



Economic Monitor

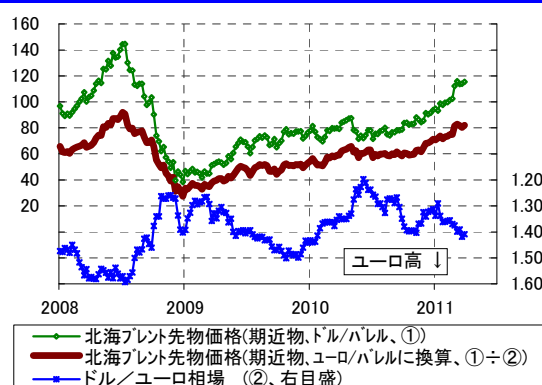
脆弱な成長基盤の下で欧州中銀の利上げは単発に (Monthly Update)

欧州中銀（ECB）による4月の利上げが濃厚となった。背景には、エネルギー価格の騰勢の強まりに加え、ECBが実体経済の動向をインフレ緩和要因として見続けられなくなってきたことがある。しかし、緊縮財政の影響や物価高などから個人消費の回復が見込み難いこと、ユーロ安による成長率押し上げ効果が弱まることを踏まえれば、ユーロ圏の成長基盤はECBが見ているよりも脆弱であり、2011～2012年の成長率はともに1.3%にとどまると予想される。中東・北アフリカ情勢のさらなる悪化による原油価格の大幅上昇や、欧州ソブリン問題の深刻化に伴うユーロ安といったインフレ上昇リスクはあるものの、実体経済面からのインフレ圧力の強まりを理由にECBが追加利上げを行う可能性は小さい。

欧州中央銀行（ECB）は3月3日の理事会で、政策金利1%の据え置きと無制限流動性供給の継続を決めたが、トリシェ総裁は理事会後の会見で「物価上昇リスクへの強い警戒（strong vigilance）が正当化される」などと発言した。「強い警戒」という言葉は、2005～2007年の利上げ局面においてトリシェ総裁が利上げの直前予告サインとして多用した言葉である。このため、ECBが4月7日の理事会で0.25%Ptの利上げを決定する可能性は高い。

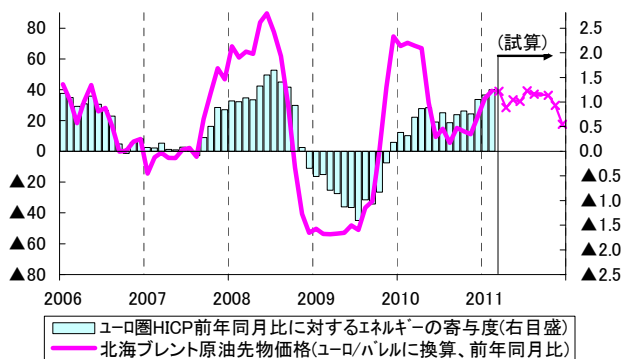
ECBが利上げ姿勢を鮮明にした背景としては、まず、エネルギー価格の騰勢の強まりが挙げられる。ユーロ圏のインフレ率は、昨年11月の前年同月比1.9%から12月に2.2%へと上昇し、今年1～2月もそれぞれ2.3%、2.4%とECBの政策目標である「2%未満」を上回っているが、そのうちエネルギーの寄与度は昨年11月の0.76%Ptから12月に1.05%Ptへと高まり、さらに今年1～2月にはそれぞれ1.15%Pt、1.25%Ptへ高まっている¹。そして先行きについては、原油価格が横這いになると仮定しても、インフレ率に対するエネルギーの寄与度が今年11月にかけて現状の1.0%Pt程度を維持すると考えられる²ことから、インフレ率は少なくとも今年

