

金融緩和に転じた欧州中央銀行 ～ユーロ圏の金融政策とユーロ～ (ユーロ圏)

フランクフルト事務所

欧州中央銀行 (European Central Bank (ECB) ; ドイツ・フランクフルト所在) が、ユーロ圏における統一的な金融政策を99年1月1日より開始して3年余りが経過した。

2001年はECBにとって金融緩和の年であった。5月以降4回にわたって計1.50ポイントの政策金利の引き下げを行った。(図1)。これは、ドイツ経済をはじめとするユーロ圏経済の停滞、ユーロ圏経済の停滞を背景とした消費者物価上昇率の低下、および2001年9月11日の米国テロ事件などによる金融市場の不安定性の高まり、といったユーロ圏経済の状況を背景とするものである。

また、2002年1月1日には、ユーロ現金通貨が導入された。ECBおよびユーロ圏各国中央銀行はユーロ紙幣・硬貨の物理的な流通を開始すべく入念な準備を進めてきたが、この物流計画が実行に移された。これにより、92年2月のマーストリヒト条約が規定した欧州の経済通貨統合のプロセスが、現在ユーロ圏を構成する12カ国において完了したことになる。

本レポートは、ECBの金融政策の目的・戦略について概説し、2001年の金融政策を振り返るとともに、ユーロ現金通貨の導入およびユーロの為替相場の動向を分析し、ユーロ圏経済の今後の見通しおよび今後の金融政策の方向を展望する。

1. ECBの金融政策の目的・戦略

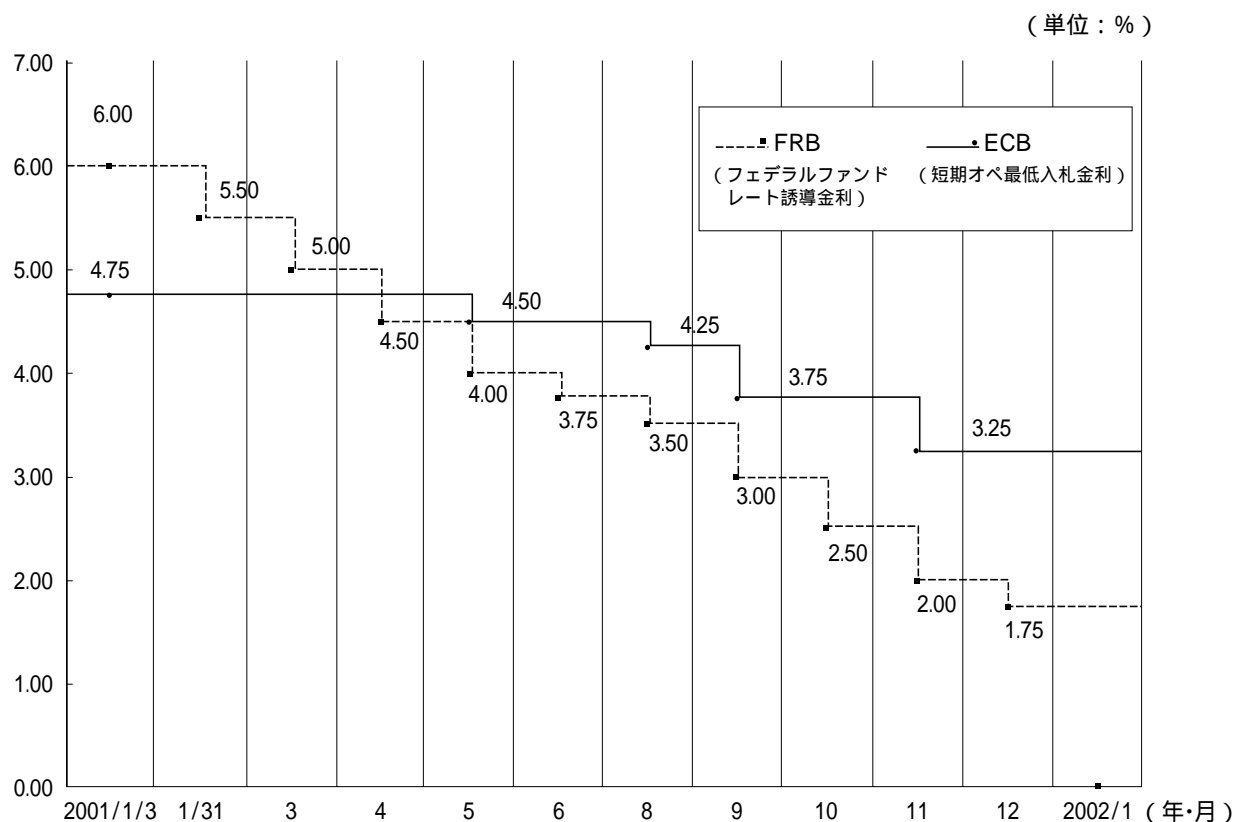
ECBの金融政策の目的・戦略については、極めて分かりづらいとの声が、かねてより学

界・報道機関・金融機関などの間で強かったが、2001年秋にECBおよびその主要政策担当者がそれぞれ執筆した2冊の本が相次いで出版されたこと^(注)、およびECBが各種機会を捉

(注) European Central Bank, The Monetary Policy of the ECB, 2001 (ECBのウェブサイトからダウンロード可能)

