

## 残されたユーロ

経済調査部 鳶峰 義清

### 政策金利未だ2%

ECB（欧州中央銀行）は2月5日開催されたECB理事会で、政策金利を2%に据え置くことを決定した。昨秋の金融市場混乱以降、4ヶ月連続で利下げを実施してきたが、今回はこれまでの利下げの効果を見極めるとした。一方で、ユーロ圏内の景気は急速に悪化していることから、次回理事会（3月開催）では、市場が予想している程度（▲50bp）の利下げを実施する可能性を否定しなかった。

ユーロ圏の実質GDP成長率は昨年4-6月期から2四半期連続でのマイナス成長を記録しており、景気後退局面に入っている。ただし、域内最大の経済大国であるドイツの失業率は1月に急上昇したとはいえ、これまでは低水準を保っており、比較的労働需給がタイトな中で利下げを急ぐことによって期待インフレ率を押し上げたくない——というECBのインフレ警戒感が連続的な利下げを躊躇させていると考えられる。

### 住宅問題の解決遅れるリスク

しかし、米国と同様にユーロ圏でも複数の国で住宅バブルが崩壊、住宅価格が下落に転じている。2008年には、ユーロ圏ばかりでなく、欧州全域で住宅価格は下落していると見込まれる。これに伴い、逆資産効果が消費や投資を抑制しているうえ、金融機関は深刻な不良債権問題に苦しんでいる。

このような状況を改善させるためには、何よりも金利水準を引き下げることが必要となる。したがって、ECBが利下げに消極的な足元の状況が続けば、その分だけ住宅市場の回復も遅れることになる。欧州各国は、金融機関救済のために資本注入などを行っているものの、不良

債権をバランスシートから切り離すような対策は行われていない。このため、金利低下の遅れは、金融機関の業況改善の遅れにもつながることになる。

### いずれ超低金利政策を執らざるを得なくなる

米国の政策金利が0~0.25%、日本が0.1%、イギリスが1.0%となっていることと比較すれば、ユーロ圏の政策金利は主要国のなかで最も高いといえる。

しかし、経済の実状を勘案すれば、これはユーロ圏景気の回復の遅れに繋がるだけだ。最終的には政策対応が遅れた分だけ景気の回復が遅れるため、より緩和的な、あるいは景気刺激的な政策を求められるリスクがある。内外のエコノミストの中には、ECBは年末までに政策金利を1%にまで引き下げる必要があるという見方があるが、それでも足りないかもしれない。住宅市場の動向を勘案すれば、少なくとも物価上昇率を差し引いた実質政策金利をゼロ以下にまで引き下げる必要がある。原油価格の安定傾向が続くとすれば、年内にはユーロ圏の消費者物価上昇率は1%を割り込む公算が大きいだが、そうなれば政策金利も1%未満にまで引き下げる必要が出てくる。

このように、一段の利下げを迫られるとなれば、その影響は為替市場にもっとも強く出ることとなる。特に、年後半には景気対策の効果もあって米景気が回復に転じ始めると見られているが、そうなるとユーロ圏の対策の遅れと景気の低迷リスクに市場の注目が集まることになる。したがって、ユーロ相場にはまだまだ下落余地が大きいと考えられる。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）