北海ブレント原油先物価格とドル/ユーロ相場



(出所) Bloomberg (注) 直近値は2011年3月23日。

北海ブレント原油先物価格の騰落率とユーロ圏インフレ率に対するエネルギーの寄与度（前年同月比、%、%Pt）



(出所) Bloomberg, Eurostat

(注) 試算はユーロベースの原油価格の前年同月比について、2011年3月後半以降のドルベースの原油価格及びユーロ相場が3月23日の水準(115.6ドル/バレル、1.41ドル/ユーロ)で横這いとなる場合を想定して延長。

¹ エネルギー価格の前年同月比は昨年11月が7.9%、12月が11.0%、今年1月が12.0%、2月が13.1%。また、ユーロ圏の消費者物価に占めるエネルギーのウエイトは9.6%である。

² エネルギー価格との連動性が比較的高い「北海ブレント原油先物」のユーロ換算後価格の先行きについて、直近3月23日の水準(115.6ドル/バレル÷1.41ドル/ユーロ=82.0ユーロ/バレル)で横這いになると仮定した場合、その前年同月比は今年11月にかけて30%前後の伸びを維持する、ということ踏まえている。

11月までは2%超の状況が続く見込みである。加えて、中東・北アフリカ情勢のさらなる悪化によって原油価格が一段高となり、インフレ率を一層押し上げるリスクもある。

さらに、ユーロ圏景気の動向をインフレ圧力の緩和要因として見続けられなくなったことも、ECBに利上げを迫る要因となった。ECBが3日に公表した成長率見通しは2011年が1.3~2.1%、2012年が0.8~2.8%と、いずれも12月時点の予想レンジ（2011年が0.7~2.1%、2012年が0.6~2.8%）から下限が引き上げられた³。特に2011年については、1.0%と見られる潜在成長率を上回る成長を予想している。

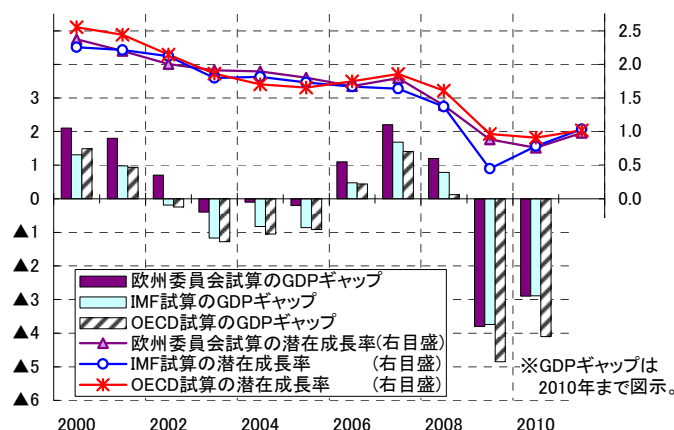
こうした状況下、ECBは、ユーロ相場の上昇によりエネルギーの輸入価格が抑制されることを期待して、また、エネルギー価格の高騰を受けて製品価格や賃金を引き上げる動きが広がり、広範な価格上昇に結び付く「二次的影響」が生じる可能性を抑えるため、4月に利上げする方針を固めたと見られる。

しかし、当社は、ユーロ圏景気の実状はECBが認識しているよりも脆弱であるため、そもそも4月に利上げを急ぐ必要性は乏しく、ましてや4月以降に追加利上げが必要になる可能性は低いと考えている。以下、主な根拠を2つ指摘したい。

第1は、個人消費の回復が見込み難いことである。ECBは上述の成長率見通しの中で、実質個人消費の伸び率を2011年0.6~1.4%、2012年0.4%~2.2%とし、2010年の0.7%から強まると予想している。しかし当社は、①緊縮財政の影響、②物価上昇に伴う実質購買力の目減り、③平均消費性向の持続的上昇が見込み薄であることから、2011年、2012年ともに2010年並みの伸びにとどまると予想している。

