

注目される ECB の次の一手

～金融政策の正常化に向けて迫られる難しい判断～

山口 勝義

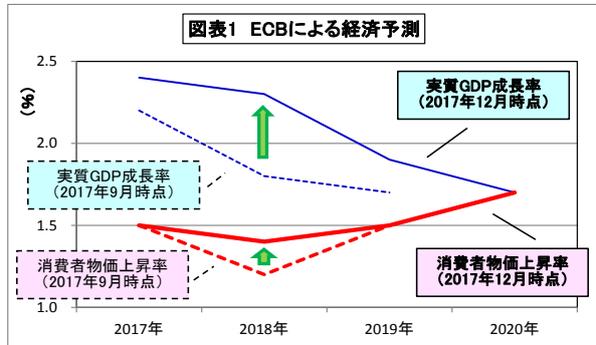
要旨

金融政策の正常化に向けた ECB の対応が注目されている。しかし、回復の鈍い物価上昇率や、大きい各国間の経済格差、波乱含みのイタリア情勢などの下で、ECB は難しい判断を迫られることになる。当面は、ECB は中庸の選択を迫られる可能性が大きいとみられる。

はじめに

欧州経済を巡っては、異例な金融緩和からの「出口」に向けた、欧州中央銀行（ECB）による次の一手が注目されている。2017年10月には、ECBは17年末を期限としていた量的緩和策（QE）を18年9月末まで延長し、同時に、毎月の債券買入れ額を600億ユーロから300億ユーロに縮小する決定を行った。こうした中で、ECBは18年中にQEを終了させ、続いて19年中には政策金利の引上げに動くとの観測も、浮上してきている^(注1)。

確かにユーロ圏では景気の底堅さが着実に増す一方で、異例な金融緩和の長期化に伴う副作用が懸念される状況にある。QEの長期化は、マイナス金利ともども、年金生活者や銀行経営の負担を増すとともに、官民の財務改善を遅らせるという一種のモラルハザードの問題にも繋がっている。また、潤沢な流動性の下で、様々な市場でバブルを生じる可能性もある。これまでも、これらの副作用に対する危惧や、また財政ファイナンスに該当する懸念などからも、異例な金融緩和に対しては根強い批判が行われてきた。加えて最近では、一部の市場で買入れ対象債券が枯渇しつつあるという、QE継続上の技術的な問題も顕在化している。



(資料)ECBのデータから農中総研作成

しかし、ユーロ圏では物価上昇率の回復は鈍く、賃金の伸び悩みを背景に当面、その急速な回復は見込み難い^(注2)。実際に、ECB自身も、政策変更に向けては慎重な姿勢を明らかにしている。17年10月にドラギ総裁は、上記の政策決定はQEのテーパリング（段階的縮小）ではなく単なる小規模化として位置付けるとともに、QEのさらなる延長の可能性をも指摘した。その後、12月発表の経済予測においても、特に物価上昇率については上方改定の幅を小幅にとどめており、ここからもECBの慎重姿勢を窺うことができる(図表1)。

現実にはユーロ圏では、回復の鈍い物価上昇率以外にもECBに難しい判断を迫る様々な要因が存在している。本稿ではこれらを踏まえながら、「出口」に向けた動きについて考察するものである。

