



ユーロ圏景気と金融政策について

調査研究部 木下 茂

○欧州内でも拡大した経常収支不均衡

今回の金融危機に先立つ世界的な景気拡大局面の背景的構図として、持続不可能なグローバルインバランス（経常収支不均衡）の拡大がしばしば指摘されるが、これは欧州圏内各国間においても当てはまる（第1図）。貯蓄不足国においては経常収支赤字のファイナンスを経常収支黒字国からの資金流入で賄うことにより高成長を実現、結果として一部の諸国において資産価格バブルの生成を招くことにもなった。

○一元的な金融政策が圏内高インフレ国で行き過ぎた緩和環境を醸成

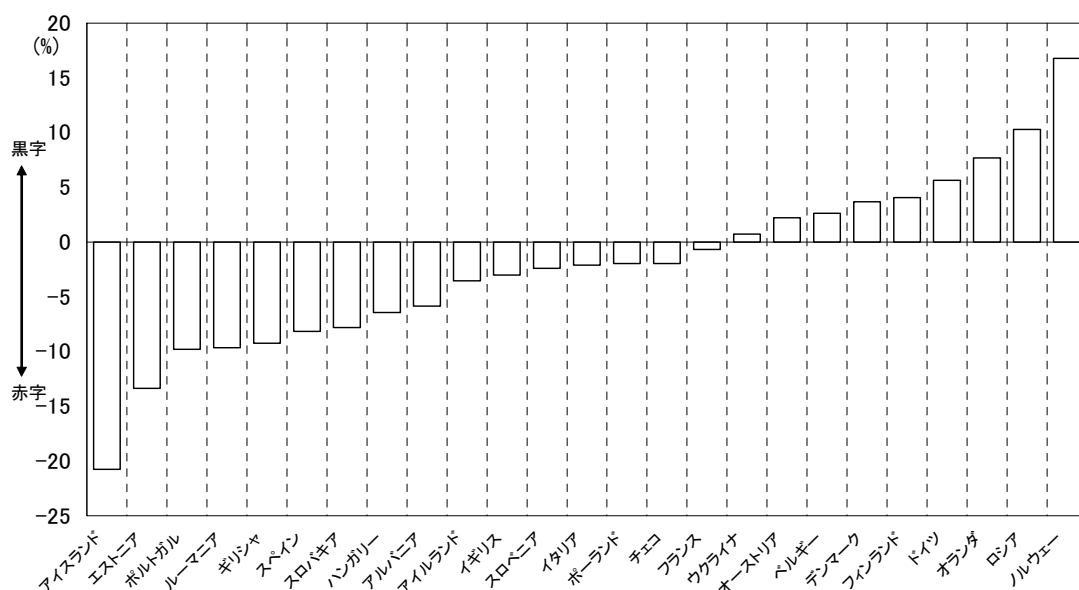
ユーロ圏においてこうした状況の遠因とな

ったのは、前回景気停滞期において創出された緩和的な金融環境であると思われる。圏内の金融政策はECBによって統一的に行われているが、圏内各国のインフレ率には依然として格差が残っているため、1本の政策金利では国によって実質金利水準においても差が生じる。

具体的には、経済規模の大きいドイツやフランスなどの景気実勢に政策金利を合わせた場合、これらの国に比べてインフレ率が高い一部周辺国にとっては実質金利が低くなる。このことが、当該国にとって実力以上の高成長やバブルを生み出しやすい環境を醸成してしまうことになる。

