

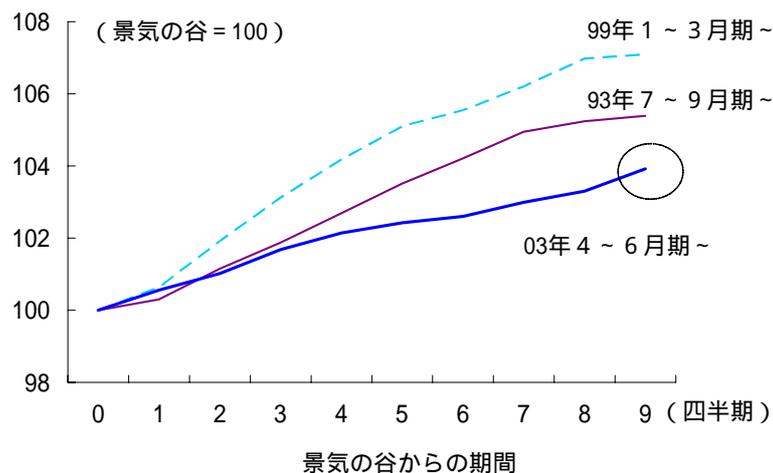
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

ユーロ圏 - 整いつつある利上げの環境 -

- ・ 2004年6月以降に利上げに転じた米国と、2003年6月から政策金利の据え置きが続くユーロ圏との金利差の拡大は、ドル高ユーロ安の一因となってきた。
- ・ 10月以降、ECBによる利上げへの地ならしと受け取れる発言が相次ぐようになっていく。7～9月期のGDP統計で、域内全体での景気の再加速と景気低迷国の回復が軌道に乗りつつあることが確認されるなかで、域内のインフレ率の方向の差も解消しつつあり、早期利上げの可能性は高まっている。
- ・ ECBが政策金利正常化への第一歩を踏み出しても、景気回復のテンポが緩やかなこと、景気低迷国の回復は外需依存の度合いが高く環境変化に弱いこと、政策変更による下振れリスクへの警戒が必要なことなどから、利上げのペースは抑えられ、欧米間の金利差と金融政策の温度差を理由とする、ユーロ安ドル高基調は当面持続するであろう。

景気回復のテンポは緩やかに留まってきたが7～9月期は再加速
～ 景気回復局面における実質GDPの推移～



(資料) 欧州委員会統計局

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 - 整いつつある利上げの環境 - >

ユーロ安ドル高の一因となった欧米間の金利差拡大

(米国の利上げ持続で欧米間の金利差は拡大)

米国では 2004 年 6 月以降、これまでに 12 回、合計 300bp の利上げが行なわれてきたが、ユーロ圏の政策金利は 2003 年 6 月以来、据え置かれてきた (図表 1)。

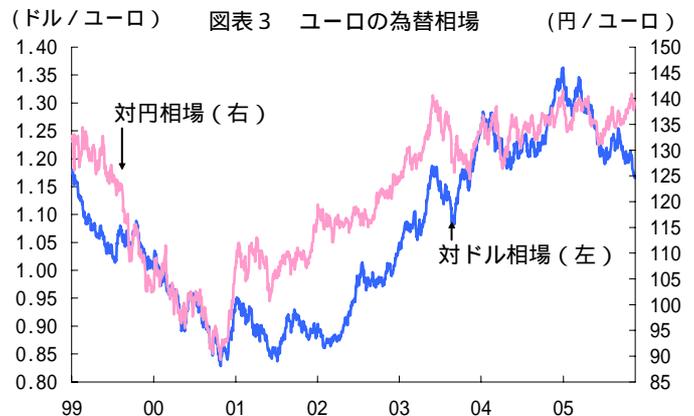
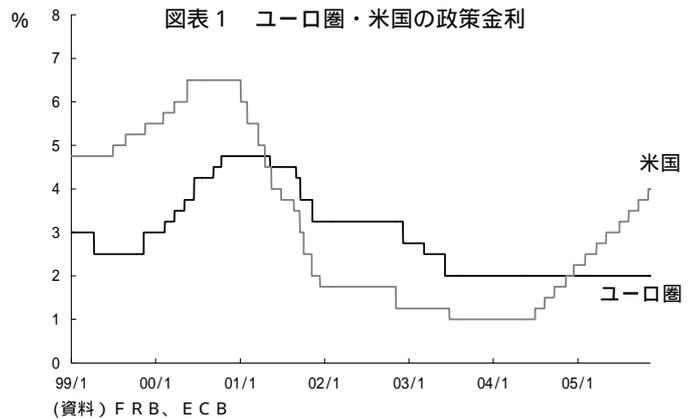
米国の長期金利が政策金利の引き上げにも関わらず、低位で安定する中、ドイツの長期金利は先行きの景気、インフレ率、金融政策に関する期待の差から低下、10 月に米独ともに長期金利が上昇に転じた後も、米独間の長期金利差は高止まっている (図表 2)。