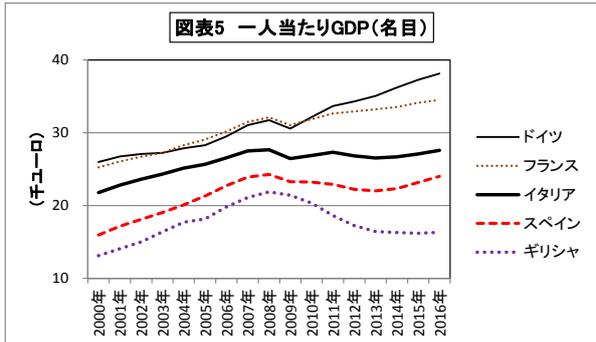
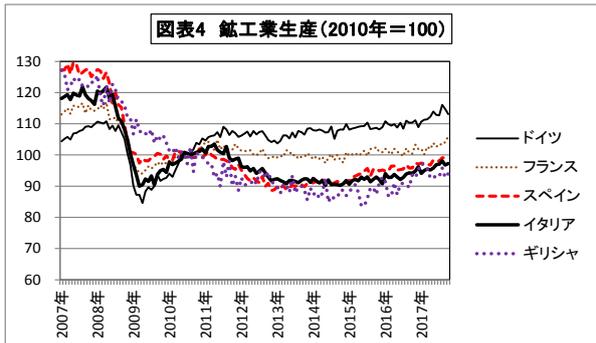
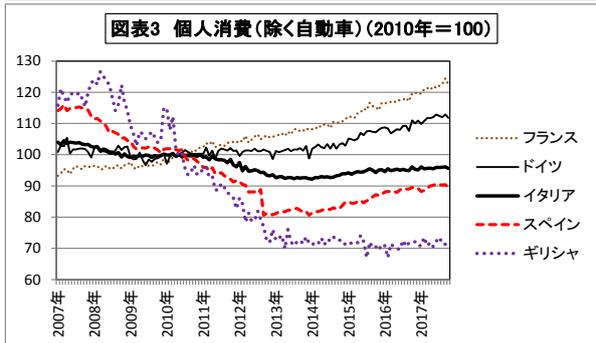
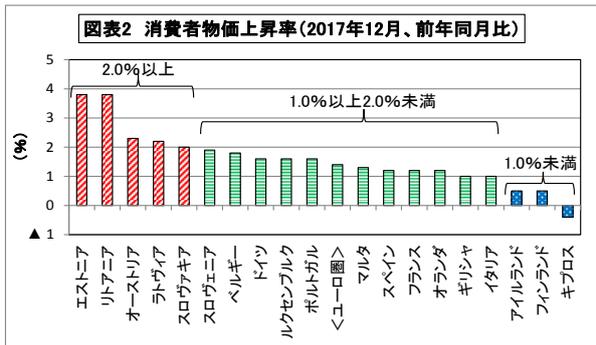
経済格差の大きさがもたらすジレンマ

金融政策の正常化に向けて ECB に難しい判断を迫る要因としては、まず何よりも、域内各国間の経済情勢の格差がある。そもそも、ECB が中期的に「2%未満で、かつその近辺」であることを目標とする消費者物価上昇率には、加盟各国の間に非常に大きな格差が存在している。

この消費者物価上昇率は、一部の国では既に 4%に近い一方で 1%に満たない国もある。また、ユーロ圏の四大国の間でも、1.5%以上であるドイツに対し、フランスやイタリアではようやく 1%台に乗せた水準に留まっている。またスペインなどでは、低下する兆しささえ見られる（図表 2）。他にも、景気回復の主導役であった個人消費や、また個人消費ほどではないにしても鉱工業生産についても、同様の格差が存在している。この格差は四大国の間でも認められるが、財政危機で大きな打撃を受けたギリシャを加えた場合には相当な規模となる（図表 3、4）。

ドイツ連銀のヴァイトマン総裁やオーストリア中銀のノヴォトニー総裁などからは、異例な金融緩和からの「出口」を求める声が頻繁に出されている。しかし、最近ではユーロ圏全体として成長の底堅さが増しているとはいえ、その一方では、一人あたり GDP の推移にも現れているように、未だ危機以前の成長軌道に復帰できてはいない国々が存在しているわけである（図表 5）。ECB としても、こうした現実を軽視はできないものと考えられる。

しかしながら、これは異例な金融緩和の延長も、打ち切りも、いずれの場合もユーロ圏内の経済の歪みを強める可能性があることを意味している。この ECB が直面する大きなジレンマは、金融統



(資料) 図表 2~4 は Eurostat の、図表 5 は IMF の、各データから農中総研作成

合・財政分権のユーロ圏の構造的な問題点を改めて浮かび上がらせることになる。この結果、歪みが強まる国々では、ユーロに対し懐疑的であるポピュリスト勢力の伸張を促すことに繋がる可能性をはらんでいる点でも、注意が必要とみられる。

