**ユーロの金融政策が直面する次の10年の課題**

東洋大学経済学部

川野祐司

**１．はじめに**

* 背景

　1999年にユーロが導入され，ユーロシステムによる単一金融政策が行われてきた．ユーロシステムの最重要目標は物価安定の維持であり，その点から見ると，これまでの政策はうまくいっている方だと評価できる．この間も，ユーロ地域（euro area）の拡大，金融危機，資源価格の乱高下などのイベントをこなしてきた．ユーロの金融政策の枠組みは幾度かの修正受けて今日に至っているが，本報告では長期的展望に立ってユーロシステムの課題をとりあげる．

* 本報告で使う用語

ユーロシステム（Eurosystem）：ECB（欧州中央銀行）とユーロ参加16中央銀行からなるユーロの金融政策の主体

ユーロ地域（euro area）：ユーロに参加している16カ国の領域．

2本柱アプローチ：将来のインフレリスクを広範な経済指標群とマネーサプライの両面から評価する方法．2003年に修正が加えられ，マネーサプライの地位は後退した．

HICP（Harmonised Index of Consumers Prices）：EUで算出基準を統一した消費者物価指数．ユーロシステムが参照するインフレ率．

**２．ユーロ導入後の経済状況**

**図表1　ユーロの政策金利（％）**

（注）データはECB．主要政策金利（MRO）の推移．

**図表2　ユーロ地域の経済状況（％）**

（注）データはECB．棒グラフはGDP成長率，実線はHICP，点線はM3．

→1999年からの10年間のインフレ率は，アメリカで2.8％，ユーロ地域で2.2％．

**３．ユーロシステムの課題**

　ユーロシステムは，経済構造の異なる複数の国に単一の金融政策を行うという困難に直面しており，それに起因するいくつかの課題を持っている．また，中央銀行が一般に持っている課題にも直面している．本報告では，それぞれ1つずつ問題を取り上げていく．

**３－１．ユーロ地域への金融政策の非対称的な波及**

　ユーロシステムは，ユーロ地域全体の統計を根拠に金融政策の判断を行う．そのため，各国の統計がユーロ地域全体の統計と異なる振る舞いを見せる集計問題や金融政策の波及の度合いが異なる非対称問題を抱えている．

**図表3　ユーロ地域の集計問題**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2003年→2004年 |  |  | 2005年→2006年 |
| ユーロ地域 | 2.1→2.1 |  | ユーロ地域 | 2.2→2.2 |
| ドイツ | 1.0→1.8 |  | ポルトガル | 2.1→3.0 |
| アイルランド | 4.0→2.3 |  | ルクセンブルク | 3.8→3.0 |

（注）表の数値はHICPの推移．03－04年はHICPの上昇5カ国，下落6カ国，変化なし1カ国，05－06年はHICPの上昇6カ国，下落4カ国，変化なし2カ国だった．

**図表4　単一金融政策がユーロ地域各国に与える効果**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **インフレ率に対する影響度** |  | **（参考）GDPに対する影響度** |
| **国** | **乖離率** |  | **国** | **乖離率** |
| フィンランド | 6.225 |  | フィンランド | 1.382 |
| オランダ | 5.369 |  | アイルランド | 1.287 |
| アイルランド | 3.883 |  | ギリシャ | 0.906 |
| ギリシャ | 1.729 |  | オランダ | 0.699 |
| ベルギー | 0.667 |  | ポルトガル | 0.648 |
| イタリア | 0.155 |  | スペイン | 0.517 |
| ポルトガル | －0.519 |  | ドイツ | 0.076 |
| ドイツ | －0.858 |  | イタリア | 0.024 |
| フランス | －1.135 |  | フランス | 0.021 |
| オーストリア | －1.560 |  | ベルギー | －0.399 |
| スペイン | －2.282 |  | オーストリア | －1.109 |
| ルクセンブルク | －4.718 |  | ルクセンブルク | －2.679 |

（注）10期先までのユーロ地域のインパルス反応と各国のインパルス反応の差を標準偏差で割ったもの．

　→金融政策によるインフレのコントロールは多くの国で不足または過剰になっている．

* ユーロ参加基準は妥当か

　ユーロ参加基準のうちユーロ参加の思惑により市場が先に動くため，基準が自動的に達成されるものもある．財政基準なども一時的に達成すればいいだけという「実は緩い」基準であるといえる．ユーロ参加基準は経済構造や政策の収斂を表す指標として妥当といえるのか．

　→今後のユーロ地域拡大はより慎重に行うべきではないか．リスボン条約ではECB→欧州委員会という提案ルートがある．

　図表5によると，長期金利はユーロ参加のかなり前から収斂を見せている．これはマクロ経済政策の効果かもしれないが，市場によるユーロ参加への期待から各国国債が買われた動きを反映したともいえる．