Otmar Issing, Vitor Gaspar, Ignazio Angeloni, and Oreste Tristani, Monetary Policy in the Euro Area, Cambridge University Press, 2001

図1 ECBと米国FRBの政策金利の推移



えて積極的に啓蒙活動を行ったことなどを通じて、その内容がかなり明らかになってきた。

(1) 目的・戦略の内容

マーストリヒト条約は、ECBの金融政策の主要目的を物価安定の維持であると規定している。同条約は、この主要目的を害さない限りにおいて、高い水準の雇用、持続可能でインフレなき成長などのEUの一般的な経済政策を支援することとされている（BOX 1）。主要目的たる「物価安定の維持」の定義は、ECBの政策理事会が98年10月に行っており、「ユーロ圏の消費者物価調査指数（HICP）で年率2%以下を中期的に維持すること」とされている（なお、ECBは、0%を下回る物価上昇率は物価安定に含まれないと説明している）。

また、ECBの政策理事会は、98年12月に、

物価安定の維持を図るための金融政策の戦略を策定した。これは次の2つの柱から成っている。すなわち、「第一の柱」として、貨幣を極めて重要な役割（a prominent role for money）を果たすものと位置付け、通貨供給量（M3）の伸びに係る参照値を設定（現行4.5%）する一方で、「第二の柱」として、その他広範な諸指標（産出、需要、労働、価格、財政政策、国際収支など）を分析することとしている。

BOX 1：ECBは景気刺激、雇用の増大を目的に金融緩和をすることはあり得るか？

マーストリヒト条約によれば、ECBは、物価安定の維持を第一に考えるとしても、優先順位第二位としては、失業率の低下、経済成長を図るため金融政策を行

ってもよいはずである。ところが、ECBが発表する文書などでは、あたかも第2の目的は存在しないがごとく、全ての政策が物価安定の維持のためなされているように書かれる。景気後退局面でも、「低い金利が物価安定の維持とより整合的である」と言って利下げを行う。これについて、イッシング理事（ドイツ出身）は、後述の講演で、「第2の目的があることは知っているが、これは、物価安定を達成することにより、インフレの害悪が取り除かれ、経済活動の効率化を通じて経済成長がもたらされることを意味するに過ぎない」と言っている。これに対して、ノワイエ副総裁（フランス出身）は、2002年2月の東京での講演において、物価安定の維持を強調しつつも、「ECBは、経済生産の短期的な上下の振れを均すことにも関心を有するとともに、寄与している」との発言を目立たぬよう忍び込ませている。基本的な事項においても、ECB首脳陣の間でニュアンスの違いがある例の一つである。なお、金融政策は、労働市場の硬直性による失業など構造的な問題を解決することはできないというのは、ECB内での一致した立場である。

(2) 金融政策に対する批判

このECBの金融政策の目的・戦略に対しては、次の観点から分かりづらく、また、その内容にも問題があるとの批判がなされてきた。

第1は、インフレ・ターゲット支持者からの批判である。この批判は、ECBの「物価安定の維持」の定義とECBの金融政策に係る意思決定との関係が不明確であり、消費者物価上昇率がある数値（例えば2%）を中期的に超えると見込まれれば引き締め、下回ると見込まれれば緩和するという透明性の高い手法を導入すべきであるとする。

第2は、通貨供給量ターゲット支持者およ

び反対者からの批判である。いずれの批判も、上記第1の柱とECBの金融政策に係る意思決定との関係が不明確であるという点を共有する。通貨供給量（M3）の伸びを「参照値」などというあいまいな位置付けにせず、M3の伸びがある数値（例えば4.5%）を中期的に超えると見込まれれば引き締め、下回ると見込まれれば緩和するという透明性の高い手法を導入すべきであるとの論者がいる一方で、通貨供給量とインフレとの一意的な関係は金融技術革新などを通じて崩れており、M3の伸びは「参照値」としても政策決定の指針とはならないので第1の柱とするのはやめるべきとの論者がいるのである。

第3は、インフレ・ターゲットと通貨供給量ターゲットに係る立場に関係なくなされる批判であり、インフレ・ターゲットと通貨供給量ターゲットは理論的にも実務的にも両立しないので、「物価安定の維持」の定義と第一の柱のいずれかを捨て去るべきであるとする。

(3) ECBの説明・反論

これらに対し、ECBは、その金融政策の目的・戦略は、インフレ・ターゲットでもなければ、通貨供給量ターゲットでもなく、批判は全くの見当違いであるとしている。ECBの主張は、前出の2冊の本に詳しいが、ここでは、ECBのイッシング理事が2001年10月15日にフランクフルトの金融研究センターで行った講演の要旨を記すことにする。

イッシング理事によれば、ECBは極めて高い不確実性の下で金融政策を行わざるをえず、この不確実性を前提にして金融政策の目的・戦略を考える必要があるという。すなわち、「ユーロ圏という新たな経済圏、特にユーロ圏を構成する各国経済の不均質性、ユーロという新たな通貨、整備されていない統計資料、およびECBという新たな中央銀行組織という条件のもとで、適切な金融政策を行うために必要な知識が決定的に不足し

.....

