

物価安定を最重視する 欧州中央銀行の金融政策 (ユーロ圏)

フランクフルト事務所

ドイツのフランクフルトに置かれた欧州中央銀行（ECB）が金融政策の権限を継承してから既に2年余りが過ぎた。本レポートではECBの金融政策と為替政策を振り返り、今後のユーロの発展を占う材料としたい。第1項ではECBの金融政策の枠組みを紹介し、第2項、第3項においてECBの金融・為替政策とユーロの為替レートの分析を試みる。さらに、第4項でECBの金融政策をめぐる議論、第5項ではECBの経済見通しを紹介することとする。

1. 欧州中央銀行（ECB）の金融政策の枠組み

(1) ECBの目的

ECBの金融政策の主要目的は物価安定の維持である。ただし、この主要目的を侵害しない限りにおいて、ECBはEUの一般的な経済政策を支援することとされている。ECBは、ユーロ圏の消費者物価調和指数（HICP）で年2%を下回る上昇率を物価の目標値としている。なお、目標値には下限はなく、いわゆるデフレに対応する数値的な目標はない。

経済成長や雇用の安定、為替レートの維持はECBの主要目的とはされていない。これはECBが物価の番人としての定評が高いドイツ連邦銀行をモデルとして設立されたことによる。ECBの金融政策についての説明は、それ

が景気や為替に関連する場合であっても、常に物価安定の観点から行われる。中央銀行の政策態度について、物価安定を景気や雇用より重視する立場をタカ派、景気や雇用の安定を物価安定より重視する立場をハト派と呼ぶが、ECBの政策がタカ派的にすぎるとして、景気や雇用を重視する立場の政財界や労働組合などから批判を浴びることもある。

ECBは主要目的である物価安定の維持を達成するため、次の2つの政策上の柱を設けている。すなわち、通貨供給量（マネー・サプライM3）の伸び（現在の参考値：年率4.5%）、その他諸指標から見通されるインフレ予測である。

(2) ECBの金融政策上の手段

過剰入札問題に対応して変動金利入札に

よる買いオペを実施

ECBの金融調節手段の中心は毎週1回入札が行われる期間2週間の短期買いオペ（売戻し条件付の債券担保貸付け）である。日米の中央銀行が行っているような、短期金融市場へ日々参加して短期金利を誘導するといった手段はECBは用いていない。ECBは99年のユーロ創設以来この短期買いオペを固定金利入札方式で行ってきた。すなわち、ECBが一定量の入札（資金供給）を行う場合、金融機関は資金の必要量のみを表示して応札し、全体の応札額が入札予定額を上回る場合は比例配分方式で各金融機関に資金が割り当てられていた。

ところが、各金融機関が割り当て額確保のため、必要資金量をはるかに超過する応札を行い、落札率が1%を下回るという過剰入札が問題となってきた。中小金融機関が必要資金を確保するのに困難をきたす、ECBとしても資金需要の実態が把握できないといった問題が生じたため、2000年6月28日の入札から変動金利入札（金融機関が金利と必要資金量を表示して入札する）に切り替えられた。

変動金利入札の持つ意味

ECBの「政策金利」は以前は固定金利である「短期買いオペ」金利のことを指したが、変動金利方式移行後は「短期買いオペ」の「最低入札金利」のことを指す。各金融機関は最低入札金利以上の金利をもって入札を行い、高い金利を提示した者から順に各々その金利で資金供給を受けることになる。

変動金利の導入には政策金利を市場自身が決めていくという重大な意味も含まれている。すなわち、市場の相場観が利上げ方向に向いている時は入札金利が上がり気味に、利下げ方向に向いている時は入札金利が下がり気味になり、2週間に1回の政策理事会の決定によってしか変更されない政策金利の変更を市場が先取りしていくということが起こり

うる。ただし、変動金利制への移行が利上げ局面において行われたためか、最高入札金利の定めはなく最低入札金利のみが定められており、市場に全面的に金利政策を委ねているわけでない。

変動金利移行時には金利のコントロールがきかなくなり、ECBの金融政策の放棄につながるのではないかと危惧も出た。しかし、2001年3月現在まで入札金利が乱高下するという弊害もほとんどなく、むしろ市場の実勢に応じて資金供給を行うという利点が活かされているとみられている。

なお、ECBは、変動金利入札への移行は過剰入札対策という技術的なものであり、将来固定金利方式に復帰する可能性もあると説明している。

その他の資金調節

短期の買いオペのほか、ECBは資金実態に応じて期間3ヵ月の中期の買いオペも行っている。こちらは常に変動金利方式で行われるが、最低入札金利、最高入札金利とも定めがなく全くの自由金利である。

また、ECBは市場参加者（市中銀行など）に常時資金を供給できる手段として、翌日物資金の貸付けを行っている。この金利（限界貸付金利）は短期金利の上限をなすということで上限金利と呼ばれており、市場参加者は市場で資金を調達できないときにこの貸付けを受けることになる。さらに、中央銀行への付利預金の金利（中銀預金金利）を短期金利の下限をなす下限金利と呼ぶ。なお、中央銀行から市中銀行への相対の貸付け金利を意味した公定歩合の制度は存在しない。

