

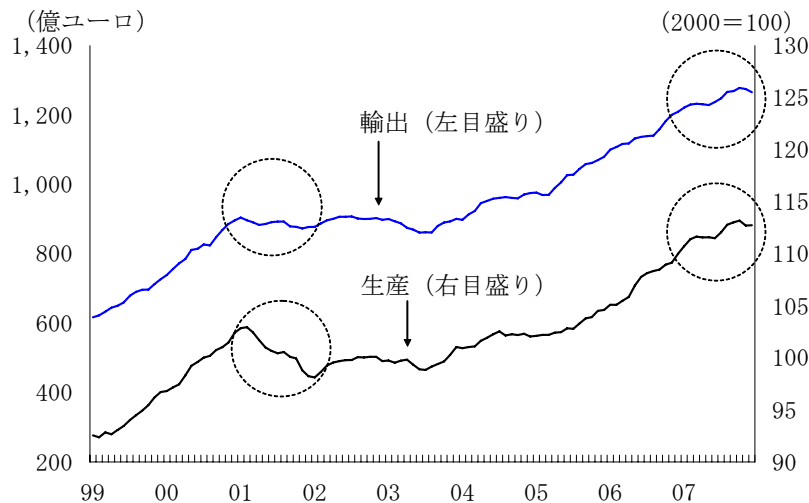
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

明確になったユーロ圏経済の減速～3月利下げ転換の可能性を探る～

- ・ 欧州中央銀行（ECB）は、2月に物価の安定を最重視する基本スタンスを維持しながら、状況の変化に機動的に対応できるよう政策転換の余地を確保した。
- ・ 景気の減速はハード・データでも裏付けられるようになってきている。ECBは3月理事会当日公表の経済見通しを下方修正する見込みだが、物価見通しは小幅修正に留まろう。
- ・ 2001年5月も、原油と食品高でインフレ率は目標から乖離していたが、ITバブル崩壊に伴う輸出、生産の減速で米英に追随する形での利下げ転換を余儀なくされた。
- ・ 当時に比べると、利下げがユーロ安を招くリスクは大きな問題とはならないが、生産の急低下が確認された2001年と異なり、新興国の需要は旺盛で、国際商品市況への圧力は根強い。ユーロ圏の稼働率、雇用、金融指標も強さを保っているため、インフレ警戒が解きにくい。月末～月初公表の重要指標が大幅に悪化すれば利下げという展開も予想されるが、景気下振れリスクとインフレ圧力両睨みを継続する可能性の方が高い。

輸出は2カ月連続の前月比マイナス、生産も足踏み
～ ユーロ圏の輸出と生産 ～



(注) 季節調整値、3カ月移動平均 (資料) Eurostat

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/>

< 明確になったユーロ圏の減速 ～ 3月利下げ転換の可能性を探る >

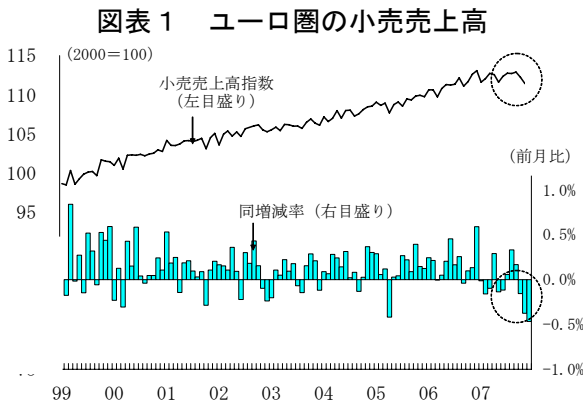
● ECBは3月に成長率見通しを下方修正へ

(ECBは物価の安定重視のスタンスを強調。しかし政策転換の余地も確保)

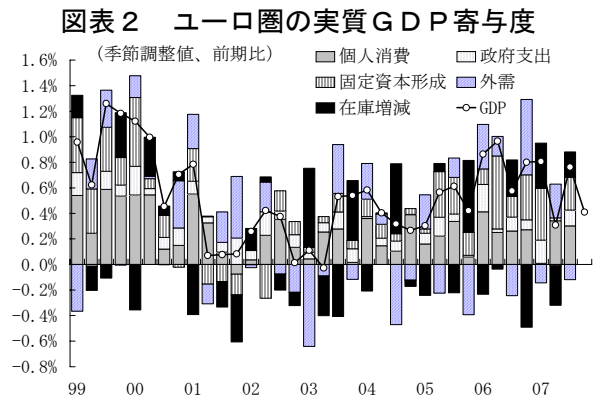
1月下旬の2度の利下げで、米連邦準備制度理事会 (F R B) の 2007 年 9 月以降の利下げ幅は累計 225bp に達し、イングランド銀行 (B O E) も 2 月に 2 度目の利下げに踏み切った。市場では、2007 年 6 月の利上げを最後に、政策金利を 4 % で据え置いてきた欧州中央銀行 (以下、E C B) についても、年内に複数回の利下げを行うとの見方が広がっている。

