

ユーロ圏の金融経済と 欧州中央銀行の政策課題

野村総合研究所金融 ITイノベーション研究部長

井上 哲也



2018年のユーロ圏の金融経済にとっては、堅調なファンダメンタルズに対して、域内の政治イベントと米国発のストレスといった硬軟両様の要素の下で、欧州中央銀行（ECB）による金融政策の「正常化」がどのように進められるかが焦点である。

1. ユーロ圏の金融経済動向

ECBによる政策運営を議論する前提として、金融経済の現状と展望を整理しておきたい。まず、景気は潜在成長率（欧州委員会の推計〈2017年11月時点〉では年率1.5%）を明確に上回るペースで拡大している。牽引車は引続き個人消費であり、緩やかな所得の増

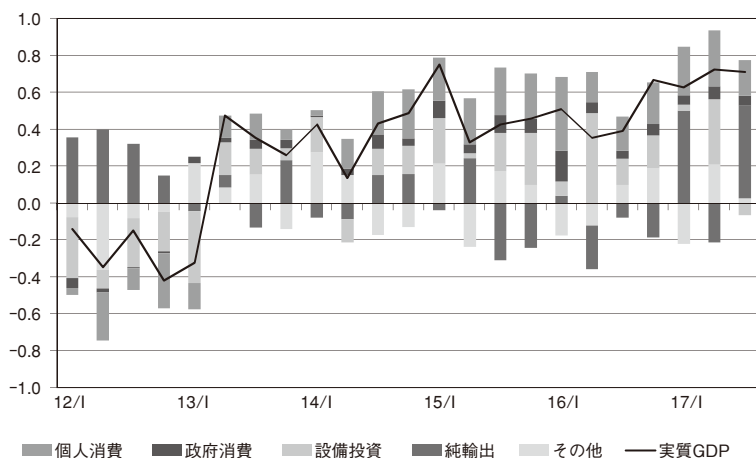
加とその背景である雇用の改善に加え、住宅価格の上昇を含む資産効果にも支えられる構図は米国と似ている。内需のもう一つの柱である設備投資は、再三に亘って回復期待が裏切られてきたが、今回は企業収益の増加と設備稼働率の上昇に加え、海外経済の安定化によって、ようやく明確な拡大が確認されるようになった。このように内需も堅調なので輸入も増えているが、輸出も新興国を中心とする海外経済の拡大に恩恵を受けて拡大している（図表1）。

現地の政策当局からは、景気拡大の背後で企業や家計のセンチメントが顕著に好転した点を指摘されることも多い。これまでユーロ圏のファンダメンタルズは十分改善していたが、新興国経済の不安定化やユーロ圏の大手銀行の経営不安、主要国での選挙といったイベントが散発的に発生したため、その度に企業や家計による支出行動が慎重化した面があった。昨年中盤以降は、これらのイベント

〈目 次〉

1. ユーロ圏の金融経済動向
2. ECBによる政策運営
3. ECBによる政策運営の課題

(図表1) 実質GDP成長率の寄与度分解 (2012年以降: 前期比%)



(資料) Eurostat

リスクを大きな問題なく乗り切った自信により、企業や家計のセンチメントの好転を通じて、内需の拡大を一層力強いものにした訳である。

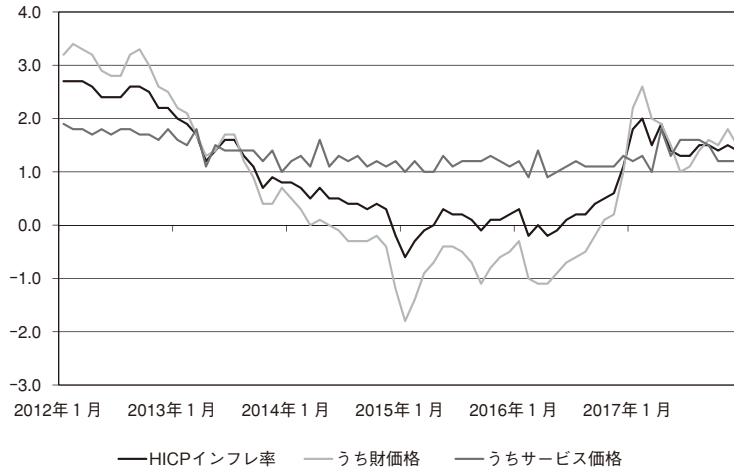
ECBが2017年後半以降の声明文で再三強調してきたように、今回の景気拡大の特徴は「幅広さ」にあり、それは上記のように主要需要項目が一斉に拡大する点だけでなく、域内の主要国の経済が各々の実力対比で堅調に拡大している点も指している。実際、主要4カ国（GDPの合計は域内全体の約1/4を占める）をみると、ドイツは潜在成長率を上回る成長を続けているほか、スペインも金融危機後の急回復からは減速しているが高成長を維持している。フランスは国際競争力や財政などの構造問題による物足りなさは残るが緩やかな成長を維持しており、イタリアの経済成長率も金融システムの問題によって振れ

