

海外経済 ～量的緩和と欧州中銀の苦悩～

経済調査部 田中 理

ユーロ圏ならではの苦悩も

債務危機の後遺症に苦しむ欧州経済をデフレの脅威が襲っている。長引く景気停滞に原油安の影響も加わり、ユーロ圏の消費者物価は約5年振りにマイナス圏に転落した。当面はプラス圏への浮上が望めず、人々の間でデフレマインド（物価の先安感）が定着する危険性が高まっている。ひとたびデフレに陥れば、そこから抜け出すのがいかに難しいかは日本の経験が物語る通りだ。危機感を強めた欧州中央銀行（ECB）は、国債など大量の資産を中銀が購入することで、経済にお金を供給する量的緩和策（QE）の開始を決定した。

国債購入の開始は既に欧州の金利や為替相場に織り込まれているとの見方もあったが、ドラギ総裁による巧みなサプライズ演出や今後の緩和継続への期待感もあり、金融市場では一段の金利低下やユーロ安が進んでいる。1月末には、債務危機の発端となったギリシャで緊縮見直しを求める政権が誕生した。支援打ち切りによる債務不履行（デフォルト）懸念やユーロ圏からの離脱リスクが浮上したことも、ユーロ売りに拍車を掛けている。

経済構造も財政状況も異なる19ヶ国が同居するユーロ圏での国債購入は、既に量的緩和を開始している日本や米国にはない難しさを抱えている。各国によって金融緩和を必要としている度合いが区々なうえ、ドイツを筆頭に最上位の国債格付けを持つ国から、ギリシャなど投資適格を満たさない国まで、各国の信用力には大きな差がある。大規模な国債購入を開始すれば、財政再建途上にある南欧諸国の改革後退を招くのではないかと、北欧諸国からは不安の声も聞かれる。各国の国債をどのような割合で購入するか、投資適格外なうえ、反緊縮を掲げる政権発足で今後の財政運営が不安視されるギリシャの国債を買入れ対象に加えるかなど、導入に当たって検討すべき課題が噴出した。

効果を疑問視する声も

今回の量的緩和策では、低格付け国債の購入による損失発生リスクへの不安を和らげるため、購入の8割はECB傘下のユーロ圏各国中銀の責任で購入する。例えば、ギリシャ国債を主に買うのはギリシャ中銀で、損失発生時にはギリシャ中銀が責任を負う。残りの2割はECBの責任で購入し、損失発生時には傘下の各国中銀が（経済規模に準じる）ECBの資本金の拠出割合に応じて損失を分担する。さらに、ギリシャ国債については、ギリシャの新政権が改革を履行するかどうかを見極めたうえで、買入れの開始を決定する。

ECBによる量的緩和の効果をどうみるか。金利低下が企業の投資活動や家計の住宅購入を刺激し、それに呼応して銀行貸出が増加することが期待されるほか、通貨安による輸出拡大や輸入物価の上昇を通じて、景気や物価の押し上げに働くことが予想される。この他に、ECB内部の反対派を押し切って国債購入に踏み出し、デフレ入りを阻止する不退転の決意を示したことで、家計や企業の期待に働き掛ける波及経路も考えられよう。

ただ、欧州諸国の国債利回りは既に歴史的な低水準にあるうえ、間接金融が中心のユーロ圏での量的緩和の効果を疑問視する声もある。確かに、ECBの量的緩和策は、財政ファイナンスを禁止する欧州連合条約との兼ね合いで、ドイツなど信用力の高い国債を大量に購入する必要がある。同額の資産買入れを行うにしても、高利回り資産に的を絞ったものと比べて効果が小さくなる。

待望論のあった国債QEの開始でも、景気や物価の浮揚につながらなければ、欧州もいよいよ日本同様に長期停滞やデフレに陥る恐れが現実味を帯びてくる。“切り札”を投入した今、欧州が本格デフレを回避できるか、試練の時を迎えている。

たなか おさむ（主席エコノミスト）