2月の政策理事会後の記者会見のトリシェ総裁の声明文も、物価の安定を最重視する基本スタンスを維持しながら、インフレ警戒のトーンを1月時点よりも緩和、景気見通しの下方修正を示唆する幾つかの修正を加えた。質疑応答では、「中期的に事前のコミットメントはしない」、「向こう数ヶ月間の不確実性は極めて高い」と述べるなど、状況の変化に機動的に対応できるよう、政策転換の余地を確保した (注1)。

(注1) 詳しくは経済金融フラッシュ No.07-153 「2月 ECB 政策理事会」をご覧ください。



(資料) 欧州委員会統計局



(資料) 欧州委員会統計局

(景気の減速はハード・データからも確認)

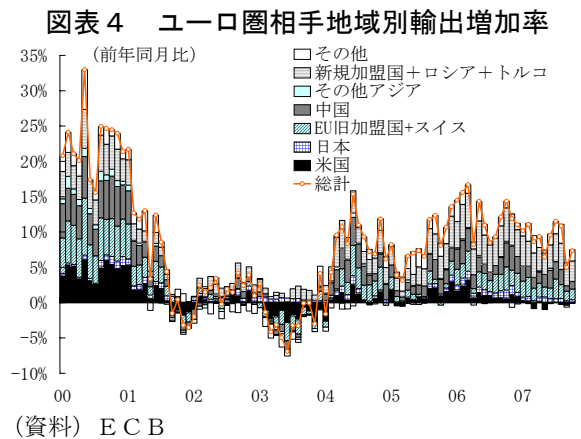
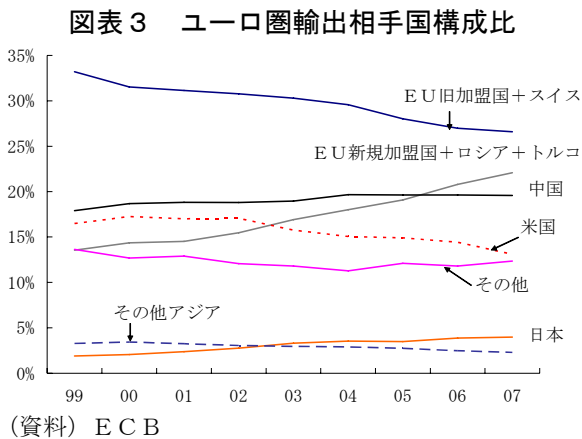
2月の声明文の景気判断に関する修正点の1つは、「新たなデータで景気のリスクは下振れ方向にあることが確認された」という表現が加えられたことだ。実際、これまでドイツ I f o や Z E W の見通し指数など先行性の強いサーベイ調査に現れていた景気減速の兆候は、小売売上高が3カ月連続、輸出、生産が2カ月連続で前月比マイナス (表紙図表及び図表1) となるなど、ハード・データでも裏付けられるようになっている。

今月 14 日に公表された 10～12 月期の G D P 成長率の暫定値も 7～9 月期の前期比 0.8% から同 0.4% に鈍化した (図表2)。需要項目等の内訳は未公表だが、個人消費の落ち込みを企業部門が補うことで、持ちこたえたものと思われる (需要項目別の内訳を含む速報値は 3 月 4 日公表)。

2月の声明文の経済分析では、小売統計やマインド指標の大幅な悪化にも関わらず、「高収益、

雇用の拡大、就業率の上昇」に支えられた消費の拡大、投資の増加という見通しに関しては1月時点と同じ表現が用いられた。これに対して、外需の見通しでは、「世界経済は底固く、米国経済の減速は新興国の力強さで軽減される。外需はユーロ圏の輸出をサポートする」という一文が削除、「主要な貿易相手地域の成長鈍化は2008年のユーロ圏の成長に影響する」という表現を挿入し、トーン・ダウンした。

