

限界に近づくユーロ圏の金融政策

～市場波乱で経済成長下振れの可能性～

山口 勝義

要旨

3月のECBによる政策は画期的な内容を含むものの、資金需要が低調な現在の環境下ではその効果は限られるものと考えられる。むしろ、金融政策の限界がより明確になったことで、その市場波乱の抑制力が弱まり、経済成長を下振れさせることに繋がる可能性がある。

はじめに

2016年当初から、世界の金融市場は波乱に見舞われた。中国不安の再燃を発端として、需給が一段と緩むとの見方で進んだ原油価格の下落や米国の政策金利引上げへの転換が絡み合いながら、新興国からの資金流出やこれらの国々の成長減速にかかる懸念が強まった。こうした情勢の下で、ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁は1月21日の理事会後の記者会見で、3月に政策を再評価すると表明し追加緩和の可能性を示唆している。一方、米国では1月27日に、連邦準備制度理事会（FRB）が追加利上げを見送るとともに海外経済や金融市場の動向を注視することとした。また、日本銀行は1月29日に、市中銀行による中央銀行預金の一部の金利を初めてマイナスとする金融緩和策を決定した。

その後、1月末には世界の金融市場は一旦落ち着きを取り戻したものの、米国を含む世界経済全体の減速懸念や銀行の財務悪化懸念の強まりなども加わり、2月に入るとリスク回避の動きが加速することとなった。主要国の中央銀行が相次いで打ち出した好材料にもかかわらず、これらは限られた市場の鎮静化効果しか持たなかったわけである。

これまで主要各国の中央銀行は、ゼロ金利政策、フォワードガイダンス、量的緩和策（QE）、マイナス金利などの新たな手法を導入し、景気や物価上昇率の回復を図ってきた。しかしながら、こうした政策の実効性は必ずしも明確ではなく、少なくともユーロ圏では経済情勢に大きな改善は生じてはいない。加えて、QEに伴うイールドカーブのフラット化やマイナス金利がもたらす銀行収益への圧迫効果、QEが対象とする債券の市場規模の制約などから、金融政策の政策余地自体の限界も意識され出している。

なかでも今回の日銀による政策対応は、市場でECBがユーロ高抑制のためにもマイナス金利の拡大へ動く可能性が一層強まるとの観測を生むとともに、負の効果が見込まれる政策の日欧でのこうした拡張は金融政策一般の限界を意識させる契機ともなった。既に昨年12月にはECBによる緩和内容が事前の期待を下回ったために市場は大きな失望を経験したが、金融政策に対する信頼感が損なわれるにつれ、その市場波乱を抑制する力は弱体化が避けられないことになる。そして、その結果としての市場波乱の頻発や拡大は、実体経済を一層落ち込ませることに繋がるものである。

