小による

緩 和 継続を強調

極端なユーロ高を回

避

に回復をみせるまでは買入れ規模の拡大や買入れ期間をさらに延長する可能性の でドラギ総裁は、必要であれば、インフレ率がECBの物価目標である2%近辺 〇億ユーロから300億ユーロに半減することを決定した。定例理事会後の会見 産買入れプログラム(QE)を少なくとも来年9月まで延長し、現行の月額60 欧州中央銀行(ECB)は10月26日、定例理事会において今年12月終了予定の資 あるオープンエンド型(無期限延長)の措置であることを強調した。

> シニアエコノミスト ロンドンリサーチセンター長 大和総研



ト派色の強い •

入れ量の

「調整

•••••••

とを好感し、(決定の週初めに 国債利回りはそろって低下、ユ は上昇していた)独仏の10年物 の決定でハト派色が強かったこ にもかかわらず、発表直後から 買入れ額が半減されるとの発表 ユーロは下落した。市場は今回 金融市場では、QEの毎月の

ではなく「ダウンサイジング」 ョン」(調整)という表現を用 可能性を残す「キャリブレーシ 要に応じて買入れ延長や増額の QEの段階的な縮小を意味する 9月の定例理事会の議事録では、 ーロ圏の株式市場も上昇した。 ラギ総裁は、「テーパリング」 示していた。今回の会見でもド 「テーパリング」ではなく、必 (規模縮小) であることを強調 終了ありきではないことを

年9月にQEを停止する可能性 が遅くなることを示唆するアナ リット)の面からは、②利上げ た、QEを長く続ける目的 渇への対処 な理由は、①買入れ対象資産枯 心を誘ったといえよう。 はきわめて低いことも市場の安 E拡大という選択肢を掲げ、来 を警戒していたようだ。依然Q し、金融市場での過度の引締り 買入れ量半減を決定したおも ーとみられる。 **x** ま

ドイツ資産(QE対象は、国債 伴い金融市場が混乱し、実体経 機関債、CB、ABS、 の出資割合に応じた買入れでは 済に悪影響を及ぼすこと)の回 タントラム(金融政策の変更に ウンスメント効果(ユーロ高 ・地方債、政府系機関債、EU インフレ対策)、③テーパー・ ①の問題は、厳格なECBへ -などがあげられている。

が最も多く買われることになる。

ECBの量的緩和縮小の影響

債券発行が増加し問題は解消さ 33%以上の だけでなく、 りの規模の増額を示唆 ていた社債について、 と比較して買入れ余地が残され 連邦準備制度理事会 れると指摘している。 やかな出口戦略をとることで、 いて理事会では議論をしていな 総裁は、買入れ資産の構成につ 対処が求められていた。 変更など国債不足への根本的 でも買入れは可能だが、 れが懸念されていた。 することを制 枯渇の懸念払拭に努め いとした。そのうえで、 、の懸念もあり、 (issue limit) しかし、 ついては、 26日の会見でドラギ 国 [債をECBが保有 に抵触するおそ 定条件を満たす 限するル 買入れ条件の すでに17年上 F R B 今後かな また、米 地方債等 • より緩 流動性 ールル か

州の を示 とる目的 外からの投資がユーロ圏の 上昇し 対ドル ある。 少して いうECBの意図が見え隠 上昇をコントロ の障壁とされてきたユ と遅いペースでの出 RBや英BOEよりも、 市場関係者も多かった。 ることもユーロ高に拍 マクロン大統領の誕生で、 しても上 スフラン、 1 0 こともユーロ高に拍車をからの投資がユーロ圏の株からの投資がユーロ圏の株の政治リスクが後退し、海の政治リスクが後退し、海の政治リスクが後退し、海の政治リスクが後退し、海の政治リスクが後退し、海の政治リスクロン大統領の誕生で、欧 さらなる上昇を予想する 唆 高を抑制する手段が する発言を続 昇をみせている。 0 いるうえ、 たことがその背景に 英ポンドなどに対 トが最高水準まで 口は過去2年半で つに、 ールした 出 円やスイ がけてお П 戦 1 \Box 戦 略 11 口 ず