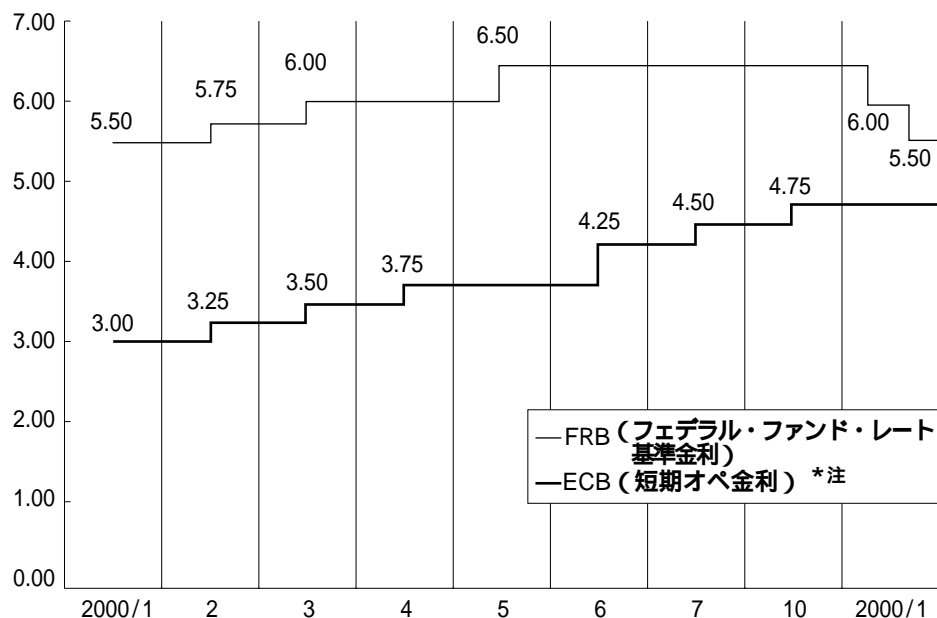
2. 2000年の金融政策の推移

(1) 金利政策の推移（図1参照）

ユーロ安によるインフレ懸念に対応（2000年2月3日）

ECBは2000年2月3日、短期オペ金利を、

図1 ECBと米国FRBの政策金利の推移(%)



*注 ECBの金利は2000年6月28日以降は短期オペ最低入札金利

3.0%から0.25ポイント引き上げ3.25%とすることを決定した。

ドイセンバルクECB総裁は、「この決定は中期的な物価安定に対するリスク評価に基づいてとられた」とした。利上げの理由としては、通貨(マネー)の面で、通貨供給量と市中銀行融資の高い伸び、インフレ見通しの面では、原油価格、非エネルギー商品価格、生産者物価の上昇の加速、ユーロ圏経済の成長の力強さなどをあげた。さらに、ユーロ相場下落が輸入物価の上昇を招いており、将来の物価安定の見地から懸念を引き起こしつつあるとした。

99年11月の利上げの際、同総裁は「ECBは最大限、予見可能な存在でありたい。そうして初めて、市場の信認獲得に成功できるからである」とまで明言していたにもかかわらず、2002年2月の利上げは事前のECB幹部による発言がなく、突然の印象を与えた。また、利上げのタイミングについては、1ユーロ=1ドルを割る急速なユーロ安を受けたパニック的利上げではないのか、前日に決定された米

国連邦準備制度理事会(FRB)の利上げに追随したのではないかと、といった疑問が呈されており、エコノミストからは「ECBへの信頼を損なう」という指摘もあった。

インフレリスクに対する強い姿勢を示す(2000年3月16日)

ECBは2000年3月16日、短期オペ金利を、3.25%から0.25ポイント引き上げ3.5%とすることを決定した。

ECBは、2000年3月の利上げを、「99年11月、2000年2月の利上げに続き、物価上昇の危険に対し適時かつ予防的に対応するという政策を継続するもの」と位置付け、「インフレのない環境の確保により、ユーロ圏の持続的な経済成長を確実なものすることに役立つだろう」としている。

2000年3月の決定は初めて記者会見の設定されていない政策理事会で行われた。利上げ、利下げを含め、それまで過去3回の金融政策決定は記者会見が設定されている政策理事会で行われていた。ECBは市場との対話不足、

政策決定の不透明性を常に批判されているが、3月2日の記者会見でドイセンベルク総裁が「ユーロ圏の金融はなお緩和的である」「ユーロの為替レートの動向は依然として懸念材料である」「ユーロ安の輸入物価への上昇圧力は物価環境にネガティブな影響をもたらしつつあり、中期的な物価安定に対しリスクを増やしつつある」「誰の目にも近い将来の金融政策の方向は明らかである」と述べ、近い将来の利上げを強く示唆していたことから、記者会見なしの利上げに踏み切ったものとみられる。

ECBによる利上げ決定後も、ユーロの対ドル相場は1ユーロ = 0.96ドル台と反転の兆しを見せなかった。当時のECBは為替市場への介入にも消極的であるとされ、市場はECBの為替政策に疑念を抱いていたものといえよう。

ユーロ安の物価への影響に対処（2000年4月27日）

ECBは2000年4月27日、短期オペ金利を、3.5%から0.25ポイント引き上げ3.75%とすることを決定した。

2000年3月の利上げ同様、記者会見が設定されていなかったため、ECBからは声明のみが発表された。この声明の中で、ECBは、ユーロ圏の好調な経済成長見通しの下、通貨供給量と銀行融資の拡大、およびユーロ安から生じる物価上昇リスクに懸念を表明した。声明によれば、政策理事会では、ユーロの下落を含めた主要通貨の為替相場の動きについても議論された。ECBはユーロの水準がユーロ圏の強い経済のファンダメンタルズを反映したのではないとした。

