

Economic Monitor

欧州中銀による次回の利上げ時期は原油価格の動向次第

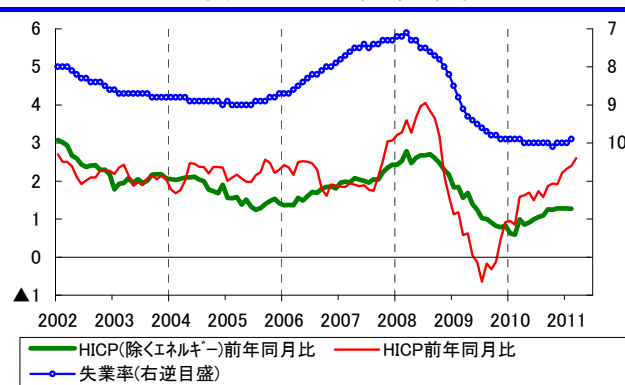
ECBは7日の理事会で予想通り政策金利を0.25%Pt引き上げた。次回の利上げについて、当研究所は、ユーロ圏経済の緩慢な成長と、リビア情勢の早期収束に伴う原油価格のピークアウトを前提とすれば、かなりの時間を要するであろうと見ている。ただし、原油価格の高騰が続く場合、今年7~9月期中にも追加利上げが行われる可能性は否定できない。

欧州中央銀行（ECB）は7日の定例理事会で、予想通り政策金利を0.25%Pt引き上げ1.25%とした。ユーロ圏では、インフレ率が昨年12月以降、エネルギー価格の上昇を主因にECBの政策目標である「2%未満」を上回っており、3月は前年同月比2.6%まで上昇した。このため、物価安定を最優先課題とするECBは、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、利上げに踏み切った。また、利上げがユーロ相場を下支え、エネルギーの輸入価格が抑制されることも期待していると見られる。

トリシェ総裁は理事会後の記者会見で、ECBの金融政策は「依然として緩和的」であり、物価上昇リスクを「非常に注意深く監視（monitor very closely）していく」とする一方で、「今回の利上げを一連の利上げの第1回と決めてはいない」とも発言、次回の利上げ時期について明確な言及を避けた。

今回の措置及び総裁会見を踏まえると、近い将来に追加利上げが行われる可能性を否定はできないが、当研究所は、原油価格の高騰が一時的であるとの前提の下で、追加利上げの実施にはかなりの時間を要すると考えている。当研究所では、ユーロ圏経済について、緊縮財政の影響や物価上昇に伴う実質購買力の目減りなどにより個人消費の回復が見込み難いこと、ユーロ高が輸出の抑制などを通じて成長率を減速させることから、2011年、2012年ともに1.3%成長にとどまると予想している¹。こうした緩慢な成長の下では、2010年時点でGDP比▲3~▲4%とされている需給ギャップを僅かしか縮められないほか、10%近辺で高止まっている失業率も大幅改善は困難と考えられ、エネルギー以外の価格上昇を理由にECBが追加利上げを行う状況にはなり難いと見ているためである。

ユーロ圏のインフレ率と失業率 (%)



(出所) Eurostat, ECB

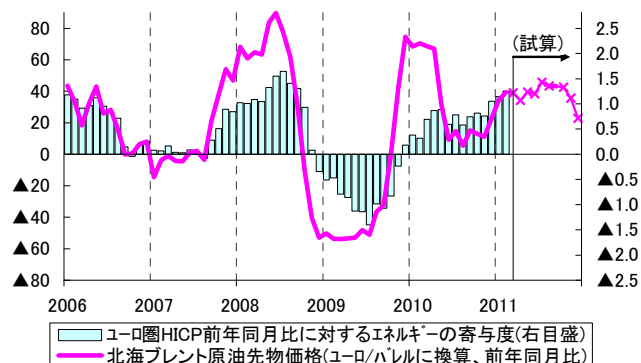
ただし、リビア情勢の混迷が続く中、原油価格が上昇を続けている点には注意を要する。ユーロ圏のエネルギー価格との連動性が高い「北海ブレント原油先物」は4月4日以降、2008年8月以来の120ドル/バレル台まで上昇している。当研究所では原油価格について、現在の高値水準は一時的であり、リビア情勢の早期収束と共にピークアウトしていくと想定している。しかし、ユーロ換算後のブレント原油価

¹ 詳細は2011年3月24日付けのEconomic Monitor「脆弱な成長基盤の下で欧州中銀の利上げは単発に」を参照されたい。

格が、直近4月7日の水準(122.7ドル/バレル÷1.43ドル/ユーロ=85.7ユーロ/バレル)を維持し続ける場合、その前年同月比は今年2~3月の39%から7月には46%まで高まる。このケースでは、ユーロ圏のインフレ率に対するエネルギーの寄与度が今年2月の1.25%Ptからさらに高まることになるため、ECBが今年7~9月期中にも追加利上げを行う可能性が視野に入ってくる。

また、ECBは3月31日、アイルランド国債が今後ECBの資金供給オペにおける適格担保基準²を満たさなくなる場合でも、引き続き担保として受け入れる方針を表明している。こうした流動性供給の強化策が示された直後に行われた今回の利上げは、金融システムを維持するための措置と物価を安定させるための金利政策は別物として運営するというECBのスタンスを明確にしたと指摘できる。従って今後、欧州のソブリン問題が深刻化しユーロ相場が下落したとしても、物価安定を優先するECBはユーロ下落と輸入物価上昇を阻止するため、ためらわずに追加利上げを行う可能性がある。これも、ECBの利上げ時期が当研究所の予想よりも早まるリスクの一つと言える。

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4月以降のドルベースの原油価格及びユーロ相場が4月7日の水準(122.7ドル/バレル、1.43ドル/ユーロ)で横這いとなる場合を想定して延長。

² ECBは現在、資金供給オペの担保として受け入れる債券の最低格付けを「BBB-」としている。アイルランドの国債格付けについて、大手格付け3社(S&P、ムーディーズ、フィッチ)はいずれも「BBB+」としており、今のところはECBの適格担保基準をクリアしているが、フィッチは格下げ方向で見直す方針を明らかにしている。