

2017年10月25日 全7頁

想定よりもスローペースな ECB の出口戦略

足早に金融引き締めに向かう好対照な BOE

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 98

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]

- 次回 10 月 26 日の ECB 定例理事会では、2014 年 6 月から続けられてきた非伝統的金融政策の出口戦略の発表が確実視されている。注目は資産購入プログラム (QE) の規模と期間の変更である。9 月の定例理事会の議事録や、直近の ECB 理事の発言からは、2018 年の間は「少ない額で長く」のアプローチが取られる可能性が読み取れる。
- ユーロ圏経済は 17 四半期連続で実質 GDP 成長率が上昇するなど、著しい回復を遂げている。ユーロ圏経済が回復している理由としては、ECB の金融緩和策により、長期借入の金利が低下し、周縁国が構造改革を実施できたことなどが挙げられる。一方、ユーロ圏とは対照的に景気が伸び悩む英国は、足早に金融引き締めに向かっていく。経済が減速していく中で、借入コストを引き上げることを BOE がどのように正当化するのが注目の的になっている。

想定よりスローペースな出口戦略を模索する ECB

次回 10 月 26 日の ECB 定例理事会では、2014 年 6 月から続けられてきた非伝統的金融政策の出口戦略の発表が確実視されている。注目は資産購入プログラム（QE）の規模と期間の変更である。9 月の定例理事会の議事録¹や、直近の ECB 理事の発言から、2018 年の間は「少ない額で長く」のアプローチが取られる可能性が読み取れる。

これは、2018 年央までには QE が解除されるという、これまでの予想が覆されることを意味する（当初の見立ては、現在の買入れペースである毎月 600 億ユーロから 400 億ユーロに減額され 2018 年央に終了）。10 月の定例理事会では（QE 縮小が決定され）毎月 300 億～200 億ユーロまでにペースを落とすものの、年末を越えて、2019 年以降も買入れを続ける可能性が取り沙汰されている。

ECB の本意は、想定されていた期間より長く資産買入れを続け、明確な終了期日を定めないことで、通貨ユーロの上昇を抑制し利上げに対する期待を先送りすることにあるだろう。当日のドラギ総裁の発言では、QE が来年 12 月以降も続くことを示す“if necessary（必要であれば）”や、明確な期間を示す“beyond（～を越えて）”などのフレーズが使われるか、また利上げが行われる具体的なタイミングに言及するかが注目の的になっている。

スローペースな出口戦略の目的

QE を長く続ける目的（メリット）としては、①買入れ対象資産枯渇への対処、②利上げが遅くなることを示唆するアナウンスメント効果（ユーロ高・インフレ対策）、③テーパー・タレントラム²の回避、などが挙げられている。

①の問題は、厳格なキャピタル・キーに応じた買入れでは、ドイツ資産³が最も多く買われることになり、（現状のペースでは）来年早々に、最大の割合を占めるドイツ連邦債（国債）の不足が懸念されていたことにある。地方債等でも買入れは可能だが流動性への懸念もあり、国債不足への根本的な対処が求められていた。買入れペースを落とす代わりに、より緩やかな出口戦略を取ることで、債券発行が増加し問題は解消されるとしている。

また②については、既に 2017 年上半期からドラギ総裁が出口戦略を示唆する発言が続いており、ユーロ高を抑制する手段が減少していることがその背景にある。米 FRB や英 BOE よりも、ずっと遅いペースでの出口戦略を取る目的のひとつに、出口戦略の障壁とされてきた通貨ユーロの上昇をコントロールしたい意図が見え隠れする。ユーロは過去 2 年半で対ドルレートが最高水準まで上昇しているうえ、円やスイスフラン、英ポンドなどに対しても広範囲の上昇を見

¹ 9 月の議事録では、資産買入れプログラムの将来的なキャリブレーション（調整）における様々なシナリオのトレードオフについて議論。特に、そのペースと意図する期間について議論が集中したと記されている。資産買入れの段階的な縮小を意味する「テーパーリング」ではなく、必要に応じて買入れ延長や増額の可能性を残す「キャリブレーション」という表現を使っている。

