

# 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

## 原油高とユーロ圏のインフレ懸念 / BOEの金融政策

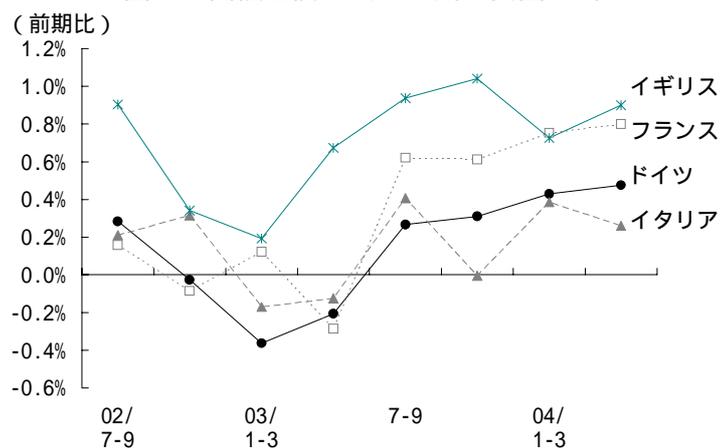
### < ユーロ圏のインフレ懸念 >

- ・ 原油高の影響でユーロ圏の物価は4カ月連続で目標水準を上回った。
- ・ 従来、景気循環局面、雇用環境に鑑み、原油高の物価への影響は一時的と見られてきたが、原油高長期化への懸念が広がる中で、ECBも警戒姿勢を強めている。
- ・ 緩やかながらもユーロ圏経済の回復基調は続いており、インフレ期待の高まりに対しては必要な対応を講じるものと思われる。

### < BOEの金融政策 >

- ・ 8月の25bpの利上げで昨年11月からの累計利上げ幅は125bpとなった。
- ・ BOEが8月の「インフレーション・レポート」で示した生産、輸出拡大、住宅市況、個人消費の軟化等の景気判断と実際の経済指標には若干の乖離も見られる。
- ・ 今後も製造業の回復基調が続き、他方で住宅価格と個人消費の鈍化がマイルドなものに留まれば、11月にも追加利上げが実施される可能性は残されている。

図表 回復基調が続く欧州主要国経済



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

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懸念 >

### 原油価格上昇に押し上げられたユーロ圏の消費者物価

( インフレ率は4カ月連続で政策目標の2%を上回る推移 )

7月のユーロ圏の消費者物価(HICP)は、前月比2.3%となり、前月から0.1ポイント低下したものの、4カ月連続で目標水準を上回り推移している。

原油高でエネルギー価格が同5.9%と高止まっていることが物価上昇の主因であり、コアインフレ率は同1.8%と落ち着いた推移となっている。



( ユーロ圏は相対的に原油高の影響を受けやすいと評価 )

IMFなどによる世界マクロモデルのシミュレーションでは<sup>(注)</sup>、ユーロ圏は先進国経済の中で、原油価格上昇の影響を相対的に受けやすいとの結果が得られている。

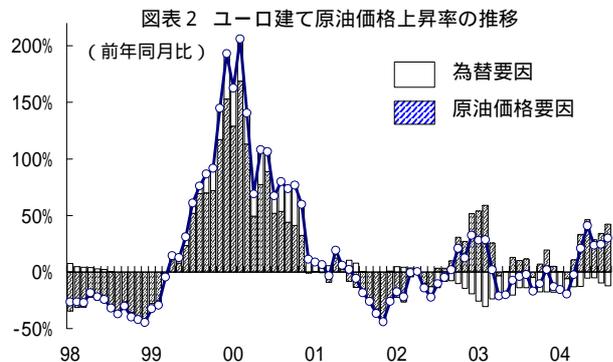
原油価格上昇による成長下押しと物価押し上げという影響のうち、物価面での影響が大きいと見られている点も一連の分析に共通する結論である。

原油価格が、エネルギー価格を一時的に押し上げるだけであれば、原油価格が落ち着けば物価は反落する。しかし、賃金上昇、企業の価格マージン拡大という二次的影響が生じた場合には、一定のタイムラグをもって一般物価を押し上げることになる。ユーロ圏は物価面で原油高の影響を受けやすいとの評価の背景には、インフレ連動型の賃金協定などのユーロ圏の労働市場の硬直性が過去の実績としてモデルの中に織り込まれていることがある。

