



ECB 金融政策とユーロ円レート

たかや さだよし
高屋 定美

関西大学商学部 教授

【要 旨】

- ・欧州中央銀行（ECB）は2025年3月6日の政策理事会会合で、多くの予想通りに昨年6月から6回連続で政策金利を0.25%引き下げ2.50%とすることを決定した。インフレ率が低下傾向にありドイツ経済の後退によるユーロ圏経済の停滞懸念もあるためである。
- ・ECBによる金融政策の反応がどの経済変数に依存するのかを検証し、同行の定款に示された物価安定を追求してきたことが確認された。それとともに、定款には示されていないものの、実際には景気安定や金融安定にも一定の配慮をしてきたことが分かった。また近年は、インフレ率が上昇していたもののすぐには金融引き締めを行うわけではなかったが、それにはフォワード・ガイダンスが関わっていたことが示唆される。
- ・今後のEUでの防衛費増強など新たな財政拡大に伴い再びインフレ率が上昇する懸念もある。ECBの金融政策動向も注視する必要がある。

1. ポストコロナ期の ECB 金融政策

(1) ユーロ圏でのインフレの高まりー非標準的金融政策から標準的金融政策への転換ー

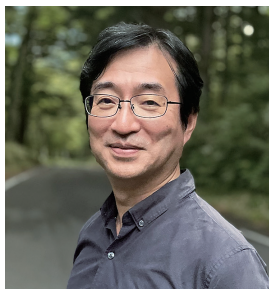
ユーロ圏の金融政策ならびにマクロプルーデンス政策を担う欧州中央銀行（以下、ECB）は、ユーロ危機とリーマンショックからの経済回復のため、日本銀行同様、複数の非標準的金融政策プログラムを実行してきた。たとえば2013年7月からフォワード・ガイダンスが現在まで導入され、2014年6月からマイナス金利政策が導入された。さらに2014年9月から一連のターゲット型長期資金供給オペ（TLTRO）が実施され、2015年3月から2018年12月まで資産購入プログラム（APP）が行われた。これらの金融緩和措置は一定の成果をみせたといえる¹。さらに2020年初頭にイタリアから始まった新

型コロナ感染によるパンデミックは物流や人流が滞ることで、欧州での経済活動は停滞し、ECBもパンデミック対応のための金融緩和措置を導入した²。しかし、パンデミックの弱まりとともに、2021年から徐々に経済の流れが回復傾向となり、それにあわせて欧州各国の総需要も回復をみせていった。その回復とともに、ユーロ圏ならびにEU経済圏でのインフレ率も次第に上昇傾向をみせるようになった（図1）。

さらにウクライナ戦争によるロシアからのエネルギー供給の大幅な減少が、欧州のエネルギー価格を急上昇させることとなった。このエネルギー価格上昇はEU経済の供給サイドに対する負のサプライショックとして、エネルギーの多くをロシアに依存してきたEU加盟国企業によるコスト増加、さらに消費者の電気ガスなどの燃料コストを引き上げた。

¹ ECBの非標準的金融緩和効果に関しては、たとえば高屋（2015第5章、2016、2017、2022）を参照。なおECBは量的緩和政策ならびにマイナス金利政策等を非伝統的金融政策とは呼ばず、非標準的金融政策（non-standard monetary policy）と称していたため本稿でも非標準的金融政策との用語を使うこととする。

² ECBのパンデミック対応に関しては、たとえば高屋（2021）を参照。



【高屋定美氏のプロフィール】

略歴 1963年 京都生まれ。神戸大学経済学部卒業。神戸大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学。博士（経済学）取得。
近畿大学商経学部専任講師、助教授、教授を経て、2004年4月より現職。
1996年～97年カリフォルニア大学バークリー校経済学部客員研究員。

専門 国際金融論 欧州経済論

主要著書『欧州通貨統合とマクロ経済政策』ミネルヴァ書房（単著、2009年）、『欧州危機の真実』東洋経済新報社（単著、2011年）、『検証 欧州債務危機』中央経済社（単著、2015年）。『危機の中のEU 経済統合』文真堂（共編著、2018年）。『沈まぬユーロ』文真堂（共編著、2021年）。『グリーンディールの夢と現実』文真堂（共編著、2024年）他