ユーロ圏の輸出の相手地域としては、イギリスを中心とするEU旧加盟国など欧州先進国の比重が最も大きい。しかし、足もとでは、これらの比重は米国とともに低下傾向にあり、替わって中東欧などのEU新規加盟国やロシア、トルコなどの近隣の新興国と中国を中心とするアジア新興国の比重が高まっている(図表3)。先進国向けに比べて、新興国向け輸出の伸びが高い構図は変わらないものの、全体として伸び率が鈍化していることが(図表4)、判断の修正の背景にあるものと思われる。



(3月の成長率見通しは下方修正、利下げ転換の足かせは外れる見込み)

3月6日開催の政策理事会当日には、ECBが四半期に一度まとめる経済見通しが公表される。政策スタンスを転換する場合、理由を説明する好機となる。2.7%成長となった2007年については、2005年12月時点の初回から成長率の見通しは、ほぼ一貫して上方修正される流れとなり、利上げをサポートする材料となってきた(図表5)。

2008年の見通しは、昨年12月に、それ以前の4回の「潜在成長率並みの成長と物価の安定」という見通しから、成長率は下方修正(中央値2.3%→同2.0%)、物価は大幅に上方修正(同2.0%→同2.5%)された。3月の見通しでは、米国の景気悪化による世界経済見通しの下方修正(前回:2007年5.6%、2008年、2009年5.2%^(注2))と前述のようなユーロ圏の景気減速を示す材料を反映して、2008年の成長率の見通しが1%台に下方修正、3年ぶりに潜在成長率(約2.25%)を下回るといったシナリオになるだろう。

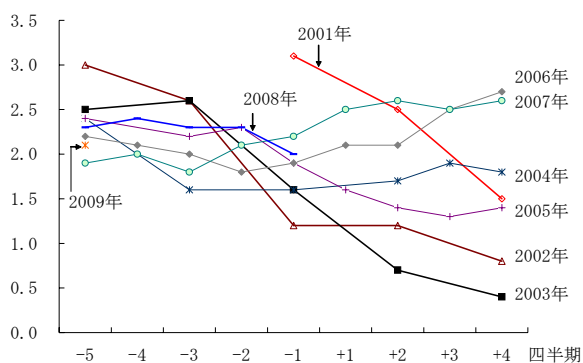
しかし、景気の失速までは至らないことや、足もとの市場の動きを反映して原油価格高止りのシナリオ(前回:2007年72.6ドル、2008年88.6ドル、2009年83.7ドル)を維持せざるを得ないため、インフレ率は2%を大きく上回るという見方は変わらないだろう(図表6)。今月21

日に欧州委員会が改定した見通しでも、2008年の成長率の2.2%から1.8%への下方修正に対し、インフレ率は2.1%から2.6%へと大きく上方修正されている。

ECBの見通しでは、2009年には、物価が目標圏に落ちつくとの予測（前回1.8%）が維持される見込みだが、足もとの原油、食品高の二次的影響の回避を前提とするものであるため、早期利下げを強くサポートするものとは言えないだろう。

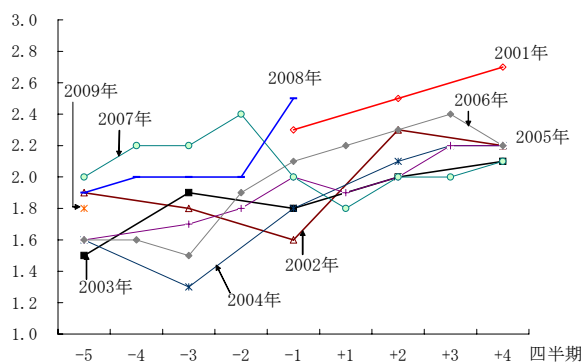
（注2）IMFは1月に2008年見通しを10月時点から0.3%ポイント下方修正し4.1%としている。

