

1年間の据え置き後利下げへ ～ ECBの金融政策～ (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4年余が経過した。

2002年初めの時点では、ECBは同年後半に「利上げ」を行うと予想されていた。ところが実際に行われたのは、同年12月の0.5ポイントの「利下げ」であった。2001年5月以降4回にわたる計1.50ポイントの政策金利の引き下げの後、1年にわたる据え置き期間を経て、ECBはまたしても「利下げ」へと動いたのである (図1)。

本レポートは、第1に、2002年の金融政策を振り返る。ECBの考えがいかに揺れ、どのように「利上げ」予想から「利下げ」へと変化したかをたどる。

第2に、ECBの金融政策の目的・戦略をめぐる議論について検討する。

第3に、ユーロの為替相場の動向を分析する。2002年を通じ、弱いユーロは強いユーロへと変貌した (図2)。その背景とユーロ圏経済に与える影響を探る。

第4に、ユーロ圏拡大に対するECBの体制整備について考察する。第2の点とともに、ECBが依然としていかに強い批判にさらされているかを見ることを通じて、統一通貨圏であるにもかかわらず、多数の主権国家から成っているユーロ圏経済の特質が照らし出されることとなろう。

第5に、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。

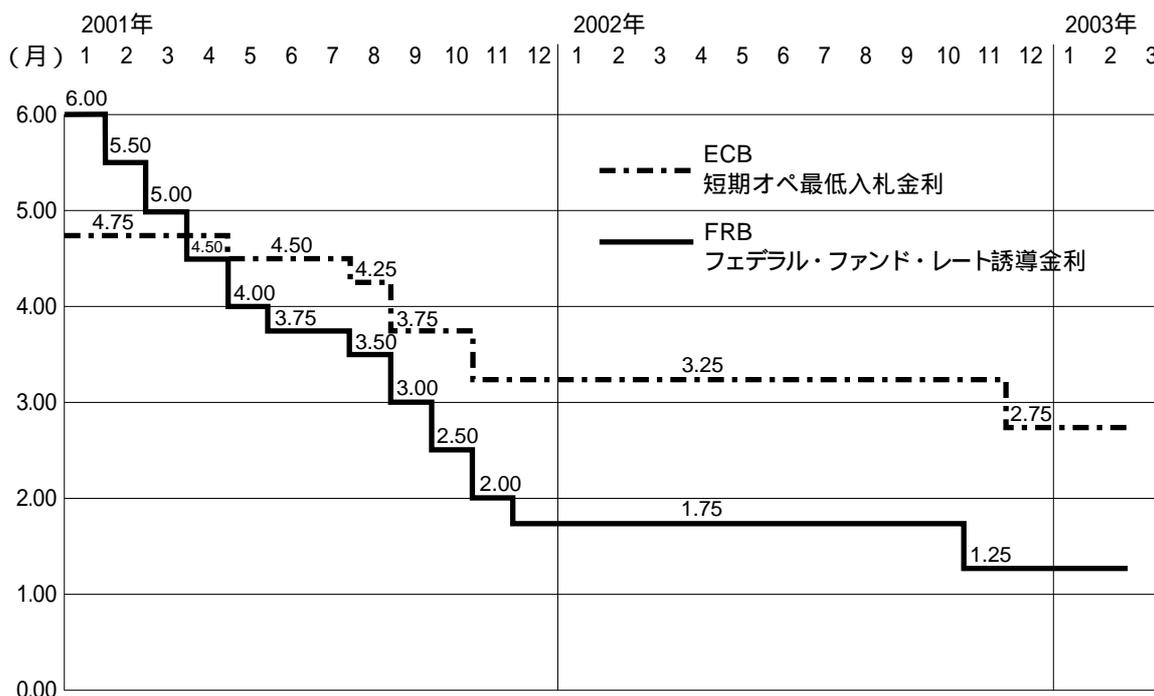
1 . 2002年の金融政策

(1) 2002年初めは楽観的中立、中期的には利上げを視野に

ECBは2001年5月以降、8月、9月、11月と4回にわたり計1.50ポイントの利下げを行った。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った。その結果、ECBの主要政策金利である短期オペ最低入札金利の水準は、3.25%まで低

図1 ECBと米国FRBの政策金利の推移(%)



下していた。

2002年1～3月時点において、ECBは、ユーロ圏経済の景気後退が2001年末には底を打ち、2002年を通じて緩やかな回復へ向かい、同年末には潜在的成長率の2.0～2.5%に達するとの見通しを示していた。その根拠としてECBは、ユーロ圏経済の基礎的状況が健全であること、インフレの低下により実質可処分所得が増大していること、米国経済をはじめとする世界経済が回復基調にあることを挙げていた。ジェットロ・フランクフルト事務所がインタビューを行った同地エコノミストの大勢も、「労働・資本投入量の伸びと生産性の伸びという経済の実体（新古典派経済成長モデル）によって規定される潜在的成長率よりも2001年は一時的に下方に逸脱したものの、何も妨げるものがなければ逸脱は元に戻るものであり、経済は緩やかながらも回復へ向かう」との見方であった。

他方、インフレについては、2002年1月に消費者物価指数の前年比伸び率は2.7%となり、前月の同2.0%から大きく跳ね上がった。

2.7%の上昇率は、ECBの物価安定の定義である0.0～2.0%を相当程度上回るものではあるが、中期的なインフレ懸念には結びつかないとされた。すなわち、1月の価格上昇は、

2001年初めの原油等エネルギー価格が低すぎたため、2002年のインフレ率が高めに出たこと、悪天候により食品価格が一時的に上昇したこと、ドイツ等で間接税の税率上昇があったこと、などのいずれも一時的要因によるものであり、中期的には解消されるものとされ、インフレ率は数ヵ月後には2%を下回ると見込まれた。また、同年1月1日のユーロ貨幣流通開始に伴う便乗値上げが、サービス業等の一部においてあったものの、消費者物価指数を構成する物・サービスを全体として上昇させるようなものはなかったとされた（BOX 1）。