ている。このような不確実性が極めて高い状況にあって、金融政策を適切に行うことは不可能に近い。インフレ・ターゲットも通貨供給量ターゲットも検討はしたものの、不確実性が高い中ではかえって経済を不安定にさせる恐れが高いと考え採用しなかった。したがって、現時点で最適な戦略は、得られる全ての情報を総合的に勘案して適切に対応するというものであり、これが第二の柱だ。ただし、インフレは長期的には貨幣的現象であり、通貨供給量の伸びとインフレとの間には長期的には相関が高いというのは通説であるので、不確実性が高いなかでの心の一つの拠り所として、第1の柱と位置付けた。ただし、これはターゲットではなく、他の諸指標と同様に注意深く見ていくという程度の意味である。いずれにせよ、もっと最適な戦略があれば教えてほしい」との趣旨の主張を行った。

また、ECBは、12月17日、ドイセンベルグ総裁から欧州議会・経済通貨問題委員長へのインフレ・ターゲットを巡る書簡を公表した。その中で、ECBが狭義のインフレ・ターゲットすなわち「インフレ予測がインフレ目標から乖離した場合に、機械的に政策金利を変更し、一定期間内に当該乖離を解消する政策ルール」を採用することは、インフレ予測がインフレ目標から乖離した場合でも、その原因・重要性は多様であり、それを勘案することなく、金利変更をすることは、物価の安定につながるとは限らないなどの理由から適当ではないとした。他方、現行のECBの政策決定戦略は、得られる全ての情報をいろいろな角度から勘案するというに加え、通貨供給量も勘案し、中期的な物価の安定を図るというものであり、特に、多様性と不確実性の高いユーロ圏においては、優れた枠組みであると認識していたとした。

(4) 目的・戦略の問題点

このように、ECBの現行の金融政策の目

的・戦略の内容は、2001年を通じてかなり明らかになってきた。つまり、物価安定の維持の定義、第1の柱、第2の柱などと立派な名前がついているものの、結局のところ、得られる全ての情報その他諸般の事情を総合的に判断して適切な政策決定を行い、中期的な物価安定の維持を図るということに尽きる。言い換えると、当該目的・戦略は、それほど明確な内容を持っているわけでもないことが明らかになった。このように希薄な内容の目的・戦略により、ECBは確かに硬直的・機械的な政策ルールを適用することによる悪影響を免れてはいるものの、他方で、政策決定が本当に当該目的・戦略に基づいて決められたのかどうかの検証が困難になっており、「本当は別の政策ルールに基づいて政策決定を行っているのではないか」(BOX 2)、「実は各国の利害調整を行っているに過ぎないのではないか」などの種々の憶測を呼ぶ温床にもなっている。いずれにせよ、本の出版その他種々の啓蒙活動により、ECBの金融政策の目的・戦略について、誤解に基づく議論は鳴りをひそめたが、その真実性(本当にこれで行っているのか)および適切性(これでよいのか)を巡る議論は、引き続きなされている。

BOX 2 : ECBは本当はどのような政策ルールに従っているのか?

ジェトロ・フランクフルト事務所が、当地エコノミスト・市場関係者に、ECBの金融政策の戦略について質問すると、きまって、「実際は、テイラー・ルールに従っているのだ」との回答が返ってくる。テイラーというのは、ジョン・テイラーという人の名前である。テイラー氏は、米国のスタンフォード大学経済学部の教授だった人で、現在はブッシュ政権下で財務次官を務めている。テイラー氏によれば、中央銀行の政策金利は次の4つの要素を足し合わせて定めるべしとし

ている。すなわち、インフレ率、実質均衡金利（長期的な完全雇用が達成できる実質金利）、（実際のインフレ率 - 目標インフレ率）の倍（例えば0.5倍）、（実際の実質GDP - 潜在的に可能な実質GDP）の倍（例えば0.5倍）である。なにやら難しそうだが、インフレ率が目標を上回ったり、GDPが潜在的GDPを上回ったりすれば引き締め、逆なら緩和すべしと言っているにすぎない。テイラー氏自身も、「ECBもどんな戦略を打ちたてようが、実際にはテイラー・ルールに従わざるを得ない」と書いている。ECBはというと、テイラー・ルールに対して冷ややかで、「言うは易し、行うは難しだ。実質均衡金利や潜在的GDPがいくらかを定めるのは技術的に極めて困難。返って経済を不安定化させる恐れがある」とし、「現行のECBの戦略は全ての情報を総合的に勘案するものであり、優れたものである」としている（ECB月報2001年10月参照）。

2 . 2001年の金融政策

(1) 2001年初めの状況

2001年年頭の時点で、ECBの主要政策金利である短期オベ最低入札金利の水準は、4.75%に達していた。これは、ユーロ圏経済の活況、原油高、ユーロ安などによる物価上昇リスクに対応するため、99年11月から2000年10月までの間、7回合計2.25ポイントに及ぶ政策金利の引上げを行ったためである。

2001年第1四半期のユーロ圏経済は、原油価格の上昇は沈静化してきたものの、狂牛病、口蹄疫を背景とした食品価格の高騰により、消費者物価上昇率の低下の速度は緩慢であり、過去の物価上昇が賃金の引き上げをもたらさし、これが物価上昇に跳ね返るといふ悪循環に陥るリスクも懸念されていた。他方、米国経済の減速は明らかになってきたものの、

ユーロ圏の経済活動は主として圏内経済の要因によって決定されるものであって、米国経済の減速の影響は限定されたものとどまるというのが、大方の見方であった。

(2) 5月10日の利下げ決定(4.75% 4.50%)