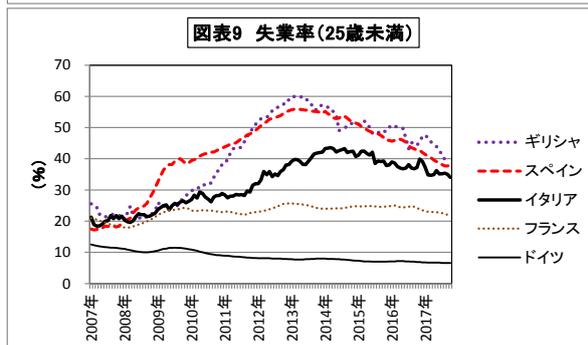
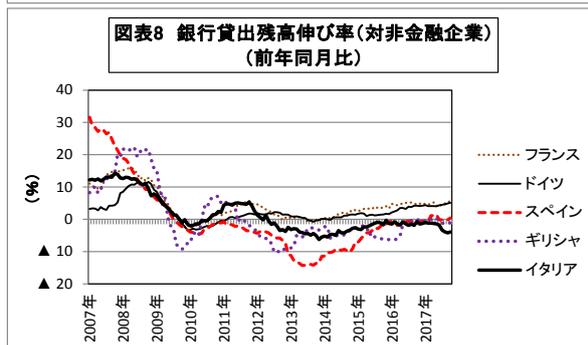
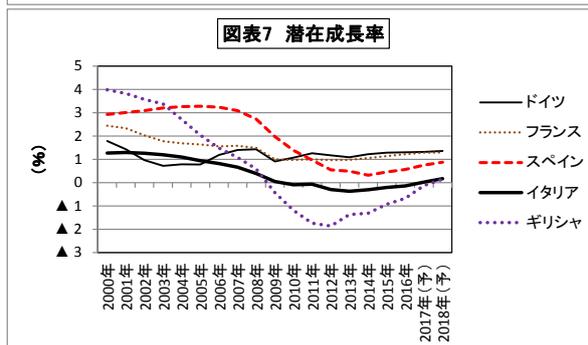
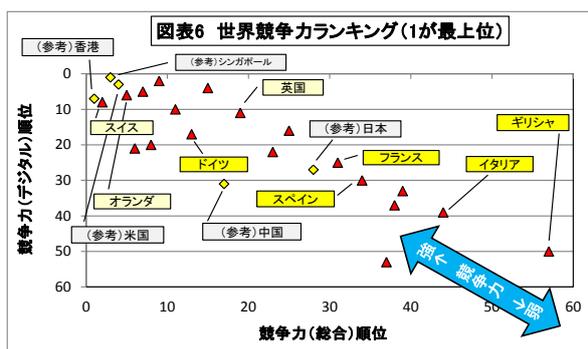
イタリアの情勢に制約を受ける可能性

なかでも政策変更の潜在的リスクとして注目されるのは、イタリア情勢である。イタリアでは12月28日に議会在解散され、3月4日の総選挙の実施が決まった。現時点では、ポピュリスト政党の「五つ星運動」がレンツィ党首の中道左派「民主党」とともに30%弱で支持率のトップを争い、ベルルスコーニ氏の中道右派「フォルツァ・イタリア」と、労働者保護の観点から移民に反対し、また反ユーロの姿勢が強い「北部同盟」が、それぞれ15%前後の支持率で続いている。今回は昨年10月成立の新たな制度の下での選挙となるが、小党分立で、政治面の不安定性がこれまで以上に強まる可能性がある(注3)。

イタリアは、政治情勢以外にも様々な困難な課題を抱えた国である。足元では景況感は改善し生産面などに幾分好転の兆しが現れているものの、経済の実体には依然として厳しいものがある。構造改革の遅延で労働コストは改善せず、企業の競争力は劣後している。固定資本投資は盛り上がり欠け、少子高齢化の進行もあり、潜在成長率は低位横這いとなっている。また、銀行は高止まる不良債権に苦しみ、貸出残高は企業向けを中心に長く低迷を続けている(図表6~8)。

このほか社会面では、若年層や長期間の失業の改善の足取りは鈍く、貧困層の比率も高い(図表9)。また、ドイツに次ぐ規模の難民の流入が続き、所得や雇用面での国民への圧迫も軽視はできない。これに政府債務残高の高止まりや安定性に欠ける政治情勢も重なり、全体の状況は一層困難なものになっている(注4)。

こうした情勢の一方で、ECBは18年の早い時期から、今後の政策に関するガイ



(資料) 図表6はIMDの、図表7はOECDの、図表8はECBの、図表9はEurostatの、各データから農中総研作成

(注) 図表7の(予)は、OECDによる予測値である。

ダンスの再検討に着手する方向である。これと時期を合わせて、総選挙前後のイタリアで市場の動揺などが拡大した場合には、ECBによる「出口」に向けた動きが制約を受ける事態も考えられる。