実際、前回金融緩和時の実質政策金利とそ

（第1図）欧州地域各国の経常収支（対名目GDP比率）比較（2005～06年平均）



（注）IMF World Economic Outlook のデータより作成



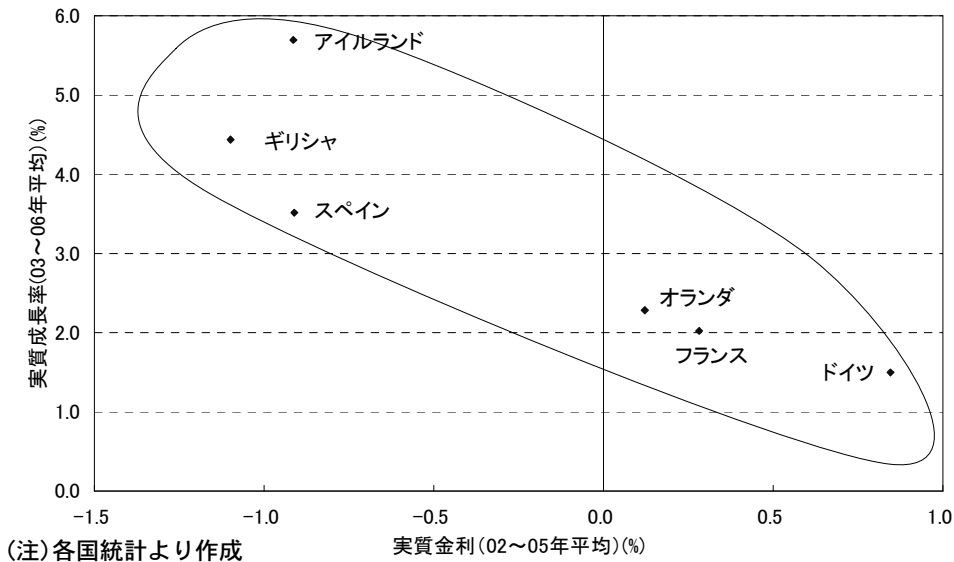
の後の成長率の関係をみると、実質金利が低かった国は概ね高成長を実現した一方、実質金利が高かった国は成長率が比較的低めにとどまったという関係が観察される（第2図）。

ー1.5%となったが、月次統計で見える限り年明け以降も経済活動の落ち込みは続いている。これに伴い需給ギャップもマイナス方向に大きく拡大しているが、足元のGDPギャップ拡大は概ね3四半期後のインフレ率に影響を与える関係があることから、ユーロ圏のインフレ率は今年後半にかけて一段と低下する可能性が高い（第3図）。