ECBは2000年5月10日、短期オベ最低入札金利を4.75%から0.25ポイント引き下げ、4.50%とすることを決定した(15日から適用)。

エコノミスト・市場関係者で利下げを予測する者は皆無に近かったため、決定には驚きの声が上がった。ドイセンベルグECB総裁も記者会見において、「市場を驚かせるのはECBの意図ではない。しかし、時にはやむをえないこともある」と述べた。

ECBは、米国経済などのユーロ圏外経済が減速していること、賃金上昇が穏やかなものに留まっていること、狂牛病・口蹄疫による食品価格の上昇、過去の原油高、ユーロ安の影響などの特殊要因が剥落していくことから、中期的にはインフレ懸念は遠のいたとの見解を示した。他方、ユーロ圏の景気動向については、内需に支えられて潜在成長率である2~2.5%の成長を達成することは可能との見解を示した。また、第1の柱である通貨供給量(M3)の伸びは1~3月平均で4.8%と参照値(4.5%)を上回っているものの、本来ユーロ圏の物価状況とは関係ない圏外の法人・個人が所有しているMMFなどの短期金融商品がM3の数字を約0.5ポイント以上押し上げており、これを取り除くと参考値4.5%を下回ることも、中期的に物価上昇圧力が弱まっていることを裏付けるものであると説明した。

2~3月の消費者物価上昇率は2.6%と物価安定の維持の定義である2.0%を上回っている状況の下で、限定された影響しかないとそれまで説明してきた米国経済の減速などの影響に突如着目し、他方で基本的にユーロ圏経済は健全であるという説明振りでは、何を

.....

もってECBは、中長期的には消費者物価上昇率は2.0%を下回ると見通したかが極めて分かりにくいとの批判がエコノミスト・市場関係者の間で聞かれた。また、M3の伸びは、本来は0.5ポイント分低いはずであるとの説明は、いかにも数字をいじって帳尻を合わせているようにも捉えられ、政策決定の根拠の信憑性を返って減じる結果となった。さらに、ECB幹部の直近の発言で利下げを示唆するものが皆無だったこともあり、ECBは市場との対話、政策決定の透明性に問題ありとする従来から批判は、この利下げ発表でピークに達した観があった。

(3) 8月30日の利下げ決定(4.50% 4.25%)

ECBは8月30日、主要政策金利である短期オペ最低入札金利を4.50%から0.25ポイント引き下げ、4.25%とすることを決定した(9月5日から適用)。

ユーロ圏経済は、ドイツの2001年第2四半期の実質GDP成長率が横ばい(前期比0.0%減)となるなど、停滞が明らかになってきていた。他方、消費者物価上昇率は、ユーロ圏において、5月には3.4%と跳ね上がった後、徐々に低下し7月には2.8%と落ち着きを見せてきたものの、物価安定の維持の定義である2.0%には程遠い状況にあった。さらに、M3の伸びの5~7月平均は5.9%と上昇を続けており、参照値(4.5%)から乖離して行く傾向にあった。このような状況のもとで、ECBは、経済の減速に対応すべく、利下げに踏み切るかどうか注目されていた。

利下げの決定の後、記者会見に臨んだドイセンベルグECB総裁は、次のように説明した。物価上昇率については、ユーロ圏経済は、外需・内需ともに弱くなっており、これが物価上昇率を押し下げていること、最近、統一通貨ユーロの為替相場が上昇しており、これが輸入品の価格下落を通じて、物価上昇率の低下に貢献していること、経済の減速を

背景として、賃金の上昇圧力も弱まっていることから、「2002年の前半には物価上昇率は目標値の2%以下となると見込んでおり……引き下げ後の金利水準は、中期的な物価の安定の維持と整合的である」。

また、通貨供給量(M3)の高い伸びについては、本来ユーロ圏の物価状況とは関係ない圏外の法人・個人が所有しているMMFなどの短期金融商品がM3の数字を約0.75ポイント押し上げているという従来の説明に加え(押し上げ幅は、5~7月は0.5ポイントと試算していたが、8月より0.75ポイントに改定)、長短金利水準の接近(イールド・カーブの平準化)や株式市場の低迷を背景として、資金が短期金融商品に流入しており、これが一時的にM3の値を押し上げていることなどを理由として、「最近のM3の伸びは、一時的なものであり、中期的に物価の安定に影響を及ぼすものでは必ずしもない」と述べた。

(4) 9月17日の利下げ(4.25% 3.75%)

ECBは9月17日、主要政策金利である短期オペ最低入札金利を4.25%から0.5ポイント引き下げ、3.75%とすることを決定した(翌18日から適用)。

9月11日に発生した米国テロ事件に対応し、ECBは、4.25%の固定金利・期限1日の緊急オペを行って、流動性を市場に供給するなど、金融システムの動揺の沈静化に努めてきていた。

このような状況のもと、9月17日、ニューヨーク証券取引所の取引再開の直前に利下げを行った米国連邦準備制度理事会(FRB)に追随するかたちで、ECB創設以来初の臨時政策理事会を電話会議により開催し、0.5ポイントの利下げに踏み切った。

記者発表において、ECB政策理事会は、「米国および世界経済の不確実性が高まっている」と現状認識を示し、FRBが行った利下げと協調して、ECBも0.5ポイントの利下げ

を行うことを決定したとした。また、同理事会は、「今回の米国における事件は、ユーロ圏の景況感を引下げ、経済成長の短期的な見込みを低下させる可能性が高い」と分析し、「このことにより、ユーロ圏におけるインフレ懸念がさらに低下する可能性が高く、引き下げ後の政策金利は適切なものである」と結論づけた。

