



「ユーロ安」からの教訓

西澤 隆 NRIヨーロッパ(ロンドン)

「ユーロ安」続く

1年前にはだれも想像できなかった事態が為替市場で起こっている。ドルと並ぶ基軸通貨になると期待され、昨年1月に導入されたユーロが、1年以上もほぼ一貫して下落し続けている。導入当初は1ユーロが1.18ドルで取引されていたが、現在は1ドル=1ユーロを大きく割り込んでいる。

エコノミストは、こうしたユーロ安を欧州と米国との景気循環の違いで説明してきた。確かに、昨年前半までは、この説が通用してきたことは事実だ。当時は、欧州全域にわたり高失業率が続き、欧州景気が好調とは言い難い一方、米国では、株式市場が「ニューエコノミーブーム」に沸き、実体経済、株式市場ともに好調が伝えられていた。ただ、この説では、欧州景気が上向いてくれば、ユーロも徐々に強くなっていくはずだという結論になっていた。

しかし、現実にはそうはならなかった。EU(欧州連合)の第4四半期GDPが前期比3.0%成長と

なるなど、昨年後半から欧州景気は明らかに回復し始めた。にもかかわらず、ユーロは下落し続けたわけだ。

確かに、ドイツのコール前政権のスキャンダルや、オーストリアでの右傾連立政権の誕生など、政治的要因からユーロを弱くする要因も多く指摘されている。しかし、こうした要因も、1年にもわたる予想以上の大幅なユーロ下落を完全に説明できるとは思えない。

問われる欧州中銀の真価

現象面からいえば、継続的なユーロ安は、欧州から大量の資本が直接投資や株式投資を通じて、海外へ流出してしまっているのが原因である。もちろん、これは人々のユーロに対する信認感の喪失を反映している。では、ユーロに対する信認感の喪失は何に由来するのか。その大きな要因の1つとして、中央銀行に対する信認感の喪失があげられる。

ECB(欧州中央銀行)設立以前、ドイツには最も政治的に独立

した中央銀行の1つであるブンデスバンクが存在した。このドイツ連邦銀行の政治的独立性と明確な「インフレ抑止」という政策スタンスが、強いドイツマルクの価値を維持していたといえる。

しかし、足元で、その後継者たるべきECBに対する信認感が急速に薄れている。ECBは、今年に入り3回の利上げを行った。通常、利上げは通貨を強くする。だが、ユーロの場合には、利上げ後もすぐに元の水準に戻り、利上げ前よりむしろ弱くなってしまった。米国経済が予想以上に強いとはいえ、利上げ後、通貨が継続的に弱くなるのは異常ともいえる。こうしたユーロの動きも、ECBに対する信認感の喪失を裏付けている。

ECBの利上げをめぐる情勢を振り返ってみると、ECBの抱える問題点が浮かび上がってくる。そもそも、市場がECBの利上げを読み始めたのは、ユーロ安に歯止めがかからず、インフレ率がECBが設定したインフレ予想の上限に張り付いた状態になったためである。

インフレ懸念が拡大している以上、ECBが、中央銀行として、利上げを考えるのは当然だ。

ただ、その一方で、利上げを抑制する要因も指摘できた。欧州最大の経済大国であるドイツでは、ユーロ安の恩恵を受けて、輸出主導で景気が回復していた。したがって、むしろ、利上げによるユーロ高が、欧州景気にとってマイナスとなることも考えられた。

こうしたなか、結局、ECBは利上げに踏み切ったわけだが、ここでのECBの対応が中央銀行としての信認感の喪失を決定づけた。それは、以上に述べたジレンマを市場に完全に悟られたばかりでなく、利上げの説明として、あやふやなコメントに終始し、自己の政策スタンスやその方向性を明確にしようとしなかったことである。むしろ、できなかったのだ。

ECBの利上げ決定に対し、金融政策決定過程にかかわりの深いドイツのエコノミストが、「ドイツにインフレ懸念なぞない」と公然と批判するに至っては、ECB内部でも統一がとれていないことを世間に公表しているに等しい。

「通貨の番人」であるべき中央銀行がこうした姿をさらけ出している以上、その国（地域）の通貨が強くなれるわけがない。もちろん、

ECB自体も発足したばかりであり、ボードメンバー自体が主権国という特殊事情もあって、短期間にアイデンティティを確立するのは難しいことはわかる。

しかし、それが解決されないかぎり、景気循環や世界的な協調によって、ユーロが強含む展開があったとしても、ドイツマルクが維持していた「強い通貨」のイメージに到達することは当面難しいといわざるをえない。

通貨の価値を決める信頼感

日本銀行も、新日銀法のもとで、金融政策決定会合議事録の公開など、金融政策の透明性向上に向けていろいろな改革を実施してきた。また、金融政策の透明性向上策の一環として、夏場までに「デフレの定義」の議論内容を公表することも発表した。

ただ、その一方で、0%金利政策という前代未聞の金融政策を強いられるなど、日銀が苦しい政策運営を続けていることは事実である。加えて、米国のクルーグマン教授をはじめ、国内外で、日銀が今後とるべき金融政策についての議論も過熱している。

ユーロとECBの最近の動向から得られる教訓は、通貨の根本的な価値は、必ずしも経済規模や景気

循環だけでは決まらないということである。金融政策当局の姿勢に対する信認感も重要な要素の1つだということを、ECBとユーロの関係は如実に示している。

逆に、政策当局の政策執行能力などに対する市場の信認感がなければ、金融政策の透明性を確保するために実施しているインフレ予想値の公表さえも、有効な金融政策実施の足かせとなり、それが通貨などへの歪みとなって跳ね返る可能性さえあるということだ。

「円」の国際化が叫ばれて久しい。「円」が価値の安定した、世界（特にアジア）の人々が安心して使える通貨になるためには、日銀に対する信頼感の確立が不可欠だ。この信頼感を勝ち取るには、実績をもって語るしかない。日銀の金融政策に注目が集まっている今こそ、日銀が市場と絶対的な信用を勝ち取るチャンスでもある。

日銀が、独自で決めたスタンスを信念をもって遂行することが、短期的に多少の軋轢はあったとしても、世界の人々の信頼感を得る最短コースである。それが、「円」の国際化の基礎的条件になるのではないだろうが。

西澤 隆（にしざわたかし）
NRIヨーロッパ上級エコノミスト