ユーロは当時、ドル・円・ポンドなどすべての通貨に対して、下落を続けており、政策理事会前日の4月26日には1ユーロ = 0.9162ドルと最安値を更新していた。これは99年1月のユーロ創設以来約22%もの下落にあた

る。

ECBはあくまでユーロ安の物価への影響に対応したとしており、ユーロ相場を動かすための利上げという説明は行っていない。しかしながら、市場では利上げをユーロ安への対応と見ており、政策としてもユーロの相場がどうなったかで評価されるのは避けられないとされた。2000年4月の利上げは、当地の市場関係者、エコノミストの多数が予測していた範囲にとどまり、為替市場への介入も行われなかったため、利上げの決定後もユーロは反転する兆しを見せなかった。

大幅利上げでインフレ対応に断固たる意思（2000年6月8日）

ECBは2000年6月8日、短期オペ金利を3.75%から0.5ポイント引き上げ4.25%とすることを決定した。市場関係者、エコノミストはほとんど全員が0.25ポイントの利上げを予想していたため、大幅な利上げに驚きの声が上がった。

ドイセンベルクECB総裁は、「中期的な物価安定に対するリスクはここ数ヶ月さらに高まってきている。99年から2000年4月までの通貨量と銀行融資額の伸びから、流動性が潤沢過ぎるという見方が強まった。物価安定に対するリスクとは、ユーロ安、原油高による輸入価格上昇が一般の消費者物価へ波及するというリスクである」と述べ、利上げは「物価上昇のリスクに対する断固たる措置であり、ユーロ圏のインフレなき持続的な経済成長に貢献するものとなろう」と位置付けた。

2000年6月の決定は、ユーロ相場が2000年5月に1ユーロ = 0.8843ドルの市場最安値を記録した後、1ユーロ = 0.95ドル台とユーロ安が一服するというタイミングで行われた。

利上げに対する批判出始める（2000年8月31日）

ECBは2000年8月31日、短期オペの最低入

.....

札金利を4.25%から0.25ポイント引き上げ4.5%とすることを決定した。

ECBは声明の中で、ユーロ相場下落と原油高の影響により、中期的な物価上昇圧力は避けられないとし、今後も引き続き物価上昇リスクに対し警戒を緩めないことを明らかにした。利上げの理由として、「長引くユーロ相場下落や、さらなる原油価格の高騰により、輸入価格と消費者物価に対する物価上昇圧力が増してきた」ことを挙げている。

利上げ決定当時の経済環境を見ると、ドイツのIfo企業景況感指数が2ヵ月連続で低下し、フランスの工業生産、失業率が予想に反し弱い数字を示すなど、好調だったユーロ圏経済は脆弱な面を見せ始めていた。ECBのさらなる金融引き締めが、上昇局面にあるユーロ圏経済に水を差す可能性があるとする声も根強くあった。

ユーロ相場を支えるための利上げか
(2000年10月5日)

ECBは2000年10月5日、短期オペの最低入札金利を4.5%から0.25ポイント引き上げ4.75%とすることを発表した。

ドイセンベルクECB総裁は、「原油価格・ユーロ安の影響から来る消費者物価への上昇圧力が、より永続的なものとならないよう、利上げを決定した」と報告した。また、「このような措置(物価安定を目指した利上げ)をとることは、安定した経済成長、失業率の改善にも重要な役割を果たす」と利上げの重要性を述べた。

2000年10月の利上げ発表を前に、市場関係者の中には、「ECBはユーロ相場をさらに支える目的で、9月22日の協調市場介入(2参照)に加えて利上げを行うのではないか」という意見も出ていた。これに対しドイセンベルク総裁は、「介入と利上げは全く別。あくまでも利上げは、ユーロ安、原油高を背景とした物価上昇リスクに対処するもの」と物

価上昇リスクを強調した。

ドイセンベルク総裁は、「利上げがユーロ圏経済に悪影響を及ぼす心配はないのか」という質問に対して、「心配はない(No Threat!)」と述べるとともに、「物価安定を維持することが、ユーロ圏における将来の経済成長維持に繋がる」とし、利上げが及ぼす経済への悪影響をはっきりと否定した。しかし、経済成長率、インフレ率ともにユーロ圏の平均より低いドイツを中心として、ECBの金融政策が引き締め過ぎではないかとする主張は根強く、例えばドイツ6大経済研究所のひとつであるベルリンのドイツ経済研究所(DIW)は、「実質金利で見るとユーロ圏の短期金利は高い。ECBの現在の金利政策は景気の動きにブレーキをかけている。ユーロ相場が相当上昇すれば、ECBは金融が過度に引き締めとならないように、即座に利下げを断行すべき」と指摘している(DIW週報2000年11月23日付、2001年2月15日付)。

ECBはいつ金融緩和に転ずるか

ECBは、ユーロ圏経済の活況、ユーロ安・原油高といった内外の要因からくる物価上昇リスクに対応するため、99年11月以来7回、合計2.25ポイントに及ぶ政策金利の引き上げを行った。また、ECBは月報、幹部の講演などを通じて常に物価上昇リスクへの対応を強調し、引き締め姿勢をアピールしてきた。

