

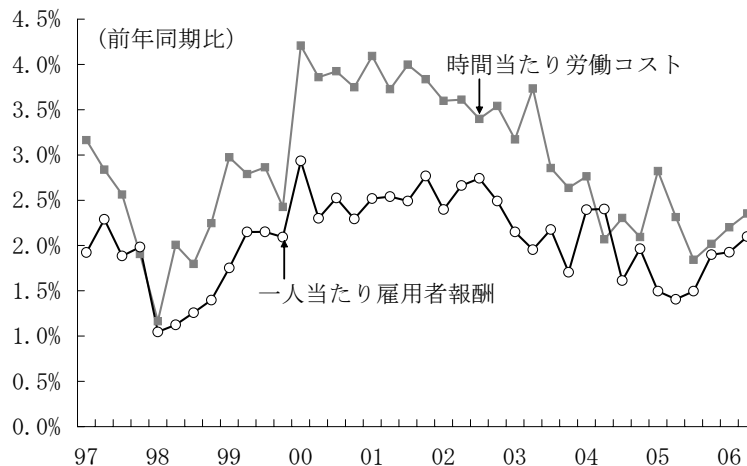
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

ユーロ圏のインフレ・リスク

- ・ 欧州中央銀行は 10 月 6 日の政策理事会で大方の予想通り、政策金利を 25bp 引き上げ、3.25% とすることを決めた。トリシェ総裁は、利上げ後も金融政策は「緩和的」、インフレ・リスクに対するスタンスは「特に注視」とし、2 カ月後の 12 月 7 日の利上げを事実上予告した。
- ・ 2 カ月に 1 度の利上げペースの維持は、景気拡大テンポの加速による需給ギャップの縮小を受けて、賃金を通じた物価上振れへの警戒を高めている反映である。
- ・ ユーロ圏は構造改革が着実に前進する限り、労働力不足に陥り難く、域内外との競争の中で賃金の安定は維持されるだろう。ユーロ相場の増価による物価安定効果も見込まれるため、原油価格上昇の影響が剥落した後、物価上振れが長びく可能性は低い。
- ・ 12 月の政策理事会と合わせて公表される ECB スタッフの見通しでは、2007 年の物価・成長率ともに下方修正が見込まれる。ECB の利上げは 12 月で一旦打ち止めとなり、2007 年入り後はインフレ警戒のトーンを残しながらの様子見となろう。

賃金上昇ペースは上向きつつあるものの、安定構造は維持



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/>

＜ ユーロ圏のインフレ・リスク ＞

● ECBはインフレ警戒感から2カ月に1度の利上げペースを維持

(10月の利上げ後、12月の利上げを事実上予告)

欧州中央銀行(以下、ECB)は10月6日の政策理事会で、大方の予想通り政策金利を25bp引き上げ、3.25%とすることを決めた。トリシェ総裁は、理事会後の記者会見で、利上げ後も金融政策は「緩和的(accommodative)」、インフレ・リスクに対するスタンスは「特に注視(monitor very closely)」とし、2カ月後の12月7日の利上げを事実上予告した。

(力強い景気拡大が続く中、物価上振れリスクを引き続き警戒)

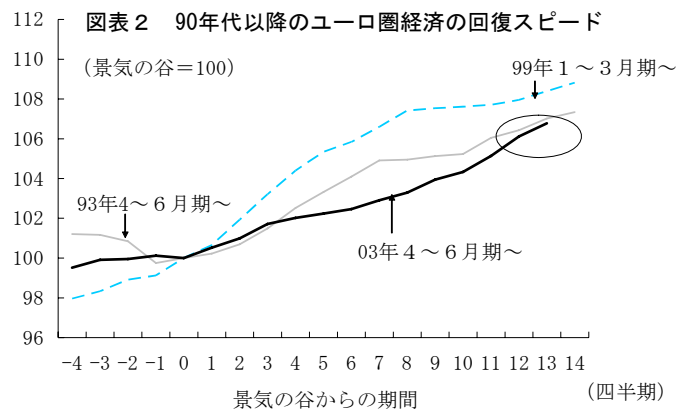
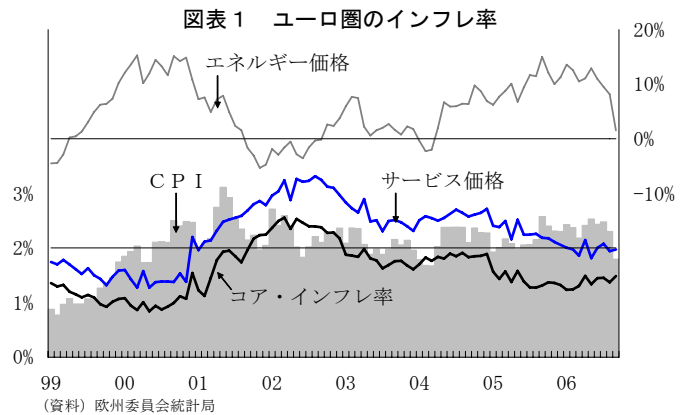
10月の理事会直前に公表された経済指標は強弱が入り混じっていた。受注、生産、小売などのハードデータは全体に強く、ECBが過剰流動性の判断材料としてモニターしているマネーサプライは再加速(6月:同8.5%→7月:同7.8%→8月:同8.2%)、民間部門向け貸出増加率は高い伸びが続いた(7月:同11.1%→8月:同11.3%)。

