# 効かない金融政策
## ――ユーロ圏の場合――

主席研究員　山口勝義

日本では消費者物価上昇率の低迷が長く続いている。日銀は、目標値である２％程度に達する時期を、2016年１月の『経済・物価情勢の展望』(展望レポート)では「17年度前半頃」とし、これまでの「16年度後半頃」から先送りした。

こうした厳しい状況は、ユーロ圏においても同様であり、中期的に「２％を下回るがこれに近い水準に維持する」とする欧州中央銀行(ECB)の政策目標を大幅に下回って推移している(第１図)。また、景気回復の足取りは依然として緩慢でもあり、こうした状況の下でECBはこのところ積極的な政策対応を行ってきている。しかしながら、その効果は限られたものにとどまっている。

折から、日本ではマイナス金利の導入を受け金融政策の有効性について注目が集まっているが、その考察のためにも、先行事例としてのユーロ圏の情勢に目を向けることには意味があると考えられる。

第１図　消費者物価上昇率（前年同月比）（ユーロ圏）

資料　Eurostat

### 1　ECBの金融緩和とその効果の限界

ECBは、伝統的な金融政策に加え、14年６月には銀行による中央銀行への預金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)を新設した。また同年９月には、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、さらに15年３月には国債などを対象に加えた量的緩和策(QE)を開始している。その後、同年12月には、中央銀行への預金金利の引下げ、QEの期限延長や買入れ対象資産の拡充などの追加緩和を行った。

ユーロ圏では、これらの政策対応を受けて、このところ各国で銀行貸出金利が低下するとともに、各国間でその水準は収斂しつつある。また、銀行貸出残高の伸び率は、ユーロ圏全体としてようやく前年比プラス圏にまで回復してきている。

しかし、ユーロ圏では消費者物価上昇率には目立った改善は認められていない。また、年間の実質GDP成長率は１％台の半ばにとどまり、10％を上回る失業率などにも象徴されるように実体経済の回復に向けた足取りは依然として鈍い。このように、金利低下のみならず、通貨安、原油安などが加わった最近の追い風の割には、ユーロ圏の景気回復はあまりに緩慢であると言わざるを得ない。

### 2　投資の回復力の弱さと消費の頭打ち

では、なぜECBによる金融政策の効果はこのように限られているのだろうか。

ユーロ圏では、09年に始まった財政危機以


農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

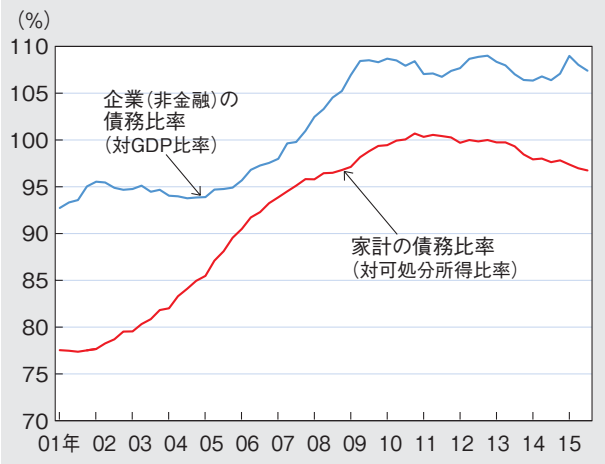
前の経済の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率は、今もその改善の途上にある（第２図）。インフレによる実質的な債務負担の軽減効果が期待できない現在の環境の下では、バランスシートの改善は企業や家計にとり重要な優先課題となり、これらの経済主体の投資は抑制されがちである。こうしたなか、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にあり、収益性の改善は鈍い。この結果、賃金の伸び率は、失業率の高止まりなどに伴う労働者の交渉力の弱体化、経済のグローバル化を通じた競争激化による企業のコスト抑制指向などともあいまって、概して鈍いものにとどまっている。一方で、原油価格の下落による購買力の拡大とともに当初は伸長した家計の消費についても、最近ではその効果が一巡し、頭打ち傾向が明らかになりつつある。

このように、ユーロ圏では企業や家計の債務比率の高止まりを主な要因としてこれらの経済主体の投資や消費の回復が阻害されており、積極的な金融緩和にもかかわらず、金利低下や資金供給の効果の実体経済への浸透が妨げられている。加えて、最近では原油安の進行が、景気刺激効果以上にむしろ消費者物価上昇率の低迷をもたらすとともに、輸出や直接投資の相手国である資源国などの経済成長を減速させる要因として、ユーロ圏経済の重荷にもなってきている。

### 3　今後も緩慢なものにとどまる景気回復

ユーロ圏では、財政危機以降、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規制緩和などに注力しながら、足元の景気刺激策は金融政策に

**第2図　企業（非金融）と家計の債務比率（ユーロ圏）**




資料　ECB

大きく依存してきた。しかしながら、その効果は上記のとおり限られているばかりか、政策余地自体も徐々に狭まってきている。

例えばマイナスの預金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。一方、金融緩和に伴いユーロ安が進んだとしても、新興国などの成長減速化や最近の世界貿易の鈍い伸びを考慮に入れれば輸出によって取り込める外需には限りがある。また、通貨の競争的な切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。

このようにECBを取り巻く環境は厳しく、金融政策の効果が限られるなか、今後はさらに、その手詰まり感が表面化してくる可能性がある。こうした推移は、追加の金融緩和への期待感が根強い金融市場では波乱材料になるとともに、景況感の悪化をももたらし、ユーロ圏の景気回復の緩慢さを今後も長引かせることにつながるのではないかと考えられる。

（16年２月15日現在）

（やまぐち　かつよし）