

基礎研 レター

ECB利上げのタイミング

決め手は賃金かユーロ相場か金融安定のリスクか

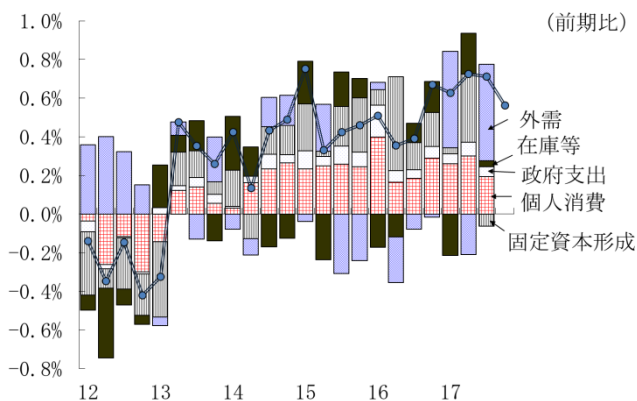
経済研究部 主席研究員 伊藤 さゆり

(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1——高まる利上げ前倒し観測

ユーロ高が再燃している。ユーロ圏経済の拡大ピッチが加速、回復の裾野の広がりとともに、欧州中央銀行（ECB）の利上げ前倒し観測が強まっているからだ。1月30日公表の17年10～12月期の実質GDPは、前期比0.6%、年率2.3%だった。4～6月期、7～9月期の2四半期連続で前期比0.7%、年率2.9%を下回ったが、1%台半ばと見られる潜在成長率を大きく超える拡大が続く（図表1）。18年入り後の総合PMI（購買担当者指数）に代表される先行指標も軒並み強く、GDPギャップの解消は確実な情勢となってきた。

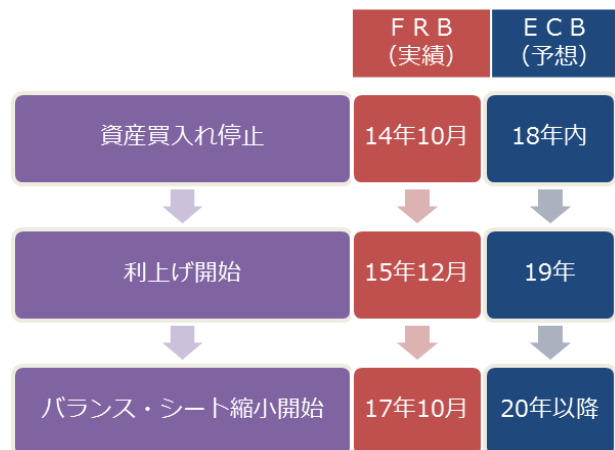
図表1 ユーロ圏実質GDP



（注）17年10～12月期の需要項目別の内訳は未公表

（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表2 ECBのフォワードガイダンスが示す
緩和縮小の順序とFRB、ECBの動き



（注）ECB（予想）はECBのフォワード・ガイダンスを踏まえたはニッセイ基礎研究所の予想

一部には、18年内の利上げ観測も浮上している。1月の政策理事会でドラギ総裁は「年内利上げ可

能性は極めて小さい」としたものの、「現時点での経済指標に基づけば」という但し書き付きだ。これまで想定されていた以上の強い経済指標が相次いでいるのだから、利上げ前倒し観測が強まることは当然だ。ただ、さすがに18年内に利上げを前倒しすることは困難と思われる。

2——年内利上げが困難な理由

1 | フォワード・ガイダンスの大幅修正のリスク

年内利上げが困難と見る理由の1つは、金融政策の先行きを示すフォワード・ガイダンスの大幅な修正というリスクを伴うことだ。

ECBはフォワード・ガイダンスで、緩和縮小を米連邦準備制度理事会（FRB）と同じ手順で進める方針を示している。その手順とは、まず、今年1月から月300億ユーロに縮小し、9月末まで継続する方針を示している純資産買入れを、「2%以下でその近辺の物価目標に向けた調整の進展」を確認したところで停止する。利上げは、純資産買入れを停止後、「十分な期間」を置いてから着手する。さらに、FRBが昨年10月に開始したバランス・シートの縮小開始にも十分な時間を置くというものだ。資産買入れ停止から利上げ開始までの「十分な期間」という表現は曖昧だが、18年内は資産買入れ停止まで、利上げ開始は19年、バランス・シートの縮小開始は20年以降とおよそ3年半～4年遅れでFRBの後を追うと見るのが自然だろう（図表2）。