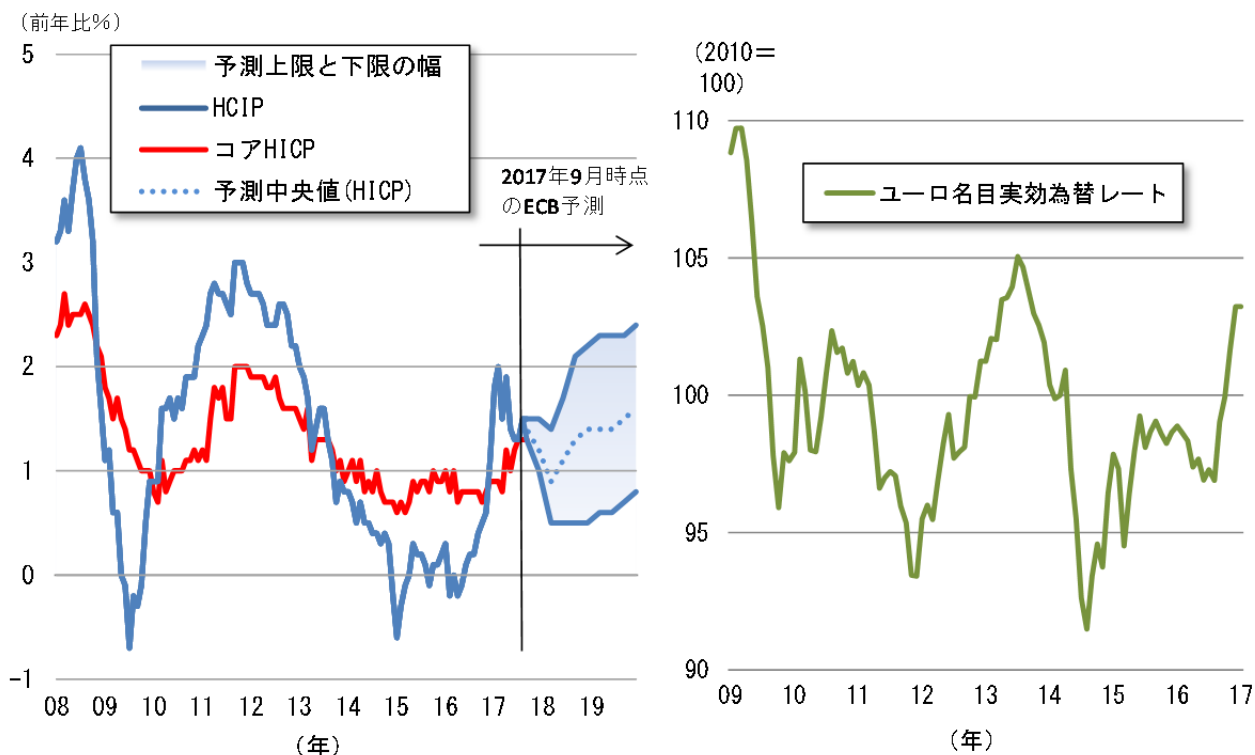
² 金融政策の変更にともない金融市場が混乱し、実態経済に悪影響を及ぼすことを示す。痲癩を意味する“temper tantrum”と量的緩和策の段階的縮小を意味する“taper”をかけた造語。2013 年に米連邦準備制度理事会（FRB）がテーパーリングを示唆したことで国際金融市場に大きな波乱を呼んだ際に生じた。

³ QE 対象は、国債・地方債、政府系機関債、EU 機関債、CB、ABS、社債。

せている。仏マクロン大統領の誕生で、欧州の政治リスクが後退し、海外からの投資がユーロ圏の株式・債券市場に流れ込んでいることもユーロ高に拍車を掛け、さらなる上昇を予想する市場関係者も多い。

さらに③では、ECB が QE を終了するまでに、市場（投資家）にその準備をするための時間を与えると同時に、ユーロ圏の各国中銀関係者に対して、低金利が長く続くことへのコミットメントを示すこととなる。特にドイツ中銀関係者などのタカ派は、早めの政策金利の引き上げを求めていることに注意する必要があるだろう。ただ、ユーロ高に伴う輸入価格の低下により、深刻なデフレを引き起こす可能性も懸念していることは確かである。依然としてインフレ率が低いいため、ドラギ総裁は、利上げにおける障壁がより高いことを明確に示す必要性が求められているといえよう。