このサプライショックの発生と、パンデミックからの総需要のV字回復の二つの要因によってインフレ率の急上昇への対処が、2022年からのユーロ圏そしてEU 経済の喫緊の課題となった。このインフレ率の上昇に対し ECB は、それまでの金融緩和的な金融政策を2022年7月に転換し、金融引き締めへ転換することとなった。ただし、このインフレ率の上昇に対しては ECB の金融政策の転換が遅れ引き締めは不十分だったのではないかと考えられる。

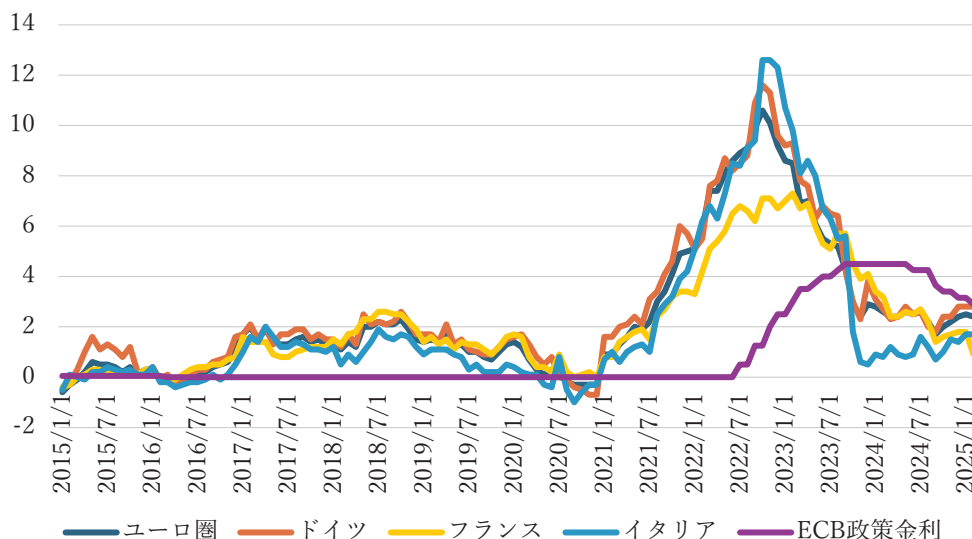
(2) なぜ ECB の金融引き締めは遅れたのか？

ECB が2020年代に金融引き締めを遅らせた理由は、主に以下の要因によると考えられる。まずパンデミックからの回復への過度の懸念があったことである。COVID-19の影響で、ユーロ圏経済の景気は

2020年に大きく落ち込んだものの、2021年以降にユーロ圏の景気は回復していった。この回復に伴い、域内の総需要は増加し、インフレ圧力が高まった。ただしその回復が本格的となるかどうかを見定めるために ECB は、金融緩和を維持する必要があると判断したものといえる。その背景にはフォワード・ガイダンスがある。フォワード・ガイダンスによって将来の金融政策動向を公衆にわかりやすく伝えてきたため、急なその変更は難しいといえる。

さらに2021年から2022年にかけてウクライナ戦争の影響によりロシアからのエネルギー供給が大幅に縮小され、それによりエネルギー価格が高騰した。また、ウクライナからの小麦の輸入がサプライチェーンの混乱により滞り、それにより食料品価格が上昇したことも、インフレ率を急上昇させる要因

図1 ユーロ圏でのインフレ率と ECB による政策金利の推移



注) インフレ率として ECB が採用している HICP（調和された消費者物価指数）を前年同期比（%）で示し、また ECB 政策金利として ECB 短期レポレートを利用した。
出所：欧州統計局（Eurostat）によるデータを基に筆者作成。

となった。当時 ECB は、インフレ率が持続的に 2% を上回る可能性があるとして認識し、これに対処するため金融引き締めが必要であったものの、急激な引き締めはユーロ圏経済の回復を妨げるリスクがあると考えた³。その時 ECB が 2013 年に導入したフォワード・ガイダンスが足枷になったとも推察される。ECB はフォワード・ガイダンスにより将来の政策金利の行方を金融市場にわかりやすく伝えてきたものの、急激なインフレ率の上昇には対応しづらかったと考えられる。

