

行き詰まるユーロ圏の金融政策

～財政政策を含む総合的な政策対応が必要に～

山口 勝義

要旨

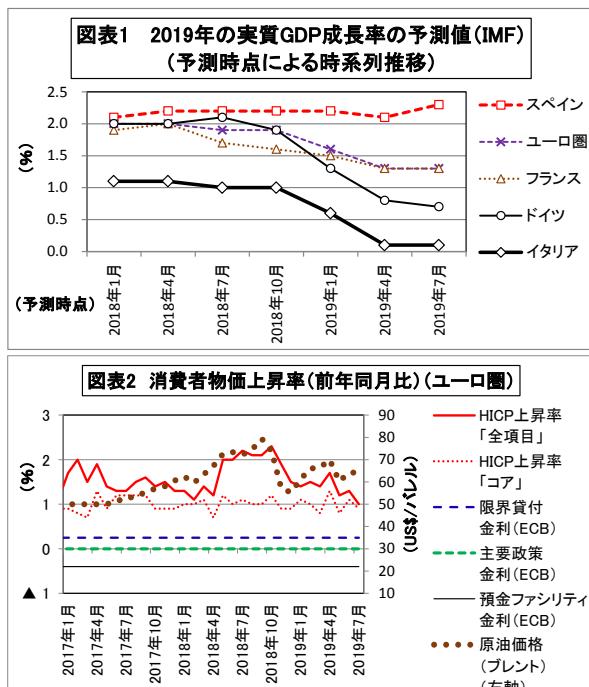
ECBは9月にも追加の金融緩和を実施する見込みである。しかし金融政策は、その効果は十分とは言えず、様々な副作用を伴い、また政策余地自体も限られている。むしろ、需要刺激などのための財政政策を絡めた、総合的な政策対応が必要ではないかと考えられる。

はじめに

2017年末に成長のピークをつけたユーロ圏経済は、その後、19年に入り減速感を強めている。しかも財政危機後の景気回復期にユーロ圏の経済成長の牽引役を果たしてきたドイツ経済の不振が、特に際立っている（図表1）。

このような下にあって、ユーロ圏では消費者物価（HICP）上昇率の回復は鈍い。これまでにも原油高を背景とする一時的な動きを除き停滞が続いてきた物価上昇率であるが、最近では「2%を下回るがこれに近い水準を維持する」とする欧州中央銀行（ECB）の政策目標からの乖離幅が改めて拡大しつつある（図表2）。

これに対し、ECBは7月25日の理事会では金融政策を据え置いたものの、政策金利を少なくとも20年半ばまで現行水準に据え置くとしていた従来の方針を修正し、現行水準もしくはそれを下回る水準に維持することとした。あわせてドラギ総裁は、ユーロ圏の成長を巡るリスクは世界的な保護主義の高まりや、地政学的要因、新興国市場の脆弱性に関する不透明性を背景に依然として下向きに傾いており、本年第2四半期の成長は軟調と見込まれるほか、第3四半期も同様となる可能性があるとの認識を示した。