ところが、ECBは2001年1月の月報で、通貨供給と銀行融資の高すぎる伸びの沈静化、ユーロ圏と米国の経済の減速、原油価格の低下、ユーロ相場の回復による物価への好影響をあげ、物価上昇をもたらす個々の要因はまだ残っているとしつつも、一般的な物価上昇のリスク(懸念)を強調しなかった。これ以降のECB幹部の記者会見、講演でも1月の月報と同様の考え方が表明されており、ECBの金融政策が従来の「引き締め」から「中立」へ移行したものとみられる。エコノ

ミス、市場関係者の関心はECBがいつ金利引き下げを行うかに移っている。

(2) 為替政策の推移

ECBの考え方の変化

99年1月のユーロ発足時、1ユーロ = 1.1789ドルで取引を始めて以来、ユーロ相場は米欧の景気動向の違いなどを要因として2000年末まで2年間下落を続けた(為替レートについての考察は3.参照)。ECB幹部はユーロ安進行中も一貫として、「ユーロ相場は数ある指標のひとつにすぎない」「ユーロの対ドル相場はECBの政策目標ではない」などユーロ安に無関心ととられる発言を繰り返してきた。

ところが、ドイツの ECB 総裁は2000年1月31日のユーロ参加11カ国の蔵相会合「ユーロ11」に出席後、従来のユーロ安放任ともとれる発言を改め、「ユーロ安がさらに続けばECBの政策目的である物価安定を脅かすリスクとなりかねない」旨の発言をし、為替相場重視の態度を明らかにした。さらに、3月2日の記者会見で同総裁は、「強いユーロは欧州の関心事である。ECBは強いユーロに関心を持っている。ECBはインフレへの影響、ユーロへの信頼感という2つの意味で現在のユーロ安に懸念を持っている」と思い切った発言を行った。また、その間、2月、3月と連続して利上げが行われているが、ユーロの対ドル相場は反転する兆しが見られなかった。

ECBは為替市場への介入では市場の流れを変えられないという考えから介入には消極的であるとされ、設立以来一度も介入を行ったことがなかった。英国フィナンシャルタイムズ紙は2000年4月27日の「ECBはユーロ下落を阻止するには力不足」という記事の中で、「ECBはユーロを支えるために市場介入を企図しているというサインを出していない。外為ディーラーにとってはユーロは下落一本に賭けていいことを意味している」と

指摘した。

日米欧協調のユーロ買い介入を突然実施 (2000年9月22日)

2000年9月22日欧州時間13時、ECBは外国為替市場で突然ユーロ買いの市場介入を実施、その後直ちに声明を発表した。

声明では、「ECBのイニシアティブにより、ECBは米国・日本の通貨当局と協調して為替市場への介入を行った。介入の理由は、為替市場における最近のユーロ相場が世界経済に与える悪影響の懸念を日米通貨当局と共有しているためである」とし、ユーロ安阻止の姿勢を鮮明にした。日本の大蔵省(現 財務省)、米国の財務省も同内容のプレス発表を行った。なお、英国、カナダの中央銀行もユーロ買い介入に参加し、主要七カ国(G7)全部が参加した介入となった。

介入実施前ユーロ相場は1ユーロ=0.85ドル、90円近辺で推移し、当時、介入についての憶測が出始めていた。しかし、市場関係者は、介入に積極的なフランスと消極的なドイツというようにユーロ各国の間で意見が一致していないこと、介入は米国との協調介入でないと成功しないが、米国が11月の大統領選挙前にはドル安を望まないであろうことを理由に、市場介入は当面ないと予想していた。ジェットロ・フランクフルト事務所が事前にヒアリングしたドイツ大手銀行のエコノミストも介入には否定的であった。

しかも、介入が、欧州では金曜日の昼休み(欧州時間13時、英国時間12時)日米の市場が開いていない時間帯に始まったこともあり、市場の不意を打ったかたちで効果を発揮し、ロンドン市場のユーロ相場は介入開始後間もなく1ユーロ = 0.90ドルを上回った。介入の規模、場所は明らかにされていないが、ロンドン、ニューヨーク市場で実施された模様であり、時差の関係で最後に開く市場であるニューヨークでは1ユーロ = 0.87ドル台後

.....

半 = 94円台半ばで取り引きを終えた。

当時、EU議長国であったフランスのファビウス蔵相のほか、為替介入に否定的と見られていたドイツのアイヒェル蔵相、イタリアのビスコ蔵相もユーロ買い介入を是認、歓迎する声明を発表した。日本の宮澤蔵相もプラハでのIMF・世界銀行の総会に向かう途中フランクフルト空港で記者団に対し、「ユーロ買い介入は（プラハでのG7会合を待たず）1日でも早くやるべきこと」と述べ、賛意を示した。

一方、米国は協調介入に参加したものの、サマーズ財務長官（当時）は改めて「強いドルが米国の国益」との立場を繰り返した。2000年9月の協調介入は85年のプラザ合意のような本格的な為替水準の調整には至らないというのが専門家の見方であった。