景気の回復とともに、金利に関するフォワード・ガイダンスの重要性が高まっており、次回3月8日に修正される可能性がある。だが、年内利上げに布石を打つような大幅な修正は考え難い。ドラギ総裁は、1月25日の理事会後の記者会見で、①緩和縮小の「順序」を変えないことと、②純資産買入れ停止と利上げの間に「十分な期間」を置くことを強調した。緩和縮小前倒し観測のきっかけとなった12月理事会の議事要旨（1月11日公表）でも、フォワード・ガイダンスの修正の議論は、先行きの突然で無秩序な調整のリスクを減らすために行う方針が確認されている。年内利上げを示唆するような大幅な修正のリスクは大きい。

2 | 弱い賃金、インフレ圧力

18年内利上げ開始はないと考えるもう1つの理由は、賃金の伸びに加速感はなく、内生的な物価上昇圧力が高まっていないことにある。

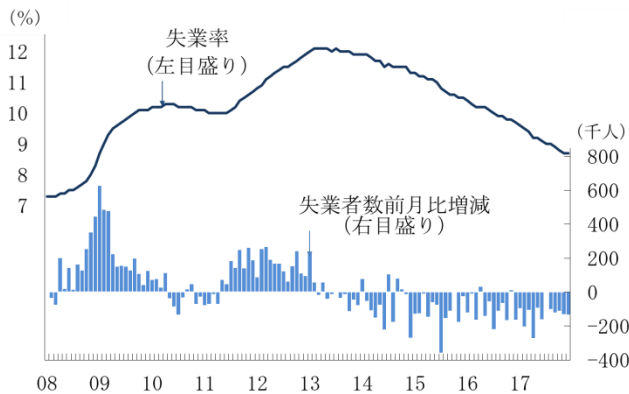
ユーロ圏では、日米に比べて、雇用改善が大きく遅れたものの、ここに来て失業率の低下傾向が広く定着するようになった。17年12月時点の失業率は8.7%で、日米と異なり世界金融危機前の最低水準（7.3%）を上回っている（図表3）。それでも、EUの欧州委員会が推計する賃金上昇を加速させない失業率（NAWRU、17年8.6%）と概ね一致する水準には達した。失業率は水準の面では圏内のばらつきが大きいですが、低下傾向は圏内全域に広がっており、直近の水準がNAWRUを明確に超える国はギリシャのみ。NAWRUを下回る国も少なくない（図表4）。

しかし、賃金上昇率に加速の気配はない。ECBが圏内の賃金動向の把握のため活用している指標を見ると、直近（17年7～9月期）で、労働コスト指数は前年同期比1.6%、一人当たり雇用者報酬

で同 1.7%、協定賃金指標が同 1.5%。16 年下期を底に僅かに上向している程度だ (図表 5)。ドラギ総裁は、1 月理事会の記者会見で、この上昇が、協定に基づく給与ではなく、ボーナスや残業代などによるものであり、上昇傾向が定着するかどうか確信できない段階とした。

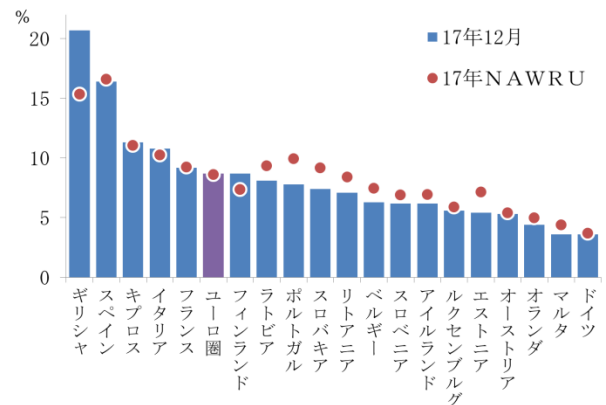
ドイツ連銀のバイトマン総裁は、ドイツ紙のインタビューで「物価目標に整合的な賃金上昇率は 3%」と述べている。物価が目標近辺で推移していた 2000 年から 2000 年代半ばにかけては、一人当たり雇用者報酬が平均 2.5%、協定賃金指標は同 2.4% 上昇していた。E C B が利上げの前段階とする資産買入れ停止の条件は、物価目標に向けた調整の進展であり、賃金指標の 2% 超えは必要ない。それでも、上向きのトレンドが定着するかどうかをもうしばらく見極めたいところだろう。