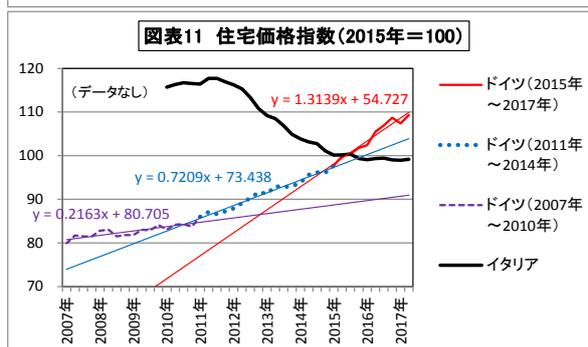
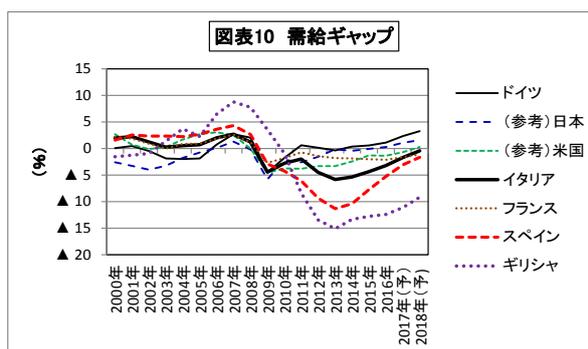
まとめ

このようにして ECB が難しい選択を迫られることは間違いないが、難しい選択であるが故に、ECB の「次の一手」としては、やはり中庸の政策の選択を迫られる可能性が大きいのではないかと考えられる。具体的には、「18年10月以降も数ヶ月はQEを延長すると同時に、買入れ終了までのスケジュールを明確化する。そしてその一方で、当面の間の低金利の継続をコミットする」という対応である^(注5)。

このシナリオに対する主要なリスクとしては、原油価格の急騰などを要因とするコスト・プッシュ型インフレの到来がある。この場合は、ECBはより早急な「出口」対応を求められることになり、長期金利やユーロの急上昇を伴いつつ経済へのダメージが拡大する展開が予想される。

さらに、「その先の一手」を巡っては、様々な論点があり得る。第一には、まず何よりも消費者物価上昇率の動向である。縮小に向かう需給ギャップの下で、物価上昇率が各国横断的に早期に回復に向かうのか、あるいは鈍い賃金上昇率を背景として、これまでの延長線上で、その回復にはまだ時間を要することになるのか、その見極めが必要である(図表10)。このほか第二としては、異例な金融緩和に伴う副作用の程度も関わっている。例えばドイツの住宅価格の推移などについて、注視が必要になるとみられる(図表11)。

かつて ECB には、急ぎ過ぎた政策変更の苦い経験がある。トリシェ総裁時代の11年に、インフレ圧力抑制のため2回にわたり政策金利の引き上げに動いたが、その結果、経済は腰折れを余儀なくされた。今、ECBには、政策転換についての慎重な検討と、市場との丁寧な対話が求



(資料) 図表10はOECDの、図表11はEurostatの、各データから農中総研作成

(注) 図表10の(予)は、OECDによる予測値である。

められている。(18.1.23現在)

(注1) これは、従来のコンセンサスを1年程度前倒しする見解である。この見解の主要な根拠は、ユーロ圏の需給ギャップが解消に向かっていることで、物価上昇率は今後、早期に回復するとの判断である。

(注2) ユーロ圏では、他の主要な先進国同様、消費者物価上昇率は停滞しており、その背景では鈍い賃金上昇率が働いていると考えられる。この点については、次を参照されたい。

・山口勝義「ユーロ圏経済の課題と展望-2018年に向けて」(『金融市場』17年12月号所収)

(注3) 従来の比例代表制とボーナス議席制の組み合わせから、比例代表制(議席の約3分の2)と小選挙区制(議席の約3分の1)の組み合わせに変更したものの。下院で40%以上の得票を得た政党に54%の議席を与えるボーナス議席制度が撤廃されたことから、他党との連立を否定する「五つ星運動」が政権を取る可能性が大幅に低下した一方で、連立工作の負担が増加するとともに、複数政党による連立となることで政権の不安定性が増大する可能性がある。

(注4) イタリアを巡る困難な情勢については、次を参照されたい。

・山口勝義「フランス選挙後のユーロ圏に残るイタリア懸念」(『金融市場』17年7月号所収)

(注5) この場合は、買入れ対象債券の枯渇の問題に対応するため、QEの買入れ条件の緩和などを伴う可能性が大きい。