足邦債

賃)

の不足に陥る

の買入れ

~ 1

スでは来年早

回り条件を満たすドイ

半期からドラギ総裁は出口 [戦略

この を続け、 めないことで、 いた期間より長く資産買入れ を先送りすることを示唆した。 継続される可能性がある。 ドラギ総裁は、 ため買入れが19年前半ま .制し利上げに対する期 明確な終了期日を定 ユ 1 想定され 口 の Ĺ

〔図表1〕

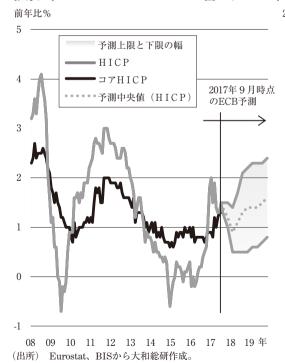
する。

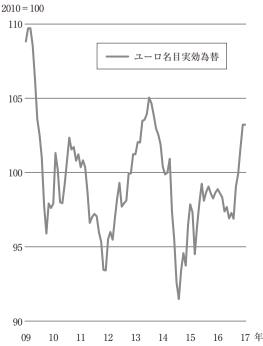
ح

の略

を

ユーロ圏のインフレ率と名目実行為替レートの推移





じめとするタカ派は早めの政策 を終了するまでに、市場 依然としてインフレ率が低いた 念していることも確かである。 デフレを引き起こす可能性を懸 輸入価格の低下により、 ドラギ総裁が、ユーロ高に伴う 金利の引上げを求めているが、 示した。ドイツ連銀関係者をは 続くことへのコミットメントを 係者に対しても、低金利が長く 同時に、ユーロ圏の各国中銀関 家)にその準備時間を与えると を怠らなかった。ECBがQE 和継続のフォワードガイダンス ジング」であることを強調、緩 リング」ではなく「ダウンサイ 会見でも前述のとおり「テーパ るとの示唆を繰り返し、今回の 例理事会で出口戦略の発表があ 総裁はすでに数カ月にわたり定 ンサスとなっている。 早くても19年半ばから20年にか の期間を経て利上げに踏みき さらに③については、ドラギ 買入れ終了後もあ É В 新たなコンセ 利上げは 深刻な る程

総裁は、

事前にユーロ圏経済の

頭と目されるワイトマン独連銀 とくに次期ECB総裁候補の筆 は4名の理事が反対したという。 限をオープンエンドにすること 可能性が高い。資産買入れの期

QEはすでに十分であり、

回復を遂げているが、この持続 がプラス成長するなど、 年間連続して実質GDP成長率 また、ユーロ圏経済は過去4 については賛否が分かれてい

[図表2]

たが、いまだ意見の相違は大き する可能性が高いと目されてい カ派が規模や期間について合意

いともいえる。

E開始以来、

初めてハト派とタ

た。理事会直前の報道では、 しても問題ない旨を指摘してい

Q

ユーロ圏経済を下支民間投資の回復基調 • • 圏経済を下支え • •

示したといえよう。

ドラギ総裁は理事会での議論

4年目に突入するQEを大

ユーロ圏の労働市場改革の概要

異議は、

かなり抑制されていた

テーパリングの進め方に関する めていると強調していた。ただ 半の理事がポジティブに受け止

国名	労働市場改革の概要(欧州債務危機以降)
スペイン	2012年2月に労働市場改革法施行。解雇規制緩和や賃金調整の柔軟化などによる労働コスト削減が企業競争力の向上に。
ポルトガル	雇用保護法の大幅改正により、労働市場の硬直化解消(解雇手当の対象日数の引下げ など)を図り、最低賃金を一時凍結。
イタリア	2012年のモンティ改革に続き、レンツィ政権下での"Jobs Act"により、解雇規制を緩和。 有期・派遣労働の利用を促進し、雇用率の向上へ。
ドイツ	ハルツ改革によりすでに労働コストは削減されていたが、非正規雇用、低賃金雇用の 増加が問題視され、2015年から法定最低賃金が導入された。
フランス	2016年8月制定の改正労働法により、労使合意による労働時間規制の緩和や解雇基準の明確化が導入された。