また、ECB の金融政策運営では金融市場の安定化にも配慮する可能性がある。その理由として、金融市場に断片化があれば、金融政策伝達メカニズムが寸断され、金融政策効果が十分に発揮されない⁴。そのメカニズムを保護するためには金融市場の安定化が必要である。そのため金融引き締めを進めることに慎重になった可能性もある。一方で ECB はマクロプルーデンス政策と金融政策運営との間にはファイアウォールを設けるとしており、この時期、どちらの判断が強かったのかを次項で確認する。

昨年、ECB の金融引き締め効果とエネルギー価格の下落によりユーロ圏のインフレ率が低下し、景気減速傾向をみせたため、ECB は 2024 年 6 月に利下げを開始し、それ以降、2025 年 3 月 6 日の政策理事会会合までに 5 回、政策金利を引き下げた。この背景には、デシインフレ過程が順調に進んでいるとして、金融市場の予想した通り政策金利（主要リファイナンス・オペ金利、限界貸出ファシリティ金利、預金ファシリティ金利）を各 0.25% に引き下げることと決定している。

(3) ECB の金融政策反応

直近の ECB の金融政策を概観したが、発足以来、ECB の金融政策がどのように反応してきたのかを確認するため、次のような政策反応関数を想定して実証する。

$$i_t^p - i_{t-1}^p = c + a_1(\pi_t^{SPF} - 2) + a_2 y_t^{GAP} + a_3 \Gamma_t \quad (1)$$

ここで i_t^p は ECB の政策金利、 c は定数項、 π_t^{SPF} は ECB が公表している金融関係者の 1 年先インフレ予想値、 y_t^{GAP} は GDP ギャップ、 Γ は金融安定指数 (CISS composite) を想定する。 a_i ($i=1,2,3$) は各係数を示すが、理論的に想定される符号は a_i ($i=1,2$) は正であり、 a_3 は負である。

(1) 式左辺の被説明変数は政策金利の動向を表す。すなわち、ECB は計測される自然利子率をわかったうえで、それに近づけるように政策金利を動かすものとする⁵。説明変数にはインフレの実実値ではなくインフレ予想値と目標インフレ率 (2%) の差と GDP ギャップを採用した。さらに、金融安定に対しても配慮しているのかどうかを検証するため、金融安定指数も採用することとした。(1) 式は伝統的なテイラールールによる定式化と近似しているものの、西垣 (2024) での分析を考慮し、ECB によって公表されている金融安定の程度を表す Financial Soundness Indicator を説明変数に加えている。また、推定期間をユーロ紙幣発行後の 2001 年 1 月から直近の 2024 年 12 月までとし、月次データを用いる。利用したデータについては次の通りである。インフレ率は、HICP (調和された消費者物価指数) を用い、欧州統計局 (EUROSTAT) から採集した。政策金利としてユーロ圏無担保翌日物平均金利 (以

³ Lane (2024) を参照。

⁴ Hutchinson and Mee (2020)。

⁵ この定式は Taylor (1993) が示したオリジナルのテイラー規則の定式化を継承するものである。ただし、テイラー規則では自然利子率は右辺に置かれる。

下、EONIA）とユーロ短期金利（以下、ESTR）を用いた⁶。本稿では2019年9月まではEONIAを、2019年10月から2024年12月まではESTRを用いた⁷。データはRefinitiv、Datastreamから採集した。またGDPギャップに関しては、Holston, Laubach, and Williams (2024)によって推計されたユーロ圏のGDPギャップを月次データに変換して利用した⁸。

以上のデータを用いて最小二乗法（以下、OLS）によって推計する。ただし、ユーロ導入後のEU経済ではいくつかのフェーズが考えられる。そのため、構造変化を内生化した推定方法を採用することとする。構造変化が起きたかどうかの判定については、ここではBai=PerronのL対L+1の構造変化テストを採用した。Bai=PerronのL対L+1のテストによる構造変化を内生化したOLSによる推定結果を表1で示す。