図表 3 ユーロ圏の失業率



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

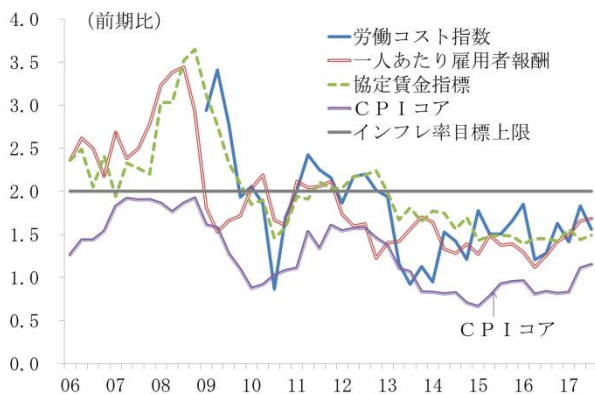
図表 4 ユーロ圏の失業率とNAWRU



(注) NAWRU = 賃金上昇が加速しない失業率

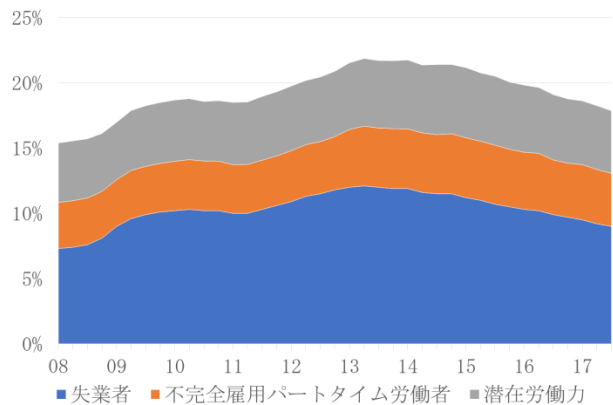
(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表 5 ユーロ圏の賃金指標



(資料) 欧州中央銀行 (E C B)

図表 6 ユーロ圏の広義の失業率



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

ユーロ圏の低賃金、低インフレには様々な要因が働いているとされる¹。生産性の伸びの低下、グローバル化、デジタル化の圧力、失業率に反映されない広義の失業の存在 (図表 6)、期待インフレ率の低下は広く先進国に共通する要因だろう。さらに、ユーロ圏固有の要因として E U 圏内の自由な労働

移動、労働市場改革の進展による賃金決定方式の柔軟化なども働く。

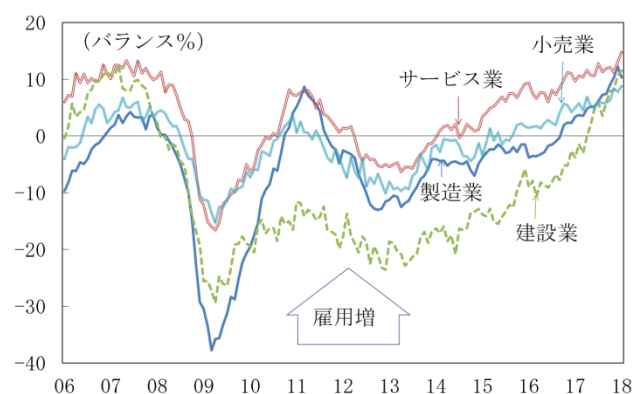
雇用と賃金の動向が総じて改善に向かっているとは言え、水準や勢いには圏内のばらつきが大きい。労働コスト指数で見ると、雇用がタイトなドイツの賃金上昇率は他の圏内主要国より高い(図表7)。それでも、賃金の伸びは期待を下回ってきた。バイトマン総裁は、先述のインタビューで、EU圏内からの移民の流入と労働組合が賃金交渉で労働時間や技能の向上など賃上げ率以外の条件を重視するようになったことが理由としている。