は比較的大きいが、均してみれば潜在成長率の近傍で推移している。

景気拡大のモメンタムに比べ、インフレ率の上昇は緩やかに止まっている（図表2）。この間、ECBによる政策理事会の議事要旨に代表されるように、現地では、日米と同じく「低インフレの謎」を巡る議論が活発に行われ、生産性の伸びが低位であることとの関係や雇用契約の柔軟性の拡大、失業率の高騰を受けた労働者による雇用重視の意識、非熟練労働のウエイトの上昇といった我々にも親近感のある仮説が提示されている。実際、物価の中で賃金の影響が大きいサービス価格の寄与は、マクロ経済が潜在成長率を上回る成長をみせる中でも1%前後で安定している。

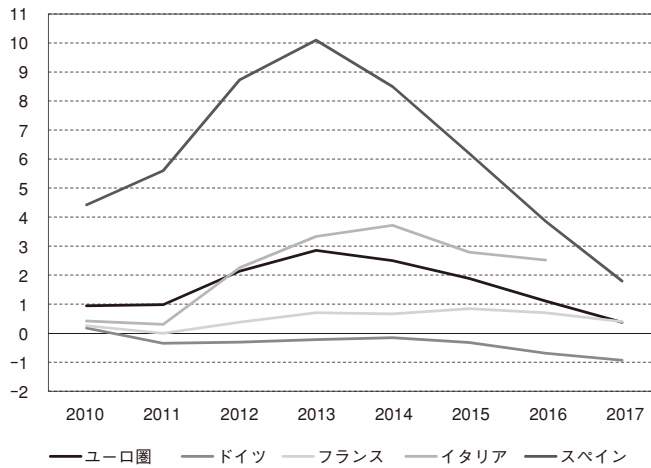
それでも、ユーロ圏の物価を巡る状況は着実に好転している。第一に、企業や家計のインフレ期待をサーベイ調査によってみると、

(図表 2) HICPインフレ率の推移 (2012年以降：前年比%)



(資料) Eurostat

(図表 3) 失業率とNAIRUとの差 (2010年以降：%ポイント)

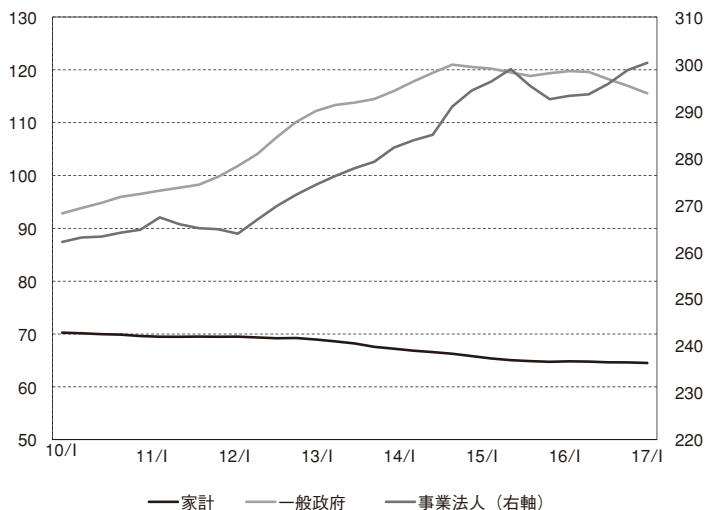


(資料) Eurostat, OECD

景気拡大と全般的なセンチメントの好転の中で、緩やかながら上昇している。第二に、失業率は顕著に低下している。ユーロ圏の主要国の足許の失業率は、ドイツを除くと絶対値として高いので、特に海外からみると回復を