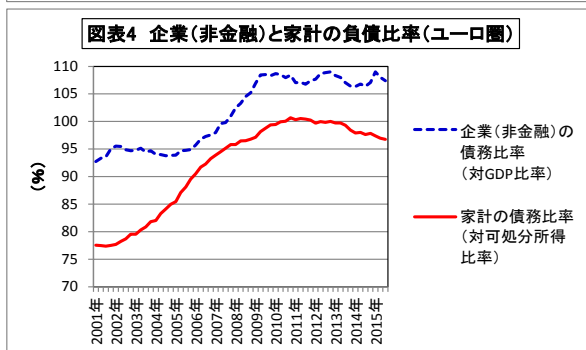
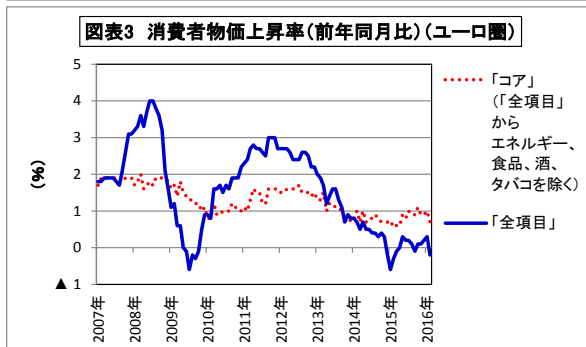
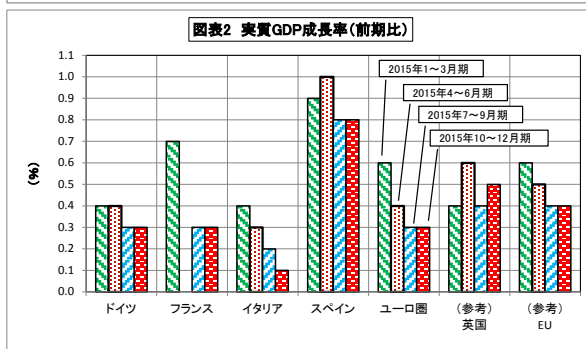
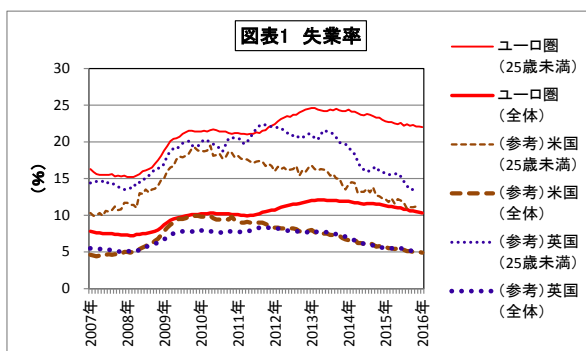
緩慢なままのユーロ圏の経済成長

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とどま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重点を置きつつ、足元の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。

こうした下で、ECBは14年6月には通常の政策金利の引下げに加え、銀行による中央銀行預金の余剰部分にマイナス金利を導入したほか、銀行に対し低利で貸出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。また、同年9月には主要な政策金利のほか中央銀行への預金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月には購入を開始している。

しかし、これらの一連の金融政策にもかかわらず、ユーロ圏の経済成長は緩慢なままである。失業率の改善は非常に鈍く、実質GDP成長率も、プラス圏にはあるとは言え低位なものにとどまっている。こうしたなか、消費者物価上昇率は、中期的に「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、2、3）。

ユーロ圏でこのような低調な経済情勢が続く主要な背景には、企業や家計の債務比率の高止まりがある（図表4）。財務改善が重要な課題となるなか、企業の投資は盛り上がり欠け、労働生産性は全般に伸び悩んでいる。収益性の改善は鈍く、賃金も伸び率は鈍化している。原油価格の下落による購買力の拡大とともに



(資料) 図表1～3はEurostatの、図表4はECBのデータから農中総研作成

伸長した家計の消費にも、必ずしも期待されたほどの力強さはない。このように、ユーロ圏は、一連の金融緩和による金利低下や通貨安などに、さらに資源安が加わった追い風の下でも、その効果が現れにくい環境の下に置かれている。

