

潮流

ECB のジレンマと容易ではない「出口」対応

主席研究員 山口 勝義

先進国経済を巡る今年の大きな注目点のひとつは、欧州中央銀行（ECB）による異例な金融緩和からの「出口」に向けた動きであろう。既に ECB は、昨年以降、量的緩和策（QE）による毎月の債券買入れ額を 2 回にわたり減額するなどの対応を行ってきている。こうしたなか、市場参加者の間では、ECB は遅くとも 2018 年末までに QE による買入れを終了させ、続いて 19 年半ばにも政策金利の引上げに動くのではないかと、かなり早期かつ速いテンポでの「出口」対応を想定する見方が、もっぱら主流になっているようである。

確かにユーロ圏では景気の底堅さが増す一方で、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 やマイナス金利の長期化は、年金生活者や銀行経営の負担を高めるほか、様々な市場でバブルを生じる可能性がある。官民の財務改善を遅らせる点で、一種のモラルハザードの問題にもつながっている。一部の市場では買入れ対象債券が枯渇するという、QE 継続上の技術的な問題も顕在化しつつある。しかしこれに対し、ユーロ圏の消費者物価上昇率に目を転じれば、その回復は鈍く、今も全項目ベースで 1% 台の下方に留まっている。ECB の目標値である 2% に近い水準までにはまだ距離があり、鈍い賃金上昇率などからしても、目標値への早期の到達は期待し難いのが実情である。

しかし、課題はこればかりではない。この消費者物価上昇率には、ユーロ圏加盟 19 ヶ国の間で大きな格差が現れている。3% に近い国がある一方で、今もってマイナス圏でもたつきが続く国さえもある。ここには、過熱感が出つつある国々と依然として低体温状態の国々の間に立たされて、「出口」に進むも止まるも、いずれの場合においてもユーロ圏内で経済の歪みを強める結果を招きかねないという、ECB のジレンマがある。しかも、この経済格差の存在は一時的な現象とは考えにくい。というのも、これは、最適通貨圏と見なすには疑義が残る地域での通貨・金融統合と、その一方で共通の財政政策を欠いた財政分権という、ユーロ圏の構造的な問題と無関係とは捉えられないためである。

特に現在のように大きな経済格差の下では、どのような金融政策もユーロ圏内の経済を攪乱させる結果となり、イタリアなどで見られるようにユーロ懐疑派のポピュリスト勢力を勢い付けさせる材料ともなり得る。このため、ユーロ圏全体としての経済情勢を踏まえて政策の舵取りを行うのが建前であるとしても、ECB には何よりも慎重な政策対応が迫られることになる。かつてユーロ圏では、財政危機で財政出動が禁じ手となるなか金融政策への依存度が圧倒的に強まったが、その反面、財政ファイナンスに該当するとの懸念などから抵抗も根強く、QE 等の導入が英国などに比べて機動性に欠けるものとなった経緯がある。しかし、上記の事情を踏まえれば、この「入口」に対して今後の異例な金融緩和からの「出口」の過程がより容易なものとなると考えることは、どうていできない。むしろ、域内での経済格差の推移を子細に点検しつつ手探りで進むという、現在の市場が想定する以上に慎重で段階的な「出口」対応が、少なくとも ECB には求められることになるのではないだろうか。これをもって、ECB の悩みが解消されるというわけではないにしても。