このように、2002年初めの時点においては、景気は回復軌道に乗り、物価安定が達成されるというようにECBにとって明るい未来が展望されており、市場関係者・エコノミストの関心は、ECBが景気回復過程のどの段階で、

将来のインフレの芽を摘むため、利上げを行うかに移っていた。

ECBのドイセンベルク総裁は、2002年3月15日、母国オランダの首席論説委員協会（ハーグ）において講演し、「ECBは、自分の考えによれば、困難な経済状況に対応し、適切に機能することが証明された。インフレは物価

安定の定義を上回ってきたこともあったが、中期的なインフレ予測は、債券利回りを見ても、諸予測・調査を見ても、一貫して2%を下回ってきた。これは、ECBへの信頼性が確固としたものとして確立されたこと、また、物価安定が達成されるとの確信を人々が持っていることを示すものである」と述べた。

BOX 1 ユーロ貨幣流通により、本当に物価は上昇しなかったか？

2002年初めのドイツにおける職場や家庭の話題は、「あそこのクリーニング屋は料金表のマルクの通貨記号をユーロに直ただけだ（=実質価格を倍にしている）。何々レストランのメニューもかなり値段が高くなった。野菜の値段もぐっと上がった」というものだった。テレビの番組で、「ユーロは高い探偵団」がバーゲン会場に出没し、前年の値札を店員に突きつけ、「マルクに換算すればバーゲンどころか値上がりも甚だしいではないか」と凄み、店員が「まいりました」というのも放送していた。

このような世間認識に対して、ECBは、「ユーロ貨幣流通の結果として、価格の集計値に有意な影響があったとの証拠はない」としている（「2002年ユーロ貨幣流通の評価」2002年4月）。

しかしながら、欧州委員会の調査によれば、消費者が感じるインフレ率は2002年以降上昇して5%程度となり、実際のインフレ率（2%程度）と差がどんどん開いたという。ECBはこの現象を「消費者の錯覚」（ドイセンベルク総裁）と一蹴している。すなわち、ガソリン、農産物、サービス業といった特定分野の価格は（ユーロ導入のせいかどうかはともかく）上がったが、これらは、何回も高い頻度で購入するものであるため、物価水準全般が上昇したと消費者が錯覚したのだという。

もっとも、ECBとしても「錯覚」と消費者を批判するだけでなく、「消費者が感じるインフレ率」に基づき賃上げ率が決定され、中期的なインフレ率に影響を与えるのではないかと、「消費者が感じるインフレ率」に基づき消費者が実質可処分所得を認知し、消費を押し下げるのではないかと、というマクロ経済へのインパクトについて真剣に懸念もしている。

(2) 4～6月にはやや悲観的に

2002年初めのECBを取り巻いていた楽観的な空気は、4月に入って一転して悲観的になっていった。マーストリヒト条約が定めるECBの金融政策の主要目的である物価安定の維持を図ることが困難になりつつあることを示すデータが出てきたからである。年初のインフレ率の上昇（2.7%）は一時的な要因によるものであり、時間が経過するにつれて解消していくはずだったが、3月のインフレ率は原油高を主因として2.5%と高止まりした。

5月になるとECBは一層悲観的になった。

4月のインフレ率が2.4%と引き続き高止まりしたことに加え、その理由が、原油高といった一次的要因だけではなく、サービス関連の持続的な価格上昇であったからである。さらに、労使間の賃金交渉が高い水準で妥結することも懸念された。5月2日のECB政策理事会（金融政策決定会合）後の記者会見冒頭において、ドイセンベルク総裁は、「物価安定の見通しは、2001年末にかけての状況に比べ、いくぶん良くない状況になっているようだとの結論に達した」と述べた。6月も同様の論調だった。

.....

これを受け、市場関係者やエコノミストの間では、ECBは夏には「利上げ」に踏み切るのではないかとの予想も強まった。

他方、ジェトロ・フランクフルト事務所が5月下旬に同地エコノミスト数人にインタビューを行ったところ、原油価格の動向など不確実性が高い中で、夏の利上げはないというのが大勢の見方であった。利上げの時期については、9月以降、10～11月、2003年初めなどいろいろな意見があった。

例えば、ゴールドマン・サックス（当時）のトマス・マイヤー氏は、インタビューに答えて、「ユーロ圏のインフレ率は、ECBの物価安定の定義である2%を上回ってきたが、これは一連のショックによるものである。原油高、狂牛病、同時多発テロ、ユーロ貨幣導入、中東情勢、そしてまた原油高というようにショックがある度に物価を押し上げてきた。ただし、これらショックは時間がたてばその影響は低下していくものである。したがって、ECBの金融政策はこれらのショックに対応すべく決定されるのではなく、経済が力強く回復するか、弱い回復にとどまるかに応じて決定されると考えている。力強い回復の場合には、物価安定の維持のため利上げが必要となろうし、弱い回復の場合には、利上げの必要はないということとなろう。今後の景気回復は米国経済頼みであり、しかも米国経済の動向は不確実性が極めて高いことを勘案すれば、ECBの現在のスタンスは「待ち」(wait and see) であると考えられる。

加えて、ECBの政策決定に重要な影響を与えるのは、為替相場である。ゴールドマン・サックスは中長期的なユーロの上昇を予想しているが、もしそうなれば利上げの必要性はそれだけ低くなろうし、逆にユーロが弱くなれば利上げの必要性は高くなる。現時点ではECBの利上げの時期を2002年第3四半期末から第4四半期と予測しているが、不確実性は極めて高い」と述べた。