日米欧の協調介入がこの時点でなぜ、どういふ議論を経て実現されたのかは、明らかにされていない。ただ、下落を続けたユーロがデンマークでのユーロ導入をめぐる国民投票（2000年9月28日）で反対派が勝利すればパニック的に売られるとの懸念があったこと、これ以上のユーロ下落は物価に悪影響を及ぼすのみならず、ユーロとECBに対する信頼が揺らぐ恐れがあること、プラハで開かれる主要7カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G7）の前に発表・実施した方が衝撃的な効果が期待できることなどから、ECBが各国通貨当局に持ちかけたものと思われる。

連続して単独介入を実施（2000年11月3日、6日、9日）

2000年11月3日、ECBは外国為替市場でのユーロ買い介入を実施した。同介入は日米などとの協調介入ではなく、ECBの単独介入であった。同日出した声明で、ECBは「ユーロの為替相場がインフレなど内外に及ぼす影響への懸念から、為替市場への介入を行った。ECBは現在のユーロの価値がユーロ圏の良好

な経済状態を反映したものではないとのこれまでの見方を改めて確認する」と説明している。突然の介入を受けてユーロ相場は一時対ドルで1.5セント以上上昇し1ドル=0.88ドル近くまで達したが、夕方には0.86ドル台前半まで下落した。

11月6日、9日にもECBは単独でユーロ買い介入を行ったが、いずれも一時的な効果しかなかった。

11月6日、9日の介入に対し為替専門家は、米国の参加しない単独介入の効果がどこまであるかには疑問があることに加え、戦略のない介入が泥沼化することを危惧する見方が多かった。

11月7日の米国大統領選挙の前後であり、米国の参加を期待できないこの時期になぜECBが介入を行ったかは明らかではない。市場では共和党ブッシュ候補、民主党ゴア候補のどちらが大統領となってもドル高政策は変わらず、特にブッシュ政権の財務長官候補と取りざたされていたリンゼー元FRB理事（現経済担当大統領補佐官）が協調介入に強く反対していると伝えられたことから、大統領選挙後のユーロ売りに備えて先手を打ってユーロ防衛を図ったと解説する向きもあった。

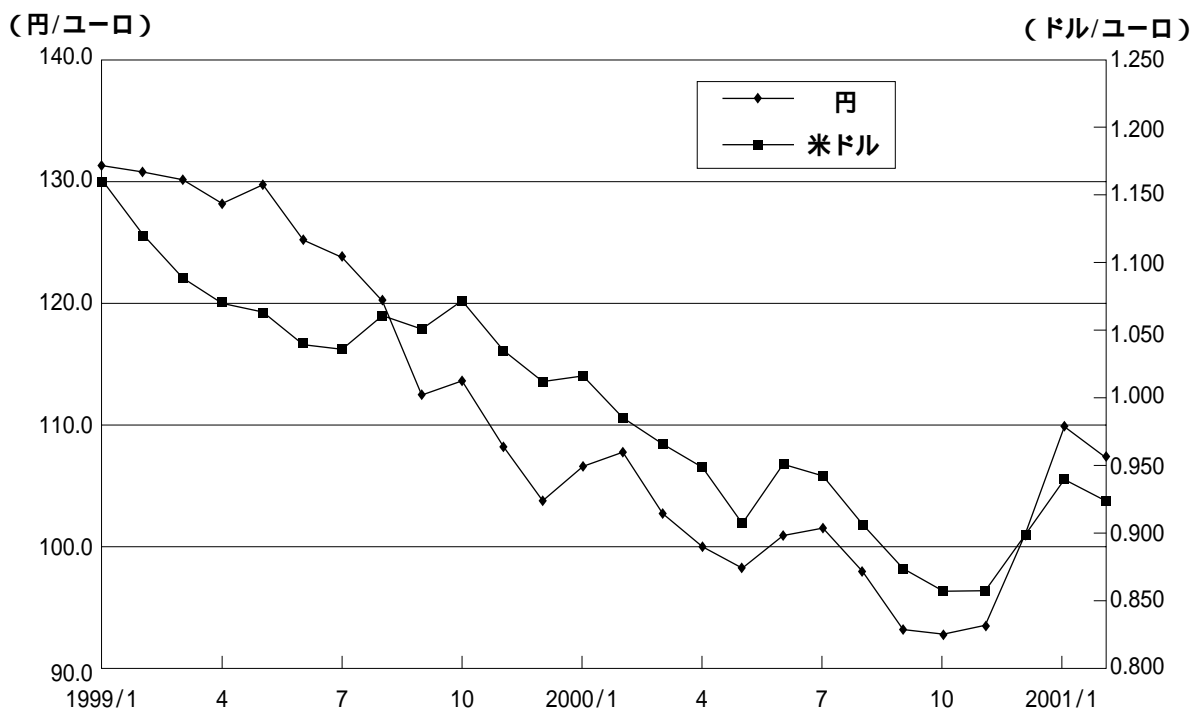
3. 為替レートの推移

(1) ユーロ発足以後の為替レートの推移（図2参照）

市場はユーロ相場も円相場もそれぞれ対ドルの関係で見えており、ユーロ・円相場はユーロ・ドル相場と円・ドル相場のいわば掛け合わせたものにすぎない。従って本項ではもっぱらユーロ・ドル相場の議論していくこととする。

99年のユーロ発足に向けて欧州通貨が買い進められ、99年1月4日、1ユーロ = 1.1789ドルという高値で最初の取り引きが始まった。その後は、ユーロ誕生時の期待感の剥落、米国・ユーロ圏の景況感格差などにより、ユー

