

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

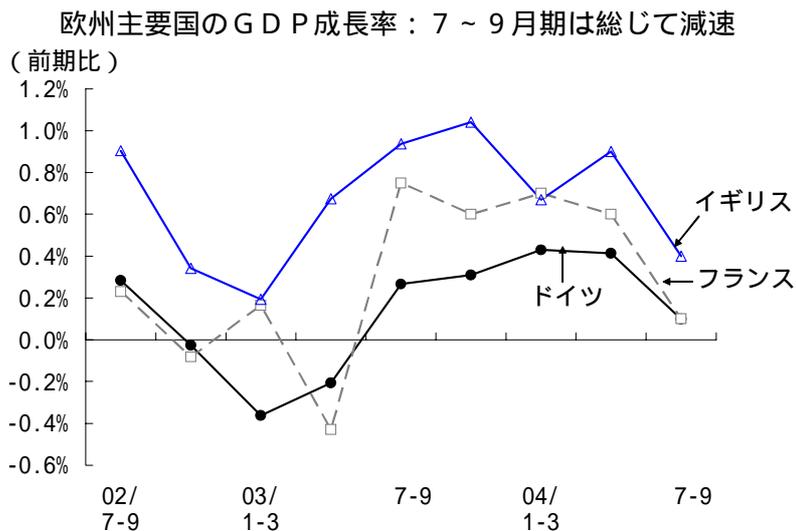
ユーロ圏：原油高とユーロ高を警戒 / イギリス：見送られた利上げ

< ユーロ圏：ECBは原油高とユーロ高を警戒 >

- ・ 7～9月期のユーロ圏の成長率は4～6月期の前期比 0.5%から同 0.3%に減速した。消費低迷の持続と純輸出の牽引力低下が成長鈍化の主因である。
- ・ 原油高の直接的影響で10月の消費者物価は2.5%まで上昇した。ECBは「二次的影響」への波及を食い止めるべく警戒姿勢を一段と強める一方、ユーロ高の加速を牽制している。低金利政策は当面継続されるであろう。

< イギリス：見送られた11月の利上げ >

- ・ 11月の追加利上げの見送りは、住宅市場の過熱感が後退したこと、成長率、物価がともに8月の見通しを下回ったこと、およびリスク・バランスの判断が下振れたことによるものである。
- ・ 住宅価格の調整スピードと個人消費への影響、外部環境が不透明な中での製造業の回復力に不安があることなどから、政策金利は当面据え置かれることになるだろう。



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

＜ ユーロ圏経済：ECBは原油高と過度のユーロ高を警戒 ＞

個人消費の回復の遅れと純輸出の牽引力低下

7～9月期のユーロ圏の成長率は4～6月期の前期比0.5%から0.3%に減速した。スペイン(4～6月期：前期比0.5% 同0.6%)、オランダ(同マイナス0.1% 同0.2%)など中小国では成長率が改善した国もあるが、イタリアは同0.3%で前期比横這い、フランスは4～6月期の前期比0.6%から7～9月期は同0.1%、ドイツも同0.4%から同0.1%と減速したことで、全体の伸び率は低下した。

いずれも速報値の段階で、需要項目の内訳は未だ明らかにされていないが、最大の需要項目である消費が雇用回復の遅れから低迷を脱しきれなかったこと(ユーロ圏小売売上高：前期比マイナス0.1%)に加え、4～6月期の成長に最も大きく寄与した純輸出の牽引力が輸出を上回るペースでの輸入拡大によって低下したこと(ドイツ：輸出前期比0.5%、輸入同4.3%、フランス同：輸出同1.5%、輸入同2.4%、いずれも名目値)が、景気拡大テンポが鈍った主因と見られる。

