

2014年12月5日 全5頁

欧州金融見通し ECBは国債の量的緩和に踏み込まず

第1の矢（量的緩和）より第2の矢（財政出動）が課題か

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 34

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

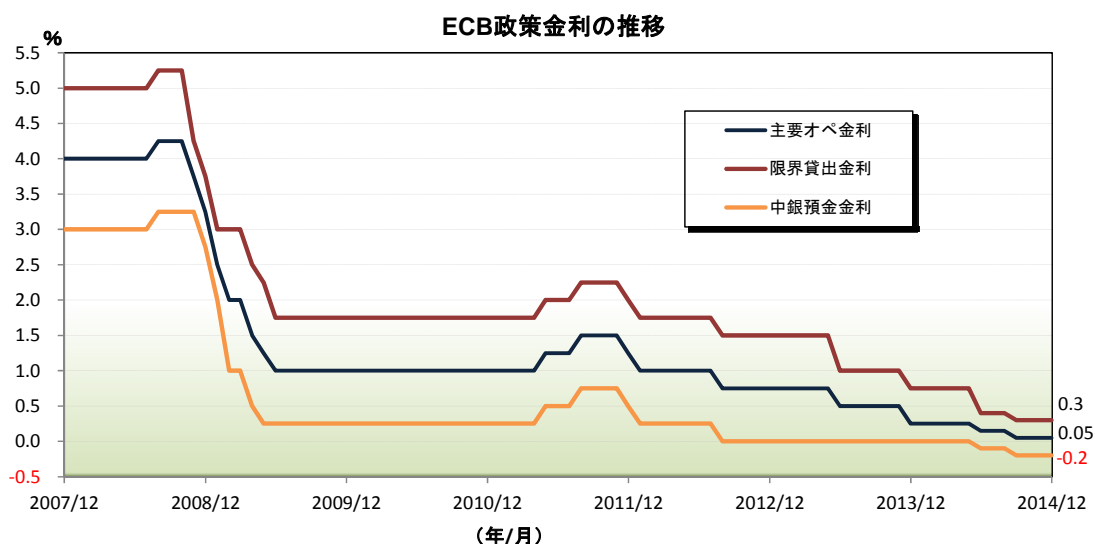
- 12月4日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。注目された社債・国債等の買い入れによる量的緩和の導入は、前回の理事会と同様先送りとなった。
- ドラギ総裁の会見では、量的緩和に慎重な姿勢を貫くその他の理事会メンバーとの確執が再燃した印象も残した。域内で量的緩和に対するコンセンサスが思うように取れないドラギ総裁の焦りと、手詰まり感だけが強調された格好だ。
- デフレ対策として、ECBの追加緩和の話題が先行しているが、金融緩和政策だけでは景気刺激策として限界がある。特に（アベノミクスで例えると）第2の矢である財政政策において各国の協調した動きが重要ともいえる。しかし欧州委員会内では、域内で政治的な決着をつけることが難しいことを理由に、財政統合等に関する議論は冷え切っており、既に統合自体を諦めている雰囲気すら漂わせている。
- 一方、詳細は未だ発表されていないが、欧州委員会内では、新しい統合のシンボルとして、資本市場同盟の創設が注目されている。資本市場同盟とは、ユンケル委員長就任前の声明（7月15日）でフォーカスする政策10分野の中にも含まれており、欧州の資本市場を統合し、域内へ投資資金等呼び込もうという政策である。

政策金利は据え置き、量的緩和も見送り

12月4日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。（図表1参照）。

注目された社債・国債等の買い入れによる量的緩和の導入は、前回の理事会と同様先送りとなった。ドラギ総裁は、9月以降に実施した一連の緩和策が十分かどうか見極めてから、来四半期の1月～3月に追加の措置を判断するとした。当初より、12月11日に予定されている第2回目のTLTROs（Targeted Long Term Refinancing Operations）入札が想定した金額に届かないことを確認した上で、量的緩和に踏み込むことが大方の予想であったため驚きは少なかった。しかしシティでは、（今回の理事会で）少なくともTLTROsの貸出促進案（期間の延長、資金用途の自由化等）の発表が期待されていたが踏み込む発言はなく、次回のTLTROsの申し込みが増加する見込みは薄いとの評価が先行しているといえよう。また、前回ドラギ総裁が会見の場で“追加の非伝統的金融政策の実施は、理事会メンバーが全会で一致している”と発言したが、今回の会見では一転して、“追加の金融政策の開始の決定については、非伝統的政策での全会一致は必要としない”と言及し、量的緩和に慎重な姿勢を貫くその他の理事会メンバーとの確執が再燃した印象も残した。域内で量的緩和に対するコンセンサスが思うように取れないドラギ総裁の焦りと、手詰まり感だけが強調された格好だ。