実感しにくい。しかし、これらの国々の自然失業率はもともと高いので、近年の労働市場改革の効果を考慮しても、足許の失業率と自然失業率との乖離は縮小している（図表3）。つまり、これらの要因が維持されれば、総需

(図表4) ユーロ圏の主な主体別の債務残高 (2010年以降: GDP比% < 4 四半期移動平均>)



(資料) Eurostat

要の増加に対する物価の反応はより高まると期待される。

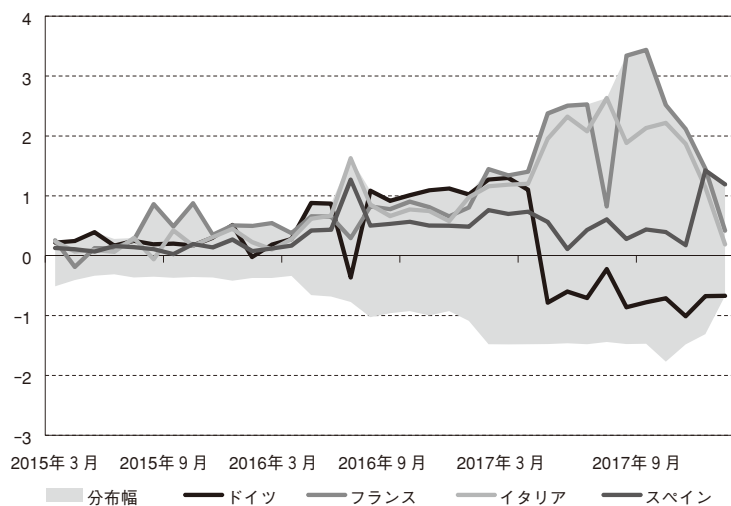
この間、ユーロ圏では民間与信の量的な拡大が続いている。中心となる銀行貸出は、昨年前半に減速する場面もあったが、消費者ローンや住宅貸付などの個人向けを中心に増加ペースが回復した。社債の発行も事業法人を中心に高水準を維持している。これらは景気拡大と整合的であり、株価上昇とともに、ドラギ総裁が金融緩和の効果として常に強調する金融環境の好転の証左である。もっとも、ユーロ圏の金融システムには依然として問題が残っており、中でも経済全体の金融負債の残高は事業法人を中心にGDPとの対比でみて依然として高い(図表4)。この点は、一部国における銀行の不良債権の高止まりと表裏一体になっているだけでなく、ユーロ圏全

体としても設備投資の伸びを抑制したり、潜在成長率の改善を妨げたりしているものと推察される。

2. ECBによる政策運営

ECBは、2017年初に毎月800億ユーロであった資産買入れの純増額を、2017年4月からは毎月600億ユーロ、2018年1月からは毎月300億ユーロへ削減した。つまり、2017年は、世界金融危機と欧州債務危機、その後の低成長と低インフレへの対応を通じて強化されてきた金融緩和政策について、大きな転換の年となった。その基本的な理由は、上にみた景気と物価を巡る情勢の好転であり、2018年1月からの資産買入れ額の減額に際しても、ドラギ総裁はこれが主たる理由であると説明した。

(図表5) ECBによる国債買入れシェアのルールからの乖離(国債買入れの開始以降:%ポイント)



(資料) ECB

ただし、政策変更の背景には強力な金融緩和に伴う副作用への認識も存在するようだ。第一に、2018年10月の政策理事会の議事要旨が示すように、ECBは国債買入れの技術的制約に直面していた。資産買入れの中心である国債買入れは、ECBに対する各国の出資シェアに沿って運営するルールとなっているが、ドイツのように出資シェアに比べて(財政状況が良好であるため)国債発行額が小さい国の場合、ECBによる保有シェアの上限に接近することでルールの遵守は困難になった。実際、ドイツの買入れシェアの実績は出資シェアと大きく乖離している(図表5)。第二に、一部国の都市部を中心とする住宅価格の高騰である。実際、ECBによる金融安定レビューは度々この問題を取り上げている。また、域内の主な中央銀行では、新興国

の投資家による活動やBrexitに伴う金融機関や事業法人の機能のシフトなどの要因だけでなく、強力な金融緩和の下で長期金利とクレジットスプレッドが抑制されたことによる域内投資家や金融機関の利回り追求の動きが少なからず影響しているとの認識が強い。