図表5 ECBの成長率見通しの変遷



（注）見通しは当該年の2年前の12月（-5）から当該年の12月（+4）の9回行われる
（資料）欧州委員会統計局

図表6 ECBの物価見通しの変遷



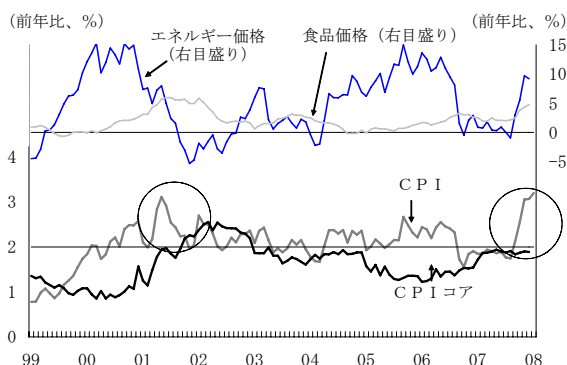
（注）及び（資料）図表5と同じ

●2001年の利下げ転換時と共通点もあるが相違点も少なくない

（ ECBは2001年5月に世界景気の失速を受けて、米英に追随し利下げに転換 ）

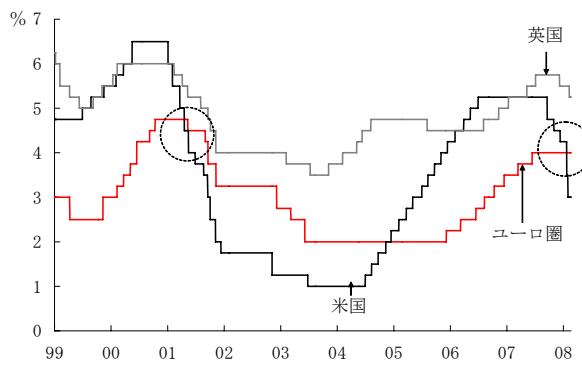
ECBは、2001年5月、足もとと同じようにエネルギー価格と食品価格上昇の影響でインフレ率が目標を大きく上回る状況にありながら、ITバブルの崩壊で世界景気が失速、輸出、生産が急減速したことで（表紙図表参照）、米英に追随する形で利下げに踏み切った（図表7、図表8）。

図表7 ユーロ圏の物価指標



（資料）欧州委員会統計局

図表8 米英欧の政策金利



（資料）FRB、BOE、ECB

この時の利下げは、直前まで据え置きを示唆してきたために「予想外」と受け止められ、すで

に中心国ドイツを中心に景気悪化が明確になっていたため、「小幅すぎ、遅すぎる」とされた。「金融指標（M3）の上振れは安全資産へのポートフォリオシフトによるもので、もはや物価の上振れリスクではなくなった」という利下げ転換の理由も、唐突感があり、わかりにくいといった批判の的になった。

2001年中に、ECBは8月、9月、11月にも追加利下げを実施、合計4回の利下げ幅は150bpとなった。その後、政策金利はおよそ1年にわたり3.25%で据え置かれたが、2002年12月に利下げが再開、2003年3月、6月の追加利下げによって政策金利は2%となった。

この間、ユーロ圏の成長率は、2001年4～6月期から10～12月期まで3期連続で前期比0.1%に停滞、2002年10～12月期から2003年4～6月期もゼロ近辺での停滞した（図表2）。2001年4～6月期から10～12月期にはイタリアが、2002年10～12月期から2003年4～6月期にはドイツがそれぞれ3期連続のマイナス成長となるなど、ユーロ圏主要国経済は総じて低迷した。

ECBの経済見通しの修正状況を見ると、利下げが行われた2001年～2003年は、いずれも年初までの見通しを上回るペースで景気が悪化、年央までに大幅な下方修正を迫られたことがわかる（図表5）。

（2001年の利下げ転換時に比べユーロの信認は向上）

2001年5月の利下げ転換直前と現在の局面には、利下げで先行した米国との金利差の逆転、外部環境の悪化による輸出・生産に頭打ちの兆しといった共通点があるが、相違点も少なくない。

まず、単一通貨ユーロとECBの金融政策の浸透度の基本的な違いである。当時は未だ、ユーロ導入のプロセスにあって、現金は流通しておらず（流通開始は2002年1月）、参加国も第一陣の11カ国のみ（現在は15）であった。

ECBの金融政策の枠組みも、説明力・透明性の向上のための見直しが進んでいる。例えば、月2回開催される政策理事会のうち、金融政策の決定は初回のみという原則が2001年11月に明確にされた。また、2003年5月に金融政策の戦略を見直し、ECBの金融政策の2本柱、すなわち経済分析と金融分析のうち、金融分析の位置づけを引き下げ、デフレ・リスクに配慮するため、物価安定の定義を「2%未満」から「2%以下でその近辺」に変更した。さらに、ECBの経済見通しも、2000年12月のスタート時は公表の頻度が半期に一度であったが、2004年6月以降、四半期に1度となり、より実勢を反映するものとなった。金融市場の混乱、金融機関の業績悪化が实体经济に波及するリスクを判断する材料として活用されている金融機関の融資態度や金融機関から見た資金需要に関するサーベイ調査（「銀行貸出サーベイ」）も2003年4月に始まった。