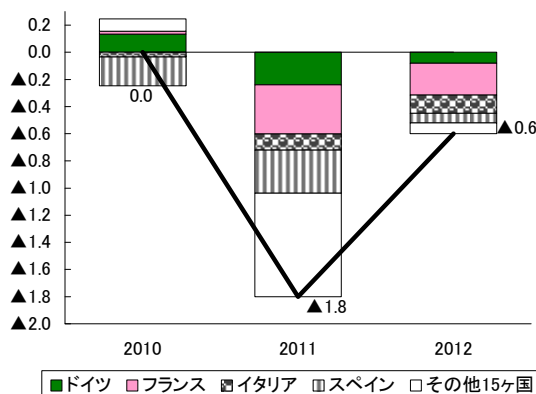
①の緊縮財政については、2011~2012年は所謂「PIGS」（ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の4ヶ国のみならず、ドイツやフランスといった財政状況が比較的健全な国でも財政赤字削減に取り組むことになっており、IMFの集計によると、ユーロ圏全体で2011年にGDP比1.8%、2012年に同0.6%に相当する財政収支の改善を図る計画となっている。これが実行されると、公務員給与の削減や税負担の増加により、個人消費を下押しすることになる。

ユーロ圏の潜在成長率とGDPギャップ



(資料) 欧州委員会、IMF、OECD

ユーロ圏における財政赤字の削減計画
(対GDP比の前年差、%Pt)



(資料) IMF "Fiscal Monitor" (2011年1月)

(注) IMFによる1月時点の各国財政収支見通しを、2009年のGDPを用いて加重平均。残り15ヶ国は内訳不詳。

³ またECBは、インフレ率見通しについても2011年が2.0~2.6%、2012年が1.0~2.4%と、昨年12月時点の予想（2011年1.3~2.3%、2012年0.7~2.3%）から上方修正した。もっとも、このインフレ率見通しが金融政策変更なかりし場合の試算値なのか、それとも政策変更による物価調整の可能性を想定した上でのECBの短期的な目標レンジなのか、位置付けは不明である。

また、③の平均消費性向は、2010年10～12月期に86.0%（当社試算）と前年同期の水準から1.5%Pt上昇したが、これは家計のマインド改善によるものではなく、所得の減少下で消費水準を抑えられなかったことにより生じた一時的な現象と考えられる。従って、2011年以降も消費性向が上昇し続ける可能性は小さいと判断される。

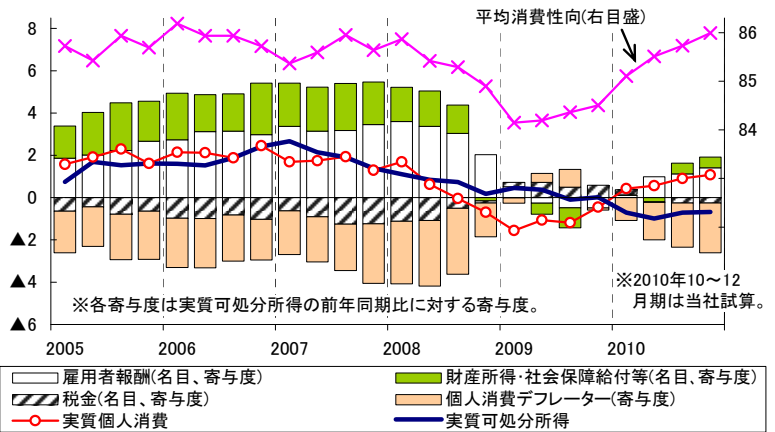
なお、個人消費の基盤である賃金情勢は総じて厳しい状況が続いている。前述の通り、ユーロ圏全体で公務員給与を削減・抑制する動きが広がり、賃金増加の大きな足枷になって

いるためである。景気が比較的好調なドイツでは今年2月、国内最大の労働組合であるIGメタル（金属産業労組）と自動車大手のフォルクスワーゲンが3.2%の賃上げ（来年5月までの16ヶ月間）で合意した。確かに、雇用維持を優先するため賃上げが見送られた昨年に比べ、賃金情勢は改善した。しかし、同国のインフレ率が2%台まで上昇している中で、今回の労使交渉結果は、ドイツの景気回復の牽引役である自動車分野ですら依然として実質1%程度の賃上げにとどまっていると見ることもできる。ドイツも含めたユーロ圏の賃金情勢に、個人消費の伸びやインフレ圧力を高めるほどの力強さは窺えない。