このようにECBが金融緩和の転換について十分な理由を認識していた割には、2018年1月からの資産買入れの減額を決定した際の記者会見(2017年10月)におけるドラギ総裁の説明は慎重であった。つまり、ドラギ総裁は足許の景気拡大が強力な金融緩和に支えられているとの理解を示し、インフレ目標の達成になお時間を要するだけに金融緩和の維持が不可欠との考え方を確認した。同時に、政策金利や買入れ資産の再投資に関するフォワード・ガイダンスを維持することを強調し、

2018年10月以降の資産買入れのペースも、今後の金融経済情勢を踏まえて判断するとした。

こうした慎重なスタンスは、ユーロ圏のファンダメンタルズに照らすとやや慎重すぎ、市場の反応を抑制するためのレトリックであった可能性が高い。つまり、この決定がユーロ相場や域内の長期金利の上昇圧力に拍車をかけることで、景気拡大の足を引っ張ったり、一部国の財政や金融システムの問題に悪影響を与えたりすることを防ぎたかったのだろう。また、ドラギ総裁がECBによる金融政策の「正常化」の際には米国の例を検討すると発言していたことも想起される。ECBは2013年の「バーナンキショック」の再現を回避しようとした訳である。

実際、2017年10月や12月の政策理事会の議事要旨から明らかなように、プラート理事のような執行部は、政策理事会メンバーに対しドラギ総裁の線に沿った説明を行うよう求めていた。にも拘らず、2017年末からは域内中央銀行の「タカ派」の総裁だけでなく、プラート理事やクーレ理事といったECBの執行部も含め、2018年10月以降の資産買入れに関して完全停止を示唆する発言が目立つ。こうしたコミュニケーションの変化も、2017年10月のドラギ総裁の説明が一時的なレトリックであったことの証左であり、発表直後の市場の反応を抑制した点で短期的には成功を収めた。

しかし、その後のコミュニケーションの変

化によって、市場も2018年10月以降に資産買入れが完全に停止される可能性を今や織り込んでいるようだ。この間の米国発の要因も無視し得ないとしても、コミュニケーションの変化が2017年末以降のユーロ相場と域内長期金利への上昇圧力に繋がったことは、1月の政策理事会の議事要旨からも明らかである。原油価格の反発とユーロ高は輸入物価を通じた域内のインフレに反対方向の力を及ぼすため、各々の持続性も含め、全体の影響をア prioriに見通すのは難しい。ただ、少なくとも金融環境の面では、ユーロ高と域内長期金利の上昇はともにタイト化の方向で作用する。ECBが金融政策の「正常化」のペースや程度を判断する上ではこうした反作用の効果を考慮することも重要となるであろう。

■ 3. ECBによる政策運営の課題

以上のようなユーロ圏の金融経済の様々な要素を踏まえて、最後にECBによる当面の金融政策を展望したい。2018年1月下旬からの世界的な株式価格の調整も、クレジット市場や新興国市場への波及を逃れたこともあって、世界経済のファンダメンタルズを大きく変化させるリスクは小さいようだ。従って、ユーロ圏経済も本稿の冒頭で整理した要因を背景に2018年中は堅調に拡大することが期待される。物価についても、原油価格の水準効果の剥落に伴う年前半の下押しが軽微に止まる可能性が出てきた一方、ユーロ高の効果が

(図表6) イタリア議会選挙を巡る状況

特徴	政党名	指導者	支持率（2月中旬時点）
ポピュリズム政党	5つ星運動	ディマリオ	30%弱
中道右派政党	北部同盟	サルビーニ	15%弱
	フォルツァ・イタリア	ベルルスコーニ	15%強
中道左派政党	民主党	レンツィ	20%強

国内に波及していく可能性もあるため、結果としては景気拡大によるインフレ率の緩やかな加速が実現するとみられる。

こうした下で、ECBにとっては金融政策の緩やかな「正常化」が引続きメインシナリオとなろう。2018年10月以降の資産買入れについては、このような景気と物価の見通しに加え、先にみた資産買入れの副作用を考慮すれば、最近の執行部発言に沿って完全に停止される可能性が相応に大きい。さらに、その後ユーロ圏の金融経済がいかなる理由であれ大きく変動しなければ、米国の先例も踏まえて、半年程度かけて資産買入れ停止の影響を見極めた上で、2019年春から前半（政策理事会で言えば3月ないし6月の会合）に最初の利上げを実施すると予想される。