原油価格の二次的影響と加速するユーロ高

原油高の直接的影響で10月の消費者物価上昇率は前年比2.5%まで加速した。11月4日のECB理事会後の記者会見では、「成長テンポが緩やかで労働市場も低迷しているため、中期的なインフレ圧力は積み上がっていない」としながらも、原油価格が賃金の上昇や企業の価格設定行動を通じて及ぼす「二次的影響」を食い止めるべく、インフレの上振れリスクに対して、従来以上に強い警戒感が示された。

11月に入り原油価格は低下に転じたが、ユーロの対ドル相場上昇のテンポが加速、10日には一時1ユーロ = 1.3ドルのユーロ導入以来の最高値を更新した。その後も、ECB理事会のメンバーや独仏首相などの牽制発言にも関わらず、ユーロ相場は1.29ドル台で高止まっている(図表1)。

原油価格の上昇が加速した局面では、ユーロ高がユーロ建てで見た原油価格の上昇を抑制する効果が積極的に評価される面もあったが、ユーロ相場が一気に高値を更新する一方で、7～9月期の内需回復の遅れと輸出の陰りが明確になったことで、景気下振れリスクとしての懸念が広がった。トリシェ総裁は記者会見の中で、ユーロ高の容認と受け止められる原油高吸収効果に関する質問には直接的回答を避け、「急速、且つ、無秩序な為替相場の動き」は容認し得ないという従来と同様の主張を繰り返した。ECBは、当面、原油価格上昇の二次的影響と過度なユーロ高を牽制しつつ、低金利政策を継続することになるだろう。



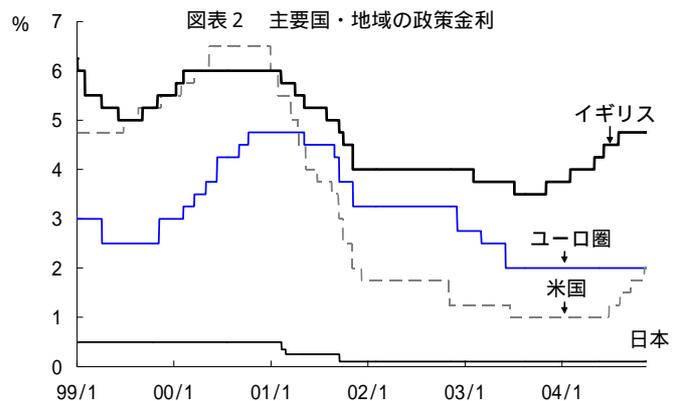
＜ イギリス経済：見送られた11月の利上げ ＞

成長鈍化、低インフレ、リスク・バランスの下振れが背景

英中央銀行のイングランド銀行（BOE）では、金融政策委員会（MPC）の議論と意思決定の叩き台とするため、3カ月に1回の頻度で「インフレーション・レポート（以下、インフレ・レポート）」を作成している。インフレ・レポートは、金融政策のスタンスと、成長率と物価に係る現状判断および予測との関わりを知る上で有用である。

BOEは昨年11月以降、インフレ・レポートの発行月（2月、5月、8月、11月）には毎回利上げを行っており（図表2）、8月の利上げ後の段階では、11月の追加利上げの観測も根強かったものの、結果として利上げは見送られた。

8月と11月のインフレ・レポートを比較すると、今回の金利据え置き判断は、住宅市場の過熱感が後退したこと、成長率、物価がともに8月見通しを下回ったこと、およびリスク・バランスの判断が下振れたことによることが分かる。



（住宅市場の調整は予想よりも早いペースで進展）

まず、8月時点で「軟化の兆し見られる」とされた個人消費と住宅市場の鈍化傾向については、7～9月期以降、一段と鮮明になったとの判断が示された。

個人消費は、雇用所得面での環境は良好ながら、小売売上高は4～6月期の前期比1.9%から7～9月期には同1.1%に鈍化、CBI流通業者サーベイや消費者信頼感指数も弱含んでいる。

住宅価格の上昇も、直近3カ月とそれ以前の3カ月の前期比年率の比較では、ハリファックス指数で7月の23.7%から10月には4.4%へと伸び率が大きく低下、住宅購入手続きの各段階における指標も軒並み減速していることなどから、「住宅市場の減速が確認され」、「調整は予想よりも早いペースで進んだ」とされた。