### 比較的小さい「二次的影響」への懸念

IMFでは、先進国全般について、「近年、労働市場も企業の価格設定行動も柔軟性を増しており、原油高の影響は低下している」とし、「適切な政策運営で二次的影響が抑えられれば、大幅かつ持続的な原油価格上昇の影響も限定的に留まると結論付けている。

ユーロ圏でも従来ほど原油高の影響に対する警戒感は強く打ち出されていない。背景には、原油価格上昇の二次的影響で、およそ1年半のタイムラグをもってコアインフレが上昇した1999~2000年と現在の局面とは、



以下の2点で違いが見られることによる。

( 1999~2000年の原油高局面との第1の違い：ユーロ相場の水準 )

第1に、ユーロ建てで見た原油価格の上昇幅の違いである。1999~2000年の局面では原油高とユーロ安の相乗効果で上昇幅は増幅されたが、現在は原油価格の上昇幅自体は小さく、ユーロ相場の増価で幾分緩和されている(図表2)

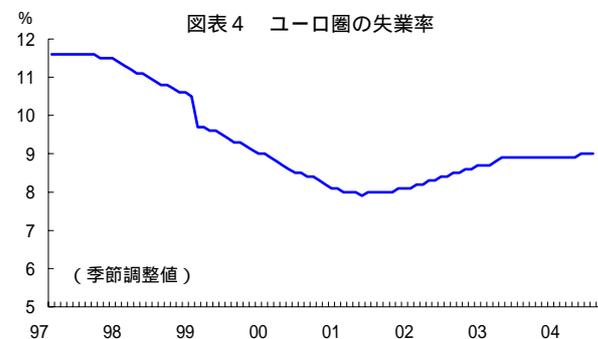
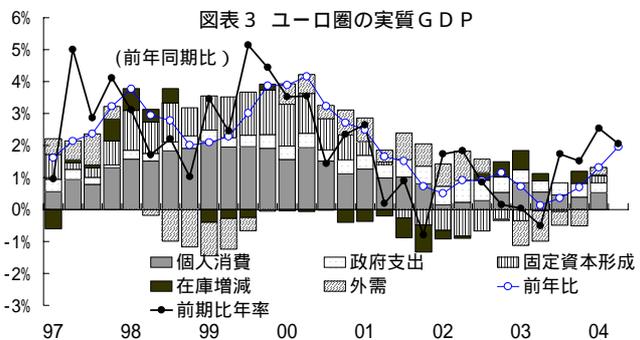
価格の水準についても、ドル建てでは現在の水準は1999~2000年のピークを上回っているが、ユーロ建てで見ればピークの水準を下回っている。

( 99~2000年の原油高局面との第2の違い：景気循環局面、雇用情勢 )

第2に景気循環の局面、雇用環境の違いから2次の影響が生じにくいと考えられることである。

99~2000年はITブームやユーロ導入前後のM&Aブームなどもあり、経済成長率は3%を超える好況期にあり、失業率も持続的に低下していた(図表3、4)

これに対し、現在の景気は外需の牽引力で4~6月期ようやく前年比2%の水準を回復したばかりである。雇用面でも、2003年以降、景気の緩やかな回復が続いているが、景気低迷期に労働退蔵傾向が見られたことから雇用の伸びは鈍い。生産性の上昇で、単位労働コストの伸びが抑制されることが期待される状況にある。



## ECBは原油高の影響を注視

( 景気循環、雇用情勢には国ごとに違い )

ユーロ圏全体では賃金インフレ・リスクが強く警戒される状況にはないと言っても、直近の経済、雇用情勢は、ユーロ圏の中でも国ごとにばらつきが大きい点には注意を払わなければならない。

最大のウェイトを占めるドイツの場合、景気の回復がもっぱら外需頼みであり、賃金の動きはむしろ労働時間延長というかたちでの実質的な引き下げの動きすら見られる状況だ。労働時間延長の背景には、時短によるワークシェアリングが推進されてきたために、1970年代後半以降、2002年まで労働時間の短縮が続き、ドイツの労働時間が先進主要国で最短となっているというドイツ

固有の事情がある。時短によるワークシェアリングは、ドイツにおいては労働市場の硬直性・高コスト体質の温存、サービス業の発展の遅れ、旧東独地域の産業再生の遅れなどから、必ずしも雇用創出に結びつかず、他方で、コスト削減を目的とする中東欧への生産シフトは加速している。危機意識から時短を受け入れざるを得ない状況にある。

これに対して、スペイン、ギリシャなど周辺国では、高めの成長が続く中、サービス価格の高い伸びにエネルギー価格の上昇が加わり、賃金が高めの推移となっている。これらの国々では賃金インフレのリスクを楽観視できない状況にあると言えよう。