図2 ユーロの為替レートの推移



口相場は下落し99年7月12日には1ユーロ = 1.0124ドルの最安値を付けた。その後ユーロ圏の景気回復基調、ECBの利上げを材料として反転したものの、下落は止まらず99年12月2日には初めて1ユーロ = 1ドルの対ドル等価(パリティ)を割り込んだ。この時点でのECBは2 - (1) で述べたようにユーロ安に大きな関心を払っていなかった。

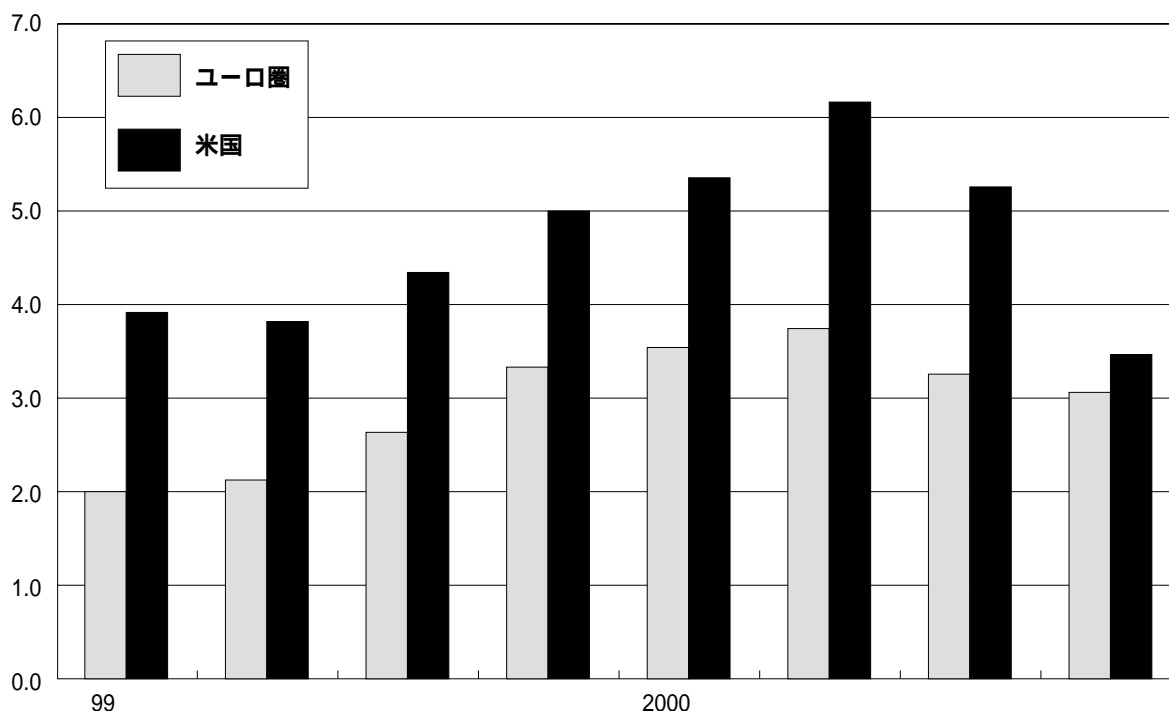
2000年に入ってから、ECBは為替に気を使うようになってはきたが、2000年初1月6日の高値1ユーロ = 1.0414ドルを一度も回復することなく、9月末の日米欧協調市場介入までほぼ一貫して下落を続けた。9月末の協調介入によるユーロ上昇も一時的なものに終わり、ドイセンベルクECB総裁の失言騒ぎ(4 - (1)参照)を機に10月26日には1ユーロ = 0.8228ドルの最安値をつけた。ユーロ相場はその後上昇基調に転じ、2001年1月5日には1ユーロ = 0.9595ドルの高値を付けたが、3月中旬現在1ユーロ = 0.90 ~ 0.95ドルの間を行き来する相場が続いている。

(2) ユーロ相場をどう見るか

為替市場は株式、債券などの市場と同じく、市場動向を矛盾なく説明することは難しく、「市場のことは市場に聞け」としか言えないのが実情である。従って、どうしても定性的な説明とならざるを得ないが、ドイチェバンク・リサーチが"2001: The year of the euro?"と題してまとめた考察を加えているので以下これを紹介することとする(Deutsche Bank Research, Frankfurt Voice, 2001年1月9日)。

- ・ 国際的な投資資金の流れが為替相場の変動の理由としてしばしば挙げられている。確かに95年以降のユーロ(99年前はECU)の下落は、EUから米国へのネットの資本移動の増加と一致している。しかし、もっと長い期間で見ると資本移動と為替の相関関係はあまりはっきりしない。
- ・ むしろ資本移動の背景にある経済のファンダメンタルズに注目すべき。EUから米国への大量の資本移動は米国への投資の収益率の高さと米国経済の成長力の秀逸さの反映である。特に過去2年間米国経済の見

図3 ユーロ圏と米国の経済成長の推移（前年同期比）



通しの上方修正がドル上昇に寄与していたが、2000年12月には米国とユーロ圏の経済見通しが同率（3%）となり、米国株式への投資の魅力が乏しくさせている（図3参照）。