表1より、ECBの金融政策スタンスは、2001年より直近まで2009年3月、2014年6月に構造変化があり、ECBの金融政策スタンスは3分割されることを示している。本稿では、2001年1月～2009年2月までを第1期、2009年3月～2014年5月までを第2期、2014年6月～2024年12月までを第3期とする。第1期ではユーロ導入初期であり独仏といった

欧州先進国の景気後退と南欧経済の景気上昇がみられた時期である。この時、インフレ率、成長率、金融安定ともに有意に反応し符号も想定通りである。すなわち、インフレ率が目標インフレ率2%を上回れば金利を引き上げ、GDPギャップが長期水準よりも低下すれば引き下げ、また金融不安が高まれば金融緩和を行うことを示唆する。ECBの定款上、インフレ重視の金融スタンスであることが示唆されていたものの、それ以外にも配慮する姿勢がある。

第2期ではユーロ危機を経験した時期であるが、この時にはインフレ率には有意でなくなり、成長率、金融安定に関して有意である。この時期に欧州経済はデシインフレで深刻な景気後退時期であるユーロ危機を経験しており、ECBはその対応を求められていた。そのためインフレよりも景気と金融安定に反応している。ただし、GDPギャップとCBOE Volatility Index（以下、VIX）の係数値は第1期よりも小さく、第1期よりもそれらへの反応が鈍いことも示している。ユーロ危機からの回復期にある近年の第3期ではインフレ重視のスタンスに転換している。ただし、金融安定に関して有意ではなく符号も想定とは逆である⁹。

以上より、ECBの金融政策スタンスには構造変化があるものの、定款に沿って物価安定には強く関

⁶ EONIAは銀行が提示した金利を基にEMMIが算出した貸出金利であったが、ESTRは毎日の実取引に基づくユーロ圏の大手銀行約50行の借入金利で、翌日物取引レートを取引高で加重した平均として算出される。LIBORの不正問題でEUベンチマーク規則の遵守が困難との理由より、EuriborおよびEONIAの使用を中止するように規制当局から求められた。そのため、新たな指標金利としてECBは2019年10月よりESTRを公表し、EONIAは2022年1月3日に公表が停止された。

⁷ ESTR導入当初、金融市場の一部では、ESTRはECBに預金しない銀行間の取引金利も反映するため、ECBの預金金利よりも低く設定されることもあり得るとした懸念があった。そのためECBが利上げをしても、それが適切に伝播しないのではないかと考えられた。ただし、ECBによる現在までの引き上げ時には、ESTRも上昇しており、政策金利として採用した。ブルームバーグ、2018年10月15日“ECB’s Quest for Tighter Policy May Face Challenge From Ester”。

⁸ データの変換には、Eviews14を用いた。また後述する推定についてもEviews14を使用した。また利用するすべてのデータの定常性に関してはADF検定（拡張ディッキーフラー検定）によって検証し、単位根の存在を棄却した。結果に関しては、ここでは紙幅の関係上、割愛した。

⁹ またパンデミック時期は短期間だったこともあり、ここでは構造変化はみられない。

表1 ECBによる金融政策反応関数の推定結果
推定期間：2001年1月～2024年12月

被説明変数：D (POLICYRATE)				
変数	係数	標準誤差	t 値	P 値
2001年1月～2009年2月				
C	0.164	0.029	5.675	0.000
a_1	0.240	0.069	3.475	0.001
a_2	0.055	0.013	4.077	0.000
a_3	-3.336	0.527	-6.331	0.000
2009年3月～2014年5月				
C	0.099	0.032	3.122	0.002
a_1	0.055	0.041	1.343	0.180
a_2	0.018	0.005	3.753	0.000
a_3	-1.568	0.500	-3.136	0.002
2014年6月～2024年12月				
C	-0.006	0.042	-0.145	0.885
a_1	0.093	0.019	4.899	0.000
a_2	-0.001	0.003	-0.267	0.790
a_3	1.831	1.139	1.608	0.109
Adjusted R-square	0.606	S.D. dependent va		0.146
S.E. of regression	0.092	Durbin-Watson sta		2.223
Sum squared resid	2.286	F-statistic		40.360
Log likelihood	280.252	Prob (F-statistic)		0.000