( ECBは二次的影響の抑制に必要な対応を講じる見込み )

ユーロ圏の過去の経験からは、特に好況期において、原油高がインフレ期待の高まりに結びつくと、賃金交渉が強気になり、二次的影響が生じやすいことがわかっている。

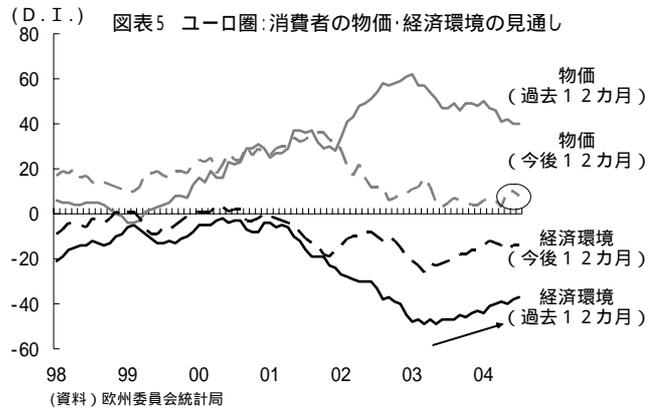
今回の原油価格上昇局面でのユーロ圏の家計のインフレ期待は、原油価格上昇テンポが加速した5月に高まったものの、7月の段階では、加速は見られず、99年～2000年に比べてかなり低い水準に留まっている。経済

の先行きについても慎重な見方が維持されている。これまでのところは、ユーロ圏全体では二次的影響が強く懸念される状況にはないようだ(図表5)。

しかしながら、ここにきて原油価格上昇のテンポはさらに加速しており、原油高長期化観測も広がっている。ECBも8月の月報では、景気に対して比較的強気の見方を維持する一方、従来よりもインフレ・リスクを警戒視するトーンを強めた。

ユーロ圏内の景気、インフレ格差は、ECBの金融政策の判断を困難にしている状況に変わりはないが、4～6月期の実績や7月の企業サーベイ調査は緩やかながらもドイツを含むユーロ圏全体で景気回復基調が続いていることが裏付けられた。99～2000年の原油高局面では政策金利は7回に亘り累計225bp引き上げられた。今回の局面では、FRB、BOEが利上げに動く中、ECBは政策金利(レポ金利)を昨年6月の50bpの利下げ以来、2.0%に据え置いてきたが、今後、インフレ期待が高まるような徴候が見られた場合には、必要な対応を講じるものと思われる。

(注) 例えば、Benjamin Hunt, Peter Isard and Douglas Laxton(2001), "The Macroeconomic Effects of Higher Oil Prices", IMF Working Paper WP/01/04, January. また IMF(2000), "The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy", December, p.18 では OECD やブルッキングス研究所の世界マクロモデルの計測結果の比較が行われている。



## < B O E の金融政策 >

### 8月の利上げにより累計利上げ幅は125bp

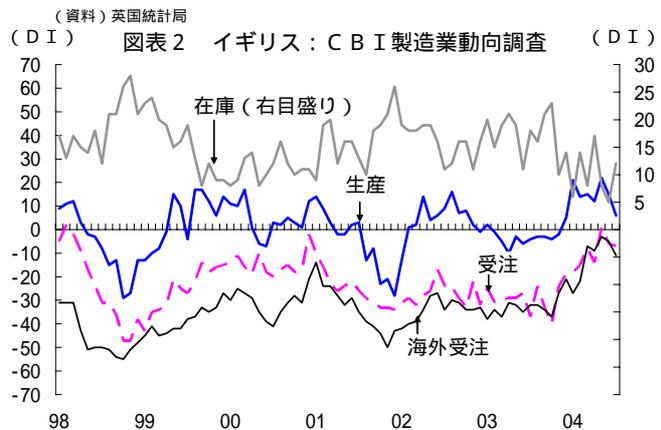
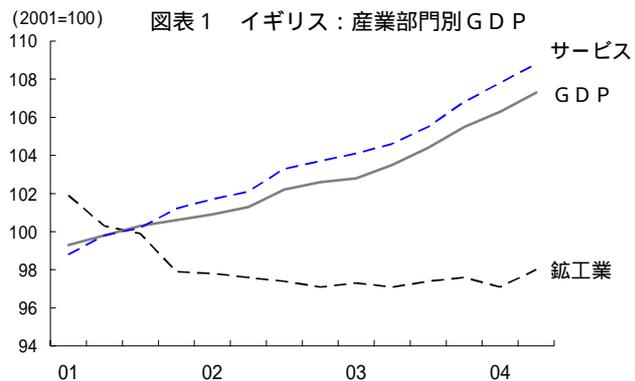
( 議事録等で示された景気判断と実際の経済指標に乖離が感じられる面も )

