

ユーロ圏経済動向と 今後の ECB の金融政策運営

桑原 哲也

はじめに

これまで好調に推移してきたユーロ圏経済は、世界的な景気減速や物価高に伴う個人消費の鈍化、ユーロ高進行による悪影響の顕在化などから足許減速傾向が鮮明になってきた。市場では景気後退懸念も浮上するなど、先行きに対して悲観的な見方が台頭しつつある。

本稿では、ユーロ圏経済の状況と今後の見通し、更にそれらを踏まえた ECB の金融政策運営について論じたい。

1. 足許の経済状況

ユーロ圏 15 ヶ国の 2008 年 4~6 月期実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%と 1999 年の通貨統合以来、初のマイナス成長を記録した（ユーロ圏の主要国であるドイツ、フランス、イタリアもそれぞれ前期比▲0.5%、▲0.3%、▲0.3%といずれもマイナス成長）。この結果について、同 1~3 月期 GDP が①暖冬を背景とした建設投資の増加、②イースター休暇の前倒しによる個人消費増加、③在庫投資の大幅な増加、などから前期比+0.7%と大きく嵩上げされていたために、今回その反動が生じたという側面はある。しかし、様々な角度から見てユーロ圏経済

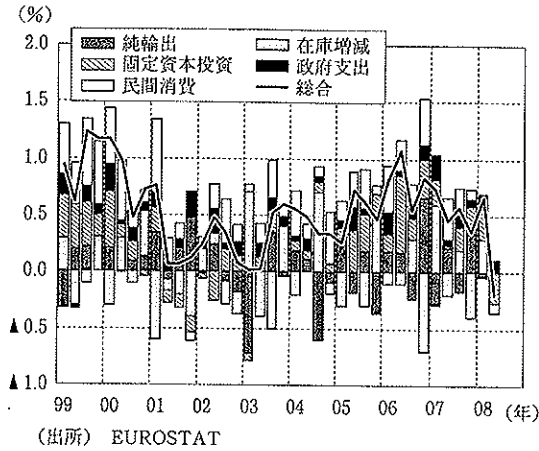
のモメンタムが 4~6 月期以降下向きに転じたことは間違いなさそうである。需要項目別の寄与度については図表 1 をご覧頂きたい。マイナス成長の主因となった項目が固定資本投資（設備投資）である点が見て取れる（前期比▲1.2%で GDP を約 0.26 ポイント押し下げた）。また、GDP に対して先行的な指標である景況感指数は 8 月分が 88.8 と 2003 年 3 月以来の低水準に落ち込んでおり、今後の更なる景気低迷を示唆している（図表 2 参照）。

域外輸出は、ロシアや中国向けの輸出が高い伸びを示している一方、主要貿易相手国である米国、英国向けの落ち込みが顕著となっており、全体としては鈍化傾向にある。一部の国では価格競争力の低下により輸出が低迷している。6 月の域外貿易収支（季節調整済）は▲30 億ユーロと前月の▲10 億ユーロから赤字幅が拡大し、2006 年 8 月以来の水準に達した。

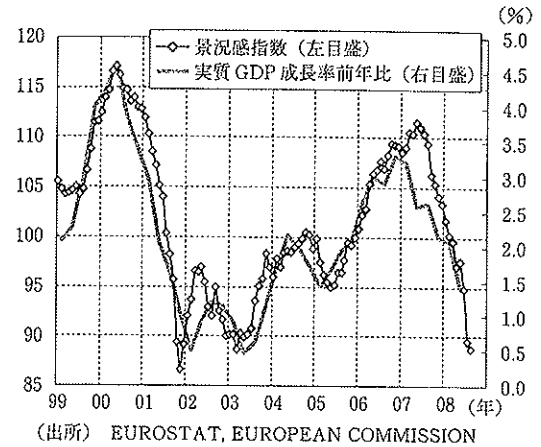
鉱工業生産など企業の生産活動も減速し始めている。7 月の鉱工業生産指数は前年比▲1.7%と大幅に悪化。製造業に関しては、PMI などの企業景況感指数が低下しているほか、受注統計も前年比でマイナスに転落した。企業在庫は積み上がりつつあり、見通し以上に需要の急減に直面している可能性がある。

個人消費は減速している。7 月の小売売上高（数量ベース）は前月に続き 2 ヶ月連続で前年

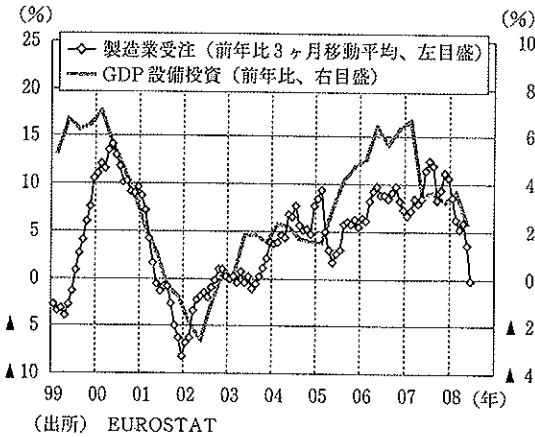
図表1 ユーロ圏実質 GDP 成長率 (前期比)