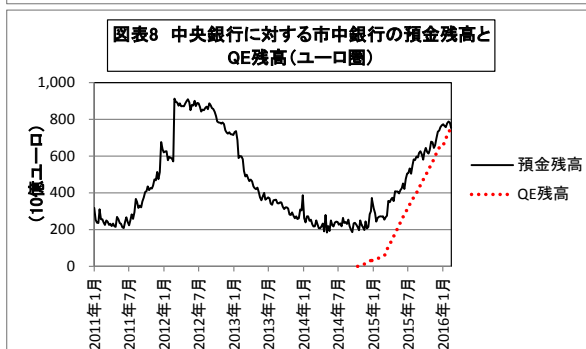
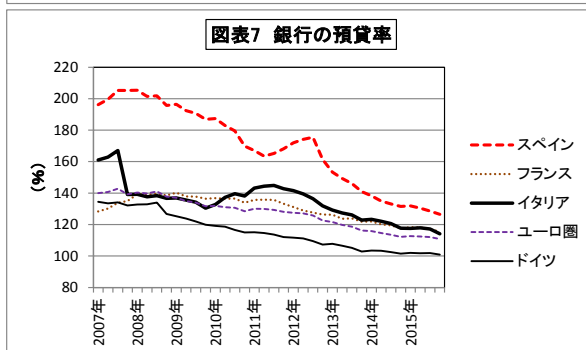
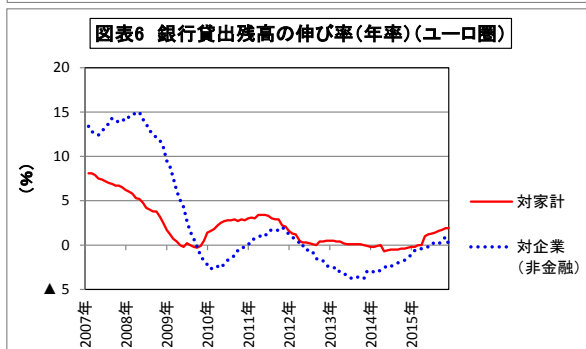
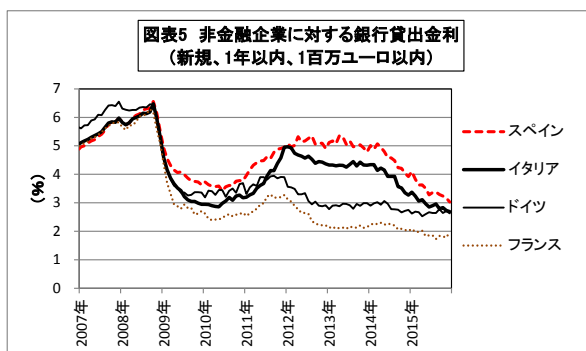
限られる金融政策の実効性と政策余地

09年に始まったユーロ圏の財政危機では、経済規模の大きいイタリアなどへの波及や、銀行の財務悪化を通じたより広い範囲への波及の懸念で、12年当初にかけ危機感がピークに達した。ECBはこれに対し、11年12月と12年2月の2回にわたり長期リファイナンスオペ（LTRO）を通じて大規模な資金供給を実施した。さらに12年7月にはドラギ総裁がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、9月に無制限の国債購入策（OMT）の導入を行った。

反対論も強いなかでの財政危機の沈静化に向けたこれらの果敢な取組みはECBに対する市場の信頼感の向上に大きく寄与するものであり、その後も、ECBが想定以上の景気刺激策を打ち出すことへの期待感を通じて金融政策への市場の信任を支え続けてきた。

確かに、一連の政策を経てユーロ圏の銀行の貸出金利は低下し、かつ各国間でその水準は収斂しつつある。そして、課題であったこの金融政策の波及経路の改善を通じ、銀行貸出残高は前年比プラス圏にまで回復してきている（図表5、6）。しかしその回復は緩慢であり、また銀行の預貸率の一貫した低下傾向にも、金融緩和の実体経済への浸透の弱さが現れている（図表7）。加えて、銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けているが、これは金融政策が十全な効果発揮ができずにいる状況を端的に示すものである（図表8）。

金融政策は一時的な銀行の流動性対策や通貨高の抑制などには有効ではあるとはしても、特に債務比率の高止まりなどで資金需要に制約がある現在のユ



(資料) 図表5～8はECBのデータから農中総研作成

ーロ圏が置かれた環境の下では十分な景気刺激効果を持つとは言い難い。こうした金融政策の限られた実効性や、さらにはその負の効果などが意識されるにつれ、これまでのECBに対する市場の信頼感が揺らぐことにもなりかねない。