(資料) 図表1は国際通貨基金(IMF)の、図表2はEurostat、ECB、Bloombergの、各データから農中総研作成

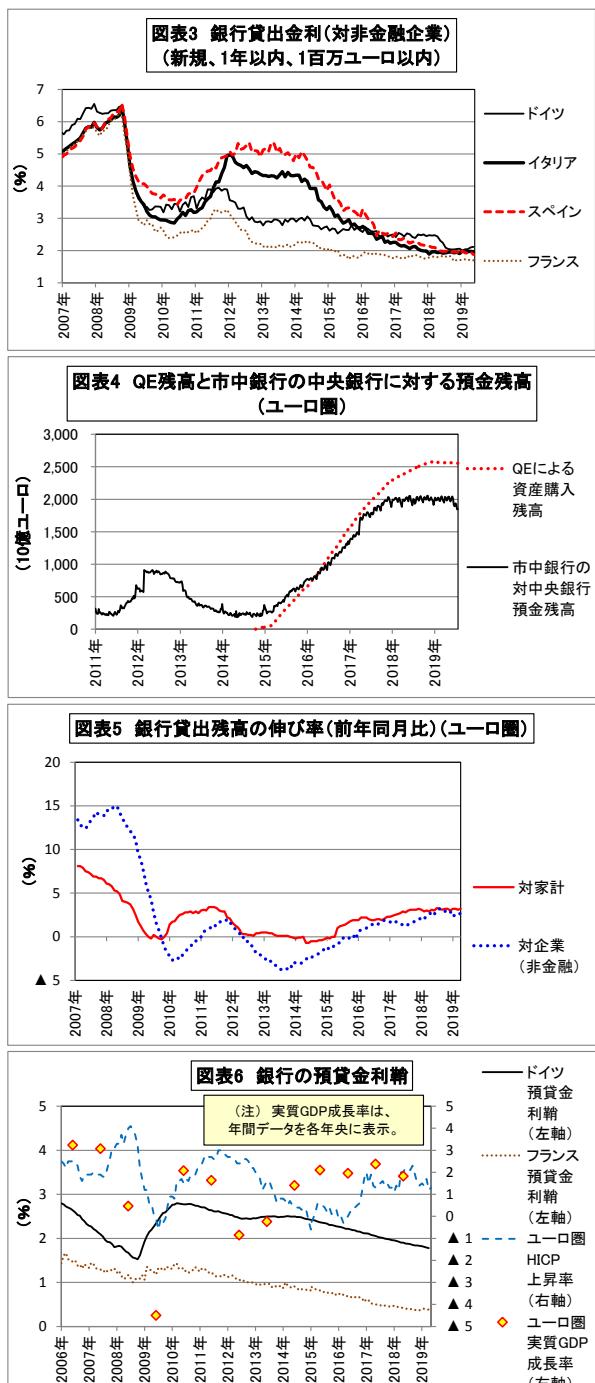
こうしてECBは、9月12日の次回理事会で追加利下げや量的緩和策（QE）の再開に着手する可能性が高まっている。しかし、18年末までにECBがQEを終了させたばかりのユーロ圏ではイールドカーブ全体は低い水準にあり、そもそも政策余地自体が限られている。また、銀行収益の圧迫など、低金利に伴う副作用の拡大が懸念される状況にある。はたしてここからの金融緩和に、十分な政策効果が期待できるのであろうか。

これまでの ECB の政策とその効果

ECB は、これまでの金融緩和の過程で、14年6月に市中銀行による中央銀行預金にマイナス金利を導入するとともに、QEについては同年10月に貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな購入策、次いで15年3月には国債などを加えた購入策を開始するなどの対応を行ってきた。また14年6月には、企業の資金ニーズに応じて銀行に対して低利で貸出原資を供給する仕組み (TLTRO) を新設した。

これらの政策を通じ、マイナス金利により預金にコストを生じさせることで銀行に対し貸出を促す効果とともに、QEによっては、中長期金利への影響を介して企業の資本コストを低下させ、合わせて銀行与信を国債などから貸出等のリスク資産に振り向けさせる効果が意図されていた。さらに TLTRO が加わることで、借入れ需要に対する前向きな銀行の応需による的を絞った景気刺激効果や、銀行の収益の下支え効果が期待された。加えて、積極的な金融緩和を受けた株価の上昇や通貨の下落などによっても経済主体のコンフィデンスが改善し、総合的に経済活動が活性化されインフレ期待が上昇する展開が見込まれていた。

確かにこれらの政策の結果、ユーロ圏では貸出金利が低下するとともに各国間でその水準の収斂が進んできた(図表3)。しかしその反面で、マイナス金利の下でも銀行による中央銀行預金残高が増加し、金融政策により供給された資金が実体経済に十分浸透しているとは言い難い姿が現れている(図表4)。現実に銀行貸出残高の伸びは限られ、イタリアなどでは企業向けを中心に前年同月比伸び率が今もマイナスに沈んだままである(図表5)。



(資料) 図表3～5はECBの、図表6はECB、Eurostat、IMFの、各データから農中総研作成

こうして、ECB が打ち出した多面的な政策にもかかわらず景気や物価の回復は力強さを欠き、一方で預貸金利鞘の着実な縮小で銀行収益への圧迫は強まっており、金融政策の効果が十分であったとはみられない状況にある(図表6)^(注1)。