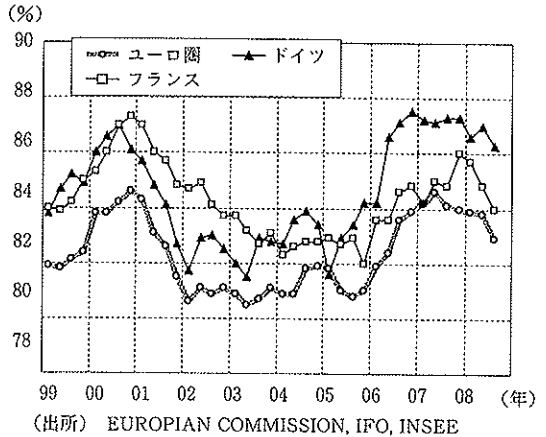
図表2 ユーロ圏景況感指数&実質 GDP 成長率 (前年比)



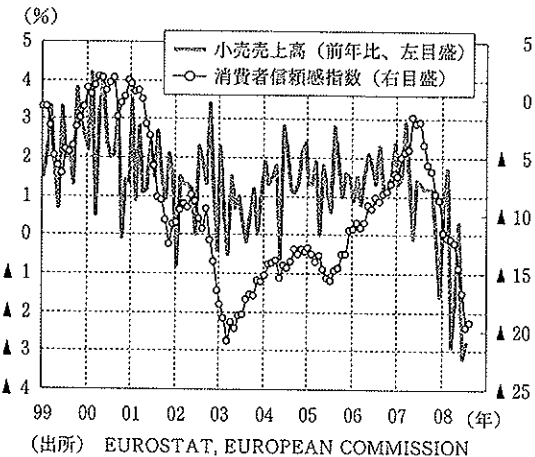
図表3 ユーロ圏製造業受注 & GDP 設備投資



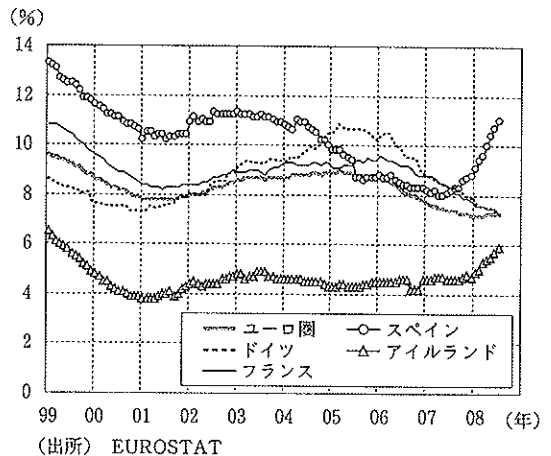
図表4 設備稼働率 (ユーロ圏・ドイツ・フランス)



図表5 ユーロ圏小売売上高 & 消費者信頼感指数



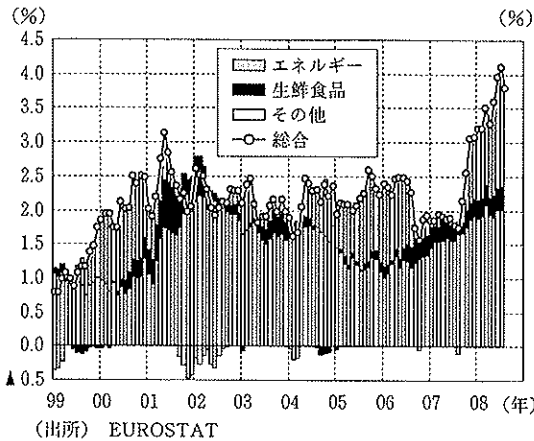
図表6 ユーロ圏失業率比較



同月を下回った (図表5 参照)。エネルギーや食料品価格の高騰により実質可処分所得が押し下げられ、消費者の購買意欲が急速に低下したことが背景にある。燃料高の影響から新車販売

の落ち込みも顕著になりつつある。雇用環境も悪化の兆しがある。7月の失業率は7.3%と2005年4月以来続いた低下傾向が一服し、失業者数が緩やかながら増加に転じた。

図表7 ユーロ圏HICP（前年比、全体及び寄与度別分解）



とはいえ、国別に見ると、ドイツやフランスについては失業率が引き続き低下傾向を示すなど改善している一方、住宅不況に苦しむスペインやアイルランドにおいては建設セクターを中心に雇用環境が足許急速に悪化するなどまちまちな状況である（図表6参照）。