図表 1 ユーロ圏のインフレ率と名目実効為替レート推移



(出所) Eurostat, BIS より大和総研作成

ユーロ圏が順調な景気回復を遂げた要因は？

ユーロ圏経済は過去 4 年間連続して実質 GDP 成長率がプラス成長するなど、著しい回復を遂げている。直近の各種経済指標からみても今後も順調な景気回復を遂げる可能性が高い。

ユーロ圏経済が回復している理由としては、民間投資が回復基調にあることなどが挙げられる。ユーロ圏での投資は長い間欠落していた要素であり、ユーロ危機以前の水準に回復するのが遅れた原因とみなされている。堅調な成長を受け、(ECB の出口戦略が進行して) 金利上昇により資金の借入条件が多少悪化したとしても、設備投資などは継続するとみられている。

また ECB の金融緩和により、長期借入金利が低下している間に、周縁国は構造改革を実現す

るまでの時間が稼げたことも大きな要因とされる。実施困難とみなされてきた労働市場改革に（民間・公共セクターともに）耐えたことが、現在、実を結びつつあるといっても過言ではない。ここ4年間で、ユーロ域内で創出された雇用は約550万人まで上っているという（米国は同期間に約400万人）。ポルトガルの雇用保護法の大幅改正に続き、スペインは痛みを伴う労働市場改革を断行し、失業率の大幅な低下を実現している⁴。ユーロ圏のボトルネックといわれたイタリアの景気回復への信頼感が高まっていることも大きい。イタリアでは2017年3月に臨時・パートタイム労働者への支払いに利用されていたバウチャー制度が撤廃されている。当該制度は、非正規雇用を支えていたこともあり、痛みを伴う改革として撤廃の賛否はあったが、実際には雇用率の向上にも貢献されたとしている。2017年第2四半期のイタリアの実質GDP成長率は前年比+1.5%（前期比+0.4%）と好調を維持しており、これが続けばユーロ圏加盟国への悪影響も限定される。ECBとの粘り強い交渉により、不良債権処理で苦しむ3銀行を救済したことも回復に大きく寄与したといわれており、ジェンティローニ内閣にとっては朗報といえよう。

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

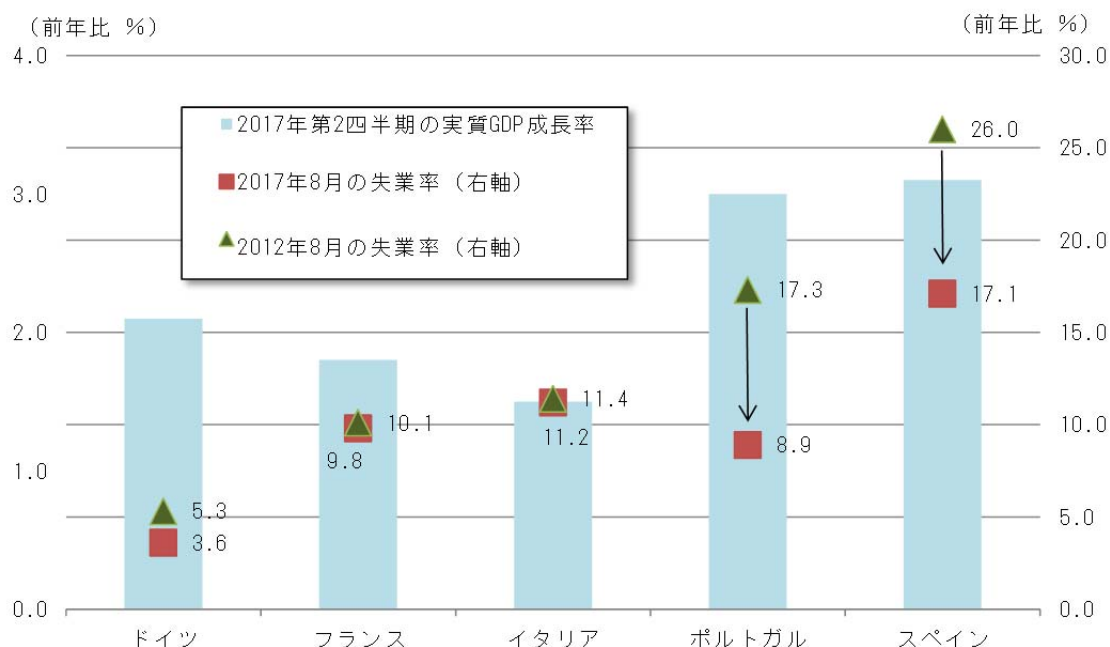
⁴ 労働市場の柔軟性を獲得した代表的な成功例はドイツのハルツ改革とされるが、それによる弊害も指摘されている。ハルツ改革が実施される基となった、2003年のシュレーダー改革はドイツ国内ではいまでも評価が分かれているという。就労促進に向けた規制緩和や失業給付の見直しなど、失業者の早期職場復帰を促す強化策が失業者の大幅減につながったという評価と、低賃金労働者を増やし、社会格差の拡大を呼んだという批判もある。シュレーダー政権下で行われた大規模な構造改革は、日本では欧州の「病人」を回復させた功績からこれに学ぶべきとの論調が強い。