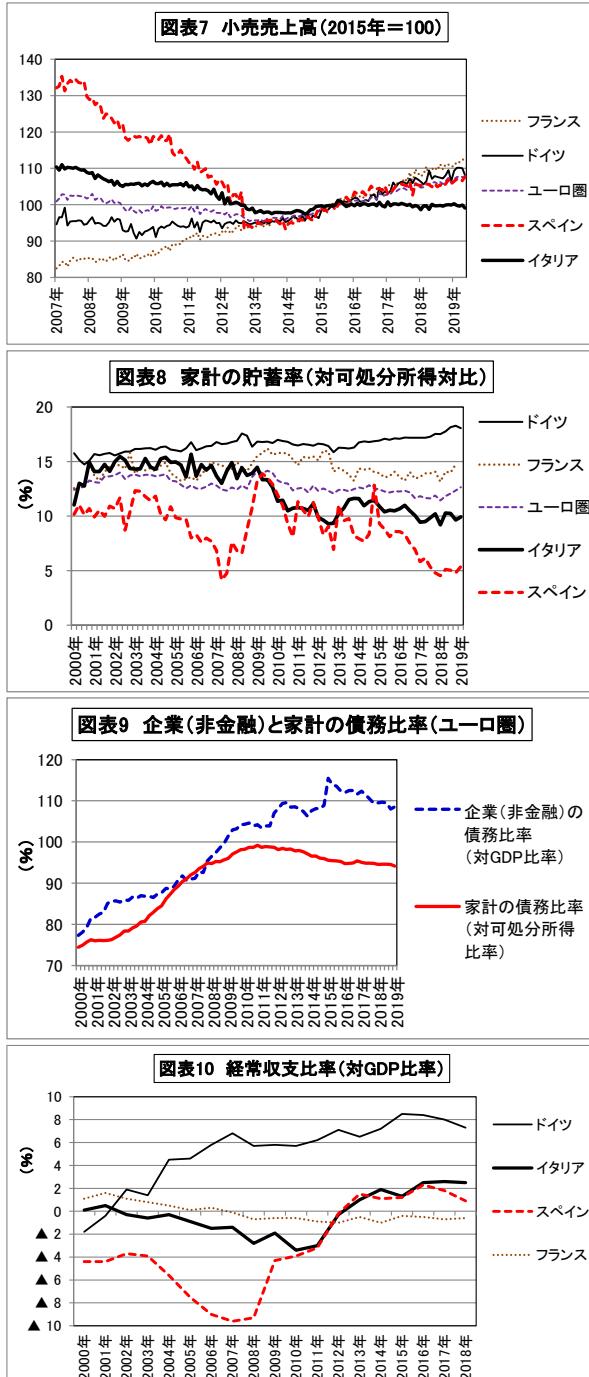
経済情勢の実態と望ましい政策対応

ここでユーロ圏の経済情勢を確認すれば、世界貿易が停滞するなか製造業の生産が落ち込み、これを堅調な個人消費が支える構図となっている。しかし、個人消費を巡る状況は各国で区々であり、中にはイタリアやスペインなど危機前の水準に回復していない国もある（図表7）。また、多くの国々では家計の貯蓄率の上昇が見られており、今後は個人消費の伸び悩みに繋がる可能性もある（図表8）。

他方では、財政危機前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、今も高い水準にある（図表9）。このため、バランスシート改善が課題として残る経済主体としては、まして先行きの不透明感が強まる中でもあり、銀行借入れを通じた消費や投資の拡大に対しては手控え感が強いものと考えられる。

このようにユーロ圏では景気対策として個人消費の持続や活性化に向けた政策が中でも重要であるが、以上の情勢を踏まえれば、従来どおりの政策を維持することが妥当かどうか、再検討が必要ではないかとみられる。これまでに財政危機後のユーロ圏では、市場の圧力に迫られ労働市場の柔軟化などの経済の構造改革や財政改革に注力するとともに、景気刺激策をECBによる金融政策に大きく依存してきている。しかし、金融政策は銀行の流動性対策や通貨高の抑制には効果が大きいとしても、特に高債務の下では低金利を通じた需要喚起効果は限られ、逆に非伝統的手法の長期間の継続で副作用の拡大をもたらす結果ともなっている。

これに対し、黒字化した経常収支に現れているように、今では貯蓄は過剰状態にあり市場波乱の可能性は低下している



(資料) 図表7、8、10はEurostatの、図表9はECBの、各データから農中総研作成

ほか、歴史的な低金利の好環境の下にもある（図表10）。このため、ユーロ圏は、むしろ可処分所得の底上げを図る減税策などの需要面を刺激する財政政策の発動に対して、柔軟な姿勢へ転換すべき時期にあるのではないかと考えられる。