注1) Break type : Bai-Perron の構造変化検定による構造変化の検出を用いた。
(筆者作成)

与してきたといえる。また、ECB の定款に記載されていないものの、金融市場の安定にもコミットしてきたことが示唆された。このことは、ユーロ危機の最中の2010年12月に欧州システミックリスク理事会（ESRB）が発足し、ECB がマクロプラードンス政策の責務を負うこととなった以前にも、金融安定に配慮していたことを示唆する。しかし、3 期間のうち第3期ではその安定への配慮はせず、さらに推定された金融安定指数の有意な係数を比較すると、第2期の方が係数は低い。ESRB 発足後、マクロプラードンス政策と金融政策運営とを切り離す方針が確立してきたことを示唆する。

これらより2022年からのユーロ圏経済かつ EU 経済圏でのインフレーションの高まりが、政策金利の引き上げをもたらしたが、一方で金融市場の安定や実質経済成長率にも配慮したため、そのことが引き上げを遅らせインフレの高まりを初期に抑制することができなかったといえる。また、以上で述べた ECB による政策金利の引き上げは、対外的には為

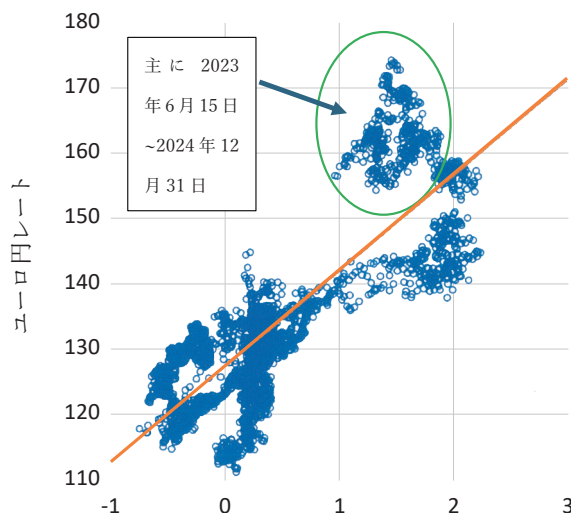
替レートに影響を与えていると推察される。為替レートの動きがユーロ圏物価に影響を与えるとしても、物価動向そのものを観察して金融政策を決定してきた。むしろ、ECB の金融政策が為替レートに対して影響を与えていると想定される。それを確認するため、ユーロ円レートを対象に、次節では ECB の金融政策と為替レート変動との関係を検討する。

2. ユーロ円レート変動要因としての ECB 金融政策

(1) 近年のユーロ円レートの推移

第1節で近年の ECB による金融政策を概観し、金融政策を動かす要因を特定してきた。それよりインフレ率の急上昇に遅れ気味であったとはいえ、それに対応するため、金融引き締めを行った。その結果、日本とユーロ圏との金利差は拡大した。そのことは、日本とユーロ圏との長期金利格差をもとにした金利平価式を念頭におけば、近年の対円ユーロ安

図2 近年のユーロ円レートの推移
(2015年1月1日~2024年12月31日)



欧州国債平均金利(10年物) - 日本国債金利(10年物)

注) 横軸はユーロ圏10年物国債平均利回りと日本国債10年物利回りの格差を、縦軸には名目ユーロ円レートをとっている。またレッドラインは単回帰による適合線である。

出所: Datastream を基に著者作成。

を説明することができると考えられる。

それを確認するために図2では縦軸にユーロ円レートを、横軸に日米金利差をとって、2015年1月1日から2024年12月31日での日次データをプロットした¹⁰。それをみると、概ね日本とユーロ圏での金利差とユーロ円レートの正の相関関係がみられる¹¹。この期間では日本銀行は量的・質的金融緩和政策を継続していたため政策金利はゼロ近辺に張り付いていた。一方、第1節でみたように、この期間ではECBはユーロ圏の高インフレに対応するため政策金利を引き上げており、日欧の金利差は拡大したためにユーロ円安が進行したと考えられる。しかし、2023年6月から2024年12月の期間、金利差以上

