

ユーロ圏経済の構造に即した金融政策の運営と展望

野村総合研究所 井上哲也

<報告要旨>

リーマンショックからコロナ感染の拡大前までを通してみれば、ECBは資金供給オペやクレジット資産の買入れを常用したのに対し、国債買入れによる「量的緩和」の登場は後半局面であった。ユーロ圏に生じた金融面のストレスや政策の波及メカニズムの特徴だけでなく、域内主要国の政治思想を反映したものであるが、ECBによる「非伝統的政策」の日米との比較を含めた評価の際に注目すべき点である。

コロナ後のECBは、金融市場の安定の維持、企業や家計への与信の維持、景気や物価の回復の支援という三つの課題に順次直面してきた。最初の課題に国債等の大規模な資産買入れを割り当てたことは、日米との連携を含めて効果を発揮した一方、第三の課題にも「転用」する戦略は、理事会内の意見調整に加えて市場との対話に課題がみられる。一方、二番目の課題には従前と同じく貸出支援策を適用したが、最終的評価は域内国政府による債務保証等が終了した後の銀行と借り手の状況如何による。

コロナ抑制策が厳格であっただけに、ユーロ圏経済の回復は米国より遅延することに加えて、結局は「低成長・低インフレ」という構造に戻るだけだとすれば、ECBにとって金融政策の「正常化」は引き続き困難であり、資産買入れの停止は実現できても、政策金利の引上げの早い段階で次の景気後退に直面する可能性は小さくない。一方で、いわゆる「復興基金(NGEU)」のような欧州レベルでの財政協調が徐々に定着するのであれば、ECBを悩ませてきた域内格差に基づく金融経済のストレスの再発リスクは低下しうる。

こうした環境下でECBには様々な新たな判断が求められる。政策目標に関しては、ユーロ圏の構造インフレ率が1%程度とみられる中で、2%目標の時間的視野や優先度をどう位置づけるかは一段と重要である。その際には、金融政策の発動余地の確保と資産価格インフレのリスクとのトレードオフや、ユーロ圏の分権的な監督体制の下でのマクロプルーデンス政策との連携といった点がポイントとなる。

政策運営の点では、財政との新たなポリシーミックスのあり方も重要となる。例えば、欧州レベルでの裁量的な財政政策の下では、EU統一債の買入れとそのイールドカーブに対する働きかけといった可能性が展望される一方、ECBが多用してきた貸出支援策のようなミクロ対策と域内国政府による個々の状況に応じた金融支援策との役割分担の見直しといった点がポイントとなりうる。