BOEは8月4日、5日の金融政策委員会(以下、MPC)で25bpの追加利上げを決めた。昨年11月以降、今年2月、5月、6月、さらに8月の利上げによって、政策金利(レポ金利)は4.75%、この間の累計の利上げ幅は125bpとなった。

18日に公表されたMPCの議事録や議論の叩き台となった8月の「インフレーション・レポート」では「生産は堅調、ビジネス・サーベイも引き続き拡大傾向、投資と政府支出も強く、輸出市場の回復も続いている」など景気に対しては強気な味方を、「需給ギャップのタイト化による物価上昇圧力の高まり」には警戒感を示す反面、「住宅市況と個人消費には軟化の兆し」があるとの認識を示した。

しかし、住宅価格指数は7月までの段階で明確な鈍化の兆しは確認できず、月次ベースの個人消費の指標となる小売売上高も、MPC開催時点で公表されていた6月分は「ユーロ2004」によるカラーテレビの販売増などの特殊要因もあり、前期比1%と高い伸びとなっていた。こうした中、BOEは「インフレーション・レポート」の中で、軟化の兆しの論拠として、住宅価格については先行指標となる取引に関する複数の指標の減速、個人消費については新車登録台数やサーベイ調査の内容について言及している。確かに、CBI(英国産業連盟)が行っている流通業者サーベイでは「7月は「ユーロ2004」の終了と利上げの影響で小売売上高は予想外に落ち込んだ」とされ、実際、19日に発表された7月の小売統計も前期比0.4%のマイナスとなった。しかし、こうした結果が、実際に住宅価格と個人消費の調整を意味するのか、今後の調整のスピードや深さがどの程度のものになるのかは、現段階では不透明であり、累次の利上げ効果の浸透状況を見極めるには今暫くの時間が必要であろう。

他方、強気の認識が示された企業部門についても、4~6月期のGDP成長率(暫定値)は前



期比 0.9%と1～3月期の 0.7%から加速、サービス業と鉱工業の成長率がともに同 0.9%となるなど、製造業の立ち直りでアンバランスが改善する構図となった(図表1)。しかしながら、先行きについては7月のCBI製造業動向調査で、米中の景気減速による海外受注の実績及び見通しの悪化、原油価格、商品価格の高止まりによる収益圧迫懸念を背景に、生産鈍化、受注低下、在庫の積み上がりが示されるなど、回復の持続性に外部環境に関わる不安材料が台頭していることが示された(図表2)。

CBIサーベイの悪化は、昨年末からの急改善の反動という側面も多分にあり、水準的にはなお高い。このため、下振れリスクを過大に意識する必要はないが、MPCの強気の認識とは多少の温度差があるように思われる。

### 追加利上げの可能性は残る

(BOEは利上げ後も当面はトレンドを上回る成長が続くと展望)

今回のインフレーション・レポートで示されたBOEの景気見通しは、「短期的には政府支出と民間投資の牽引力、個人消費の堅調によりトレンドを上回る成長が持続、その後、住宅価格の伸び率低下と利上げ効果の浸透、利上げ観測、政府支出の削減などにより景気拡大テンポは鈍化する」というものである。

物価(CPI)は、7月に前月比1.4%と原油価格上昇の影響で同1.6%に上振れた6月からやや低下したが、今後の見通しについて、「短期的には食品価格の鈍化などにより低下するが、トレンドを上回る成長が続く中で、次第に稼働率の高まり、労働市場のタイト化による物価上昇圧力が輸入物価の低下圧力を上回るようになり、2006年には政策目標の中央値である2%まで上昇する」としている。原油高に関する警戒感、ポンド高で輸入物価の上昇が抑えられていること、ポンド建てで見た価格水準が石油危機時に比べて遥かに低いこと、原油依存度の低下などの構造変化が進展していることなどから、相対的に低い。

(11月に追加利上げを実施する可能性も)

次回のBOEによる景気・物価判断の見直しは次号のインフレーション・レポート発行時(11月)になる。この時期まで、製造業の回復基調が続き、住宅価格と個人消費の鈍化がマイルドなものに留まっていれば、追加利上げが実施される可能性は残されていると言えよう。