おわりに

ECB は 3 月 10 日の理事会で、主要な政策金利や中央銀行への預金金利などを引き下げるとともに QE を拡充し、さらに TLTRO を再び実施するとの内容の包括的な政策パッケージを決定した（図表 9）。しかし、今回の決定内容は市場の事前予想以上の多様な政策を含んではいるものの、ドラギ総裁が理事会後の記者会見でもう一段の金利引下げには否定的な見解を示したことから、市場は直後の好感の後、失望に転じ、また翌日には評価に変わるという目まぐるしい動きとなった。

確かに、なかでも今回実施が決まった TLTRO II は、現在の政策金利の水準の下ではゼロ%で、さらに貸出残高に応じて、銀行による中央銀行預金金利を下限とするマイナス金利で、銀行が貸出原資を調達できる点で画期的な政策である。また、これに QE による社債購入が加わることで企業の調達コストの低下も見込まれ、景気刺激に向けた政策のシナジー効果が期待できることになる。しかしながら、構造的に企業や家計の資金需要が低調な現在の環境下では、この政策の実際の効果は大きな制約を受けるものと考えられる。

また、ドラギ総裁は同じ記者会見で、ECB の政策対応が不十分であった場合には破壊的なデフレに見舞われていた可能性がある」と指摘するとともに、上記のとおりマイナス金利については銀行システムへの影響等を勘案すれば無制限に拡大できるものではないとの判断を示した。一方、今回発表された ECB による主要な経済指標の予測値では、16 年の消費者物価上昇率の大幅な引下げを含む下方改定が行われている（図表 10）。これらの点には、ECB の政策対応は不可

（図表9） ECBによる主要な緩和内容（2016年3月）

- ・ 主要な政策金利を0.05%から0.00%に引下げ
- ・ 中央銀行への預金金利を▲0.30%から▲0.40%に引下げ
- ・ QEによる毎月の購入額を600億ユーロから800億ユーロに増額
- ・ 投資適格ユーロ建て非金融企業社債をQEの購入対象に追加
- ・ 銀行貸出の原資供給の仕組みである「TLTRO II」を実施

（資料）ECB（10 March 2016）“Monetary policy decisions”から農中総研作成

（図表10） ECBによる主要な予測値

		2016年	2017年	2018年
実質GDP	2016年3月時点 ①	1.4	1.7	1.8
成長率	2015年12月時点 ②	1.7	1.9	-
(年率、%)	改定幅 ①-②	▲0.3	▲0.2	-
消費者物価	2016年3月時点 ①	0.1	1.3	1.6
上昇率	2015年12月時点 ②	1.0	1.6	-
(年率、%)	改定幅 ①-②	▲0.9	▲0.3	-

（資料）ECB（March 2016）“ECB staff macroeconomic projections for the euro area”から農中総研作成

欠であったとは言えその効果は十分ではなく、しかもこれ以上の政策余地は尽きかけているという ECB のジレンマが浮き彫りにされており、金融政策の限界がより明確に示された形となっている。

本来、ユーロ圏では、金融政策により与えられた時間の猶予を活用し、規制緩和などの経済の構造改革を着実に実施することが求められてきた。また、資本装備の高度化や技術革新に向けた企業投資を促進するための税制改正や、公共投資によるインフラ整備などを通じ、潜在成長率の底上げを図る取組みが重要になっている。しかし、構造改革に対する有権者の抵抗の強まりや、財政規律重視の現行の仕組みの下では、こうした政策の進捗には大きな期待は持てそうにない。こうしたなか、ユーロ圏では効果的な政策の不在で緩慢な経済成長が継続するばかりか、限界に近づいた金融政策の手詰まり感は市場波乱を抑制する力を弱めることにもなる。その結果、波乱の頻発や拡大で、不透明感の増大に伴う投資や消費の縮小や先延ばし、また資本コストの上昇などが、ユーロ圏の経済成長をさらに下振れさせることに繋がる可能性が考えられる。（16. 3. 23 現在）