これと併せてECBは、様々な金融緩和手段に関するフォワード・ガイダンスを修正していくことになろう。最初の焦点は資産買入れの運営であり、2018年10月以降に完全停止との方向性を固めていくのと合わせて、買入れ金額やその期間の柔軟性に関する記述を削除することになろう。政策金利の運営に関しても、資産買入れの完全停止以降に最初の利上げの環境が整う中で、政策金利の低位維持

に関する記述を修正することになろう。ECBはコミュニケーションに関するこれらの変更を通じて、市場の予想に働きかけることで、ユーロ相場や域内の長期金利の不連続かつ過度な反応を抑制し、それらの緩やかな調整を促す訳である。

しかし、こうしたシナリオ通りに金融政策が運営される上でのリスクを挙げることも難しくはない。域内に関しては3月の初めにイタリアの議会選挙というリスクイベントがある。本稿の執筆時点（2018年2月）の現地報道によれば、ポピュリスト政党である「5つ星運動」の支持率が最も高いが、それでも3割弱と単独政権の組閣が困難であるほか、党首のディマリオ氏は単独政権に拘っている。連立政権を展望すれば、合わせて約3割の支持を得ている「北部同盟」と「フォルツァ・イタリア」を中心とする中道右派も有力になるが、両党の政策に基本的違いがみられるほか、後者を率いるベルルスコーニ氏の名誉回復というハードルもある。一方、前首相のレンツィ氏が事実上の代表を務める中道左派の「民主党」は支持率が相対的に低迷している（図表6）。

近年の政治動向を考えれば、イタリアに政

治基盤の弱い連立政権が誕生すること自体は、皮肉なことにネガティブ・サプライズではない。また、予てユーロ圏からの離脱といった過激な主張を掲げていた「5つ星運動」や「北部同盟」も世論を反映してトーンダウンしている。それでも、各政党がそろって財政支出の拡大による国民生活の救済を掲げていることは、ユーロ圏で最悪の財政状況を考えた場合、財政リスクが一層高まるリスクは残る。加えて、連立協議に時間を要して政治的な空白が生ずれば、不良債権問題の処理や労働市場等の改革も遅延し、金融システムと潜在成長率の双方の面で長期金利の上昇に対する脆弱性を一層高める。年初来の株価の不安定化を受けて、グローバル投資家のリスク感応度も高まっているとすれば、選挙結果に対する市場の反応も予想外に大きくなるリスクは残る。

域外に関しては、米国の政策運営による影響が無視し得ない。米国の景気が税政改革の効果もあって一段と拡大すること自体は、世界経済への波及という二次的効果も含めてユーロ圏経済にもプラスである。それに伴ってFRBが利上げとバランスシートの削減を緩やかに継続することも、ファンダメンタルズに対し「ビハインド・ザ・カーブ」に陥らない限り、米国の金利水準を緩やかに押し上げ、ECBの金融政策の反作用としてのユーロ高を抑制する効果も期待される。

しかし、本年入り後の米国の長期金利上昇には、財政ファイナンスに対する懸念という

別な要因も作用している。米国の財政ファイナンスは約1 / 3を海外資金に依存しており、近年の景気拡張に伴って米国の家計と企業による国内貯蓄は低迷している。これに対し、ユーロ圏を含めて海外で開始される金融政策の「正常化」により、海外投資家にとっての米国債の魅力は利回りの面でも為替相場の面でも相対的に低下しやすい。一方、米国の財政赤字は高齢化による社会保障や医療の負担を主因に増加が見込まれていた上に、税政改革による今後10年間で1.5兆ドルに達する赤字の増加や、連邦債務の上限回避を巡る議会の調整を通じて生じた今後2年間に亘る3,000億ドルの追加的な財政支出、さらにトランプ政権が提出した2018年予算教書に盛り込まれた軍事費や移民関連費の増額が次々に明らかになっている。

これらの需給双方の要因を考慮すれば、大きく増発される米国債の消化に市場が徐々に不安になることにも合理性がある。そして米国の財政ファイナンスに対する懸念はドル安の裏返しとしてのユーロ高と米国発の長期金利の上昇圧力の波及という二つのルートを通じて、ユーロ圏の景気と物価に抑制方向の影響を与えることになる。