（当面の成長率はトレンドを下回ると展望）

景気についても、8月のレポートでは「当面はトレンドを上回る」との見方が示されていたが、7～9月期には鉱工業部門がマイナス1.1%落ち込んだことで、成長率は4～6月期の前期比0.9%から同0.4%へと大きく鈍化した。

BOEは、製造業は「ビジネス・サーベイから見て、テンポこそ緩やかながら拡大基調が続く」としながらも、「政府支出と企業収益の回復および潤沢な流動性に支えられて民間投資が拡大す

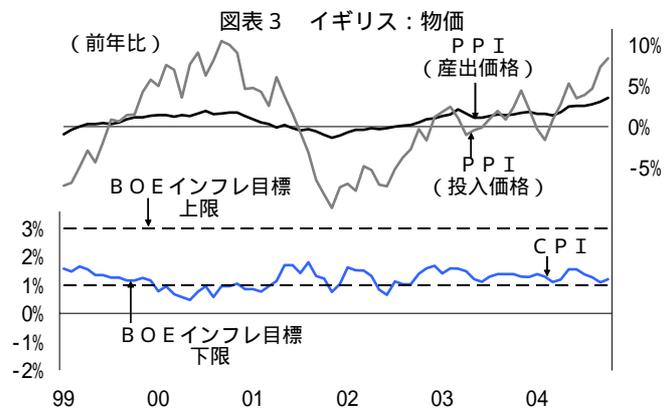
る一方、生産コストの上昇、採算悪化による輸出市場からの撤退などの構造的要因で純輸出の悪化が続くことで、来年の成長率はトレンドをやや下回る」とし、当面の景気見通しも下方修正された。

(雇用タイト化、原油高による物価上昇圧力は構造改革、競争激化が吸収)

物価については、8月時点では、「トレンドを上回る成長が続いたことによる需給ギャップのタイト化、とりわけ雇用のタイト化による物価上昇圧力の高まり」に警戒感が示されていた。

実際、8月以降も雇用のタイト感は続き、原油高とポンド高の進行などによる物価上昇圧力はむしろ強まったものの、消費者物価上昇率は、9月は前年比1.1%、10月は同1.2%と、BOEの政策目標のレンジ(1~3%)の下限に近い水準で推移している(図表3)。

背景には、食品価格が前年の天候不良の反動で押し下げ要因になっていることと、原油価格上昇の影響が、製造業企業が投入価格上昇に見合う価格転嫁を手控えてきたこと(投入価格:前年比8.4%、産出価格:同3.5%)や、安価な輸入品の流入、競争激化や構造改革を背景とする流通段階でのマージン圧縮で吸収されてきたことがある。さらに、10月のMPC



の議事録では熟慮すべき謎とされた「タイトな雇用情勢の下での賃金の落ち着き」の背景には、「過去の労働市場改革の成果と移民労働力の流入によって労働力不足が緩和されていること」があるとの見解が示された。

今後の見通しについては、製造業部門での物価上昇圧力は強まっていることから、「上昇に転じ、2年後には(政策目標の中央値である)2%に達する」として、8月の見通しが概ね踏襲された。

(政策金利、当面は据え置き)

成長と物価の見通しに関する不確定要因は、「原油価格、世界的な経常収支の不均衡、住宅価格の見通しと個人消費への影響、賃金動向、需給ギャップのタイト化による物価上昇圧力」などで8月時点から大きな変化はないが、「物価と景気についてのリスク・バランス」は「中立的」から「いくらか下方」へと修正された。

住宅市場の過熱に歯止めが掛かったことが確認されたことで、住宅価格の調整のスピードと個人消費への影響、外部環境が不透明な中での製造業の回復力への不安がより強く意識される段階に入った。政策金利は当面据え置かれることになるだろう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)