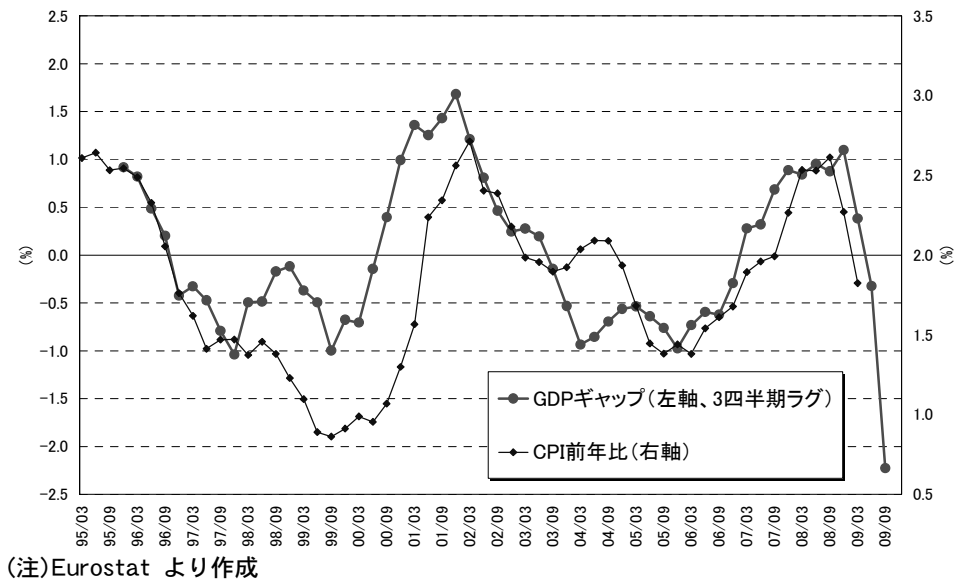
○足元依然厳しいユーロ圏景気

さて、足元のユーロ圏景気は依然厳しい状況にある。10～12月期の実質成長率は前期比

（第2図）実質政策金利と成長率の関係



（第3図）ユーロ圏GDPギャップとインフレ率の推移





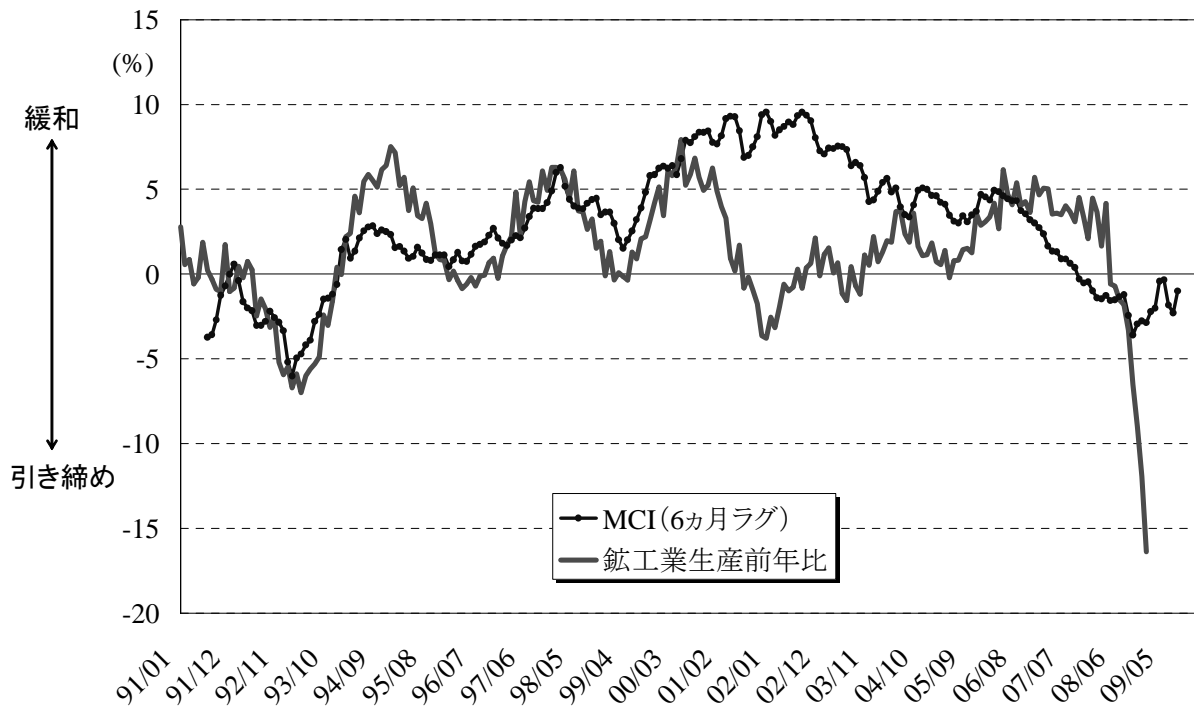
○総合的な金融緩和の程度は不十分

こうした状況下、ユーロ圏の金融環境が現在の景気の落ち込みに見合って十分に緩和的かどうかをMCI（金融環境指数）によって確認してみよう。同指数は実質金利と実質為替レート合成指標であり、金利だけでなく為替も含めた金融環境の緩和・引き締め度合いを計るものである。ユーロ圏ではこの

MCIが景気に半年程度先行するという経験則がある（第4図）。

直近のMCIの推移をみると、方向性としては引き締めから緩和へ向かっているものの、緩和の程度は弱いものにとどまっており、昨秋以降の急激な景気の落ち込みを考慮すれば金融緩和は不十分といえる。MCIでみた緩和度合いが十分でないのは、ひとつにはユーロ

