

6月利下げを仄めかした ECB

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

欧州中央銀行（ECB）は3月7日の理事会で金融政策の現状維持を決めた。3つの政策金利である主要リファイナンス・オペ金利4.5%、限界貸出ファシリティ金利4.75%、預金ファシリティ金利は4.0%と4回連続の据え置きとなった。一方、資産購入プログラム（APP）に基づき購入した資産は昨年7月で満期の到来した債券の元本再投資を中止しており、着実に減少を続けている。また、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）は昨年12月の理事会で決めた通り、満期が来たものは2024年前半は全額再投資するが、年後半は毎月75億ユーロ減額して、24年末で再投資を停止する。このようにバランスシートの正常化は緩やかながらも進行している。

市場の一部では3月の理事会での利下げを期待する声もあったが、その根拠は23年のGDP成長率が毎四半期ほぼゼロ%で推移するなど景気が極めて不振であること、2月のインフレ率が2.6%とピークだった22年10月の10.6%から大きく改善しているからである。しかし、労働争議の再活発化から賃金の伸びが加速していることもあって、ECBは賃金の動向を見極めたいという思いが強く、同時に賃金コストを吸収するだけの企業収益の改善が見られるか否かにも注目している。

公表されたECBスタッフの経済見通しによれば、24年のGDP成長率は前回12月時点の0.8%から今回は0.6%に引き下げられたが、25年のGDP成長率は1.5%、26年は1.6%と堅調を予想している。一方、24年のインフレ率は前回の2.7%から2.3%に下方修正され、その後は25年2.1%、26年2.0%とインフレ目標が実現する理想的なシナリオを想定している。この見

通しに基づき、ラガルド ECB 総裁は「2%インフレ目標に向かって前進している。しかし、まだ十分な自信が得られないので、より多くのエビデンスとデータを必要としている。4月にはもう少し、6月にはもっと多くのことが分かるだろう」と述べており、インフレ目標実現は近いと自信を深めているようだ。

しかし、このECBの見方は景気、インフレともに楽観的過ぎるように思われる。欧州景気の弱さは循環的というよりはウクライナ戦争によるエネルギー事情の悪化と重要な輸出先である中国経済の不振に根ざした構造的な性格が強く、景気低迷が長期化するリスクがあるからだ。よって企業収益の改善には悲観的な見方も多く、賃上げと労働条件の改善を要求する労働争議の先鋭化からECBが描く2%インフレが実現できるのかどうか不透明だ。以下、新型コロナ感染拡大、ウクライナ戦争という未曾有の危機に直面した過去4年間のECBの政策を振り返ると共に、今後の政策動向について考えてみたい。

2020年のコロナ感染拡大は欧州の経済社会に甚大な影響を及ぼした。都市のロックダウンによる人の移動制限で生産活動がストップして供給制約が生じ、需要サイドでは生活必需品を除き、不要不急の支出が激減した。20年（暦年）のユーロ圏のGDP成長率は▲6.1%、鉱工業生産の伸び（前年同月比）は20年1月の▲1.1%から4月には▲28.3%へ大幅に減少、失業率は20年3月の7.2%から8月には8.6%へと上昇した。

このコロナショックに対応すべく、財政措置として欧州連合（EU）は20年5月に「次世代のEU」という7500億ユーロ規模のコロナ

ナ復興基金創設を発表した。一方、金融面では ECB が資金繰り対策として潤沢な資金供給を行なった。第 1 に 20 年 3 月 12 日に銀行に対する適格ローン残高の 50% を上限とするつなぎ融資を決定、第 2 に 2015 年から利下げ効果を補強する目的で導入していた量的緩和策 (QE) である資産購入プログラム (APP) に別枠で 2020 年限定措置として 1200 億ユーロを追加供給することを決めた。APP は通常の 2400 億ユーロ/年 (200 億ユーロ/月) と合わせると 3600 億ユーロと一気に 5 割も増大したことになる。更に TLTRO III (金融政策の伝達経路改善を目的とした長期資金供給オペ) の金利引き下げなどの条件緩和を決めた。