その一方、ドイツのZEW期待指数やIfoの企業景況感見通し指数といった先行性の高い指標は、累積的な利上げや米国の景気減速、さらに年初のドイツのVAT引上げの影響を織り込み、悪化スピードが加速した。

さらに目標水準を上回っていたインフレ率は落ち着き(8月:2.3%→9月:1.8%)、2004年以降、改善が続いた失業率は上昇(7月7.8%→8月:7.9%)した。

9月のインフレ率の鈍化は、原油価格が8月以降下落に転じ、エネルギー価格の騰勢が大きく鈍化したことによる(図表1)。10月も原油価格は前年並みだが、ユーロ相場が増価していることから、低い水準が続く見通しだ。

こうした中で、8月に続いて、10月、12月と2カ月に1度の利上げペースが維持されたのは、今年上半期に景気拡大のテンポに弾みが付き(図表2)、需給ギャップ縮小が進んだことを受けて、物価上振れリスクへの警戒を高めている反映である。トリシェ総裁は、理事会後の記者会見で、「原油価格は短期的にはボラティリティが大きい」、「先行きは不透明」であり、その他の物価上



振れリスクとして「公共料金やドイツのVAT引上げ」を指摘、「平均では2006年、2007年ともに2%を上回る」との物価見通しを維持した。

また、マネーサプライや貸出の伸びが示す潤沢な流動性からくるインフレ圧力についても、9月に続いて「注意深い監視が必要 (require careful monitoring)」とした。

●賃金の安定構造は維持される見込み

(雇用は循環的・構造的要因により改善)

インフレ・リスクのうち、賃金を通じたインフレ圧力について、トリシェ総裁は「現在の、予想を上回る賃金の上昇は、物価の安定に対する重大な上振れリスクになる」と、従来以上に強い警戒感を示した。

ECBは10月号の月報の中で、8月失業率の0.1%ポイントの上昇は誤差の範囲との基本認識を示した上で、ここに至る失業率の削減ペースが鈍化(図表3)して

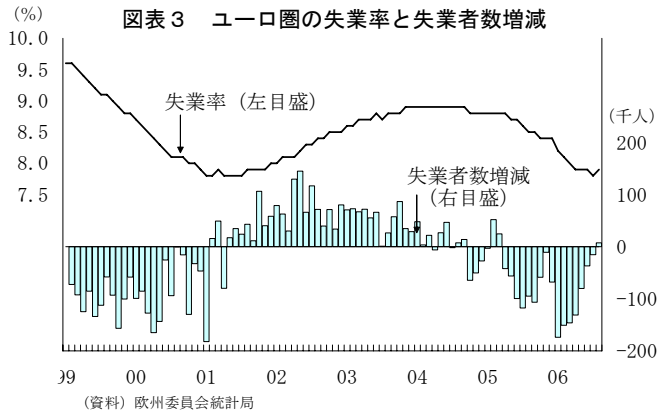
いるのは、雇用環境の改善によって年金受給者や専業主婦といった非労働力人口が労働市場に参入し、労働参加率(就業者+失業者)/生産年齢人口が上昇するという構造的改善によるものと前向きに評価している。

労働供給の増加の一方で、雇用の伸びは4~6月期も加速、7~9月期以降もPMI(購買担当者指数)や欧州委員会のサーベイ調査の結果を基に雇用の拡大は続いていると見られる。これらが、トリシェ総裁が10月の会見で述べた「失業率は低下傾向にあり、雇用は増加、見通しも全体として良好」との認識のベースにあるものと思われる。

(労働市場改革の余地は大きく、域内外との競争の中で賃金の安定は維持)