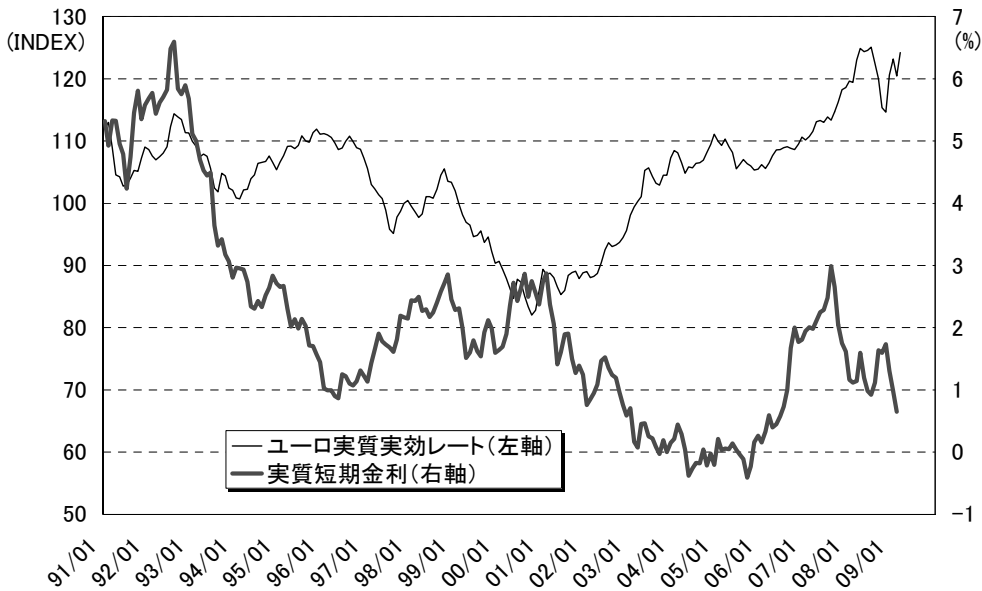
（第4図）ユーロ圏MCIと鉱工業生産の推移



(注)Eurostat, ECB 資料より作成



(第5図) ユーロ圏実質実効レートとユーロ圏実質短期金利の推移



(注)Eurostat, ECB 資料により作成

相場が高止まりしているからである(第5図)。また、今回の金融危機では銀行部門の融資態度の慎重化が問題となっているが、こうした資金の目詰まりは上述のMCIには反映されない。実態的な金融環境はMCIが示すよりもさらに緩和不足気味と言えそうである。

○慎重なECBの緩和スタンスは景気にとってリスク要因

こうした状況に対し、ECBは慎重な緩和スタンスを崩していない。ECBは4月2日の定例理事会において政策金利を0.25%引き下げて1.25%としたが、これは事前予想の引き下げ幅(0.5%)に比べ小幅であった。トリシェ総裁やその他の理事のコメントからはここからの大幅な利下げには抵抗感を持っている様子が窺え、政策金利の下限を1%と想定している模様である。政策金利の下限をこのように硬直的に設定した場合、今後もインフレ率の低下が続く見通しの下では実質金利の上昇

を招き、将来的に金融政策の効果が阻害されることが懸念される。

仮にこうしたECBの消極的な金融緩和スタンスの理由が、前回緩和時の行き過ぎに対する反省によるものであるとすれば、これは先行きのユーロ圏景気にとってオーバーキル要因となる。トリシェ総裁は「非標準的手段については5月に詳細を公表する」と述べ、非伝統的手段にも踏み込む構えを示唆しているものの、現状の深刻な景気後退に照らせば、本来なら迅速に積極的な緩和政策を打ち出す必要があるように思われる。

財政面では各国とも相当規模の景気刺激策を策定していることから相応の効果が期待できるものの、金融政策の積極性の欠如がユーロ圏景気の停滞を長引かせるリスクがあることには注意を要する。