

## 「ユーロエリアの景気循環と ECB の金融政策」：報告概要

日本銀行国際局国際調査課

石田 和彦

統一通貨ユーロの導入、各国中銀から ECB への金融政策実施権限の移管、そして本年初の各国現金通貨のユーロ現金への切換えといった一連の「ユーロ導入」プロセスそれ自体は、予想以上に順調に進められて来た様に窺われる。しかし、マクロ金融政策の運営という観点からみれば、これら導入プロセスは、いわば「入れ物」作りでしかない。「ユーロ」という枠組みの中で、実際の金融政策運営が如何に適切に行われるかは、ECB 設立後の短い期間の中で、まだ十分に試されたとは言えないように思われる。

ユーロエリアの景気は、IT 関連需要の変調や米国等海外景気の減速を受けて、2000 年後半頃から急速に減速、2001/4Q にはマイナス成長に陥った。その後 2002 年初頃からは、外需に支えられる形で景気は底打ち傾向となっているが、内需は依然低調で、回復力は極めて脆弱な状態が続いている。こうしたユーロ導入以来初めての大きな景気変動の中で、ECB のマクロ金融政策運営に関し、以下のような課題や問題点がしばしば指摘されている。

ECB の金融政策は、物価安定を最終目標とし、( )マネー参照値と ( )物価動向に影響を与える幅広い指標の分析という、「2本の柱」の下に運営されているが、物価(HICP)上昇率は ECB が物価安定の定義とする「2%以下」の上限近くで推移し、M3 増加率も参照値の 4.5%を大きく超えている。こうした中で、ユーロエリアが景気減速に見舞われたため、ECB の政策対応余地は米国等に比べ限定的なものに止まっており、これが脆弱な景気回復の背景になっているとの指摘も聞かれる。

今回の景気循環局面でのユーロエリア構成各国の GDP、物価等の変動を仔細にみても、実は、国毎に大きな差異があることが判る。こうした下での統一金融政策の運営は、構成国間の格差を増大させるリスクがある。本来、こうした統一金融政策の下での格差の調整は、財政政策に期待される機能であるが、景気減速下での税込減等により財政赤字が拡大し、安定協定に定める上限に近付いている国もあるため、財政政策による調整にも多くを期待できないのが実情である。

こうした中で、ユーロエリアの「コア物価」上昇率が、このところ趨勢的に上昇傾向を辿っている。このような景気減速局面を通じた物価上昇に関しては、「ユーロエリア各国の需要環境に依然としてバラツキが残っていることと、物価の下方硬直性が相俟って、ユーロエリア全体で見るとインフレ率が構造的に押し上げられている可能性がある」との指摘も聞かれている。

本報告では、景気循環を通じて明らかになってきた ECB のマクロ金融政策運営に関するこれらの課題や問題点を、各種データに即して再検討した上で、ECB による統一金融政策

のあり方を改めて考察する。さらに、そこから得られる、今後予想されるユーロエリアの拡大に対するインプリケーションについても検討する。

（なお、本報告は、報告者の個人的見解であり、報告者の所属する日本銀行ないし同国際局の公式見解を示すものではない。）