この利下げは、米国テロ事件による金融システムおよび世界経済の動揺という不確実性の高い緊急事態に対応して、裁量的に取られた異例の措置であると考えられている。

(5) 11月8日の利下げ(3.75% 3.25%)

ECBは11月8日、主要政策金利である短期オペ最低入札金利を3.75%から0.5ポイント引き下げ、3.25%とすることを決定した(14日から適用)。

10月23日、ドイツ六大経済研究所が同国の2001年の実質GDP成長率を春季予測(2.1%増)から下方修正し0.7%増とするなど、ユーロ圏経済は停滞の色を強めていた。他方、ユーロ圏の物価上昇率は、9月には2.5%となるなど低下傾向にあった。

市場においては、物価の安定の維持を目標とするECBであっても、今回利下げをしない理由はないとの見方が強く、利下げは自然なものと捉えられた。

記者会見において、ドイセンベルグ総裁は、弱い世界経済を背景に外需が低迷していることに加え、米国テロ事件後の経済を取り巻く不確実性の高まりにより、投資や消費を控える動きがあり、「ユーロ圏の実質GDP成長は2002年になっても潜在成長率を下回ると見込まれる」との見解を示した。

なお、政策の第一の柱である通貨供給量(M3)の伸びが上昇を続けており、9月には対前年7.6%となり、ECBの参照値である4.5%を大きく上回ってきていることについては、本来除外されるべき非居住者保有が統計上

算入されていること、8月までのイールド・カーブの平坦化、株価低迷、米国テロ事件後の不確実性の高まり、を理由とした一時的なものであり、インフレに結びつく懸念はないとの従来の説明を繰り返した。市場においては、M3の伸び率は、ECBの政策決定戦略の柱の1つとしてほとんど機能していないとの見方が広がった。

(6) 2001年の総括

以上見てきた2001年におけるECBの金融政策は次のように要約することができる。

まず、2000年における物価上昇要因であった原油および食品の価格の上昇といった企業などの生産コスト増を招く供給面でのショックが和らいだ。米国テロ事件およびアフガニスタンにおける米軍等の軍事行動により原油価格が上昇することもなかった。一般的に、供給面でのショックは、短期的には、物価上昇、経済成長の鈍化をもたらすが、ECBのように物価安定の維持を最重視する中央銀行は、引き締め政策を採ることとなり、経済成長を一層鈍化させる(逆に、金融緩和政策を採った場合には、一層の物価上昇を招き、それが経済成長の一層の鈍化をもたらすリスクがある)。2001年においては、ECBは経済成長の鈍化をもたらすような引き締め政策を採る必要がなくなった。

次に、米国経済の減速などを背景に外需が弱くなるとともに、ユーロ圏の内需も停滞した。米国テロ事件も外需・内需の低下をもたらした。一般的に、需要面でのショックは、短期的には、物価下落、経済成長の鈍化をもたらす。ECBのように物価安定の維持を最重視する中央銀行であっても、物価上昇のリスクを懸念することなく金融緩和政策を採ることができる。

このように、2001年におけるECBの金融政策は、金融緩和をすべき環境において当然行うべきであった利下げを慎重ながらも着実に

.....

行ってきたものだと要約することができよう。したがって、エコノミスト・市場関係者の間では、これほど当然なことをなぜもっと迅速かつ大胆にできなかったのかとの意見が強い。

なお、第1の柱であるM3の伸びが高い水準にとどまっていることについて、ECBは理由を次々と付加して中期的な物価上昇に結びつくものではないとの説明を行ってきたが、エコノミスト・金融関係者の間では、「M3は金融政策の戦略の柱の一つとして全く機能していない」という意見が有力である。

3. ユーロ現金通貨の導入と為替相場

(1) ユーロ現金通貨の導入

2002年1月1日、ユーロ圏においてユーロ現金の流通が開始された。ECBはユーロ圏各国中央銀行とともに、ユーロ紙幣・硬貨の物理的な流通を開始すべく入念な準備を進めてきた。

2001年8月30日には、フランクフルト歌劇場において、金利引き下げに関する記者会見に引き続き、2002年1月1日から導入される統一通貨ユーロの紙幣の現物を紹介するための記者会見が開かれた。これを皮切りに、人々が統一通貨ユーロになじめるように、メディアなどを通じてキャンペーン「Euro 2002 Information Campaign」が繰り広げられた。

9月1日からは、金融機関、小売業者、自動販売機業者などに対して、ユーロ現金の事前供給が開始された。2001年末までには、65億枚のユーロ紙幣および375億個のユーロ硬貨が、事前供給により、流通可能な状態に置かれていた。

このような準備の結果、ユーロ現金流通は、大きな問題もなく、順調に行われた。

1月3日の記者会見において、ドイセンベルグECB総裁は、「我々は今歴史を書いている。」とした上で、「90億枚の紙幣と510億個

の硬貨を12か国3億人に流通させる大変な仕事は今までのところ非常に円滑に進められており、我々の期待を上回るほどだ」と現状を総括した。

また、総裁は、2月7日の記者会見において、当初心配されていたユーロ現金流通に伴う便乗値上げが消費者物価上昇率を押し上げているといった事実はないことを確認した。2002年1月のユーロ圏の消費者物価上昇率は対前年比2.5%と12月の2.1%から上昇に転じたが、これは、悪天候による農産物価格の上昇、ドイツの環境税の税率の引き上げといった一時的な要因によるものであり、中期的な物価上昇率に影響を及ぼすものではないとの見解を示した。ユーロ現金流通は、取引コストの低減によって市場メカニズムがより効率的に機能することに資することから、競争を通じて物価の安定の維持をもたらすことになるとの認識を示した。