欧米間の金利差は、今年いっぱいの時限立法である米雇用創出法の内国投資促進条項 (注) による米国への資金還流という要因とともに、ユーロの対ドル相場が 2 年振りの安値に達した要因となっている (図表 3)。

(注) 米国の多国籍企業による海外利益の本国送金に対して課せられる税率を軽減 (35% → 5.25%) する内容

(ECB も 10 月に利上げへの地ならしを開始)

しかし、ユーロ圏においても政策金利の引き上げは時間の問題となっている。そもそも、ユーロ圏の政策金利は 2001 年 5 月から 2001 年 11 月の引き下げ局面の一巡後、2002 年 12 月から 2003 年 6 月に合計 3 回、125bp の追加利下げが実施され、現在の水準に至った経緯がある。追加利下げは、一旦持ち直した景気の先行きにイラク情勢の緊迫化やユーロ高による失速懸念が台頭したことに対応した緊急措置という意味合いがあったことから、ECB は景気底入れ後、引き上げによる正常化のタイミングを図ってきた。しかし、2005 年上半期までは、景気の回復ペースが緩慢に留まり、域内諸国における



景気とインフレの温度差が目立っていたこと、米国経済の先行き不安などから景気下振れへの警戒が解けなかったことなどから、利上げは見送られてきた。

しかし、今年6月を境に、輸出環境の改善とユーロ安の効果から、ユーロ圏でも主要な企業サーベイ調査の改善基調が定着、景気下振れのリスクは後退した。欧州中央銀行（以下、ECB）が金融政策の指標としている消費者物価は原油価格上昇、マネーサプライは民間貸出の増加によって、それぞれ「2%以下でその近辺（below, but close to, 2%）」、「4.5%」という目標から上方に乖離する傾向が強まるようになった。10月の政策理事会を境に、トリシェ総裁を始めECB高官らが、原油高の二次的影響と過剰流動性に対してより強い警戒感を示すようになり、利上げへの地ならしと受け取れる発言が相次ぐようになった。

高まってきたECBの早期利上げの可能性

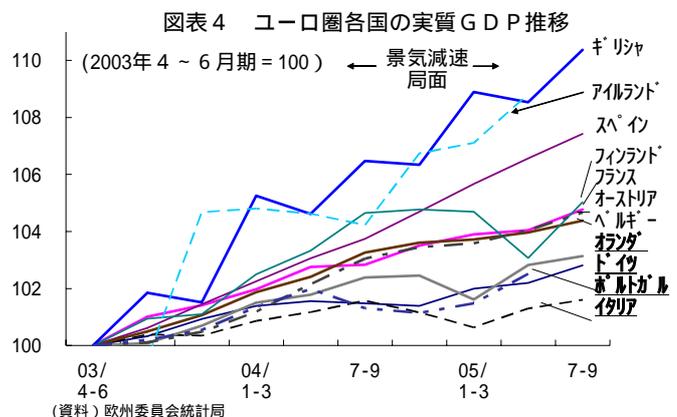
ECBの次の政策理事会は12月1日に予定されている。前回の理事会以後に発表された主要な経済指標は利上げをサポートする内容となっており、12月にも政策金利正常化への一歩を踏み出す可能性が高まってきている。

（ 7～9月期のGDP統計：景気回復テンポの加速と域内格差の縮小が確認さる ）

まず、景気の面では、15日に発表された7～9月期のGDP統計の速報値で、景気回復の足取りの重さと景気後退国の存在という利上げの障害が取り除かれた。

ユーロ圏経済は2003年4～6月期を底に回復局面に入ったが、回復のペースは90年代以降、3度の景気回復局面で最も遅いものに留まってきた。いずれの局面でも、景気回復を主導したのは輸出であったが、今回は、輸出回復のテンポ自体が鈍かったことに加え、内需への波及が極めて弱いものに留まってきたことが原因だ。しかし、7～9月期の成長率は前期比0.6%と、2004年1～3月期以来の高い水準となり、景気の再加速が確認された（表紙図表参照）。