図表7 ユーロ圏と主要国の労働コスト指数



(資料)欧州委員会統計局 (eurostat)

図表8 ユーロ圏企業の雇用見通し



(資料)欧州委員会統計局 (eurostat)

3—緩和縮小のスピードを決める要因

1 | 賃金と物価

ECBの金融政策は物価の安定を唯一の目標としているため、利上げのタイミングは物価指標とその基調に大きく影響する賃金が決め手になる。

賃金は、先述のとおり、景気拡大のペースに比べて抑制されてきたが、うち幾つかは今後、緩和に向かう。

まず、労働市場の緩みの解消が進む。企業の採用意欲は、圏内のほぼ全域、幅広い産業で高まっている(図表8)。労働規制の緩和や需給のマッチング機能の向上、労働者のスキルの向上といった課題への取り組みが伴えば、失業率の低下とともに、広義の失業も減少するだろう。景気拡大が、圏内の全体に広がったことで、高失業地域から低失業地域へのヒトの移動の勢いも鈍る。賃金交渉の形が変わっても、企業のコストは上昇するため、いずれ価格に転嫁される。ドイツ連銀ではドイツの賃金上昇率は、来年にはECBの物価目標と整合的な3%に届くと予測している。

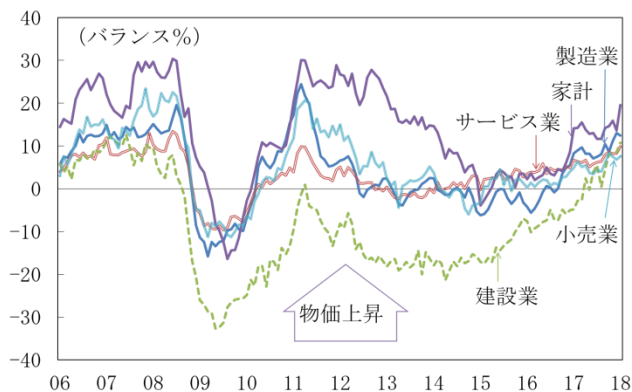
インフレ期待上昇の兆しもある。マイナス金利の導入などECBの異次元緩和が始まった14年6月は世界的なエネルギー、商品価格の低下もあり、インフレ期待が急激に低下していた。しかし、17年にはインフレ率がゼロ%台から1%台半ばに回復したことで、企業や家計も先行きの物価の上昇を見込む割合が増えている(図表9)。

生産性の回復による賃上げの余地が広がる芽もある。ユーロ圏では、世界金融危機と圏内の債務危

機という2つのショックで固定資本投資の水準が大きく低下、回復に時間を要した。しかし、ここ1年余り、機械設備投資と研究開発投資などの知的財産生産物投資の勢いも加速している。資本装備率の高まりが、先行き生産性の伸びにつながることも期待できる（図表10）。

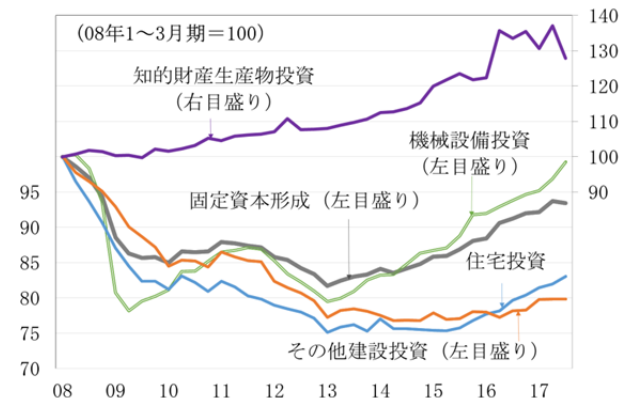
ECBの17年12月時点のインフレ見通しは18年1.4%、19年1.5%、20年1.7%と「2%でその近辺」で目標水準に向けた調整はごく緩やかに進むというものだった（図表11）。しかし、景気が予想以上の強さを保っていることで、賃金の伸びを伴う物価の目標水準への調整スピードが、これまでの想定よりも早まる可能性は高まっている。