こうした過去9年間の実績と政策手法の改善を通じて、ECBの金融政策への理解も広がり、ユーロの価値も趨勢的に高まってきた（図表9）。2000年の原油価格上昇時は、ユーロの減価が影響を増幅したが、足もとでは前年水準を上回るユーロ相場が物価安定化効果を果たしている（図表10）。

ECBの利下げ転換は、ユーロ安の圧力となり、輸入インフレの圧力を増幅するリスクもある。それでも、発足以来のユーロ安に2000年9月の協調介入でようやく歯止めが掛かった2001年時

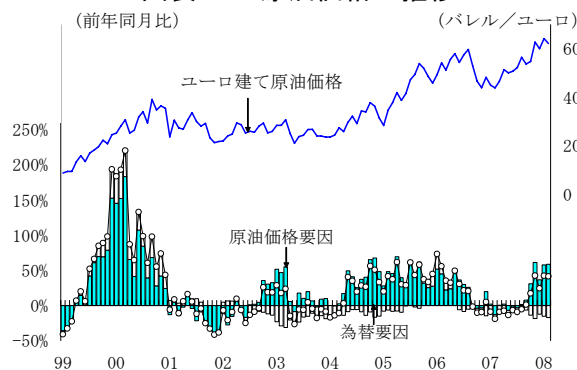
点と異なって、ユーロ安のリスクは利下げの大きな障害とはならないだろう。

図表9 ユーロの対ドル、対円相場



(資料)Datastream

図表10 原油価格の推移



(資料) Datastream

(新興国の需要、製造業の底堅さ、流動性の指標はインフレ警戒継続の必要性を示す)

むしろ政策転換を難しくしているのは、景気下振れリスクが増大していることは確かだが、なお底固さもあり、現段階ではインフレへの警戒を解けないことだ。

I Tバブルの崩壊時は、新興国の成長は減速、原油価格も落ち着き、中国では、国有企業、金融、行政の改革(「三大改革」)の推進や、通貨金融危機に見舞われたアジア通貨の減価で人民元が割高化したことの影響で、成長鈍化とデフレの局面が続いていた。ユーロ圏では、生産の急減速とともに設備過剰の問題が表面化、雇用にも悪影響が及んだ。

逆に、足もとでは、新興国経済の減速が見込まれるものの、国際収支面での健全性が大きく向上しているため、先進国の金融混乱が波及し、失速に追い込まれるという状況ではない。中国の人民元は、対ドル調整のスピードが他のアジア通貨や欧州通貨よりも鈍いために、割安感を保っており、過熱気味の成長とインフレのコントロールに苦慮している。ユーロ圏の製造業の減速テンポは、これまでのところI Tバブル崩壊後よりマイルドで、高い稼働率と低い失業率という構図は変わっていない(図表11)。原油価格や食品価格からのインフレ圧力が持続するリスクとともに、価格転嫁、賃金インフレを通じた二次的影響のリスクも残っているのである。

さらに、金融政策の2本目の柱である金融指標が強さを保っていることも、E C Bが慎重な構えを崩さない理由の一つと考えられる。2001年~2003年の利下げ時には、貸出の伸びの鈍化、低迷が目立ったが、足もとでは、家計向けの貸出は、住宅ローンを中心に鈍化しているが、企業向けの貸出は力強く、貸出全体の伸びも高止まっている(図表12)。2月の声明文の金融分析でも、「金融混乱がマネーと信用の伸びに強い影響を及ぼしたという証拠は殆どない」、「2001年や2003年に見られたような安全資産へのポートフォリオシフトによるM3の上振れは見られない」など基調は強いとして、「中長期的な物価上振れリスク」という評価が維持された。但し、1月の「銀行貸出サーベイ」で、パリバショック後の初の調査となった10月と比べて、さらに企業向け貸出のスタンスを厳格化する方向が鮮明になっている(図表13)ことなどから、「金融混乱の影