(3) 7～10月に中立スタンスへ戻す

7月4日のECB政策理事会（金融政策決定会合）後の記者会見において、ドイセンベルク総裁は「中期的な物価安定にかかわるリスクは依然として上昇方向に傾いているものの、最近の指標等は諸要素が混ざり合ったものとなっている」と述べ、インフレに対する警戒をやや和らげた。

第1に、足下の物価上昇率が低下した。5月のインフレ率は1.7%と前月の2.0%から低下した。他方で、原油・生鮮食料品といった変化の激しい要素を除いた物価上昇率は、サービス業の継続的な価格上昇を反映して、高止まりした。第2に、ユーロの為替相場が対米ドルで上昇した（7月15日には、1ユーロ=1.0024ドルを付け、2002年以来2年5ヵ月ぶりに、1ユーロの価値が1ドルを超えた）。ユーロ価値の上昇は、輸入品の値下がり等を通して物価押し下げ要因となる。第3に、ECBは、景気回復は緩やかに続くとの見通しを維持していたが、株価の下落・低迷が経済活動に悪影響を与えることについて懸念を表明しはじめた。

市場関係者・エコノミストの間では、ECBの次の動きは「利上げ」ではなく、「利下げ」だ、との声も聞かれるようになった。

また、ECBが今後どのように動くかという実証的な予測だけでなく、どのように動くべきかという規範的な主張も活発になされるようになった。

トマス・マイヤー氏は7月15日付のフランクフルター・アルゲマイネ紙に「ドル・バブルの後で」と題した寄稿を行い、「ユーロ高は、輸出産業等に悪影響を与える一方で、物価上昇を抑えることを通じて内需拡大をもたらす可能性がある。ただし、ユーロ高のポジティブな効果が実際に発揮されるためには、漸進的なユーロ高、内需主導の生産構造への転換のための構造改革、ECBの金融緩和による需要の下支えといった条件が満たされる

必要がある」と述べ、ECBは利下げを行うべき旨主張した。

他方、コメルツ銀行のユルゲン・プフィスター氏は、9月時点においてジェットロ・フランクフルト事務所のインタビューに答えて、「ECBが利下げをした場合、2003年にはインフレ懸念から引き締めへ転じざるを得ないこととなり、景気変動をかえって拡大させてしまう恐れがあり、利下げは適切でない」と主張した。

さらに、ECBの金融政策と金融システムの安定についても論じられるようになった。UFJ銀行の欧州チーフエコノミスト、ディーター・ヴェルムート氏は、10月初めの時点で、ジェットロ・フランクフルト事務所のインタビューに答えて、「ECBは大幅な利下げをするべきである。ユーロ圏の金融システムは信用リスクの高まりや株価下落を背景に相当不安定になっており、ECBは利下げにより金融システムの安定化に寄与すべきだ」と主張した。

(4) 11～12月には利下げへ

11月7日のECB政策理事会（金融政策決定会合）後の記者会見で、ドイセンベルク総裁は、「今後の経済成長にかかわる高い不確実性とそれが中期的なインフレ動向にもたらす影響との観点から、政策理事会は、利下げに対する賛否について広範に議論をした」と明らかにした。

独立性を保障された中央銀行が国民に対する説明責任を果たすため、その討議・表決内容を開示するのが世界的な潮流となっている。しかし、ECBは、各国利害の衝突の場となることもあってか、政策理事会における討議・表決内容につきこれまで一切明らかにしてこなかった。

利下げについて賛否両論があったことを開示したということは、利下げをすべきとの意見があったことの公表を条件によろしく政策金利据え置きを決定することができたものと

見られた。

ドイセンベルク総裁は、「経済成長が遅々としており、現下の景況感が生気のないものであるのは、ここ数ヶ月間に高まってきた相当な不確実性を反映している」とし、イラク情勢、原油価格動向、株式市場の低迷などの要因があいまって、経済活動を不活発にしているとの見解を示した。政策理事会において利下げ論者は、このような高い不確実性に対し強い警戒感を抱き、景気悪化、物価下落に対して早期に対応すべきとの主張を行ったものと推測された。

そして12月5日、ECBは定例の政策理事会（金融政策決定会合）において、主要政策金利である短期オペ最低入札金利を0.5ポイント引き下げ、2.75%とすることを決定した（12月11日より実施）。

記者会見に臨んだドイセンベルク総裁は、「特に経済活動の拡大が緩慢であることにより、インフレ圧力が和らいでいるとの確証が強まった。加えて、経済成長の下振れリスクが消えていない」と発言し、経済成長の予想以上の鈍化とそれによる中期的なインフレ懸念の後退を利下げの理由として挙げた（BOX 2）。

この利下げについて、大部分の市場関係者は予想どおりのものであったと受け止めた。事前の市場の関心は利下げの有無よりも利下げ幅がどのくらいになるかに移っていたが、政策理事会の結論は0.5ポイントと比較的大きな引下げ幅となった。これについて、ドイセンベルク総裁は、「引き下げ幅を0.25ポイントと0.5ポイントのいずれにするか、比較検討した結果、0.5ポイントが適切との結論に達したものだ」と述べるにとどまり、検討の詳細内容には言及しなかった。市場においては、大幅な利下げとすることで、当面のさらなる利下げ期待を打ち切る意図があったものと捉えられた。

.....