第2の根拠は、ユーロ高が輸入物価の下落を通じてインフレを抑制する以上に、輸出の抑制などを通じて経済成長率を減速させることである。OECDのマクロ経済モデルに基づいて試算すると、過去の為替変動による経済成長率への影響⁴は、2009年には過去のユーロ高により▲0.4%Ptとマイナスであったが、2010年には2009年以降のユーロ安の効果が上回ったため0.3%Ptへとプラスに転じた（右図）。しかし、2011年については、2009～2010年のユーロ安による余熱効果を勘案しても、為替変動が成長率を高める要因にはならない。すなわち、早期利上げを受けてユーロ相場が2011年平均で1.40ドル/ユーロ（前年比で5.5%のユーロ高）まで高まるとの前提を置くと、2011年の成長率に対する為替変動の影響は0.04%Ptとほぼゼロになり、2010年の成長率との比較では0.3%Ptの減速要因となると試算される⁵。

以上を考慮すれば、ユーロ圏における2011年の成長率は、ECBの予想レンジの下限である1.3%が精々であり、2012年も新たな成長加速要因が見出

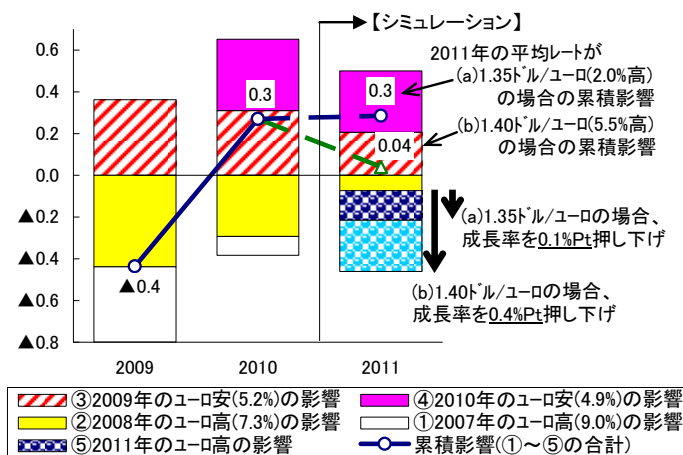
ユーロ圏家計の可処分所得と消費（前年同期比、%）



(資料) Eurostat

(注) 平均消費性向＝名目個人消費÷名目可処分所得

ユーロ相場の変動によるユーロ圏成長率への影響試算(%Pt)



(資料) OECD "The OECD's New Global Model"(2010年5月)

(注1)「ユーロ相場の10%下落による成長率の押し上げ幅は1年目0.7%Pt、2年目0.6%Pt、3年目0.4%Pt、4年目0.1%Pt」とのOECDの試算結果を基に、当社が2007年以降のユーロ相場の変動による2009～2011年の各年毎の成長率に対する累積影響を試算。

(注2) 2006年のユーロ高(1.2%)による2009年成長率への影響は▲0.01%Ptと僅かなため、図示していない。

⁴ 当該年までの4年間の為替変動の累積影響（上図中の注釈参照）。

⁵ 2011年の年間平均レートが1～2月平均と同じ1.35ドル/ユーロ（2010年の1.33ドル/ユーロから2.0%のユーロ高）と想定した場合でも成長率に対する為替変動の影響は0.3%Ptと試算され、2010年を上回ることができない。