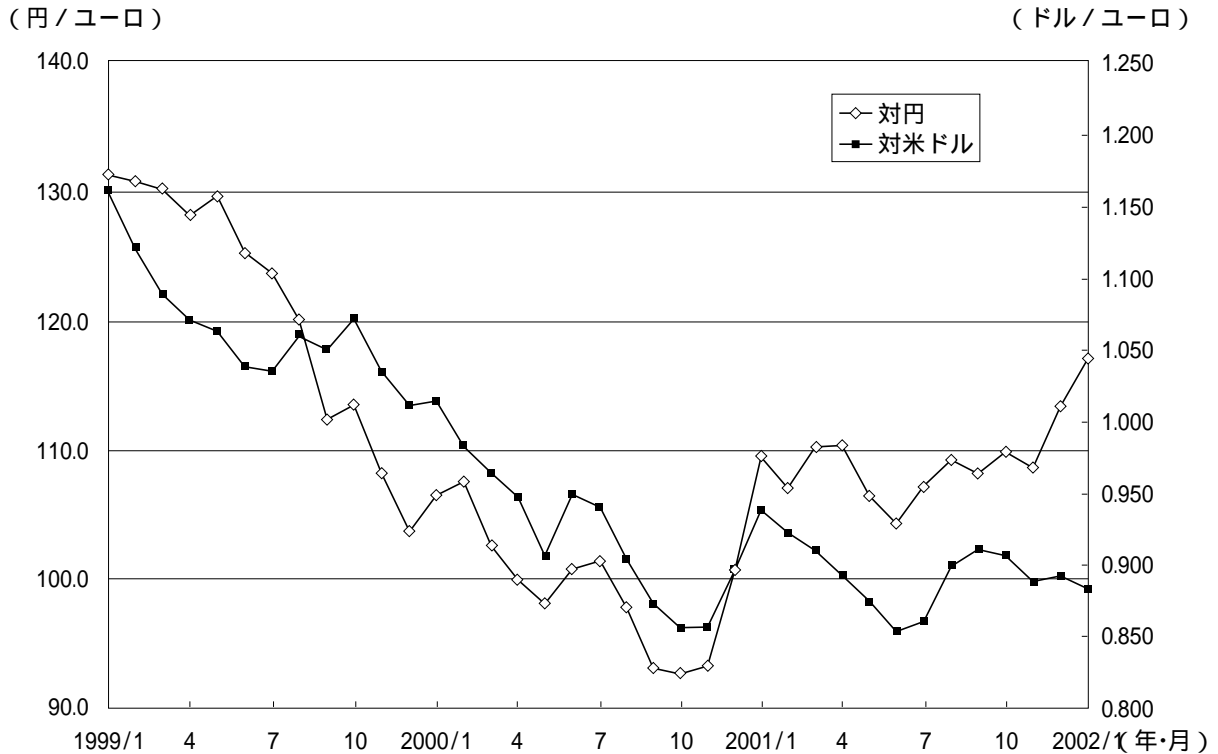
(2) 為替相場の動向

ユーロ現金流通が成功裡になされたことにも啓発されて、2002年初めには、ユーロは国際基軸通貨として米国ドルに代わりうるかなどの議論も活発になされたが(BOX 3)他方で、ユーロの対ドル為替相場は、ユーロが導入された99年以来の下落基調が続いた(図2)。

すなわち、年平均で見ると、ユーロ導入初年の99年には、1ユーロ=1.066米ドルであったのが、2000年には0.924米ドルとなり、2001年にはさらに0.896米ドルへと下落した。

2001年の為替相場を月別平均で見ると、1月には1ユーロ=0.938米ドルだったが、徐々に下落を続け、6月には0.853米ドルとなった。その後、米国議会関係者などから強すぎるドルが米国経済の状況を一層悪化させているのではないかとの意見が相次いだことなどを背景として上昇に転じ、さらには米国テロ事件を契機にドルが売られ9月には1ユーロ=0.911米ドルまで上昇したが、年末に

図2 ユーロの為替レートの推移



かけてまた下落に転じ、12月には0.892米ドルとなった。2002年に入ると、ユーロ現金流通をきっかけにしてユーロは一旦上昇に転じたが、1月を平均してみると1ユーロ = 0.883米ドルであった。

なお、市場においてユーロ・円相場に着目した取引が多額となれば、これによって相場も動き、分析の対象となるものの、現時点においては、市場はユーロ相場も円相場もそれぞれ主として対ドルの関係で見ているのが実情であり、ユーロ・円相場はユーロ・ドル相場と円・ドル相場をいわば掛け合わせたものに過ぎない状況にある。