(出所) 各種報道資料から大和総研作成。

ECBの量的緩和縮小の影響

回復するのが遅れた原因とみな 資は長い間欠落していた要素で があげられる。ユーロ圏での投 投資が回復基調にあることなど 復している理由としては、民間 とみている。ユーロ圏経済が回 景気回復を遂げる可能性が高い 権の誕生や、 設備投資などは継続するとみら れ条件が多少悪化したとしても、 て)金利上昇により資金の借入 されている。 済指標からみても今後も順調な として政治的な火種は尽きない ルーニャ州独立問題など、依然 トリアで反移民を掲げる右派政 能性も懸念されている。オース 経済のモメンタムを抑制する可 株式市場の重石となり、 (ECBの出口戦略が進行 しかし、筆者は直近の各種経 急速なユーロ高は景況感や ユーロ危機以前の水準に スペインでのカタ 堅調な成長を受け マクロ

要因とされる。実施がほぼ困難間に、周辺国が構造改革を実現間に、周辺国が構造改革を実現を開ける。

人。 0万人までのぼっているという 域内で創出された雇用は約55 はない。ここ4年間で、 結びつつあるといっても過言で とみなされてきた労働市場 し、失業率の大幅な低下を実現 痛みを伴う労働市場改革を断行 の大幅改正に続き、スペインは に(民間・公共セクターとも している (注)。 (米国 耐えたことが、 ポルトガルの雇用保護法 は同期間に約400万 現在、 ユーロ 改革

ヤー 臨 時 ・ ・4%増)と好調を維持してお は前年比1・5%増(前期比0 のイタリアの実質GDP成長率 実際には雇用率の向上にも貢献 として撤廃には賛否があったが、 たこともあり、 の制度は非正規雇用を支えてい 支払いに利用されていたバウチ きい。イタリアでは17年3月に われたイタリアの景気回復への したとされる。 信頼感が高まっていることも大 ユーロ圏のボトルネックと への悪影響も限定される。 これが続けばユーロ圏加盟 制度が撤廃されている。こ パートタイム労働者への 痛みを伴う改革 17年第2四半期

復は目覚ましいも

ギリシャやアイルランド、キプ ている。 持続可能な経済成長を実現させ ったが、8年たった現在でも、 ロスでの改革は多大な痛みを伴 家の信頼回復に結実している。 安定性を確実なものにし、投資 行システムの修復と、ユーロの 厳しい緊縮財政が、破綻した銀 げられるだろう。数年にも及ぶ 進した緊縮財政政策の成功もあ めに独ショイブレ元財務相が推 機に直面し通貨ユーロを救うた きな反発もみられたが、 さらに、 加盟国によっては大 債務危

も再開されつつある。危機時に との登画をでに凌駕している。マクロ をすでに凌駕している。マクロ を政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 な政治リスクは後退し、財政統 の機運が再度高まるなか、欧 によって深刻 といる。 では米国に

の間は安泰といえよう。
ギ総裁への信頼とともに、当面
ギ総裁への信頼とともに、当面

(注)一方、ドイツでは、ハルツ改革が実施されるもととなった33年のシュレーダー改革の国内評価がいまでも分かれているという。就労促進に向けた規制緩和や失業給付の見直しなど、失業者の大幅減につながったという評価と、低賃金労働者を増やし、社会格差の拡大を呼んだという評価と、低賃金労働者を増やし、社会格差の拡大を呼んだという批判がある。日本では、この大規模な構造改革が欧州の「病人」を回復させた功績から、「これに学ぶべし」との論調が低い。

がの やすお

ナリスト協会検定会員。 13年4月から現職。日本証券アング部、資本市場調査部を経てング部、資本市場調査部を経ているがのである。 14年4月から現職。日本証券アルティングがのできる。