- ・ 2番目に挙げられるのは、米国とユーロ圏の金利差である。この12ヵ月の金利差の縮小が米国債券への投資の魅力が乏しくさせている。債券投資で見ると、99年の1～10月はユーロ圏は出超であるが、2000年の1～10月は入超となっている。
- ・ 原油高はドル相場の上昇に寄与する。米国経済は欧州経済よりも原油輸入への依存度が低いのである。また原油高は決済通貨としてのドルの需要増にもつながる。
- ・ 経済成長などの循環要因のみが直接投資の要因ではなく、市場の規模、単位労働コスト、労働市場の柔軟性、企業金融の構造なども重要な要因である。従って、米国への資本流入は循環要因によって鈍化するが、枯渇することはない。

- ・ 以上の議論はいずれも今後ユーロに有利な要因であり、これは2001年を通してかわらないだろう。今後米国の経済指標はさえないものが続くだろうが、これはユーロを対ドル等価の方向に押し上げるだろう。しかし、米国経済が第2四半期に再び成長力を回復すれば、ユーロの上昇には限界があるだろう。

市場関係者は今後の市場展開について、おおむねこのドイチェバンク・リサーチと同様の見方をしている。ユーロの下落には当面歯止めがかかり、1ユーロ=1ドルの対ドル等価までは時間がかかっても回復すると見ているが、その後については米国経済の動向次第というのが大体のコンセンサスとなっている。

4. ECBの金融政策をめぐる議論

(1) 政策決定の透明性の問題

ECBの情報発信の主な手段は、毎月1回の総裁・副総裁の記者会見、月報の発行である。また、総裁ほか幹部の講演、新聞などへの寄

Report 4

稿、インタビューも頻繁に行われており、主要な講演についてはECBのホームページ (<http://www.ecb.int>) からダウンロードすることができる。

ECBの情報発信に対する批判についてはユーロトレンド2000年4月号、Report 1でも報告したが、1年たった今でも相変わらず批判が絶えない。

第1の点は、政策決定についての情報公開が不足しているという批判である。政策決定を行う最高意思決定機関である政策理事会の議事要旨、表決結果は一切公表されておらず、記者会見で表決結果を問われても「コンセンサスで決めた」としか答えられないこととなっている。日本銀行、FRBとも、金融政策を決定する会議である金融政策決定会合、FOMC（連邦公開市場委員会）の議事要旨と表決結果をそれぞれ約1ヵ月後にホームページ上で公表している。ただ、12カ国の中央銀行総裁はじめ会議参加者が出身国の世論などとらわれず、欧州の中央銀行人として自由に金融政策を議論し決定することを保証するためには議事の非公開性は欠かせないと見られ、ECBもこの点を改める意思はないようである。

第2の点は、ECBは成長見通し、インフレ見通しなどを示すべきという欧州議会からの批判である。この批判は欧州議会にECB幹部が出席するたびに繰り返され、ついに2000年12月からECBは経済見通しを年2回公表することとなった。しかし、経済見通しの発表はECBの今後の政策手段を束縛することになり有害という批判があり、ECB内部でもかなりの反対意見があったと伝えられている。そのため、経済見通しは政策理事会の責任で作成するものでなく、あくまでスタッフとしてのエコノミストの作成ということになった。

第3の点は、ECB幹部の発言には市場を理解しない無神経な発言が多いため、市場を混乱させているという批判である。以前は発言者が多すぎることが混乱をよんでいるという

批判が多かったが、この点にはECBは配慮しているようで各幹部の発言のニュアンスの差はなくなってきた。しかし、ECBの最高幹部であるドイセンベルク総裁が「中東危機によって急激な為替の変動が起きた場合、中央銀行が市場介入をすることは意味がない」「大統領選挙に近い時期になれば米国にとって協調介入参加が困難になる点を考慮したことは否定しない」と英国紙のインタビューで語り(The Times, 2000年10月16日)、ユーロの急落を招くなど、ECBの市場との対話下手はまだ治っていない。

(2) 政策理事会メンバーとEU拡大

EUに加盟しているがユーロを導入していない英国、デンマーク、スウェーデンに加え、EU新規加盟交渉国であるハンガリー、ポーランドなど12カ国もEU加盟後はユーロ導入が日程に上ってくることになる。ただ、ユーロ導入の条件として財政赤字、インフレ率などの基準を充たす必要があるため、EU加盟後もユーロ導入までなお数年を要すると見られている。

現在、ECBの意思決定機関である政策理事会（Governing Council）は、ECB総裁、副総裁、専任理事（4名）および、ユーロ参加国12カ国の中央銀行総裁の計18名で構成されている（表参照）。日本銀行の政策委員会・金融政策決定会合は9名、米国の連邦公開市場委員会（FOMC）は12名で構成されており、政策理事会の18名という人数は日米と比べても既に相当多い。これに加えて、EU内のユーロ未導入国（3カ国）、EU新規加盟候補国（12カ国）の全てがユーロを導入すると、政策理事会は本部理事6名、各国中央銀行総裁27名の計33名まで膨れ上がることとなり、総人数としても限度を超えているばかりか、本部理事と各国中央銀行総裁の人数のバランスが崩れ、「コンセンサス」による政策決定を旨とするECBとしては多すぎると思われる。