2001~2002年は原油価格上昇の二次的影響による賃金上昇が見られたものの、賃金交渉形態の変化や非正規労働力の拡大などから、90年代前半までに比べれば、穏やかに推移するようになっており、特に、2004~2005年は賃金の伸びが一段と低下した。成長テンポの加速とともに時間当たり労働コストや一人当たり雇用者報酬、協定賃金といったユーロ圏の賃金指標は上昇傾向に転じているが、4~6月期の時点でも伸び率は過去5年間の平均よりも低い水準にある。トリシェ総裁が示した賃金インフレに対する警戒感は、雇用見通しの改善によって、今後、生産性に見合わない賃金設定が広がることや、構造改革が鈍ることを牽制する目的が高いと思われる。

ユーロ圏では、2011年以降、生産年齢人口の減少が予想されており、就業率(就業者数/生産年齢人口)の引き上げが課題となっている。特に、日米に比べて低い水準にある女性と高齢者の就業率の向上のために、家庭と仕事の両立支援の拡充や早期退職を促す枠組みの見直しに力を入れている(注)。足もとの雇用情勢の改善は、循環的な要因だけでなく、こうした構造改革の成果が



表れている側面もある。

ユーロ圏の労働市場は、非労働力人口の参入や就業率の向上の余地が大きく、移民労働力の流入も続いている。構造改革が着実に進展する限り、労働力不足には陥り難い。域内市場の統合、グローバル化の進展による競争圧力が続く中で、近年の賃金安定構造が大きく変わるリスクは低いと見てよいだろう。

(注) 詳細は Weekly エコノミスト・レター 2006.2.24 号「新リスボン戦略に見るEUの労働市場の現状」参照。

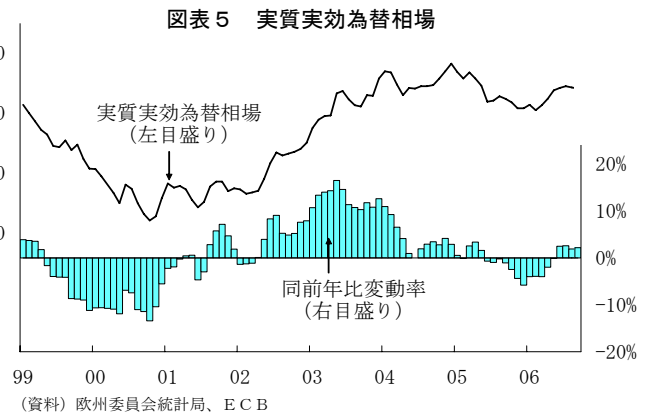
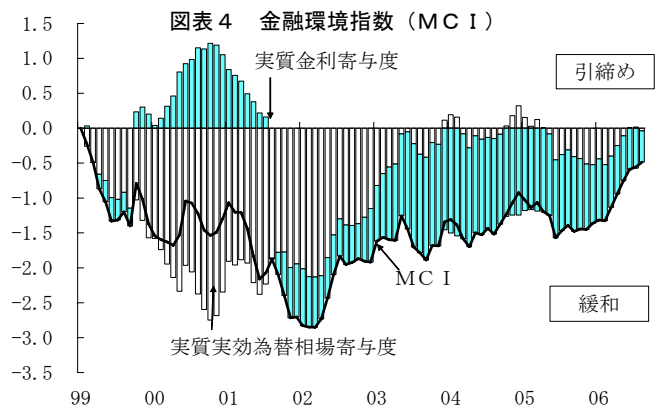
●ユーロ相場の緩やかな増価も物価の安定に寄与

(2001~2002年の物価上振れにはユーロ相場の減価も影響)

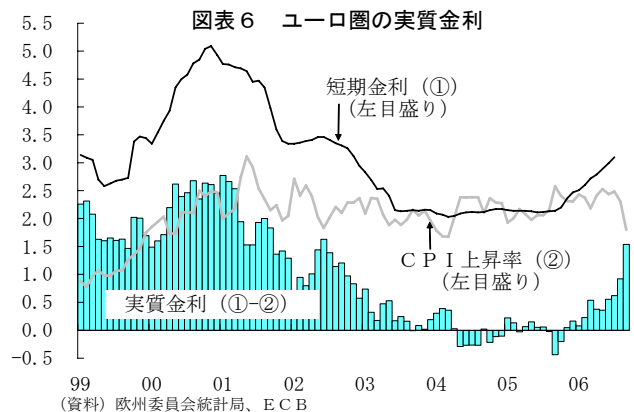
99~2000年半ばに原油価格が上昇した局面では、99年11月~2000年10月まで合計7回 225bp の利上げが行なわれた。原油価格の影響が剥落した後も、インフレ率は2%超で推移した。一方、景気は2000年10~12月期をピークに減速、2002年入り後に一時的に回復するが、2002年後半~2003年前半にかけて再び低迷に陥った。