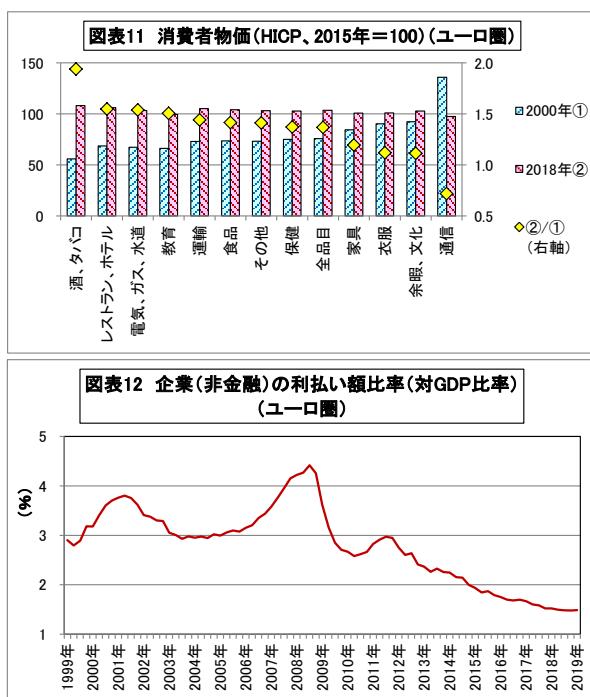
おわりに

この他にも、金融政策を巡っては様々な議論があり得る。第一は、改めてその有効性を問うものである。金融政策の影響の波及としては、低金利を通じた消費や投資の活性化効果とは逆に、利息収入の減少や、異例な政策の拡大に伴う将来に向けた不透明感の高まりが消費や投資を縮小させ、貯蓄を増加させる側面も考えられる。ユーロ圏では高い債務比率の他にも貧富の格差の拡大や高齢化の進展などが生じているため、後者の影響がより強く現れる可能性がある^(注2)。

第二の論点としては、そもそも「物価上昇率2%」を政策目標とすることの妥当性がある。経済のグローバル化やデジタル化の進展などを背景に先進国の経済構造は大きく変化しつつあり、物価の上昇も、品目別に見れば固有の動きを示している(図表12)。こうした中で、物価上昇率という単一の括りで物事を捉えることが適切であるのかどうかには、議論の余地があるものとみられる^(注3)。

第三に金融政策の副作用としては、銀行収益の圧迫以外にも様々な影響の波及を考慮する必要がある点である。これには、低金利下での一種のモラルハザードである企業の財務改革の停滞、国債の指標機能の低下、リスクプレミアムの過度な縮小(バブルの発生)などがある。例えば長引く緩和の下で企業の利払い額は着実に低下しており、通常の環境下では生き残りが困難なゾンビ企業の生存を許している可能性がある(図表12)。これらは、将来の金融波乱のリスクの拡大や、経済の効率性の阻害に繋がるものである。

以上のように金融政策は、その効果は十分とは言えず、様々な副作用を伴い、



(資料) 図表11はEurostatの、図表12はECBおよびEurostatの、各データから農中総研作成

また政策余地自体も限られている。このため、こうして行き詰まりを見せる金融政策のみに依存するのではなく、需要喚起策としての財政政策を絡めた総合的な政策対応が必要ではないかと考えられる。ましてデジタル化などの進展で経済構造が変化し世界的に競争が激化する下でもあり、技術開発支援やインフラ整備、教育拡充等にも関わる財政政策の意義は一層大きいものとみられる。(19.8.21現在)

(注1) ECBは財政危機のさなかの11年と12年に長期リファイナンスオペ(LTRO)により大規模な資金供給を実施するとともに、12年7月にはドラギ総裁がユーロを守るために必要なあらゆる措置を講じると宣言したうえで、9月には無制限の国債購入策(OMT)の導入を行った。このように、財政危機の終息に向けECBが果たした役割は大きいが、金融政策による景気や物価の回復効果は十分であったとは言い難い。

(注2) このほか、「貸出金利の一層の低下が預貸金利鞘の縮小を通じ銀行の与信行動を保守化させ、金融緩和が逆効果を生む可能性がある」とする「リバーサルレート論」なども議論されている。

(注3) ECBでは現在、物価上昇率の一時的な2%超えを容認するなどの柔軟な対応を中心に、インフレ目標の持ち方について検討を行っているようである。