

## ユーロ圏の金融政策運営

三菱 UFJ 証券(株) 経済調査部 矢口 満

当パートでは、ユーロ圏の中央銀行である ECB（欧州中銀）の金融政策運営について、金融市場参加者の視点を交えながら論じたい。

### 1. 背後のマクロ経済動向の特徴

2005 年後半からのユーロ圏の景気拡大は、需要面の要因（新興国の資本財需要増加）と供給面の要因（ドイツ製造業の価格競争力改善）の双方に起因する。ECB は潜在成長率の改善は小幅にとどまるとの認識であり、今のところ需要面の要因が相対的に重要といえる。

資産価格として、まず株価をみると、ユーロ圏では昨年より株高が顕著である。その背景は①企業収益の改善期待、②M&A ブーム、であるが、②は（マクロ経済上の）供給面の要因とは必ずしも関係が強くないと思われる。ECB が現在注視している資産価格は、株価よりも住宅価格である。近年みられた住宅ブームは、供給面の要因よりも需要面の要因（金融緩和に伴う過剰流動性）によって生じたとみられる。

### 2. 現在の政策運営と予想形成・市場との対話

(i) ECB は中長期的な物価安定を目標とし、安定した消費者物価上昇率を「2%に近く、2%を下回る」と定義している。政策運営は①経済分析（多数のデータに基づく物価予想）と②マネー分析（マネーサプライや銀行貸出の伸び率の分析）という 2 本柱に基づく。

(ii) ECB は金融政策決定会合の直後に総裁記者会見を開催するが、議事録や票決は公開しない。最大の特徴は、総裁記者会見にて金融市場の期待形成を事実上誘導する点。具体的には、①会見の導入声明に「強い警戒」などのキーワードを盛り込む、②時として質疑応答において市場の期待を是認する。2005 年 12 月以来の利上げ局面が終盤に近付く中で、こうした誘導が今後も適切に機能するか否かが注目される。

### 3. 今後の課題（インフレ目標政策、資産価格動向など）

インフレ目標政策の導入には、①ユーロ圏経済における金融政策の波及メカニズムが完全に把握されていない、②物価上昇率の精緻な予想が難しい（とくに 1 年半ないし 2 年以上先の中長期において）、といった障害がある。このため ECB では、マネー分析の併用が望ましいという考え方が根強い。

資産価格の上昇に対しては「向かい風に身体を傾ける」ように事前に対処すべきであり、資産価格監視の一助として過剰流動性を把握するマネー分析が有用、というのが ECB の立場。ただし、資産価格上昇率の安定を金融政策の直接的な目標に据えるべき、とまでは考えていない。