図表9 ユーロ圏企業と家計の物価見通し



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表10 ユーロ圏の固定資本投資



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表11 ECBスタッフによる経済見通し

実質GDP	17年	18年	19年	20年
2017年12月	2.4	2.3	1.9	1.7
2016年12月	1.7	1.6	1.6	-
修正幅	0.7	0.7	0.3	-
インフレ率 (HICP)	17年	18年	19年	20年
2017年12月	1.5	1.4	1.5	1.7
2016年12月	1.3	1.5	1.7	-
修正幅	0.2	▲0.1	▲0.2	-

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

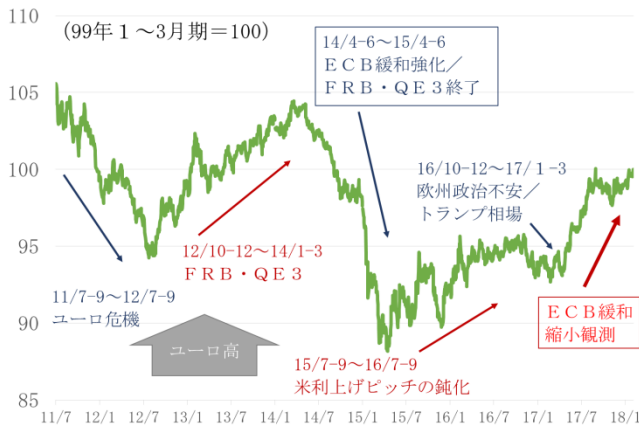
2 | ユーロ相場

為替相場は金融政策の目的ではないが、その変動は、輸入物価を通じて域内の物価に影響を及ぼすため、政策決定にとってやはり重要な要素である。

ECBの14年6月以降のデフレ・リスク回避策導入は、ファンダメンタルズから乖離したユーロ高が圧力となった（図表12）。当時のユーロ圏経済は、債務危機に歯止めが掛かり、景気の回復基調がようやく定着したところだった。ユーロ高は、中央銀行のバランス・シートの方向の違いがもたらしたものだ。当時、FRBは量的緩和第3弾（QE3）の最終局面にあった。日銀は、13年4

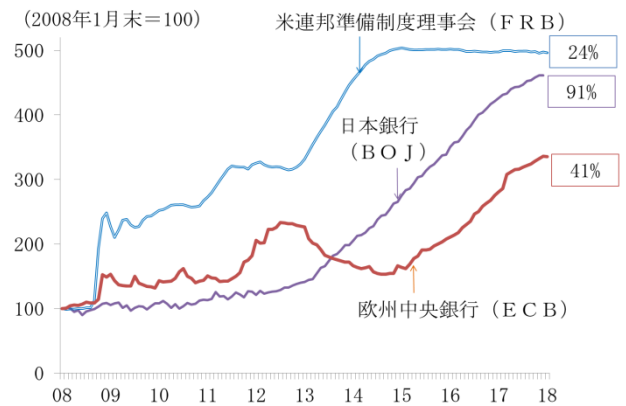
月に量的質的緩和を導入したことで、バランス・シートの拡大ペースが加速していた。しかし、景気の回復で一番遅れをとっていたはずのECBのバランス・シートは縮小していた（図表 13）。金融市場の緊張緩和で、ECBの長期資金供給を利用していた商業銀行の返済が進んだことが原因だった。ECBがマイナス金利の導入とともに、15年3月の国債等の買入れ開始につながる資産買入れに着手したことで、ユーロ相場は大きく修正された（図表 12、図表 14）。

図表 12 ユーロの名目実効為替相場



(資料)欧州中央銀行 (ECB)