表 ECBの政策理事会メンバー

	氏名	出身国
本部役員 (6名)	Duisenberg総裁 Noyer副総裁 Domingo Solans専任理事 Hämäläinen専任理事 Issing専任理事 Padoa-Schioppa専任理事	オランダ フランス スペイン フィンランド ドイツ イタリア
各国中央 銀行総裁 (12名)	Quadenベルギー国立銀行総裁 Weltekeドイツ連邦銀行総裁 Papademosギリシャ銀行総裁 Caruanaスペイン銀行総裁 Trichetフランス銀行総裁 O'Connellアイルランド中央銀行総裁 Fazioイタリア銀行総裁 Merschルクセンブルク中央銀行総裁 Wellinkオランダ銀行総裁 Liebscherオーストリア国立銀行総裁 Ribeiro Constâncioポルトガル銀行総裁 Vanhalaフィンランド銀行総裁	

2000年12月にフランスのニースで開かれたEU首脳会議において合意された新EU条約案(ニース条約案)の中に、ECBの政策理事会の議決方法の改定手続きの簡素化が盛り込まれた。「ESCB(欧州中央銀行制度)とECBの定款に関する議定書」によると、各理事が1票ずつ政策理事会の投票権を持つことが定められている。EUとしてはECB政策理事会が将来加盟国の増加で機能しなくなる事態に備え、議決方法の改定手続きの簡素化を提案したものである。

ドイセンベルクECB総裁は2001年3月5日の欧州議会経済金融委員会での証言で、EU拡大後の政策理事会改革案として、理事を持ち回りで交代させる方法(案)、数力国ずつグループを作り各グループから一人ずつ理事を出す方法(案)の2つの選択肢を明らかにしている。

同総裁によると、案には、「金融政策の意思決定に一定期間参加できないことを各国が受け入れられるか」、「(大国は常に理事を派遣し、小国は持ち回りとするといった)国ごとの区別をするのか」などの微妙な問題が

あるが、案は理事の独立をうたった条約の原則に反し、現時点では案が最も可能性が高いとしている。

EU新規加盟国がユーロに参加するのはかなり先のことであり、この問題は急いで結論を出す必要はない。しかしながら、各国とECBの関係という宿命的問題をクローズアップするとともに、ECBとユーロの信頼性にもかかわる問題であり、議論の行く末が注目される。

5. ECBのユーロ圏経済見通し

(1) 経済見通しの発表の意義

ECBは2000年12月20日、ユーロ圏経済見通しを初めて発表した。経済見通しはECBとユーロ圏中央銀行のエコノミストらが作成したもので、今後年2回発表される。ECBはその政策決定が不透明であるという批判を受け続けているが、経済見通しの発表は、ECBの政策決定を外部に理解してもらうという目的で始められたものである。

なお、経済見通しの前提として、「中央銀行として、重要な変動要因について期待を形

成したり、特定の仮定を創り出すつもりはない」(ドイセンベルク総裁)という考えから、金利と為替レートは「一定の水準」から動かないという仮定に基づいた見通しとなった。しかし、基準日となった2000年11月9日はユーロの対ドル相場の回復が始まる前であることから、この見通しの前提は発表の時点で既に大きく変わっておりそもそも意味をなさないのでないかと批判されている。

(2) 経済成長については楽観的

2000年12月発表の見通しでは、ユーロ圏(ギリシャを含む12カ国)の経済成長を、2000年の実績見込み3.2~3.6%に対し、2001年2.6~3.6%、2002年2.5~3.5%としており、楽観的な結果となっている。ECBはこの見通しの理由として、良好な金融環境に支えられた内需拡大の持続、ドイツなどでの2001年からの大規模な直接税減税、原油高の消費などへの悪影響の緩和などを挙げている。世界経済の成長率を、2000年の5%に対して、2001年、2002年とも4%と相当楽観的に仮定していることもこの結果に寄与していると思われる。

また、インフレ率については、2000年実績見込み2.3~2.5%に対し、2001年1.8~2.8%、2002年1.3~2.5%としている。原油高による輸入物価の上昇は緩和されるが、国内物価の上昇圧力が徐々に強まる結果と説明している。

2000年12月発表の見通しでは、ECBの政策決定上の二本の柱(通貨供給量と総合的イン

フレ予測)のひとつである通貨供給量については発表されていない。ECBは翌年の通貨供給量(M3)伸び率の参考値を年末に決定しているが、2000年12月14日の政策理事会では、欧州ではニューエコノミーによる生産性向上、潜在成長率上昇がまだ確認できないという理由で、2001年の通貨供給量の参考値を4.5%のまま据え置くことが決定された。

終わりに

日本から見ると欧州は遠く、ECBの金融政策もなかなかピンと来ないと言うのが実際のところではなかろうか。99年のユーロ発足時には日本では「ドルに代わる機軸通貨の誕生」と持てはやし、その後ユーロの下落が続くと「ユーロは失敗した」という論旨で報じられた。長年の議論の末に単一通貨ユーロと単一の中央銀行ECBを作った欧州人はこのような「上げたり下げたり」の論旨には与しないだろう。

インフレの恐れに対して過敏すぎるように見えるECBの金融政策は2度の大戦で記録的インフレに見舞われたドイツ人はじめ諸国民の経験の産物であると考えられる。2002年1月のユーロ紙幣・硬貨の流通を機に、欧州人は粘り強くユーロの定着を図っていこう。この欧州の実験をアジア人である我々としてもじっくり見ていく必要がある。

(藤田博一)