この局面と2005年12月から足もとまで続く利上げ局面とでは、利上げによる金融引締め度合いに加えて、ユーロ相場の動きにも大きな違いがある。欧州委員会が実質金利と実質実効為替相場を6対1の比重で加重平均し算出している「金融状況指数 (Monetary conditions index、以下MC I)」を見ると、前回の利上げ局面では、政策金利が3%台後半とされる中立水準を超える4.75%が着地点となり、実質金利も2.5%を超えた。しかし、ユーロ相場の下落が同時に進行したため、利上げの効果は打ち消された(図表4、図表5)。物価の上振れは、ユーロ相場の下落によって、原油価格のみでなく、輸入物価全般が上昇したことも影響したと考えられよう。

これに対し、現在は、2003年6月から続いた「名目金利2%、実質金利ゼロ」という超金融緩和策からの正常化の過程にあり、9月のインフレ率低下と10月の利上げで、実質



(資料) 欧州委員会統計局、ECB



(資料) 欧州委員会統計局、ECB

金利は1.5%に達したところだ（図表6）。労働市場の構造変化に加えて、段階的な利上げと並行してユーロ相場が緩やかに進行、金融引き締め、輸入物価抑制の効果を果たしている。このため、先行きの景気の下振れ、物価の上振れリスクは、2000年代前半に比べ、小さいと考えられよう。

●12月で利上げ打ち止めもインフレ警戒姿勢は維持

（ ECBのインフレ見通しは12月に下方修正の見込み ）

10月の政策理事会後の記者会見によるトリシェ総裁のコメントでは、「政策金利は低水準」、「金融政策は緩和的」といった従来どおりのキーワードが維持された。その中で、金融緩和除去のスピードに関する表現は、従来の「段階を追って (progressive)」から「さらなる (further)」に変更された。これを利上げの休止が迫りつつあるシグナルと解釈するのは、MC I が示す金融緩和除去の進展ぶりとも整合的である。

次回の利上げが予想される12月は、四半期に1度のECBスタッフによる見通しの公表と重なる。8月31日に公表された前回の見通しでは2007年の成長率を2.1%、インフレ率は2.4%であったが、インフレ見通しは、この間の原油価格の20%の低下を織り込んだ前提条件の修正によって、下方修正となる可能性は高く、利上げ休止という判断の1つの論拠とされそうだ。

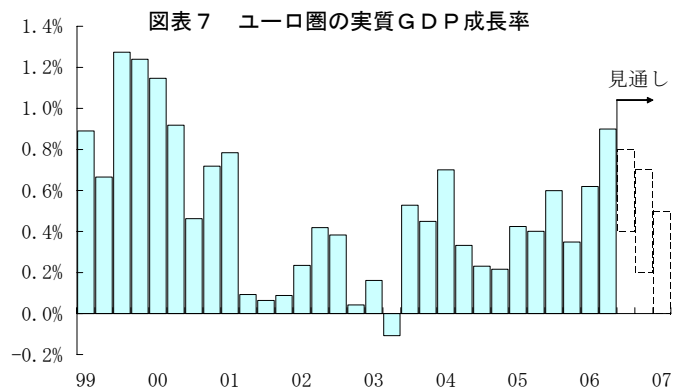
（ 景気下振れリスク見極めのため、2007年入り後はインフレ警戒のトーンを残し様子見へ ）

景気については、足もとの強さと先行きの下振れリスクのバランスの判断が問われる。

欧州委員会が10月11日に公表した計量モデルに基づく四半期経済見通しでは、7～9月期は8月時点の0.5%～0.9%から0.4%～0.8%に0.1%ポイント引き下げ、さらに10～12月期は0.2%～0.7%に0.2%ポイント、2007年1～3月期は0%～0.5%に0.25%ポイント引き下げ、減速の方向がより

明確に示された（図表7）。ECBも、「2007年も潜在成長率並みの成長が続く」という従来のシナリオを若干の下方修正が行なわれる可能性が高く、「金融緩和の除去」から、さらに引締めへと踏み込むことはないだろう。

ECBは、景気下振れリスクを見極めるため、12月に政策金利を3.5%まで引上げたところで、一旦、打ち止めとし、2007年入り後は様子見姿勢に転じるだろう。既述のとおり、賃金インフレのリスクが現実化するリスクは高いものではないが、トリシェ総裁は12月の利上げ後の記者会見での明確な利上げ打ち止め宣言を避けて、賃金設定や価格設定行動を抑制するため、インフレ警戒のトーンを残すものと思われる。



（注）見通しは欧州委員会が10月11日に公表した四半期見通しの数値（資料）欧州委員会

（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。