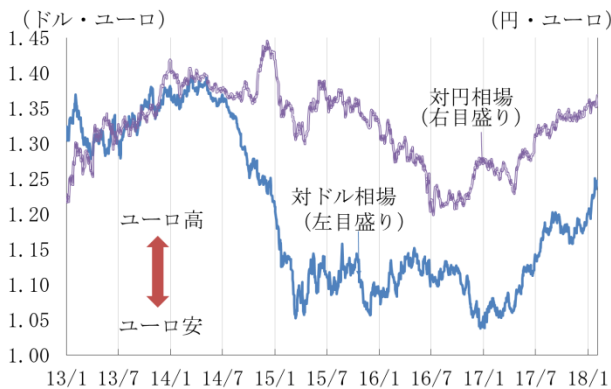
図表 13 中銀資産残高



(注)各中央銀行の資産残高の対GDP比

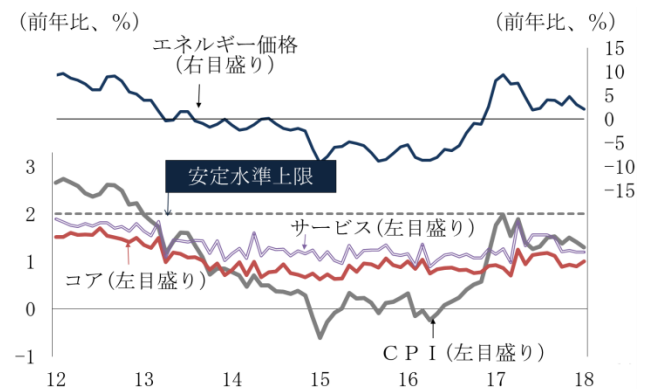
(資料)FRB、ECB、日本銀行

図表 14 ユーロの対ドル、対円相場



(資料)欧州中央銀行 (ECB)

図表 15 ユーロ圏インフレ率



(資料)欧州委員会統計局 (eurostat)

17年7月、9月の政策理事会でもユーロ高がメインテーマとなった。17年春までユーロ相場は軟調だった。FRBが利上げを継続する一方、ECBが緩和を拡大するという金融政策の違いと、フランス大統領選挙を控えた政治リスクへの警戒感がユーロ相場の頭を抑えてきた。しかし、フランス大統領選挙が、親EUのマクロン大統領の勝利に終わった後は、ユーロ圏の景気拡大に目が向くようになり、ユーロ高が一気に進んだ。

今年1月の政策理事会も、利上げ前倒し観測から、ユーロ高が進行する最中に開催された。声明文には、17年7月、9月に用いられた「最近の為替相場のボラティリティーは物価の安定の中期見通し

への示唆を注視すべき不確実性の源泉」という文言が復活した。ただ、1月の記者会見でのドラギ総裁の為替相場に関する発言は、競争的な切下げ回避と為替相場を目標にしないことはIMF理事会の合意事項であるとして、市場の動きそのものよりも、1月24日のダボス会議におけるムニューシン米財務長官の発言など、為替相場を誘導する「外的要因」への懸念を表明する面が強かった。

直近では、対ドルでのユーロ高は目立つが、ユーロ高というよりドル安であり、名目実効為替相場の水準は比較的落ち着いている（図表12）。17年夏場にかけてのユーロ高局面に比べて、世界経済全体の力強さもより明確になっており、インフレ目標に向けた調整の進展に、ある程度自信を深めているからと感じられた。

世界経済の同時拡大で、世界の貿易数量の伸びも上向していることが、ユーロ高の輸出数量への悪影響を緩和する。エネルギー価格に影響を及ぼす原油価格は、ECBの経済見通しの前提条件とするブレント原油で1バレル=68ドル台と50ドルを割り込んでいた1年前の水準を大きく上回っている。ユーロ高には、原油高の物価押し上げ圧力を緩和する効果もある。

それでも、ファンダメンタルズから大きく乖離したユーロ相場の急激な変動は警戒を続けるだろう。足もとは米国でインフレ期待の高まり、長期金利が上昇し、2日には株価が大きく下落するなど「適温経済・適温相場」変調の兆しもうかがわれる。ユーロ相場は、ユーロ圏の要因ばかりでなく、米国の要因でも大きく動くだけに、ECBにとって悩ましい。

