

ユーロ圏の景気低迷と見直しを迫られる政策対応

主席研究員 山口勝義

1 ECBによる矢継ぎ早の金融緩和

大方の市場参加者の予想に反し、欧州中央銀行(ECB)は9月の定例理事会で追加緩和に踏み切った。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 $\Delta 0.20\%$ 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か月前の6月には、ECB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た。このため、これらの政策効果を見極める必要から、ECBは当面のところは追加の緩和に動くことはないだろうとの見方が市場のコンセンサスとなっていた。

ユーロ圏では、2008年のリーマンショックに引き続き09年に始まった財政危機を経て景気の低迷が現在も継続しているばかりか、最近では消費者物価上昇率の低下(デフレーション)が進行している。今回の矢継ぎ早の金融緩和は経済の「日本化」の可能性に対するECBの強い警戒感の現れと考えられるが、果たしてこうした政策によりユーロ圏の景気は回復に向かうのであろうか。

2 内需が低迷するユーロ圏

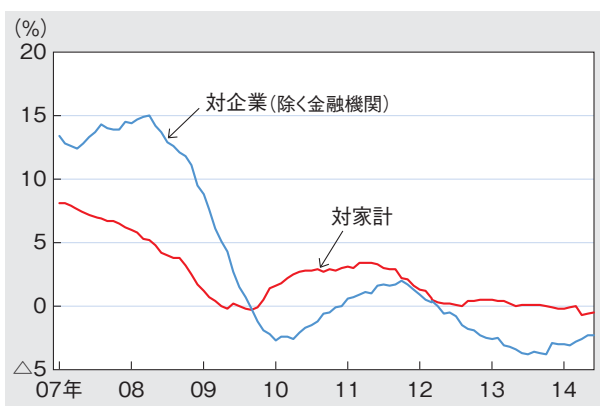
ユーロ圏では財政危機への対策の過程で、財政悪化国を中心に、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押し下げを進めてきた。これを通じ、各国経済の実態に応

じた通貨安が期待できない統一通貨ユーロのもとにおいても、対外的な経済競争力を強化することができた。しかしその反面で、所得の低下と失業率の上昇が不可避となり、これは個人消費の抑制などを通じ内需を低迷させ、デフレーションを進行させる一要因ともなっている。

加えてユーロ圏では、国家のほか企業や家計でも債務は高止まりしており、その削減が引き続き課題となっている。このため、もともと内需が弱いなかで、さらに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にくい。一方、銀行自体についてもいまだ財務体力は万全とは言えず、現在のような景気回復が見通せない環境下では大きなリスクテイクは回避しがちとなる。

このようにユーロ圏では資金需要は弱く、また金融機能にも問題点が残されている。それらがもたらす結果は依然としてマイナス圏に沈むユーロ圏の銀行貸出残高の伸び率(第1

第1図 ユーロ圏の銀行貸出残高伸び率(年率)



資料 ECBのデータ

図)に明確に反映されているが、取りも直さずこれは、相次ぐ金融緩和にもかかわらず、こうした政策が十分な効果を発揮し得ていないという事実を示している。

3 外需の取り込みにも限界のユーロ圏

このように内需が低迷するユーロ圏では、外需を取り込んだ輸出主導での景気回復が期待されている。しかしながら、この点でも一部の国を除き先行きに明るい見通しを持つことはできない。

高付加価値製品を強みとするドイツを除けば、輸出競争力は基本的には労働コストを中心とする生産コストの差異に大きく依存するものと考えられるが、労働コストは例えばスペインにおける大幅な低下に対し、フランス、イタリアでは諸改革の遅れからその低下の程度は十分ではない。また、生産を支援し輸出伸長に資する固定資本投資の動向についても、スペインでは相対的に高い水準を維持しており、これに対応する形で労働生産性の改善が確認されるのに対し、やはりフランスやイタリアでの出遅れ感が強い。

一方、ユーロ圏の主要各国では、近年、国内産業に占める製造業の割合が傾向的に低下している。対外直接投資残高の推移を見れば対照的な上昇傾向が確認できることから、これは経済のグローバル化を通じた生産拠点の海外移転に伴う結果ではないかと推定される。

以上のように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ばかりか、ベースとしては、グローバル化の進展により輸出の水準を継続的に下押しする力を持つ構造的な変化が生じていることになる。これらが意味するものは、金融緩和で一段のユーロ安となった場合をも含め輸出の伸び悩みであり、そ

の結果は、前述の弱い内需とも合わせ、ユーロ圏の景気低迷の継続にほかならない。

4 行き詰まる政策対応

これまでのユーロ圏での政策対応上の主眼は、まずは市場の強い圧力の下での財政改革であり、またコストの削減や規制緩和を中心とした経済の供給面である生産の合理化であった。確かに、この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の問題点に対して果たす役割は重要であるばかりか、これらの改革は経済の実力を長い期間にわたり高める点でも評価に値するものである。

しかしながら、弱い内需を背景にデフインフレが進行する現在の環境下では、供給面偏重の対策は有効な景気対策とはなりにくい。また、金融政策は流動性対策としては有効ではあるものの、信用の拡大に限界がある状況に対しては十分機能するとは言い難い。さらにECBに対しては、国債を対象とした量的緩和政策(QE)導入への期待感が強まっているが、既に大幅に低下した長期金利や低迷する内需などを勘案すれば、これとてその効果は限定的ではないかと考えられる。

このようにユーロ圏では従来からの政策対応は行き詰まりを見せており、景気の回復のためにはその根本的な見直しが迫られている。こうしたなか、供給対策のみならず需要の振興を図るために、なかでも公共投資や減税策などの財政政策を適切に機能させるという柔軟な対応への転換が必要ではないかと考えられる。

(14年10月10日現在)

(やまぐち かつよし)