にユーロ円安が進んでいることも読み取れる。

ECBは2024年6月から金融緩和政策に転換し日本銀行は2024年7月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.25%程度に引き上げたが、日本とユーロ圏の金利差は縮小したものの、ユーロ円安傾向にある。

(2) ユーロ円レートの推定

次に日次データを用いて、次式を用いてユーロ円レートの推定を試みる。

$$s_t = a(Diff_t^{euro}) + b(VIX_t) \quad (1)$$

$$Diff_t^{euro} \equiv (i_t^{euro} - i_t^{jpn}) \quad (2)$$

ここで、 s はユーロ円レートを示し、 i^{euro} は長期金利としてユーロ圏国債10年物平均金利を示す。また、 i^{jpn} は日本の長期金利として日本国債10年物金利を示す。これらはDatastreamから入手した。また国際金融市場の金融安定性を示す指標として、ここではVIXを用い、FREDサイトから入手した¹²。また添え字の t は時間(日次)を表す。

推計を行う前にデータの定常性に関して確認するため、ADF検定を行いその結果を表2に示す。これより、ユーロ円レート、日欧金利格差に関してはレベルでは非定常であるものの階差データI(1)では定常データとなる。一方、VIXはレベルでも定常のI(0)の性質を持つ。そのため、定常データと非定常データを同時に推定可能な自己回帰分布ラグ(Auto-Regressive Distributed Lag (以下、ARDL))モデルを用いる。ARDLモデルは従属変数と独立変数の両方のラグを説明変数として含む特徴をもつ。さらにここでは短期および長期の非線形性の可

¹⁰ 日本の長期金利は10年物国債金利、ユーロ圏の長期金利はユーロ圏10年物国債平均金利を選んだ。それぞれのデータの入手先はRefinitiv Datastreamからである。

¹¹ 無論、ユーロ円レートの変動を金利差のみで説明できるわけではない。投資家のリスク感応度の変化や金融政策ニュース要因など、金利差以外の要因によって、日々の為替レートは変動すると考えられる。しかし、この時期には金利差がユーロ円レートの主要要因と考えられる。

¹² <https://fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS>

表2 単位根検定の結果

	レベル			1 階の階差		
	t 値	P 値	ラグ	t 値	P 値	ラグ
s_t	-2.630	0.267	0	-50.599	0.00	0
$Diff_i^{euro}$	-1.637	0.778	1	-56.305	0.00	0
VIX	-5.718	0.00	1	-59.845	0.00	0

(筆者作成)

能性を考慮し、それらを説明変数に含む非線形 ARDL (NARDL) モデルを利用する¹³。さらに対称性の検定を行うことにより NARDL (1,2,1) として推定した¹⁴。なお SIC (シュワルツ情報量基準) によりユーロ円レート (対数値) は 1 次ラグ、長期の日欧金利差は 1 次ラグ、短期の日欧金利差も 1 次ラグが選択された。推定結果を表 3 に掲げたが、その結果より長期、短期とも日欧金利差がユーロ円レートに強く影響を与えていることがわかる。また、短期では日欧金利差に対する反応が非対称性であることが確認されているが、係数をみると金利差の変化に対してユーロ円高の方がユーロ円安に比べて大きく反応することがわかる。VIX に関しては、長期ではユーロ円レートに有意な影響を与えていないものの、短期では符号が負で有意に影響を与えている。すなわち、短期的には国際金融不安が高まると、安全資産の円需要が高まって円買いが進み、その結果ユーロ円レートも円高に振れることを示唆している¹⁵。

今後、もしユーロ圏のインフレ収束と景気後退が

表3 ARDL によるユーロ円推定結果

係数	係数	t 値	P 値
長期			
α_0			
s_{t-1}	-0.004	-2.430	0.02
VIX_{t-1}	-0.0001	-0.994	0.321
$(Diff_{t-1}^{euro})$	0.001	2.843	0.005
短期			
非対称項			
$(Diff_{t-1}^{euro})^+$	0.041	9.820	0.000
$(Diff_{t-1}^{euro})^-$	0.056	13.524	0.000
$D(VIX_t)$	-0.001	-9.784	0.000
$D(VIX_{t-1})$	-0.0003	-5.102	0.000
α_0	0.022	2.480	0.000
Adjusted R-squared	0.191	S.E. of regression 0.005	
F-statistic	87.575		
Durbin-Watsonstat	2.016		