BOX 2 2002年、ECBはなぜ揺れたのか？

2002年におけるECBの金融政策のスタンスは、「楽観的 = 中期的な利上げを視野」「悲観的 = 金融引締めバイアス」「中立的」「利下げ = 金融緩和」と大きく振れてきた。振り返れば、不本意とも考えられる軌跡を描いてきたわけだが、ECBに対し好意的に解釈すれば、次のような要因があったといえる。

景気が2001年末に底を打った後は、緩やかながらも回復軌道に乗ると多くの人が考えていた。ECBだけ景気予測を間違えるべきでないというのは不可能である。また、ドイツ経済の回復は極めて弱く、物価上昇率も低かったが、スペイン、アイルランド等は好況で物価上昇率も高く、ECBは身動きがとれなかった。

原油価格や生鮮食料品価格の変動が激しかっただけでなく、動向が読めなかった。ECBだけ正確な予測をすべきというのは不可能である。

サービス価格が持続的に上昇したが、それがなぜか、どのくらい続くか（ECBを含め）判断が難しかった。中央銀行の金融政策は、相対価格の変化には対応が難しい。

ユーロの為替相場はいずれ上昇するはずだと主張していた人は（ECBも含め）かなりいたが、「いずれ」が本当に2002年に急激に起こると信じていた人は少なかった。ユーロ高が経済成長や物価水準に与える影響もよくわかっていない。

2001年の4回にわたる計1.50ポイントの利下げの効果が2002年中に出ると（ECBを含め）多くの人が思っていたが、なぜか効果は出なかった。金融システムにおける信用リスクの高まり等により、利下げが効果的に波及しなかったとの説もあるが、よくわかっていない。ドイツ、フランス、イタリア、ポルトガルといった国で財政赤字が拡大したが、ECBとしては、放漫財政のつけを金融政策が払うことに強い抵抗感があった。

2. 金融政策の目的・戦略をめぐる議論

2002年におけるECBの金融政策のスタンスの揺れは以上見てきたとおりであり、ようやく12月に行われた0.5ポイントの利下げは、タイミングが遅く、後手に回ってしまったというのが市場関係者・エコノミストの大勢の

意見である。その理由としては、2002年の特殊要因もあるものの、そもそもECBの金融政策の目的・戦略（以下、「金融政策の戦略」）に問題があるのではないかとの意見も根強い^(注)。さらには、2002年に限らず、ECBによるユーロ圏統一の金融政策は99年1月以来、タイムリーに運営されておらず、その根本には金融政策の戦略の問題点があるという批判も強

(注) ECBの金融政策の目的・戦略の概要

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等のEUの一般的な経済政策を支援することとされている。「物価安定」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）の上昇が年率2%未満であること」とされている（なお、ECBは「上昇」には物価下落は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）の伸びにかかわる参照値を設定（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、国際収支等）を分析することとしている。

い。これら批判の対象は主として、 ECBの物価安定の維持の定義が2.0%未満（0%未満は含まず）とされ、インフレに厳しくデフレに甘い非対称的なものとなっていること、

金融政策の戦略のうち第1の柱の通貨供給量M3の伸びが常に参照値（4.5%）を上回っており、機能していないという2つの点である。

BOX 3 ECBの金融政策のこれまでの成績評価は？

ECBの金融政策の主要目的は物価安定の維持であるが、その実績をみると、99年1.1%、2000年2.3%、2001年2.5%、2002年2.2%となっている。ECBが自ら定めた物価安定の維持の定義は2.0%未満であるので、多くの年において物価安定の維持は図られなかったことになる。とは言っても、それほど大幅にインフレに振れたわけではなく、まずまずの成績といえよう。

ところが、アンチECB論者は、「ECBは自らをインフレファイターとしているのに、なかなか目標が達成できないのはおかしい」とか「この程度の物価安定を達成するのに払った犠牲ははかりしれない」と攻撃するのである。金融政策を研究している経済学者のなかには、中央銀行は \times 「潜在成長率 - 実際の成長率」+「実際のインフレ率 - 目標インフレ率」といった損失関数（ロス・ファンクション）を明らかにして、これ（の現在価値）を最小化したかどうかで中央銀行を評価すべきだと主張する者がいる。アンチECB論者は、ECBはそもそも の値を小さく取り過ぎている、ECBは目標インフレ率を低く設定し過ぎている、 の値や目標インフレ率が適切であったとしても、ECBは損失関数を最小化するように行動していない、と批判している。

これに対して、ECBをはじめとする中央銀行の言い分は、先の読めない不確かな世の中において、損失関数などを一義的に決めるのは、百害あって一利なし、というものである。

(1) 物価安定の定義

ECBは物価安定の定義を「消費者物価指数の上昇が2%未満であること」としている。また、「上昇」には物価下落は含まれないとしてきた。

これに対して、定義は非対称的であり、上限のみに着目し、下限が不明確である、定義はあいまいであり、デフレのリスクを増大させている、ユーロ圏各国の経済構造が多様でインフレ率のばらつきが大きいことを考慮すれば、2%の上限は低過ぎる、といった批判がなされてきた。これら論者によれば、定義を明確にするために例えば「1.0~2.0%」といった幅を持たせた規定方法が適切であり、しかも、上記 を踏まえれば、例えば「1.5~2.5%」と水準を引き上げることが適切であるとする。

これに対して、ECBのイッシング専任理事

は、2002年6月10日のECBウォッチャー会議「金融政策と物価安定の定義の役割」のパネルスピーチにおいて、次のように反論した。

「上昇」には物価下落は含まれないということは、物価安定の定義は「0.0~2.0%」ということであり、対称的かつ明確である。

物価安定の定義を文字どおり0.0%としていないのは、消費者物価指数は実際よりも高く数値が出るバイアスがある（消費者は値上がりした物・サービスの消費を減らし、価格の低い代替物・サービスの消費を増やすはずだが、消費者物価指数は消費バスケットが不変であると仮定しているため実際よりも高い数値が出る）ためである。なお、1~2%のインフレ率であれば、デフレに陥るリスクは