図表2 ユーロ圏の労働市場改革の概要

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	雇用保護法の大規模改正により、労働市場の硬直化解消（解雇手当の対象日数を引き下げなど）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、解雇規制の緩和。有期・派遣労働の利用を促進し、雇用率の向上へ。
ドイツ	ハルツ改革により既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年より法定最低賃金が導入。
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）各種報道資料より大和総研作成

図表3 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と失業率の推移



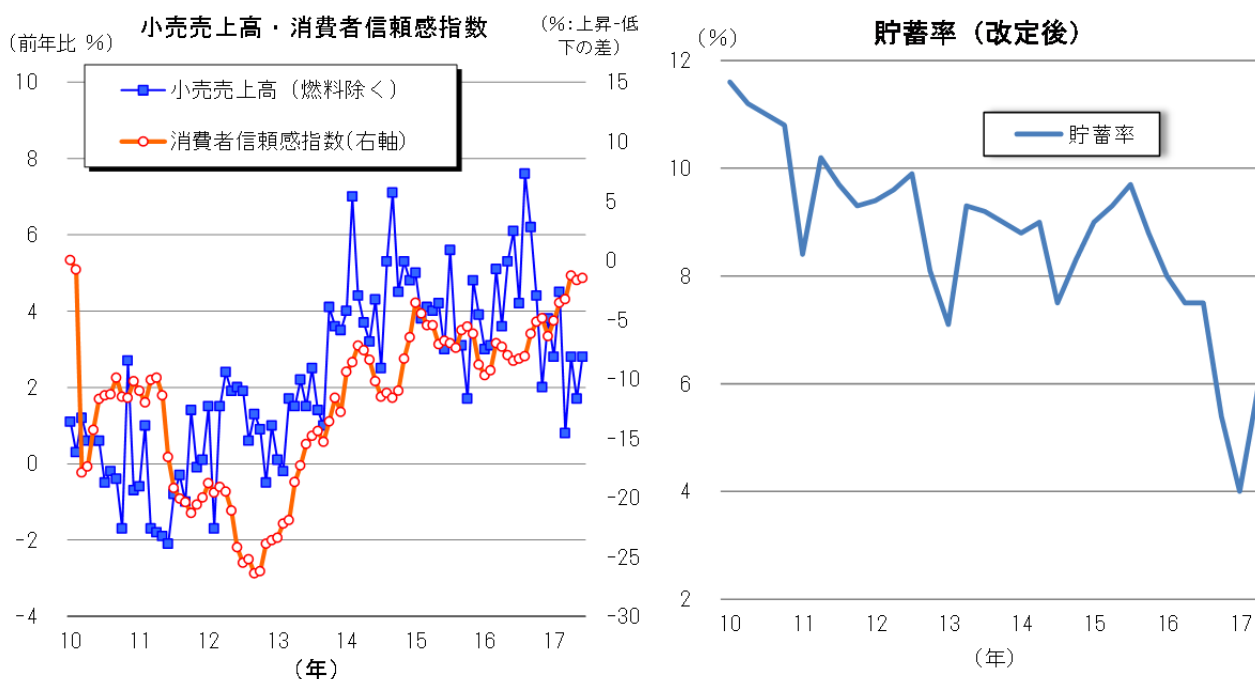
足早に金融引き締めに向かう好対照な英国中央銀行（BOE）

一方、ユーロ圏とは対照的に景気が伸び悩む英国では、足早に金融引き締めに向かっている。BOE のカーニー総裁は、前回の金融政策委員会（MPC）で、今後数ヶ月以内での利上げの可能性