図表1 ECBの政策金利の推移、インフレ率、GDP見通しの変更



インフレ率(HICP)予想 (%)				実質GDP成長率予想(%)			
項目	2014年	2015年	2016年	項目	2014年	2015年	2016年
ECB予想(旧:2014年9月4日)	0.6	1.1	1.4	ECB予想(旧:2014年9月4日)	0.9	1.6	1.9
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2014年12月4日)	0.5	0.7	1.3	ECB予想(新:2014年12月4日)	0.8	1.0	1.5

(出所) ECBより大和総研作成

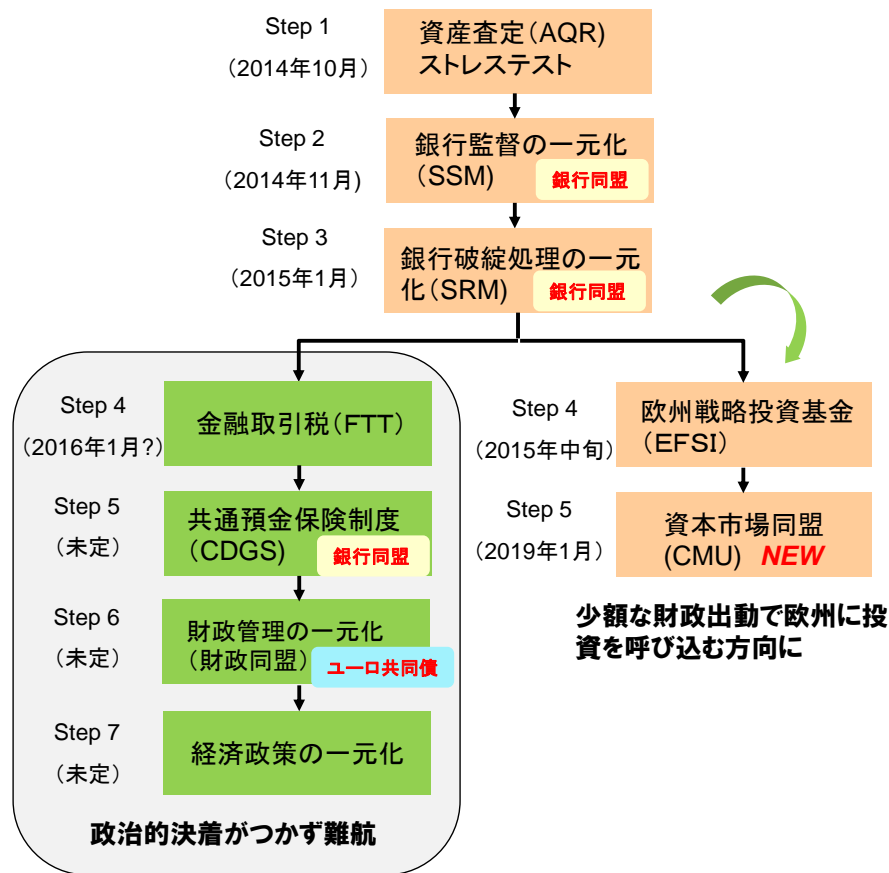
さらに ECB は、2014 年から 2016 年までのインフレ率および実質 GDP 成長率の見通しの下方修正も発表した。足元の 11 月のユーロ圏統合消費者物価指数 (HICP: Harmonized Index of Consumer Prices) の速報値が前年同月比 0.3% と、原油価格のさらなる下落を受けて 10 月の 0.4% から低下したことを受け、2014 年の予想を従来の前年比 0.6% から同 0.5% に、2015 年を前年比 1.1% から同 0.7% に、2016 年を前年比 1.4% から同 1.3% に引き下げた。さらに実質 GDP 成長率は、2014 年の予想を従来の前年比 0.9% から同 0.8% に、2015 年を前年比 1.6% から同 1.0% に、2016 年を前年比 1.9% から同 1.5% に引き下げている。