このような内外双方のリスクが顕在化しても、単発のリスクイベントに止まれば、ユーロ圏の金融経済の力強いモメンタムによってショックの影響を消化しうる可能性がある。しかしこれらの要因が厄介なのはともに長めのタイムスパンで影響し続ける可能性がある

点である。これに対してECBによる金融政策も、資産買入れの完全停止や利上げの開始について単に時期を先送りするといった微修正に止まらず、利上げやバランスシートの縮小のペースも含めて基本的な枠組みの見直しに繋がりうる。しかもそれは、世界景気のサイクルの下で、ECBによる金融政策の「正常化」（特に利上げ）が今回の局面でどこまで達成しうるかにも関係し、従って、ユーロ圏の次の景気後退に対するECBとしての金融緩和余力にも繋がる点で無視し得ない重要性を持つ。

欧州市場では、これから佳境を迎えるECBの正副総裁人事が政策に与える影響にも関心が高まりつつある。ドラギ総裁の任期満了まで1年以上あるが、正式手続き（欧州議会の同意により欧州理事会(各国首脳がメンバー)が任命)にも拘らず、実質的には域内主要国がポストを分け合う慣行のため、各関係国内での調整も含めて時間を要する作業である。しかも、その間には各国の首脳や政府関係者も様々なコメントを行うだけに、市場の注目も早いうちから高まりやすい。実際、2018年の5月に任期満了となるコンスタンシオ副総裁（ポルトガル出身）の後任については、スペインのラフォイ首相がデキンドス経済相を推薦する旨を表明し、予て候補とされてきたアイルランド銀行のレーン総裁が辞退する形で調整が図られたようだ。

ドラギ総裁の後任に関しても、現地では、ドイツのメルケル首相がブンデスバンクのバ

イトマン総裁を、フランスのマクロン大統領がフランス銀行のビルロードガロー総裁をと、各々自国の中央銀行総裁を推しているとされており、昨今の両国首脳によるユーロ圏の結束強化という基本方針の共有にも拘らず、この面では明確に対立していることが興味深い。

ECB総裁の人事に関しては、予てから、ドイツかフランスの出身者、ないし両国と関係の深い人物が交互に占める不文律があるとの見方が根強い。しかも、前回はフランス銀行出身のトリシェ前総裁の後任として、最有力と目されたブンデスバンク出身のウエーバー氏が実質的に辞退する事態を受けて、イタリア銀行出身のドラギ総裁が誕生した経緯がある。その意味でも、メルケル首相はドラギ総裁の後任をきちんと取りたいとの意向とみられる。

これに対しては、バイトマン氏がECBの政策理事会で資産買入れを含む金融緩和に反対的であっただけでなく、ドイツ自体が域内国の問題国に対する支援に批判的であった経緯を踏まえ、また、前回の際にドイツが自らチャンスを放棄した経緯も踏まえ、域内国にはドイツ出身者の総裁就任に難色を示す向きがあるようだ。また、ドイツ国内でメルケル首相の政治基盤が弱くなっている点を捉えて、本件に関するドイツの対外調整力に疑問を呈する向きもみられる。

こうした議論を反映して市場の関心はバイトマン氏の就任如何に向かっており、仮にそ

うなった場合は金融政策の「正常化」のペースが現在の想定よりも早くなるとの思惑がみられる。ただし、そうした推察はバイトマン氏のこれまでの言動を踏まえると合理的であるとしても、現実はそのままで単純ではないであろう。金融政策はECBでも合議によって決まるわけであり、ユーロ圏ないし欧州連合における経済政策との実質的な調整も考慮すれば、ドイツの意向だけで金融政策運営が規定されるとは考えにくい。

そもそもECBはユーロ圏の成立以前にブンデスバンクが構築した金融政策への信認を引き継ぐとの理念の下で設立されたにも拘らず、設立以来一度もドイツの出身者が総裁に就いていないというのも改めて考えると奇妙である。政策理事会内での先にみた金融政策を巡るスタンスの対立だけでなく、この点もドイツとECBとの関係を冷めたものにしていった面があろう。その意味では、ECBに対する信認を高める上でも、今回のチャンスを捉えて関係の正常化を図る選択肢を採ることも長い目でみれば悪くないように見える。