を示唆した。次回 11 月 2 日の MPC で、10 年振りとなる利上げを断行し、金融政策の引き締めに踏み切るかが注目されている。

市場関係者は早期利上げの可能性が濃厚とみているが、その一因として、想定以上に堅調な家計消費が挙げられる。2016 年の国民投票以降、実質賃金の低下が続く中、8 月の非食品価格の上昇率が 25 年来の高水準に達したことで、エコノミストの多くは消費支出の減少を予想した。しかし、8 月の小売売上高は前年比+2.8%と（海外観光客のインバウンド消費も重なり）、またしても上向き始めている。その背景には、前年比+9.8%と二桁近く増加した 8 月の消費者債務などに示されるような、消費者の依然として旺盛な借入意欲がある。また 6 月に英国統計局が発表した第 1 四半期の（家計の可処分所得に対する貯蓄余力を示す）貯蓄率に誤りがあったことが判明、50 年来の低水準と発表された 1.7%ではなく、3.8%に修正された（さらに 10 月に 4.0%にまで改定）。若干ながら消費の拡大余地が残されていたことも、利上げに踏み切る判断材料とみられている。

図表 4 英国の小売売上高・消費者信頼感指数（左）と貯蓄率（右）



(出所) 英国統計局より大和総研作成

ただしブレグジットを巡る不確実性や、メイ首相降ろしを画策するジョンソン外相をはじめ、閣僚内の争いなど政治的懸念も重なり、英国経済の見通しは良くない。英国統計局は 2017 年の第 2 四半期の実質 GDP 成長率（前年同期比）を+1.7%から+1.5%に下方修正している（2016 年第 3 四半期以来の低水準）。ネーションワイドによると 2017 年第 3 四半期のロンドン住宅価格も、前年比マイナス 0.6%と金融危機以降初めて下落に転じ、経済の伸び悩みをさらに印象付けている。経済成長率の悪化は、対ドル、対ユーロともにポンド安を誘発している。通貨安に伴い輸入物価は上昇、衣料品や食料品価格が上がり、8 月のインフレ率は前年比+2.9%の上昇を記録した。エコノミストの大半は、政策金利を 0.25%から 0.50%に引き上げることを確

実視しているが、経済が減速していく中で、借入コストを引き上げることを BOE がどのように正当化するのが注目の的になっている。

ユーロ圏にリスクシナリオはあるのか？

もたつく英国の景気回復に対し、ユーロ圏の景気回復は広範な国やセクターに広がり、軌道に乗りつつある。ユーロ圏の景気回復は米国に匹敵するペースであり、一人あたりの GDP 拡大ペースでは米国を既に凌駕している。ドラギ総裁は欧州議会の公聴会の場で、「ユーロ圏経済の拡大は堅調で、地域・セクターともに広範なものである」と発言するなど、その順調さが窺えるだろう。次回の ECB 定例理事会でも、QE 開始以来初めて（理事会内で）ハト派とタカ派が出口戦略の規模や期間について合意する可能性が高く、ユーロ圏経済の堅調さを象徴するイベントになるともいえよう。ただこの景気が続くのかについては未だ賛否が分かれる。特に景気回復は目覚ましいものの、急速なユーロ高は景況感や株式市場の重しとなり、マクロ経済のモメンタムを抑制する可能性も懸念されている。このためドラギ総裁の出口戦略の舵取りに対する、市場関係者の注目度はことさら高い。

しかしながら景気の伸び悩みや政治的な不安定さにもかかわらず出口戦略に向かう BOE に対して、ドラギ総裁は相当に優位な立場にあることは確かだ。政治リスクの後退を受け、統合に向けた機運が再度高まる中、欧州委員会内では財政統合に向けた準備も再開されつつある。危機時には解体の可能性すら囁かれた通貨ユーロへの信認は、ドラギ総裁への信頼とともに、当面の間は安泰といえるかもしれない。

(了)