→財政規律に悪影響．

**図表5　ユーロ参加前後の長期金利の推移（％）**

（注）G1はスペイン，ギリシャ，イタリア，ポルトガル，G2はベルギー，フランス，アイルランド，オランダ，G3はキプロス，マルタ，スロバキア，スロベニアからなっており，グラフはそれぞれのグループの平均値．T時点でユーロ参加．数値はドイツとの乖離値．

**３－２．金融危機における流動性の供給**

**図表6　金融政策ストラテジー**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **金融政策運営** | **実施面** | **戦術レベル*** 公開市場操作などを用いて，短期金利を政策金利の水準に誘導させる．
* 短期金融市場が対象．
 | **戦略レベル*** 金融政策の目標を定める．
* 金融政策の効果を検証する．
* マクロ経済全体が対象．
 |
| **情報面** | * 説明責任を果たし，金融政策の実効性を高め，ユーロシステムの金融政策の考え方や政策決定の理由などを広く伝える．
* 戦術レベルの金融政策を補完するために，口開市場操作（open mouth operations）が機能するような環境を整備する．
 |
| **金融システム運営** | * プルーデンス政策，決済システム運営など金融システムを安全で効率的に運用．
* 経済危機が発生した際には，短期金融市場に十分な資金を供給し，金融システムの安定性を確保する．
 |

（出所）川野（2010）p.126を修正．

* 金融システム運営の重要性

川野（2009）：通常の金融政策と金融危機時の政策を分けて考える必要がある．

Goodfriend（2009）：金融政策を金融政策（monetary policy），貸出政策（credit policy），金利政策（interest rate policy）の3つに分けて考える．

ECB（2010）：normal circumstancesとexceptional circumstancesとで用いる政策は異なる．

　→通常時の金融政策は金融政策運営が中心となるが，金融危機が発生すると金融システム運営の政策が中心になる．どのような手段が流動性の効率的な供給に有効なのか，一致した見解はない．

→　十分な流動性を確保するために，超低金利状態にする必要はあるのか．

　→　危機時の政策はどの程度の期間続けるべきか．

**４．むすび**

　ユーロ地域の波及経路の研究，経済モデルの精緻化を図る．可能であれば，安易なユーロ地域の拡大を防ぐ．その一方で，ユーロシステムが，ユーロ地域の経済構造や経済政策に与える影響は大きくはないことも認識すべき．

　新しい金融政策の枠組みの構築：通常の政策と危機時の政策との分類・理解．

→基本的な経済モデルの修正　Ex.テイラールールの再考，マクロ経済学の再構築など

**付論．データについて**

　図表4のデータはEurostatより．標準的なVARモデルによる推定を行い，インパルス反応をまとめた．モデルの推定に先立って，ADF検定により*I*（1）と判定された変数については階差をとった．推定されるVARは，



であり，*A*（・）は係数行列，*C*は定数項，*L*はラグオペレータである．内生変数群*Y*はコレスキー分解に際しての変数の並び順に短期金利（3カ月物のマネーマーケット金利[[1]](#footnote-1)），統合消費者物価指数（HICP），GDPである．HICPとGDPは対数値を用いた．モデルのラグオペレータについては，SC基準を採用したが，SC値が1次以下を示した時には2次のラグをとることにした．

　図表4の数値は，10期先までのインパルスについて，（当該国の数値－ユーロ地域全体の数値）／標準偏差，の平均値．数値の絶対値が1よりも大きければインパルスがユーロ地域よりも大きく外れていることになる．

　図表5のデータはEurostatより．各国の長期金利の四半期データ．T時点がユーロ参加時になるように調整してある．各国の長期金利とドイツの長期金利の差をプロットし，グループごとの平均を取った．

参考文献

川野祐司（2003）「ユーロエリアにおける金利の期間構造」『日本EU学会年報』第23号，pp.162-184．

――――（2007）『最適通貨圏としてのユーロエリア』三菱経済研究所．

――――（2009）「ヨーロッパ経済回復への道」拓殖大学海外事情研究所『海外事情』2009年6月号，pp.40-56.

――――（2010）「ユーロの金融政策」高屋定美編著『EU経済』ミネルヴァ書房，pp.123-150.

白川方明（2009）「金融政策の実践と金融システム：思考様式を巡る変遷」『金融研究』第28 巻第3 号，日本銀行金融研究所，pp.21-26．

Borio, C.（1997）“The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey,” *BIS Economic Papers*, NO. 47.

ECB（2010）” The ECB’s Monetary Policy Stance During the Financial Crisis,” *ECB Monthly Bulletin*, January-2010, pp. 63-71.

Goodfriend, M.（2009） “Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice,” *paper presented at the 2009 International Conference on “Financial System and Monetary Policy Implementation” held at the Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, 2009.

1. 川野（2003）により，3カ月物のマネーマーケット金利は政策金利の代理変数として利用できる． [↑](#footnote-ref-1)