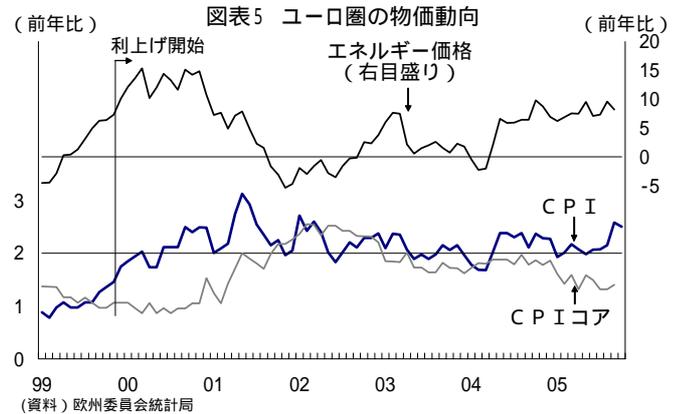
また、2004年半ばから今年1～3月期に景気が減速した場面では、スペインやギリシャ、アイルランドなどの成長が加速する一方、そもそも景気回復が遅れていたドイツ、イタリア、オランダ、ポルトガルはマイナス成長に追い込まれた。しかし、ユーロ安の追い風や構造改革の進展があり、7～9月期までにドイツは3期連続、オランダとイタリアは2期連続のプラス成長となり、低迷が続いた国々でも景気回復が軌道に乗ってきたことが確認された（図表4）。



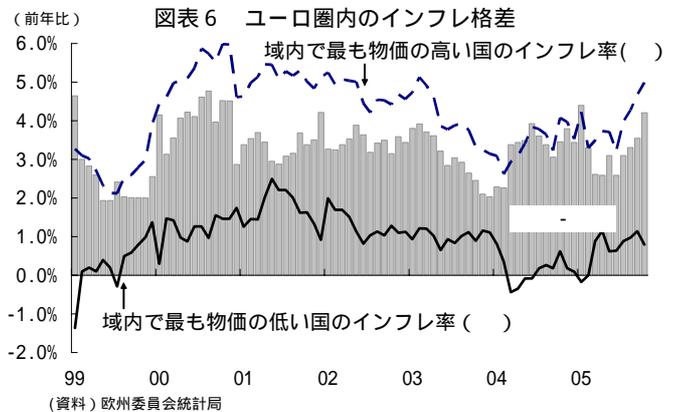
（ インフレ率：水準差は残るが、デフレ懸念は後退 ）

99年にスタートしたECBの金融政策の唯一の利上げ局面は、99年11月から2000年10月の

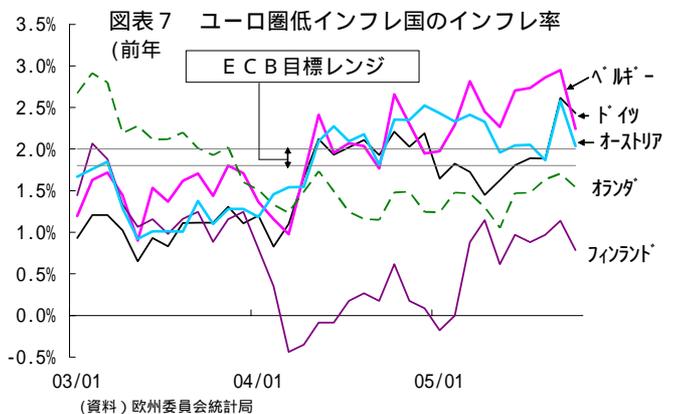
合計 175bp である (p.2、図表 1)。当時の利上げは、景気拡大局面での原油高・ユーロ安の進行によって、エネルギー価格の大幅な上昇が価格転嫁や賃金上昇を通じて二次的影響をもたらすことを牽制する目的があった点で現在の局面と類似点がある。この時は、利上げ開始の段階ではインフレ率は 2% 以下で、燃料・食料等を除いたコア・インフレ率は 2000 年を通して 1% 前後の低水準で推移していた。コア・インフレ率が上昇し始めるのはエネルギー価格の上昇率が鈍化した 2001 年入り後であり、2001 年 9 月に 2% を超えた後、景気の減速が明確になった 2002 年 12 月まで 2% を上回る推移が続いた (図表 5)。