BOX 3 : 国際通貨としてのユーロ

ユーロは国際的に見て、ドルに次ぎ2番目に広範に使われる通貨となっている。また、約50カ国が、自国通貨の相場をユーロに固定(ペッグ)したり、自国

でユーロを法定通貨として使用したりしているという。各国の外貨準備としても、ユーロは2番目の地位を占めているが、ドルのシェアが70%であるのに対し、ユーロは13%と大きく水をあけられている。今後、ユーロは国際基軸通貨としてドルに代わりうるかについては、「ある通貨が国際基軸通貨となれば、その地位は相当な期間続くというのが、歴史が語るところである。ドルが英ポンドの地位にとって代わるのにも長期間を要した。ユーロはまだ導入後3年程度の若い通貨なので....」(後述の米FRBグリーンズパン議長の講演)という考えが有力である。また、ユーロが基軸通貨になるためには、ユーロ圏として、より統合された懐が深く流動性の高い金融市場が不可欠であるほか、労働市場の硬直性などの構造問題の解決を図ることも必要とされ

ている。ECBは、ユーロが国際通貨として使用されることについて、「市場参加者が決めることであり、ECBとしては、これを妨げるでもなく、これを促すでもなく、中立的である」(月報99年8月)という立場を維持している。

(3) 弱いユーロの背景

99年から2000年にかけてのユーロの対ドル相場下落の理由としては、ジェトロ・フランクフルト事務所が当地金融機関系エコノミストからヒアリングしたところ、米国経済の成長率が、ユーロ圏経済の成長率を平均して上回っていたこと、ユーロ圏経済は米国経済よりも原油輸入への依存度が高く、原油高はユーロ圏経済の交易条件を悪化させユーロ安となったこと、といった景気循環などの一時的な要因によるものであるとの分析が主流であり、このような要因がなくなればユーロはもっと買われるはずだという説明が有力になされていた。また、ユーロは歴史の浅い通貨であり市場における信頼もまだ低く、そのリスク・プレミアムの分だけ過小評価されているが、2002年の現金流通に成功すれば、リスク・プレミアムが低下してユーロ相場は上昇するとの説明もなされていた。

しかしながら、2001年に入り米国経済の後退が明らかになったことに加え、原油価格が低下傾向となり、さらには2002年の現金流通も円滑になされたにも関わらずユーロ安の基調は変わらなかったことから、景気循環などの一時的な要因というよりは、むしろ経済の中長期的な構造的要素が為替相場を決定しているのではないかという考えが有力になってきている。

例えば、FRBのグリーンズパン議長は2001年11月30日、ユーロ50グループ円卓会議(ワシントン)で「国際通貨としてのユーロ」と題して講演したが、「ユーロの対米ドル相場が弱いのは、米国経済がユーロ圏経済よりも

労働市場などにおいて柔軟性があり、中長期的な収益性が高いからである」との指摘を行ったことに対し、ECBのドイセンベルグ総裁も、2002年1月3日の記者会見において、「グリーンズパン議長が指摘しているように、欧州経済は米国経済と比較して柔軟性に欠けている」との見解を示している。

また、99年1月にユーロが導入されてからその価値が下落したのは、資産管理理論からして当然であるとの説明も見られる。すなわち、従前は、欧州各国通貨建ての資産に分散して投資することによりリスクの低減が図られていたが、これが統一通貨ユーロの導入により欧州内で分散投資することによりリスクを低減させることが困難となったことから、その分米国ドル建て資産への投資を増やすことよってリスクを低めるという投資行動に出たことが、ドル高・ユーロ安に働いたとの見方である。この見方によれば、通貨統一に成功したがために、かえってその価値が下落したという皮肉な結果となったことになる。

なお、ECB月報(2002年1月)は、「経済の基礎的条件(ファンダメンタルズ)とユーロ相場」と題する分析を掲載している。これによれば、「中長期的にみてユーロの本来あるべき価値」を決める要素として、物価上昇率、金利、生産性、財政政策、交易条件、国際収支、対外資産負債などがあるものの、具体的にいくらが適当かとの正確な数字をはじき出すことは困難であるとしている。その理由として、経済モデルは種々の恣意的な仮定を置いているなど不確実性が高い上、統計数字も不完全であることなどを挙げており、同分析は、「通貨が本来あるべき価値よりも過大評価されているか過小評価されているかは、結局のところ、定性的な判断の問題である」としている。ただし、同分析は、経済学者、シンクタンクなどの試算結果を紹介し、これらによると試算方法などによってばらつきはあるものの、1ユーロ＝

1.07米ドル～1.45米ドルがユーロの本来あるべき価値であるとしていることから、「ユーロ相場が経済の基礎的条件から離れている」との定性的な判断を裏付けることとなっている」と結論づけている。

(4) ECBの為替政策

2000年においては、ECBは、9月22日、11月3日、6日、9日と外国為替市場でユーロ買いの市場介入を行うなど、ユーロ相場の下落を食い止める政策を採った。ところが、2001年に入るとユーロ安の傾向が続いているにもかかわらず、外国為替市場における積極姿勢はなりをひそめ、市場介入を自ら行うことはなかった(なお、ECBによれば、9月下旬に、日本政府の委託を受けて、ユーロ買い・円売りの市場介入を行った)。ドイセンベルグ総裁の記者会見などにおいても、ユーロ高は物価安定に寄与し好ましいとの一般的なコメントがあるにとどまった。