小さいが、インフレ率が1%を下回った場合には、中央銀行にとって要注意である。

ユーロ圏各国の経済構造・発展段階に応じてインフレ率が異なるということは理論的には言えるが、その規模がどのくらいかを計測・予測するのは困難である。

ところが、この説明は、と が矛盾していることは明らか(いったい下限は0%なのか1%なのか?)であり、もよくわからないと言っているに過ぎないので、かえって議論の火に油を注ぐ結果となった。

ただし、この一連の議論においては、批判者が本当に批判しているのは、「物価安定の定義」自体ではなく、「物価安定の定義がインフレ・ターゲットとして機能していない」ことであるのに注意する必要がある。他方、ECBは、いわゆるインフレ・ターゲットについて、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、それを勧告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等の理由から適当ではなく、「物価安定の定義」はインフレ・ターゲットではないとしており、そもそもボタンの掛け違いの議論となっている。

(2) 金融政策の戦略第1の柱(M3の伸び)

ECBの金融政策の戦略の第1の柱である通貨供給量M3の伸びは、2002年において、月ごとに多少の上下はあったものの7.0~7.8%の範囲内であった(これまで、99年5.6%、2000年4.9%、2001年5.3%)。これに対し、ECBが経済の潜在的成長率、貨幣の流通速度の趨勢的低下傾向等から定めるM3の伸びの参照値は4.5%である。ECBは、M3の伸びが比較的低かった2000年に利上げを行い、M3の伸びが加速した2001年半ば以降利下げをしてきたことになる。

このような状況を背景に、経済学者からは「第1の柱はますます不適切なものとなっており、常軌を逸したシグナルを送っているため、ECBも無視しているに違いない」とか「2つの柱からなる戦略は機能していない」との声が聞かれるようになった。本レポートの上記「1. 2002年の金融政策」でも、第1の柱を無視しているが、説明に何の支障もなかった。

これに対して、ECBは、「2001年半ばからのM3の伸びの加速は、米国テロ事件、世界的な株価下落、対イラク戦争の可能性といった経済の不確実性の増大により、人々が通貨(M3)の形で資産を持つことを選好するようになったものであり、これがすぐにインフレに結びつくものではない。現在は総需要が弱いので、インフレに結びつく可能性は低い。ただし、経済が回復軌道に乗れば、インフレが顕在化するリスクをはらんでいる」という分析を行っている。

第1の柱の批判者は、このECBの説明に対して、「説得力に欠ける。総需要・総供給の分析を含む第2の柱とは独立したものとして、第1の柱を設定しているにもかかわらず、インフレになるかどうかを結局は総需要の動向に求めている」と反論している。

他方、通貨供給量の伸びを金融政策の戦略の柱とすることについて、ECB側の思い入れは一層高まってきている。例えば、イッシング専任理事は、2002年12月9日フランス銀行基金の経済政策フォーラムにおいて、「不確実な世界における金融政策」と題した講演を行ったが、その要旨は次のとおりである。

「中央銀行は次のような不確実性に直面している。第1は、経済の状況にかかわる不確実性である。データの質は不完全であるし、重要な指標を推定しなければならないが誤差が生じるし、経済へのショックが需要面か供給面か認定することすら高度な計量経済学の手法を用いても依然として困難である。第2に、経済の構造にかかわる不確実性がある。

経済構造内の関係を説明するモデルには種々の考え方があり、仮に正しいモデルが見つかったとしても、当該関係の強さを推定するのは困難が伴う。第3に、戦略的不確実性がある。中央銀行と民間の経済主体との間には相互作用があり、各経済主体がどのように行動するかを読むのは困難である。このような不確実性がある中で、中央銀行が特定の硬直的な政策ルールに従うことは、悪い結果を引き起こす可能性が高い。そこで、ECBは2つの柱からなる硬直的でない戦略を採用した。中央銀行は人々や市場の信頼を勝ち得ることが必要だが、この関連で通貨は信頼と不確実性という相反する性質を両有している。人々の信頼によって通貨は取引の媒介手段として使われるが、他方で不確実性が高いときに人々は貨幣を保蔵しようとする。信頼と不確実性を両有する通貨に中央銀行が着目することは非常に重要なことである」と述べた。後半部分の議論の展開は通常理解力では捉えがたいが、通貨に対する熱い思い入れを強く示したものと云えよう。

(3) 金融政策の戦略の見直し

以上のように、金融政策の戦略を擁護するECBとその批判者との間の溝は深く、議論はすれ違うばかりであり、その状況は将来にわたって継続すると思えた。

ところが、利下げを決めた2002年12月5日の政策理事会（金融政策決定会合）後の記者会見において、ドイセンベルク総裁は、記者からの「2つの柱からなる金融政策の戦略を将来変更することはないのか。」との質問に対し、「いろいろな場所でいろいろな時に2つの戦略の柱に対してなされている批判を我々は承知している。我々は、2003年前半に、金融政策の戦略について、変更するかどうかはともかく、真剣な評価を行うことを決めた」と誰も予期していなかった発言を行った（その後、「春のうちに」結論を得ると時期を

早めた）。

この「評価」の内容について、ECBは明らかにしていないが、ドイセンベルク総裁が2003年欧州議会で証言したところによると、「金融政策の戦略を策定してから4年が経過したので、このあたりで再評価を行い、当該戦略のいろいろな要素について検討を加えるのが適当と考えた。といっても、当該戦略を変更する必要を我々が感じているというわけではない。我々は、当該戦略に満足しているし、これまで金融政策決定に適切で効果的なガイダンスを与えてきたという事実に満足している」と検討はすれども変更する気はあまりないとニュアンスを出した。