その 6 日後の 3 月 18 日には ECB は臨時の理事会を開催してパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) 7500 億ユーロを創設したが、適格基準を緩和して、ギリシャ国債や非金融機関のコマーシャルペーパー (CP) の購入にまで踏み込んだのはいかに事態が切迫していたかを物語る。そして声明分には ” will do everything necessary ” を記載したが、これは 2012 年のユーロ債務危機の際にドラギ ECB 総裁 (当時) が 「ユーロを守るためには何でもやる (do whatever it takes) 」 と強調してユーロ危機を克服した例に倣ったものと受け止められた。4 月にはパンデミック緊急長期リファイナンス・オペ (PELTRO) を導入したが、これは中小銀行向けや TLTRO III の活用には不適格な金融機関に便宜を図る措置であった。

その後、パンデミック対応の PEPP の規模は 1 兆 8500 億ユーロまで拡大し、PELTRO は 21 年に 4 度の追加オペを実施した。量的緩和の APP は PEPP が 22 年 3 月で終了する影響を緩和するため、4 月は 400 億ユーロ、5 月は 300 億ユーロに購入を拡大したが、6 月から通常の 200 億ユーロに戻し、7 月で新規購入を停止して APP も終了することになった。なお、プログラム終了後の PEPP も APP もしばらく満期の来た債券の元本再投資を続けることで資金供給規模を維持することとした。また、

TLTRO III の優遇金利も 22 年 6 月で終了し、コロナ対応の金融緩和措置は 2 年余りで終焉を迎えた。

しかし、コロナ感染拡大はインフレ環境を大きく変化させてしまった。感染最悪期の 20 年後半にはインフレ率は前年同月比 ▲ 0.3% とデフレを示す月もあったが、21 年に入って生産活動が再開すると、抑えられていたペントアップ需要とサプライチェーン寸断の後遺症から需給が逼迫して、特にエネルギー価格が急上昇し、原油価格は 20 年 4 月の 20 ドル/バレルから 21 年 10 月には 80 ドルへと 4 倍も暴騰した。結果的にインフレ率は 21 年 12 月には 5.0% と ECB の 2% インフレ目標を大きく上回る数字を記録するなど、21 年は正に様変わりインフレ加速の年となった。

よって、本来であれば、22 年初めは ECB にとって利上げのタイミングを模索する局面であったはずだが、2 月 24 日にロシア軍がウクライナ侵攻を開始したことで状況が一変する。原油価格は年初の 80 ドルから 22 年 3 月には 120 ドルへと 50% も急上昇し、更にロシアが欧州向け天然ガスパイプライン 「ノルドストリーム」 をシャットダウンしたために、ロシア産天然ガスに 55% も依存するドイツが血眼になって市場から代替ガスを買った結果、欧州天然ガス価格は 22 年 1 月の 28 ドル/mmBtu (100 万英国熱量単位) が 8 月には 70 ドルに 2.5 倍も急騰してしまった。米国産天然ガス価格もこの期間、4 ドルから 8 ドルに倍増したが、欧米のガス価格には大きな差があり、欧州産業へのエネルギーショックの大きさは図り知れないものがあつた。

更にロシアはウクライナ産小麦の黒海ルートを通る輸出を妨害したことから、小麦価格は 22 年 1 月の 800 ドル/ブッシェルから 5 月には 1300 ドル近くまで急騰した。ウクライナ戦争によるエネルギー、穀物という資源価格の高騰を背景にユーロ圏のインフレ率は 22 年 1 月の 5.1% から 10 月には 10.6% へ 2 倍に跳ね上がった。流石に ECB は 2022 年 7 月に 2011

年以來 12 年ぶりの利上げに踏み切ることになるが、ウクライナ戦争勃発直後ではなく 7 月まで利上げを遅らせたのは、ウクライナ戦争が及ぼす企業や消費者信頼感への悪影響とエネルギー不足と資源価格の急騰により需要と生産が再び大きく減少する事態を警戒したからである。

