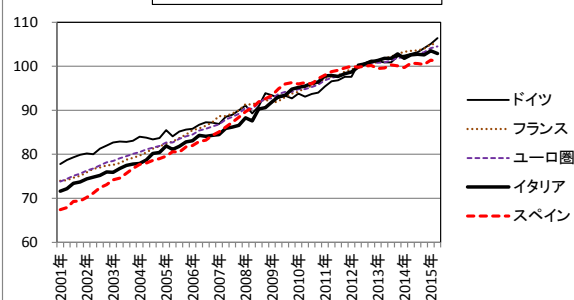
図表8 固定資本投資比率(非金融企業)



図表9 自己資本利益率(非金融企業)



図表10 賃金水準(2012年=100)



(資料) 図表 7 は ECB の、図表 8～10 は Eurostat の、各データから農中総研作成

低下や賃金の上昇などを通じ財貨やサービスへの需要を引き上げ、インフレ期待を回復する効果が見込まれている。しかし、ECB はこうした機能を十分発揮し難い環境の下に置かれており、金融政策の効果には限界があるということになる。

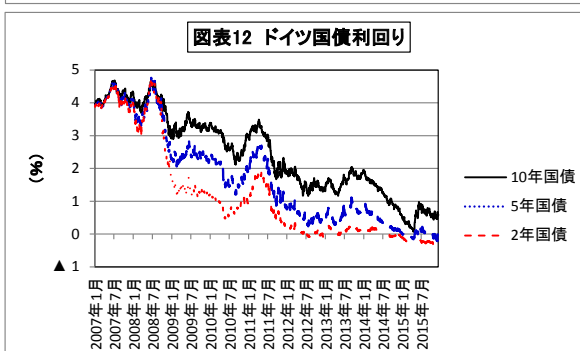
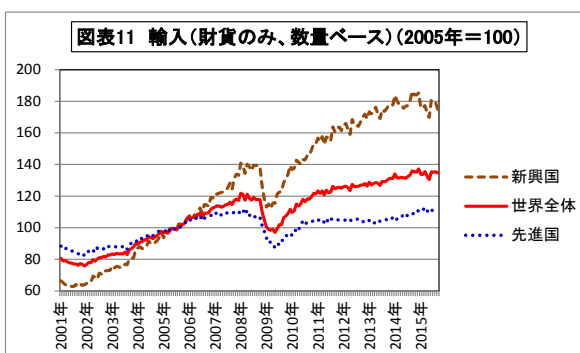
おわりに

ユーロ圏では、財政危機以降、市場からの強い圧力の下で何よりも財政規律を重視するとともに、財政政策の効果は一時的なものに限られるとの判断も加わり、経済競争力を高めるための構造改革に注力しつつ、当面の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。

この間、ドラギ総裁は市場が想定した以上の積極的な政策を打ち出してきた。これはいわゆるドラギ・マジックとしてECBへの市場の信任を高めることに役立ってきたが、逆にこの過程を通じ、ECBは信任維持のためには常に市場の期待以上の政策を実施し市場にサプライズを与え続けなければならないという、過大な負荷を負わされてきたとも捉えられる。

しかしながら、現実にはその政策余地は徐々に狭まってきている。例えばマイナスの預け入れ金利は銀行のコストを高めるほかQEには市場規模の制約があることなどから、それらの拡大には限度がある。また、最近のユーロ圏の景気回復が民間消費と輸出の2本柱に支えられてきた点ではユーロ安は重要な景気刺激策ではあるものの、新興国の成長減速化とともに先進国についても米国など一部を除けば経済情勢は力強さを欠く点や、最近の世界貿易の鈍い伸び率を考慮に入れば、取り込める外需には限りがあるものと考えられる(図表2、11)。また、通貨の競争的な切り下げは回避するとの国際的な合意の下では、ユーロ安への誘導自体には自ずと限度があるものである。

ドラギ総裁は、政策理事会の翌日の講演では金融政策にいかなる手段を使うにも特別な制約はないと述べ、さらなる追加緩和の可能性を示唆した。この発言に



(資料) 図表 11 はオランダ経済政策分析局(CPB)の、図表 12 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

は足元の市場波乱の沈静化を図る意図があったものとみられるが、現実には ECB の政策余地が狭まってきている点是否定できず、また、ドイツなどからの根強い抵抗も追加緩和の制約条件となっている。その一方で、市場では金利水準が大幅に低下するなど、過剰流動性に伴う QE の副作用としての歪みが生じてきている(図表 12)。このように諸条件が厳しくなるなか、ドラギ総裁には、ECB への信任を維持し市場の不安定化を回避するため、市場とのより丁寧なコミュニケーションが求められている。(15. 12. 16 現在)

(注1) 国債、政府機関債、国際機関債を対象とする買い取りプログラムを、ECB は“The Public Sector Purchase Programme (PSPP)”と名付けている。

(注2) 前回 10 月の政策理事会後の記者会見で、ドラギ総裁が、ECB は必要に応じて行動を起こす用意がある、金融政策のいかなる手段も排除しない、と発言していたことから、市場では 12 月には踏み込んだ追加緩和が行われるとの期待感が強まっていたもの。

(注3) ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。