この為替政策の変換について、ジェットロ・フランクフルト事務所がエコノミスト・市場関係者等にヒアリングしたところ、多くが次のような見解を示した。すなわち、2000年においては、原油価格が高騰したため、これだけでも物価を上昇させるのに、ユーロ安のため輸入品価格は上昇し、原油高はいわばダブルで物価に効いてくる。このように、ユーロ安は2000年においては、ECBの使命である物価安定の維持を脅かす存在であったが、2001年に入ると原油価格は下降傾向となり、外需・内需の低迷とも相まって、ユーロ安が物価安定の維持の脅威となることはなくなった。したがって、ECBはユーロ相場への関心を急激に失ったのである。

この分析によれば、ECBは、為替政策においても、物価安定の維持を最重視しており、物価安定の脅威となる限りにおいて、為替相場に関心を持つという基本的な立場に基づいて行動していると見ることができよう。

4. ECBのユーロ圏経済見通しと今後の金融政策の動向

(1) 2002年は停滞、2003年に回復との見通し

ECBは2000年12月以降、半年ごとにユーロ圏経済見通しを、ECBとユーロ圏各国中央銀行のスタッフが作成したものとの位置付けで公表している。直近の2001年12月に発表された経済見通しの概略は次のとおりである。

ユーロ圏の実質GDP成長率は、2000年には3.4%という高い伸びであったのが、2001年の実績見込みが1.3～1.7%と低下し、2002年には0.7～1.7%という低い成長にとどまるものの、2003年には回復に転じ2.0～3.0%となると見通している。2001年と2002年に経済活動が停滞する理由としては、米国経済を始めとする世界経済の落込みがユーロ圏経済の輸出、投資、在庫調整に影響を与えることを挙げている。個人消費については、各国の所得税減税などを背景として引き続き力強いものとなることを予想している。また、米国テロ事件およびその後の世界経済の不透明感の高まりは、投資および消費に影響を与えるものの、一時的なものにとどまるとの見方を示している。

他方、物価上昇率は、2000年に2.4%だったのが、2001年の実績見込みで2.6～2.8%とやや上昇したものの、2002年には1.1～2.1%まで低下し、さらに2003年には0.9～2.1%となり、ECBの物価安定の維持の定義である2.0%を概ね達成すると見込まれている。これは、2000年から2001年初めの原油や食品価格の高騰の影響がなくなっていくためとの見方を示している。

(2) 2002年に入り楽観的なトーンに転換

このように、2001年12月時点においては、ユーロ圏の経済は2002年中は停滞が続くとの悲観的な見通しであったが、2002年2月になるとECBは微妙ながらもやや楽観的な方向へ

軌道修正を行った。

すなわち、2月7日の政策理事会後のドイセンベルグ総裁の記者会見およびECB月報(2月)において、「最近の情報によれば、本年中に経済活動が徐々に回復していく期待が確認された。世界経済を取り巻く不透明感は徐々に薄れつつあるようだ」との見解が示された。他方、上述のようにECBの金融政策の戦略の第1の柱と呼ばれているにもかかわらず、少なくとも2001年夏以降は政策決定において何の役割も果たしてこなかった通貨供給量(M3)の伸びについても、ややトーンを変え、「今後もM3が強い伸びを示し続ける場合、特に、ユーロ圏経済の回復の証拠がさらにはっきり見えてきた場合には、通貨供給量が物価上昇に与える影響について検討しなおすこととなりうる」との考えを示した。

ジェットロ・フランクフルト事務所が行った当地エコノミストなどへのヒアリングによれば、これは、今後、仮にユーロ圏経済が予想以上の速さで回復をし、物価上昇圧力が高まることとなっても、すぐにはそれが消費者物価指数などの統計数字には現れないことが予想されるが、そのような場合であっても、中長期的な物価安定の維持を使命とするECBは、通貨供給量の高い伸びを理由として引き締めへ転じることもあり得るという姿勢を示したものと市場関係者の間では解釈されている。しかしながら、当地エコノミストなどのなかには、ユーロ圏経済が2002年中に回復に転じることに悲観的な見方も強く、ECBが景気動向に対して楽観的な見通しを最近示したのは、一層の金融緩和をすべきとの圧力を牽制しているものだと穿った見方もある(BOX4)。

BOX 4 : 2002年のECBの注目点

第1は、次期総裁人事である。2002年2月7日、ドイセンベルグ総裁が2003年7月9日の68歳の誕生日をもって辞任することが発表された。今後、後任総裁人事に関するユーロ圏各国の動きが注目を集めることとなろう。また、総裁人事にからめて、ECBの金融政策のあり方などの根本問題についても、議論されることとなろう。

第2は、EU拡大およびユーロ圏拡大とユーロとの関係である。EUは2002年末までに12カ国との加盟交渉を終えることとされている。このEU拡大がECBの政策決定の内容・手続きに及ぼす影響について議論されることとなろう。さらに、EU加盟国でありながら、ユーロを導入していない英国、デンマーク、スウェーデンの動向も注目されよう。

第3は、EUの安定成長協定についてである。ユーロ圏各国は安定成長協定により財政赤字をGDP比3%以内にするように義務付けられている。ドイツおよびポルトガルの財政赤字が上昇し、この上限に近づいてきたことから、2002年2月12日のEU財務相理事会では「早期警告」を発動すべきかどうか議論されたが、結局発動は見送られた。安定協定の実効性とユーロ通貨の信認の関係について、議論されることとなろう。

第4は、本文で述べたことの延長である。ユーロ圏経済はいつ回復に転じるか、第1の柱=M3は復活するのか、ユーロ安は今後も続くのか、ECBは利上げをするのか利下げをするのかに注目が集まろう。

(藤本 拓資)