注) SIC を用いて ARDL (1,2,1) として推定式を用いた。
(筆者作成)

観察されれば ECB による金利の引き下げが続くであろう¹⁶。またインフレ率が高めに推移するようになりデシインフレ経済からインフレ経済に転換しようとしている日本経済に対して、ECB とは逆に日本銀行は政策金利を引き上げていく可能性があ

¹³ ここでは紙幅の関係で推計式の表記を省略する。

¹⁴ 係数の対称性の検定を行った結果より、長期での対称性に関して、係数が対称であるという帰無仮説をともに棄却することができない。また短期では日欧金利差では対称性に関して帰無仮説を 5 % 水準で棄却できるものの VIX に関しては棄却できない。したがって日欧金利差のみ短期において係数の非対称性があることが確認された。対称性検定の結果より、対称性を整理しあらためて NARDL (1,2,1) として再推定した。ただし、ラグ次数の決定は SIC による。

¹⁵ 紙幅の関係上、結果は割愛するが、変数間の共和分関係を確認するためバウンドテスト (Bounds Tests) を行った。それによれば、すべての変数が I (1) プロセスの共和分関係にないという帰無仮説を棄却する。それよりユーロ円レートと日欧金利差が長期的な均衡関係である共和分関係にあることがわかる。一方で国際金融不安を示す VIX は長期的にはユーロ円レートには影響を与えないことがわかる。

¹⁶ ユーロ圏の景気後退に関しては、ドイツ経済の停滞が懸念されている。本稿では詳細を述べることはできないが、エネルギー価格の上昇や中国への輸出不振、そして新たな政権による政策の不確実性などドイツが抱える課題は多い。ドイツ経済の停滞と不確実性が、ユーロ圏全体に与える影響等は今後、検討されるべきであろう。

り、ユーロ円レートの円高傾向は予想される。さらに、トランプ政権の保護主義的貿易政策が欧州経済だけでなく世界経済に不確実性を与えるのならば、安全資産としての円需要も高まり短期的に円高圧力となることを示唆する。

3. むすびとして

本稿では ECB による金融政策の反応がどの経済変数に依存するのかを検証し、同行の定款に示された物価安定を追求してきたことが確認された。それとともに、ECB の定款には示されていないものの、実際には景気安定や金融安定にも一定の配慮をしてきたことが分かった。そのためインフレ率が高まったとしてもすぐには金融引き締めを行うわけではなく、他の中央銀行同様、景気や金融市場の混乱を回避するものと考えられる。

さらに、ユーロ円レートの推移を実証的に検討したが、日欧金利差が主要な変動要因であることが確認された。そのため ECB の金融政策がユーロ円レート変動の主因となり、当然とはいえ、ユーロ圏のインフレ・経済動向が ECB の政策金利を通じて、間接的にユーロ円レートの推移に影響を与えることになる。ただし、短期的には国際金融市場の不安定性の高まりが円高要因になることには留意が必要かもしれない。また2023年6月から2024年12月にかけてのユーロ円安は日欧金利差以上に円安が維持されており、VIX の安定が寄与しているともいえるものの、ドル円レート安に誘導された「つれ安」の可能性もある。それについては今後の課題としたい。