第 1 の矢（量的緩和）より第 2 の矢（財政出動）の方向性は？

デフレ対策として ECB の追加緩和の話題が先行しているが、金融緩和政策だけでは景気刺激策として限界がある。特に（アベノミクスで例えると）第 2 の矢である財政政策において各国の協調した動きが重要ともいえる。今般のユーロ圏では、南欧諸国から全域に波及したデフレ圧力を幅広い資産買い取りによる金融緩和策だけで対応しようとしているが、このままでは北欧州（特にドイツ）の資産価格浮揚が顕在化し、さらなる住宅バブルを引き起こす可能性もある。しかしながら、域内各国の多くは財政赤字の縮小（GDP 比 3% 内ルール等）を意識しすぎて機動的な財政出動が思うようにできていないのが現状であろう。フランス、イタリアに至っては財政収支改善の中期目標を先延ばしするなど、大規模な財政出動には程遠いのが現状といえる。このような状況であるからこそ、域内で統一された財政政策に対する期待も高い。しかし欧州債務危機時に、欧州統合深化の最終形として挙げられていた域内での財政統合やそれに伴うユーロ共同債の議論が欧州委員会内でトーンダウンしている模様だ。欧州委員会内では、域内の政治的な決着をつけることが難しいことを理由に、既に統合自体を諦めつつある雰囲気すら漂わせている（図表 2 参照）。

さらにこれは、その前の統合ステップとされていた、銀行同盟の第 3 の柱である共通預金保険制度 (CDGS: Common Deposit Guarantee System) や金融取引税 (FTT: Financial Transaction Tax) 等も同様であり、預金保険料の各国の負担分や、税率の不公平感から政治的な決着がつかず、難航（事実上ストップ）している様子が見えがえる。

図表2 EU統合の深化の現状と今後の方向性



(出所) 大和総研作成

明確な定義はまだないが期待値はだけは高い資本市場同盟

統一的な財政出動ができない欧州委員会が目指す、次なる欧州統合の深化の方向性として、ユンケル委員長が表明している「欧州戦略投資基金 (EFSI)」や、「資本市場同盟 (CMU: Capital Market Union)」といったフレームワークが挙げられる。「欧州戦略投資基金 (EFSI)」に関しては、11月26日に詳細が発表されており、欧州投資銀行 (EIB) が50億ユーロ、EU予算から160億ユーロを拠出し、インフラ投資などの信用保証を行うことにより、生保や年金基金といった機関投資家からの投資を期待するものである。ただし、(レバレッジを掛けることで)総額3,000億ユーロに近い金額の投資が促せるとの算定に関しては疑問視する声も多く、統合された財政がなく、限られた予算で行う景気刺激策への限界も感じられている。

一方、詳細は未だ発表されていないが、欧州委員会内では、新しい統合のシンボルとして、資本市場同盟の創設が注目されている。資本市場同盟とは、ユンケル委員長就任前の声明(7月15日)でフォーカスする政策10分野の中にも含まれており、欧州の資本市場を統合し、域内へ投資資金等を呼び込もうという政策である。ただし、あくまでも証券取引所の統合ではなく、税制優遇などを通じてより効率的な資金調達場を創設し、中小企業の資本調達コストを削減し、銀行融資に対する高い依存度も同時に低減するとしている。また、重要なのは銀行同盟のようにユーロ圏での統合でなく、(英国も含む)EU28カ国が対象となっていることだ。EU内での

資本市場で最も重要なシティをかかえる英国を含めることが、この政策の成功の成否を握るといっても過言ではない。欧州委員会の新体制において新設された資本市場同盟設立を目的としたセクション長（金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当）に任命されたのも英国人のジョナサン・ヒル氏であり、2019年までに同盟（Union）の設立が予定されている。ユンケル委員長は、資本市場同盟の詳細は2015年半ばまでに公表するとの声明を出しているが、銀行同盟のように新しい当局を設立して管理運営することとは異なるとのことである。欧州委員会内でも期待値だけは高い資本市場同盟が、過去の統合の失敗と同じ道を歩まぬよう、迅速かつ現実的なフレームワーク作りが重要ともいえるであろう。

（了）