金融政策の戦略の批判者たちは、当該戦略を変更すべきだと主張するが、実際に変更されるかどうかについては、懐疑的である。批判者の急先鋒であるプリンストン大学のスヴェンソン教授も「ECBはこの劣った戦略を頑迷なまでに防御するのに多大な資源を浪費してきた。ECBがこの戦略を捨て去ることを心から望むが、そうなるかどうかは心もとない」と述べている。ジェットロ・フランクフルト事務所が数人のエコノミストにインタビューを行ったところ「ECBが第1の柱を捨て去るとは思えないし、インフレ・ターゲットを採用するとも思えない。変えたとすれば、物価安定の定義を現行の消費者物価指数の2%以下の上昇から、（既にイッシング専任理事が示唆している）1~2%の消費者物価指数の上昇と変更することくらいか」との意見が多かった。

なお、なぜこの時期にECBが金融政策の戦略の再評価を行うことにしたのかについては、ドイセンベルク総裁が2003年7月に退任する予定であることと無関係ではないと考えられる。新総裁になってから、批判の矢が激しくなった場合に、何の準備もなしでは戦略の変更を迫られる恐れがあるが、「既に広範かつ真剣に再検討した」と理論武装をしてお

けば、耐えることがより容易になる。今回の再評価の動きは、ドイセンベルク体制の「保守的な遺伝子」を後世に残しておこうという試みとも捉えることができる。

3. ユーロの為替相場

(1) 為替相場の動向

2002年に入るまで、ユーロの対ドル為替相場は、ユーロが導入された99年以来基調として下落を続けてきた。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ドルであったのが、2000年には0.924ドルとなり、2001年にはさらに0.896ドルへと下落し、「弱いユーロ」が定着したかに見えた。2002年に入っても、1月初めには、ユーロ現金流通をきっかけにしてユーロはいったん上昇したが、その後下落し、2月には月平均で0.870ドルとなった。

ところが、その後、ユーロは対ドルで上昇が続き、7月15日には、1ユーロ=1.0024ドルとなり、2000年2月以来2年5ヵ月ぶりに1ドルを超えた。秋口からは、ユーロはさらに上昇し、11月には月平均でも1ユーロ=1.001ドルと1ドルを超えた。2003年に入るとさらに上げ足を速め、1月の月平均で1.062ドルとなった。1年間に20%以上上昇し、「弱いユーロ」から一転して「強いユーロ」になったことになる。

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すぎない状況にある。

(2) 強いユーロの背景

ユーロだけでなく、日本円その他の通貨の対ドル相場も上昇してきたことから、2002年

2月以降の為替相場の動きは、米ドルの他の通貨に対する下落であると捉えられている。

すなわち、2001年までは、「ユーロの対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」(米国FRBのグリーンズパン議長の2001年11月30日の講演)との考えの下、ドル資産が買われていた。

ところが、2002年春頃からは、米国の膨大な経常収支赤字は持続が困難ではないのか、米国の景気回復は予想以上に遅いのではないのか、米国企業の業績は不正会計処理により水増しされているのではないのか、などの懸念が市場において共有されるようになり、米国資産に対する投資の魅力が急激に低下したように受け止められ、当地エコノミストの間でも「ドル高の時代は終焉した」と言われている。

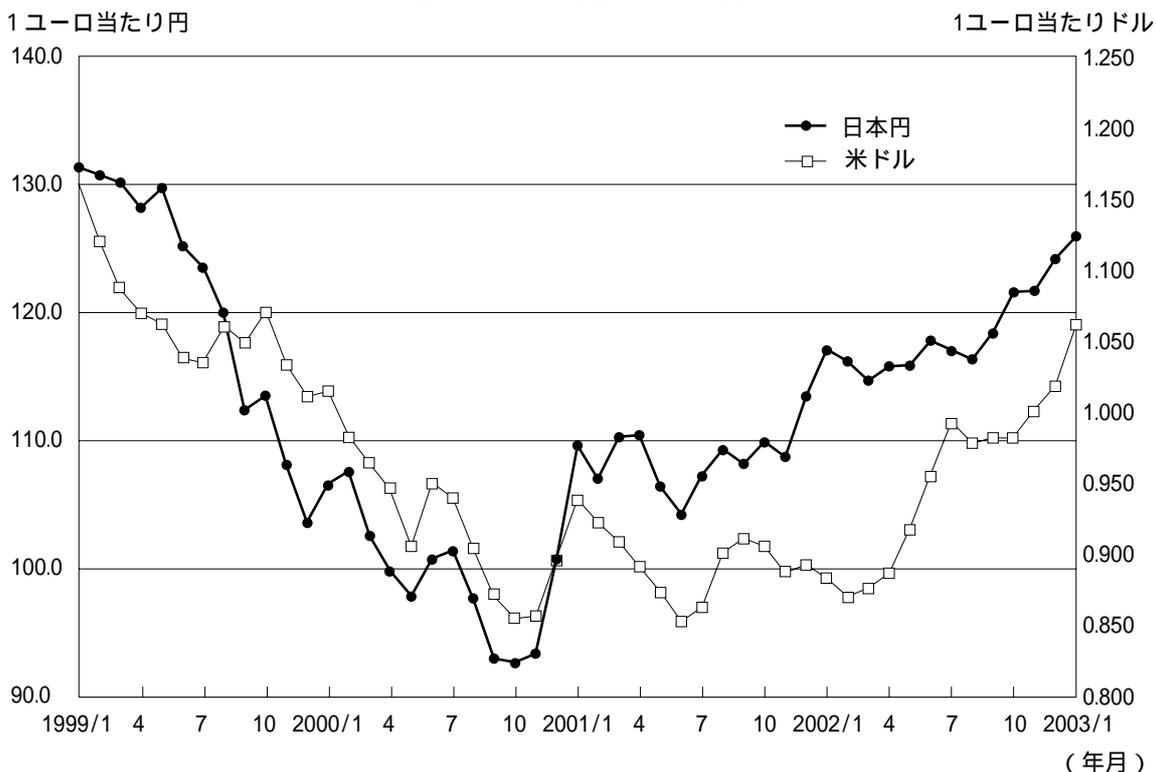
実際、2001年1～11月のユーロ圏の対外純直接・証券投資は482億ユーロの流出であったのが、2002年の同時期は337億ユーロの流入に転じた。