では、今後の欧州経済・ユーロ圏経済の動向と

ECB の金融政策はどのように推移すると考えられるだろうか。新型コロナ禍以降、グリーンディールと DX を産業政策の主軸とするサプライサイド重視の経済戦略を採用してきたものの、グリーンディールはそれを推進する欧州委員会と EU 域内産業界との軋轢もあり、その実効性が問われている。また現在、EU は欧州との協力に消極的なトランプ政権への対応のため、対 GDP 比 3 % を目標とした防衛費増強というディマンドサイド重視の経済戦略に移行しようとしている。2025年3月6日に EU は8,000億ユーロ規模の再軍備計画に大筋合意した。そのため EU は加盟国とともに防衛力強化のため欧州全域から資金調達する可能性が高い。EU 域内の総需要が高まれば、再びインフレ懸念が高まり、ECB が引き締めに転換する可能性はある。さらには2024年にみられた欧州各国での政治的混乱や防衛費増強による財政赤字拡大を投資家が不安視すれば、欧州国債のソブリンリスクが高まり、さらなる欧州国債の売却が進むものと考えられる。これに関連して総選挙後のドイツの次期議会ではなく現議会で、債務ブレーキを改定する動きがある¹⁷。一方で今年中に一回は日銀の利上げも想定され、現在の日欧金利差の行方は注視せざるを得ない。

さらには、ユーロ圏・EU 経済へのトランプ関税の影響も考慮せざるを得ない。欧州統計局によれば2023年では EU の対米輸出は全輸出の約20%、米国からの輸入は全輸入の約14%を占めており、報復を含めて米・EU の相互関税が引き上げられれば EU・ユーロ圏経済の景気・インフレを悪化させる要因ともなり、ECB の金融政策運営を変化させる

¹⁷ 2025年3月15日時点でドイツ次期政権はキリスト教民主党（CDU）と社会民主党（SPD）が担うことが予想され、両党は3月4日に債務ブレーキ改訂に関して次のように合意した。①今後10年間、連邦予算とは別にインフラ、DX、パワーグリッド、教育関連投資資金に充てる総額5,000億ユーロの特別基金を創設すること、②ドイツ再軍備と戦略的独立を確保するため、GDP 1 % 超の防衛費を債務ブレーキ対象から除外すること、③州政府による構造的なネットの借入の GDP 比上限を現在の 0 % から 0.35 % に引き上げることとする（田中：2025）。

だろう。EU 域内外の動向を注視する必要がある。

参考文献

高屋 定美 (2015)『検証 欧州債務危機』中央経済社。

高屋 定美 (2016)「欧州中央銀行の非標準的金融緩和策が欧州経済に与える影響」『世界経済評論』11・12月号。

高屋 定美 (2017)「マイナス金利政策の経験 ―ユーロ圏と欧州小国の経験から学ぶ―」『ゆうちょ資産研究』第24巻、105-132。

高屋 定美 (2020)「EU の結束は綻びるのか? ―ブレグジット、COVID-19に揺れる EU」『国際問題』第696号、19-29。

高屋 定美 (2021)「新型コロナ危機の欧州経済への影響と EU 経済政策」植田隆子編著『新型コロナ危機と欧州 ―EU・加盟10カ国と英国の対応―』所収、文真堂。

高屋 定美 (2022)「欧州でのマイナス金利政策の影響と COVID-19からの回復」本多佑三・家森信善編著『ポストコロナとマイナス金利下の地域金融』所収、中央経済社 184-201

高屋定美 (2024)「ドイツ総選挙と EU」世界経済評論インパクト、2025年3月10日 (<http://www.world-economic-review.jp/impact/article3748.html>)

田中 理 (2025)「ドイツの財政運営が変わる ～債務ブレーキの見直しや投資基金の創設で合意～」*Europe Trends* 3月5日。

西谷秀樹 (2024)「テイラールールからみた ECB の金融政策」日本 EU 学会第45回研究大会報告論文。

Bai, J. and P. Perron (1998), “Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes,” *Econometrica*, 66, 47-78.

Bernardini, M., & Lin, A. (2024) “Out of the ELB: expected ECB policy rates and the Taylor rule” *Economics Letters*, 235, 111546.

Kathryn H., T. Laubach, and John C. Williams, (2023) “Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, June.

Lane, P. (2024) The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area”, in English, B., Forbes, K. and Ubide, Á. (eds.), *Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation*, Centre for Economic Policy Research, 13 February, pp. 65-95

Phillips, P.C., Wu, Y. and Yu, J. (2011), “Explosive behavior in the 1990s Nasdaq: when did exuberance escalate asset values?”, *International Economic Review*, Vol. 52 No. 1, pp. 201-226.