7 月の利上げ後は政策が後手に回った (behind the curve) 分の遅れを取り戻すべく、ECB は急速かつ大幅な利上げを続けた。主要レポ金利の利上げ幅は 2022 年 7 月 0.5%、9 月 0.75%、10 月 0.75%、12 月 0.5%、2023 年 2 月 0.5%、3 月 0.5%、その後は 0.25% ずつ 4 回の利上げを実施して、23 年 9 月に主要レポ金利の水準が 4.5% となった時点で打ち止めとなった。実に 10 回連続の利上げであった。それから半年を経過した今年 3 月の理事会で ECB は 6 月利下げを示唆したが、ECB にとって厄介なのは、景気低迷の長期化とインフレ高止まりが続く可能性が消えていないことだ。

ユーロ圏の 23 年の GDP 成長率は + 0.5% だったが、毎四半期の前期比を見ると 23 年 1 ~ 3 月期 + 0.1%、4 ~ 6 月期 + 0.1%、7 ~ 9 月期 ▲ 0.1%、10 ~ 12 月期 0.0% と完全に横ばい推移と低迷している。このユーロ圏景気の足を引っ張っているのが欧州第一の経済大国ドイツである。23 年のドイツの GDP 成長率は ▲ 0.3% のマイナス成長を記録したが、それはウクライナ戦争と中国景気の悪化が原因である。先に述べたようにロシア産ガス供給停止に直面したドイツはノルウェー、フランス、オランダ、米国、カナダと手当たり次第にガス調達に奔走し、カタールとの間では天然ガスの 15 年長期購入契約も締結した。

天然ガスを高値で買い漁った結果、ドイツ国内のガス料金、電気料金は 2 倍に引き上げられ、企業や消費者は大きな打撃を被ることになった。加速するインフレに賃金の伸びが追いつかず、23 年の個人消費は ▲ 0.7% のマイナスを記録した。エネルギー不足という将来不安はドイツ企業にとって大きな重石となっ

ており、23 年の企業設備投資の伸びは ▲ 0.7% とマイナスを記録したが、ロシア産天然ガスをバックとしたドイツの産業立地の優位性が損なわれたことの意味合いは大きい。

更に輸出は ▲ 2.2% のマイナスと弱い。ドイツ商品の輸出先として期待していた中国経済の不振が影響しているからだ。具体的には不動産バブルの崩壊、米中貿易戦争による貿易量の減少、共同富裕など起業家の意欲を削ぐ政策などが個人消費や民間投資の落ち込みを招いている。これらは安価で豊富なロシア産天然ガスを使って生産した競争力のある製品を巨大市場中国に輸出するというドイツ成長モデルの崩壊を意味しており、ドイツ経済は構造問題を抱える羽目に陥った。よって、企業収益の改善も多くは期待できない。

一方、ウクライナ戦争の影響によるインフレ加速を受けて、暫く沈静化していた労働組合運動が激しくなっている。既に昨年春から賃上げや待遇改善を巡って、地方公共団体、統一サービス産業労働組合 (Verdi)、教育芸術労働組合 (GEW) の賃金交渉期間に飛行機、電車、長距離鉄道、バスのストライキが実施されたが、今年に入ってもドイツ鉄道の運転士組合 (GLD) やルフトハンザの地上スタッフのストなどが続いている。ストはドイツに限らず欧州全域でも頻発しており、フランスではパリ交通公団 (RATP) がパリ・オリンピック期間を含む 7 ヶ月の長期ストを予告、また仏国有鉄道 (SNCF)、教職員組合 (FSU)、エッフェル塔従業員のストなど広範囲にわたっている。

このように ECB の期待とは裏腹に欧州景気の長期停滞とインフレの高止まり、即ちスタグフレーションのリスクが高まっているのは大いに懸念される。ECB が利下げすればインフレ高止まりを助長するし、利下げしないと景気は一段と悪化する。正にジレンマであり、欧州経済はユーロペシミズムという言葉が再び頭に浮かぶほど難しい局面に立たされているように思われる。