(3) 強いユーロの影響

2003年2月6日の政策理事会後の記者会見においては、ユーロ高の経済への影響にかかわる質問が過半を占めた。これに対し、ドイセンベルク総裁は、「強いユーロは懸念要因ではない。ここ何週間か1ユーロ=1.08ドル近辺で推移してきたが、これでもまだ(99年1月の)ユーロ導入前の2年間の平均水準よりも若干低い。したがって、ユーロの名目的な上昇によって現在の健全な競争条件が阻害されるものではない」との認識を示した。

これに対して、ユーロ高は経済にとって大きな懸念要因であるとの見方もある。例えば、ドイツ銀行の「フォーカス・ヨーロッパ」(2003年2月10日号)は、「ユーロ高傾向は今後数年間は続き、経済の基礎的条件から考え

図2 ユーロの為替レートの推移



適切な水準をある一定期間上回ることにもなる。ユーロ価値の上昇はユーロ圏経済に極めて強い調整圧力を加えることになる。経済政策により、経済の構造的な硬直性を改善するとともに、内需を刺激することを通じ、この調整過程を円滑なものにすることは可能だが、構造改革は遅々として進まない一方、金融政策・財政政策により需要喚起ができない（BOX 4）ユーロ圏の調整能力は限られており、経済にあつれきが生じること

は避けられないであろう。したがって、強いユーロは中期的には、経済成長を押し下げないように働くことになる。低成長、高失業、低インフレが可能性の高いシナリオであるが、米国への資本フローが細るだけでなく、現在の投資が欧州に戻るような動きになれば、ユーロの為替相場の急上昇、米国株式市場の暴落等をもたらす、世界経済は深刻な景気後退に陥るリスクがある」と警鐘を鳴らしている。

BOX 4 安定・成長協定とECB

景気低迷を背景にユーロ圏各国において財政赤字が拡大しており、ポルトガルは2001年に、ドイツは2002年に、EUの安定・成長協定が定める財政赤字のGDP比の上限3%を突破し、是正手続きが開始された。

他方、安定・成長協定は元来、硬直的なルールであって、「3%」も恣意的な数値なので、景気変動に左右されず中長期的に財政収支が均衡するようなルールに変更すべきとか、解釈を柔軟にすべきとか、戦争になったら大目に見るべきとの議論がある。さらに、各国のインフレ率・経済成長率は予想ほど収れんしないが、ECBの統一的金融政策では効果が限られるので、各国が独自の財政政策を行って経済変動を安定化させるべきとの議論まで登場している。

そのような中で、ECBの政策理事会は2002年10月24日、安定・成長協定に関する声明を発表

し、同協定が統一通貨ユーロにとって欠くべからざるもので、これまで健全財政に寄与してきており、ユーロ圏各国の利益になるもので、また、物価安定の維持を支えるものであると主張した。

これに対しては、ECBは金融政策において独立性を付与されているのだから、財政政策という各国政府の政策に干渉すべきでないとの道義的な意見や、ECBの信念は理解できたが理論的な根拠を説明してほしいとの学術的な意見までいろいろ出た。

そのような中で、ECBは2003年2月の月報で、次のような安定・成長協定の理論的根拠を明らかにしている。

金融政策と財政政策がポリシーミックスを行って微調整（ファインチューニング）を行うべきとの議論があるが、この議論は時代遅れであり、今では、微調整は困難との議論が主流である。まず、金融政策が微調整を行うと人々のインフレ期待をかく乱させ、経済の不確実性が増す。他方、財政政策が微調整を行うのは、政治過程からしてタイミングを逸する可能性が高く、経済変動をかえって増幅させてしまう。また、好況期にも財政黒字とはならず長期的に政府債務が増大する恐れがある。すると、長期金利が上昇する可能性があるが、ユーロ統一通貨のもとでは、その悪影響をユーロ圏全体で負担することになってしまう。

従って、金融政策は物価安定の維持を目的とし、財政政策は資源の社会的適切な配分を目的として、それぞれ明確なルールのもとで政策運営をすべきである。その観点から、ECBの金融政策の戦略と安定・成長協定は適切な枠組みである。

財政政策の話かと思うと、金融政策による安定化政策まで強く否定している。一方で、「財政政策が安定化政策としてあまり有効でないというコンセンサスがある中で、（金融政策に）代わって安定化政策を行い得るものはない」（カリフォルニア大学バークレー校デービッド・ローマー教授）（シンポジウム「安定化政策を再考する」2002年8月米国カンザスシティ連邦準備銀行主催における発言）との考え方もあり、意見が大きく対立するところであろう。

4．ユーロ圏拡大に向けた体制整備 （政策理事会の新投票方式提案）

（1）提案の背景

ECBは、2002年12月19日、ユーロ圏拡大後の政策理事会の投票方式について提案を行った。同提案によれば、現行は単純多数決であることを、経済規模等に応じた投票権の割当てへと変更するとしている。

現在、政策理事会は、総裁・副総裁を含む6人の専任理事とユーロ圏参加国の中央銀行総裁12人から構成され、構成員18人の単純多数決により決することとされている。

この18の投票権は、イングランド銀行金融

政策委員会の9、日本銀行政策委員会の9、米国連邦準備制度の連邦公開市場委員会の13（うち各地連邦準備銀行の投票権は5）に比べ多く、しかも、ユーロ圏全体というよりも各国の利害を反映する投票権の比重が大きい状況になっている。このような投票権の配分は、総裁のリーダーシップの発揮を困難にし、ECB政策理事会の機動的な意思決定を妨げており、ひいては、ECBの金融政策が後手に回りがちとなっている要因の一つであるとも言われている。