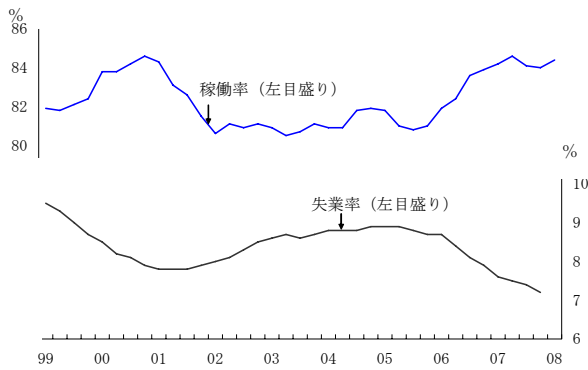
響の最終的な結論を得るにはさらなるデータと分析が必要」として、政策転換の余地も残している。

(増大する景気下振れリスクと根強いインフレ圧力の両睨みのスタンスを継続)

ユーロ圏では月末から月初にかけて重要な指標の発表が相次ぐ。今回は若干持ち直した Ifo 企業景況感調査 (26日) と逆に急低下した欧州委員会サーベイ (29日、図表14) の2月分、低位安定の持続性が注目される1月の失業率 (29日)、ECBが金融政策の2本目の柱としている1月の金融指標 (27日)、物価統計の2月速報値 (3月3日)、3カ月連続の前月割れとなっている小売統計の1月分 (ドイツは3月2日、ユーロ圏は6日) などだ。

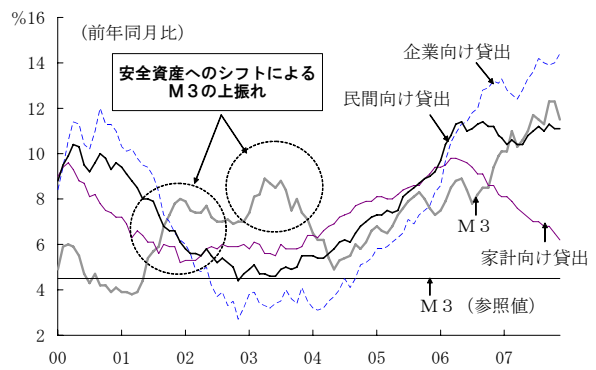
これらが揃って景気急減速によるインフレ圧力緩和の方向を示せば、利下げという展開も想定される。しかし、先行きの不確実性が著しく高い中であって、3月もトーンの微妙な修正に留め、増大する景気下振れリスクと根強いインフレ圧力の両睨みというスタンスを継続する可能性の方が高いのではないだろうか。

図表11 ユーロ圏の稼働率と失業率



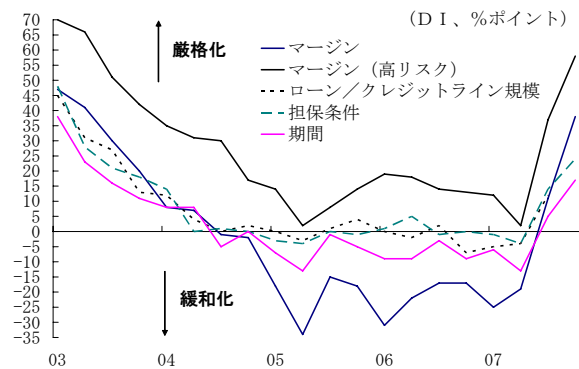
(資料)Eurostat, 欧州委員会サーベイ

図表12 ユーロ圏のM3と貸出



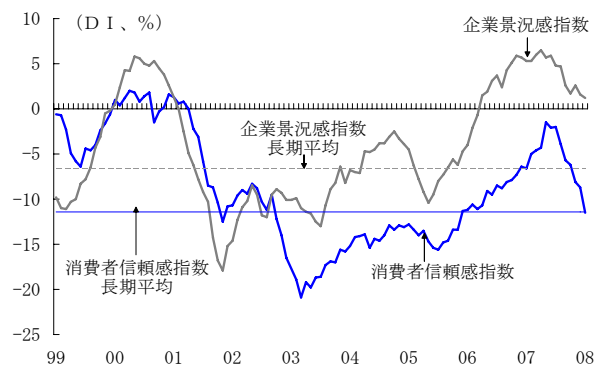
(資料) ECB

図表13 ユーロ圏銀行の企業向け貸出条件



(資料)ECB, "Bank Lending Survey"

図表14 ユーロ圏の企業景況感指数と消費者信頼感指数



(資料)欧州委員会サーベイ

(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。