ECB の利上げへの動きを、今月 7 日の非公式財務相会合でも、参加国の財務相の一致した意見として「原油高の二次的影響の兆候は見られない」として牽制、政治的な抵抗は大きい。早期利上げ反対派が、二次的影響のリスクは小さいとする理由の 1 つとして、原油高の直接的影響が表れるエネルギー価格を含む CPI は目標水準の上限を突破する状況が続いているものの、「コア・インフレ率が 1.5% 程度の低い水準で推移している」(オーストリアのグラッサー財務相、11 月 14 日) ことが挙げられている。しかし、現在のコア・インフレの低さは、過去の景気低迷局面で賃金上昇率などが抑えられてきたことの反映であるため、中長期的なインフレ圧力の高まりに対処するという ECB の利上げの妨げにはならないであろう。



物価を政策のアンカーとしている他の通貨当局と比較して、ECB の政策運営は、域内諸国に所得や経済力の格差があるために、インフレ格差が存在するという難しさがある。ユーロ導入以降のインフレ格差は、外的ショックなどによる変動は見られるが、ユーロ発足後の平均で 3.3% と決して小さくはない (図表 6)。ECB は「単一通貨圏内での格差平準化のプロセスで生じるもの」として前向きに評価しているが、インフレ率が水準だけでなく、方向も異なる場合には、金融政策運営の困難さは増す。



2001年12月～2003年6月の追加利下げは、まさにそういう局面で行なわれた。当時、全体のインフレ率は2%を上回っていたが、ドイツなど域内の一部の国ではデフレが懸念される状況となっていた。2003年5月にECBが物価安定の定義を発足当初の「2%以下」から、現在の「2%以下でその近辺」に改めたのも、デフレ・リスクに対処する必要が高まったことによるものである。この時、インフレ率が新たな定義のレンジを下回っていたドイツ、オーストリア、フィンランド、ベルギーのうち、現在ではフィンランド以外の3カ国はエネルギー価格上昇の影響もあって目標レンジを上回るようになっている（図表7）。オランダとフィンランドの2カ国は、目標レンジを下回っているが、オランダでは価格競争力向上のための賃金抑制策、フィンランドは減税という政策要因が影響しているものであり、基本的には上振れリスクに重点を置いて政策を運営している状況となっている。

欧米間の金利差は当面残存

（ 政策金利正常化は緩やかなペースを辿る見込み ）

以上のように、政策金利正常化への障害は取り除かれてきたことで、ECBの早期利上げの可能性は高まっているが、為替市場ではユーロ安ドル高基調が続いている。これは、市場では米国に比べて、ユーロ圏の利上げのペースが緩やかで、小幅なものに留まるとの見方が優勢であることを示すものである。

確かにECBが12月ないし来年の早い段階で利上げに踏み切るとしても、利上げの幅は25bpに抑えられるであろうし、米国のようにその後、継続的な利上げが行なわれることも想定しづらい。2006年に世界経済が減速に転じて、緩やかなものに留まれば、ユーロ圏の景気拡大は続くであろうが、コア国を中心に雇用構造の硬直性と高コストによって、企業業績の回復と家計とのリンケージが弱くなっているため、成長のテンポは抑えられるであろう。また、ドイツ、イタリア、オランダなど景気低迷からようやく脱した国々の回復は輸出に依存する度合いが高いだけに、外部環境の変化に伴う下振れリスクにも引き続き警戒が必要とされる。

政策変更に伴う下振れリスクにも警戒が必要だ。景気回復期待の裏づけとされる先行指標の中でも、機関投資家の見通しに基づいて作成されるために先行性が強いドイツのZEW指数は、11月にはECBの利上げへの動きと、「大連立」の下での付加価値税の引き上げを織り込んで、逸早く悪化している。構造改革の必要性を残しているコア国の景気の脆弱性ととも、低金利の恩恵を享受し、住宅ブームに沸いたスペインなど高成長国におけるバブル崩壊のリスクにも配慮が求められることから、ECBは政策金利正常化のペースを抑えざるを得ないであろう。

（ 金利差を理由とするユーロ安圧力は来年初まで残存 ）

欧米間の金利格差と金融政策の温度差を理由とするドル高ユーロ安基調は、来年初にかけて持続する見込みである。来年4～6月期に入って、米国の利上げの打ち止め観測が高まったところで、ようやく歯止めがかかる可能性が高いと思われる。

（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。