12月12～13日のEU首脳会議（欧州理事会）において、10カ国を2004年5月から新規加盟国として受け入れることで合意したが、これ

らの国は、物価、長期金利、財政赤字・政府債務、為替相場にかかわる基準を満たせばユーロへの参加が認められることとなる。

ECBとしては、新規加盟国のユーロ参加に伴い、現行政策理事会の一国一票単純多数決方式を見直さなければ、金融政策の運営が一層困難となることを認識しつつも、新規参加国のみを差別的に取り扱うことは政治的に困難であり、同時に、現行では1票を持つユーロ参加国のうち経済規模の小さな国への配慮の必要もあり、加えて、今後、英国等の現EU加盟国がユーロ参加してきた場合の影響なども考慮して、慎重な検討が行われてきた。

(2) 提案の内容

今回の提案では、ユーロ参加国数が15を超えた場合には、国内総生産（GDP）と金融機関資産規模に応じて、主要国（5カ国）とその他の2つのグループに分け、主要国グループは4つの投票権を割り当て、その他グループには11の投票権を割り当て、各グループ内では輪番で投票権を行使するとしている（ユーロ参加国数が21を超えた場合には、3つのグループに分け、それぞれ4、8、3の投票権を割り振るとしている）。

また、すべてのユーロ参加国の中央銀行総裁は、投票権を持たない場合であっても、政策理事会に出席し、議論に参加することができるとしている。

(3) 批判を浴びる提案

新投票方式の下でも、主要国の4票では、専任理事の6票を合わせても過半数の11を確保することはできず、逆に非主要国グループだけで過半数を確保できるという構造となっており、国際関係の微妙な勢力均衡の上に立った投票権割振りと見ることができる。さらに、学界、マスコミ等からは、「非効率的でわかりにくく整合性もなく恣意的だ」な

どとして、次のような抜本的な批判がなされている。

ユーロ圏の全中央銀行総裁がすべての議論に参加するのでは、効果的な意思決定機関とは言えない。いくら投票権の数を制限しても問題は解決しない。もっとも、投票権の数を制限したといっても、まだ多すぎる。

1人1票方式から離れ、経済規模に応じてグループ分けするのでは、投票権を持った中央銀行総裁はグループの利害を代表することとなり、現行の各国中央銀行総裁といえどもユーロ圏全体を代表するとの建前からはずれてしまい、ひいては各国の利害を反映した意思決定がなされやすくなる。それは、グループ分けに金融機関資産規模を加味することとし、ルクセンブルクを有利にし、ポーランド等を不利にしたことにも表れている。

これら批判者は、政策理事会の権能から金融政策の決定権限を分離し、少数の中立専門家からなる金融政策委員会といった組織がこの権限を担うべきであるとする。

これに対して、ドイセンベルク総裁は、2003年2月17日の欧州議会における証言において、新投票方式は「我々ECBとしても、私個人としても、好感が持てるほど単純な方式ではない」と認めつつも、

ニース条約上、ECBが提案すべきとされたのは、投票方式であり、金融政策の決定権をどの機関が担うのが適切かについて提案することとはされていない、

（とECBの責任の所在を形式的に限定し、）

全中央銀行総裁が引き続き議論に参加するという事実と、1人1票の原則は維持することにより、各国利害が表面化する（re-nationalization）ことは免れている、

と批判に対して全くすれ違いの発言に終始した。

本提案は、2003年2月1日のニース条約の発効後の2月3日に正式な法案となり、EU首脳会議（欧州理事会）に提出された。今後、同会議において、欧州委員会と欧州議会の意見を考慮したのち、全会一致で採択の可否が決定されることとなる。ドイセンベルク総裁は、2月6日の政策理事会終了後の記者会見において、「代わり得る方式はなかなかないので、ECBの提案が受け入れられることにならないか」との見通しを示した。

5．ECBのユーロ圏経済見通しと今後の金融政策の動向

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の位置付けで公表している。直近の2002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、2001年には1.5%と弱い伸びであったが、2002年の実績見込みはさらに0.6～1.0%と低迷し、2003年においても1.1～2.1%と回復は弱く、ようやく2004年になって1.9～2.9%と完全に回復すると見通している。ただし、2003年からの回復のシナリオについては、明確で説得力のある説明はなく、不確実性が高いことをうか

がわせている。

他方、物価上昇率は、2001年に2.5%だったのが、2002年の実績見込みで2.1～2.3%と低下し、2003年には1.3～2.3%にまで低下し、さらに2004年には1.0～2.2%となると見込まれており、2003年から2004年にかけて、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通している。これは、2003年には経済の弱さを反映して（2002年には上昇が持続した）サービス関連等の価格が低下し、2004年にはエネルギー関連の価格が低下するからであるとの見方を示している。

この経済見通しを踏まえ、市場関係者・エコノミストの間では、2003年の経済成長がユーロ圏の潜在成長率である2.0～2.5%にほとんど届かず、インフレ率が1.3～2.3%と比較的安定するとの見通しとなったことから、ECBは2003年に一段の利下げに踏み切るのではないかとこの予想が強くなった。2003年に入ってから、ECBはさらに経済成長率とインフレ率の見通しを下方修正しているのではないかとこの見方が強まり、利下げを予想する声もさらに強まっている。

いずれにせよ、2003年においてECBは、イラク情勢、それが金融市場や経済に与える影響等を見極めつつ機動的な金融政策の運営を求められることとなろう。

（藤本 拓資）