3 | 金融システムの安定性

ECBは、利上げの判断にあたり、著しく緩和的な金融政策を見直すにあたり、金融システムの安定性に及ぼす影響にも十分な注意を払うだろう。

マイナス金利と資産買入という異次元緩和は、過剰債務や不良債権問題を抱える国では負担の軽減によるプラスの効果が期待されるが、ゾンビ企業の温存など問題の抜本的解決を先送りするインセンティブともなり得る。預貸の利鞘、長短の金利差の縮小が、金融機関の収益を圧迫する副作用もある。長期にわたる超低金利環境が、金融機関によりリスクの高い投融資への過度の傾斜を促すおそれもある。金融緩和の縮小、利上げの開始にあたっては、超金融緩和局面で形成された問題が表面化するリスクにも目配りが必要になる。

ECBの基本認識は長期にわたる超金融緩和が金融システムの安定性に及ぼすリスクは小さいというものだ。1月の政策理事会後の記者会見で、コンスタンシオ副総裁は、「商業用不動産やハイイールド債などごく一部を除いて資産バブルは見られない」、「通常の社債は適正価格に近い」、「住宅市場では特定の国の特定の地域で過大評価となっているが、幅広い過大評価は見られない」と答えている。

そもそも、金融システムの安定性は、金融政策の判断にとって重要だが、政策の目的ではない。EUは世界金融危機を教訓に、マクロ・プルーデンス監視の機関として欧州システミック理事会（ESRB）を設置した。ESRBは、定期的に不動産バブル等が金融システムの安定を損なうリスクを監視し、各国の金融監督機構の対応を促す。金融システムの安定性に対するリスクには、金融政策ではなく、カウンター・シクリカル資本バッファ（CCyB）に代表されるマクロ・プルーデンス政策で対応が講じられている。

「銀行同盟」の完成に向けた取り組みが進むユーロ圏では、銀行監督の権限は、ECBに一元化さ

れたが、金融政策と銀行監督機能とは明確に分離されている。銀行監督部門のトップはダニエル・ヌイ氏が務め、自己資本要件に違反あるいは違反のリスクがある銀行に是正を勧告する権利を持つ。個別の銀行の経営問題は、金融政策ではなく、ECBの銀行監督機構の勧告を受けて、単一破綻処理メカニズム（SRM）が対応する。

さらに金融システムの問題が母国の政府の信用力の問題へと発展するリスクに対しては、欧州安定メカニズム（ESM）が対応する。

マクロ・プルーデンス監督、銀行同盟、ESMは、すべて世界金融危機あるいはユーロ危機を教訓に構築されたものであり、新しい危機の未然防止や事後的対応に有効かどうか未だ試されていない。それでも、ユーロ制度の不備が深刻で、ECBが危機拡大阻止の役割を担わざるを得なかった世界金融危機前に比べると、役割分担は明確になっている。ECBは物価安定という目標達成のための金融政策に集中しやすくなっている。

4—おわりに

ECBは利上げのタイミングを賃金・物価、ユーロ相場の動き、金融システムの安定性などを総合的に考慮して決めると見られるが、最も重視するのは賃金・物価の動きだろう。世界同時景気拡大によってユーロ高警戒の必要性は後退している。金融システムの安定については、マクロ・プルーデンス政策ないし銀行監督当局としてのECBが対応する領域であり、危機対応の枠組みとしてESMも常設化されているからだ。

1月31日公表の18年1月のユーロ圏のインフレ率（速報値）は、前年同月比1.3%と安定水準をなお大きく下回っている。エネルギー価格と食品価格の伸びの鈍化が主因で、コア・インフレ率は同1.0%と12月の同0.9%から上向いたが、目標への収斂の兆候と判断するのは拙速過ぎるだろう。

それでも、賃金・物価の上昇圧力は徐々に高まる見通しであり、資産買入れや深いマイナス金利など危機モードの金融政策は正当化し難くなっている。

ECBは、今後、資産買入れの18年内の終息と19年の利上げ開始に向けて慎重に布石を打つだろう。

¹ 内閣府「世界経済の潮流」の最新刊（2017年II（平成30年1月16日））では「欧米先進国における賃金伸び悩み要因の検証」が行われている。