し難いため、2011年と同程度の成長率にとどまると予想される（右表）。また、1.3%という成長率は潜在成長率を上回るとは言え、2010年時点でGDP比▲3～▲4%とされている需給ギャップを僅かに縮める程度に過ぎない。従って予測期間内において、原油価格が大幅に上昇しない限り、实体经济面からのインフレ圧力の強まりを理由にECBが追加利上げを行う状況にはなり難いと考えられる。ECBによる追加利上げの時期は、2012年半ばに見込まれるFedの利上げを受けて、2012年後半になると予想⁶している。

ユーロ圏の成長率予想

前期比年率, %, %Pt	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 予想	2012 予想
実質GDP	0.3	▲4.1	1.7	1.3	1.3
個人消費	0.4	▲1.1	0.7	0.7	0.8
固定資産投資	▲1.1	▲11.3	▲0.8	1.6	1.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.3	2.5	0.7	▲0.3	▲0.4
純輸出(寄与度)	(0.1)	(▲0.8)	(0.9)	(0.6)	(0.5)
輸出	0.7	▲13.2	10.7	7.0	7.3
輸入	0.6	▲11.9	8.7	5.9	6.5

(出所)Eurostat

ただし、ECBには物価安定が第一義という政策スタンスを重視する傾向があるため、实体经济如何にかかわらず「外生的要因」を起点に追加利上げが行われるリスクは残る。具体的には、次の2つの「外生的要因」の動向に注意する必要がある。

第1は、中東・北アフリカ情勢のさらなる悪化により、原油価格が大幅に上昇するリスクであり、中でも懸念されるのは内戦に多国籍軍が介入し始めたリビア情勢の行方である。世界の産油量に占めるリビアのシェアは2009年時点で2%（日量165万バレル）に過ぎないが、リビア産原油の約8割は欧州向けであり、欧州の原油価格に与える影響は大きい。現時点で推定されているリビアの減産量100万バレルは、クウェート、UAE、ナイジェリアの3ヶ国が4月以降に計画している合計30万バレルの増産や在庫の取り崩しによって、当分は補えると見込まれる。しかし、多国籍軍の介入によって内戦が長期化する可能性が高まっており、原油価格の高騰につながるかどうか注目される。

第2は、欧州のソブリン問題が深刻化してユーロ相場が反落し、輸入価格を押し上げるリスクである。米格付け会社のムーディーズは3月に入り、ギリシャ（Ba1からB1へ3段階、7日）、スペイン（Aa1からAa2へ1段階、10日）、ポルトガル（A1からA3へ2段階、15日）の国債格付けを相次ぎ引き下げた⁷。一方、政策対応面では、3月12日にユーロ圏各国首脳がEFSF（欧州金融安定ファシリティ）の融資能力拡充や、対ギリシャ支援における融資条件の緩和で基本合意するといった前向きな動きが見られ、ユーロ相場は一旦上昇したが、ソブリン問題に抜本的な解決策が見出された訳ではない。むしろ3月23日には、EFSF拡充の最終決定が6月に先送られることが明らかになったほか、ポルトガル議会で政府の緊縮財政案が否決され首相が退陣に追い込まれたことを受け、同国の財政再建に対する不透明感が一段と強まったことから、ユーロ高に一服感が出つつある。このため、今後も、①ポルトガルが金融支援要請に追い込まれる、②6月のストレステストの結果発表で、スペインなどの金融機関の救済費用が現在の想定を上回ることが判明する、といった経緯でソブリン問題が深刻化し、ユーロが大幅反落するリスクに注意する必要がある。そして、このリスクが顕在化した場合、物価安定を優先するECBがユーロ下落を阻止するために追加利上げに踏み切ることもあり得よう。

⁶ ECBの政策金利水準は2011年末に1.25%、2012年末に1.50%と予想している。

⁷ ギリシャについてはいずれ債務再編に追い込まれるリスクが大きいこと、スペインについては銀行再編コストが400億～500億ユーロと政府の想定（200億ユーロ）の2倍以上に上ると試算されること、ポルトガルについては低成長が見込まれるため政府の財政再建計画の実現性が乏しいこと、がそれぞれの格下げの理由とされた。