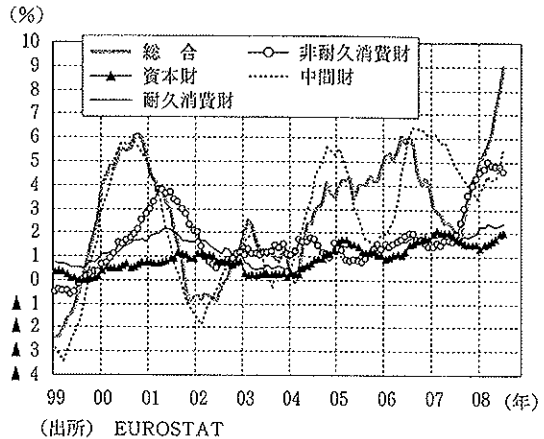
物価は高止まりないしは上昇基調が継続している。8月の消費者物価指数（HICP）は前年比+3.8%と1992年4月以来の高水準を記録した前月の同+4.1%からは幾分鈍化したが、ECBが物価安定のターゲットとしている同2%以下を大幅に上回っている（図表7参照）。一方、7月のPPIは前年比+9.0%と前月の同+8.0%から更に上昇し、1990年の調査開始以来の高水準で推移している（図表8参照）。

総括すると、ユーロ圏では景気減速とインフレ昂進が同時進行するスタグフレーション的な状況にあると言える。

2. 今後の経済見通し

今後について展望する。結論から述べると、ユーロ圏景気の先行きについては不安材料が多く、来年にかけて潜在成長率とされる2%台前半を下回る「低空飛行」が続く公算が大きい。図表9～11は、ECB、IMF、OECDの経済見通しである。8月下旬以降、各機関とも今後の見通しを相次いで下方修正している。鉱工業生

図表8 ユーロ圏PPI（前年比、全体及び項目別）



産や小売売上高などのハードデータが顕著に悪化していることに加え、企業及び消費者の景況感指数が低下の一途を辿るなど先行きの不透明感が急速に強まっていることが背景にある。2009年は景気が更に落ち込み、インフレ圧力はそれに伴って徐々に緩和するという見通しが大勢を占めているようである。

まず、主要貿易相手国である米国・英国（両国合わせて全体の約30%を占める）が金融市場の混乱や住宅不況から大幅な景気減速局面下にあることに加え、先行指標である輸出受注が大きく落ち込んでいることなどを勘案すると、域外輸出は今後も鈍化を余儀なくされよう。企業の生産活動は、外需の伸び悩みによる輸出減速に加えて在庫調整圧力が高まりつつあることから今後も減速傾向が続くと見られる。設備投資の伸び率は鈍化しているが、ドイツを中心に設備稼働率が高止まりしていることから減速は緩やかなものにとどまろう（図表3・4参照）。個人消費は、エネルギー・食料品価格の高騰による実質購買力の押し下げ効果が今後徐々に緩和する見込みだが、その一方で雇用情勢が軟化の兆しを見せており、先行き不透明感は強い。現在、各国政府により家計向けの支援策が検討されているが⁽¹⁾、消費下支えの効果は限定的なものにとどまると見られる。

物価は最近の国際商品市況の大幅安などから7～9月期を境にピークアウトした可能性が強

図表9 2008年9月 ECB 経済見通し

(前年比、%)

	2007年	2008年			2009年		
	実績値	見通しレンジ	レンジ中央値	前回比	見通しレンジ	レンジ中央値	前回比
実質 GDP	2.6	1.1~1.7	1.4	▲0.4	0.6~1.8	1.2	▲0.3
HICP	2.1	3.4~3.6	3.5	+0.1	2.3~2.9	2.6	+0.2

(出所) ECB HP

*9月4日に公表された ECB スタッフの経済見通し

図表10 2008年8月 IMF 経済見通し

(前年比、%)

	2008年		2009年	
	見通し	前回比	見通し	前回比
実質 GDP	1.4	▲0.3	0.9	▲0.3

(出所) 8/26付 Financial Times

*前回は7月に公表された World Economic Outlook UPDATE。

図表11 2008年9月 OECD 経済見通し

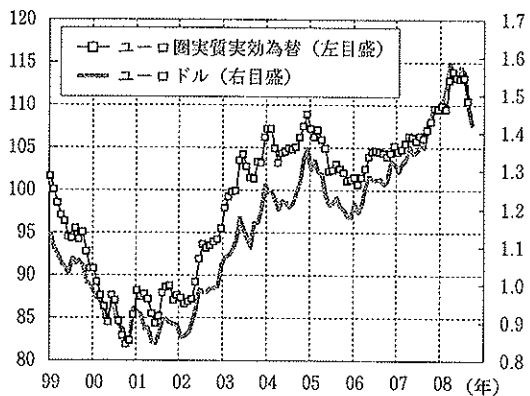
(前年比、%)

	2008年	
	見通し	前回比
実質 GDP	1.4	▲0.3

(出所) OECD HP (9/3公表)

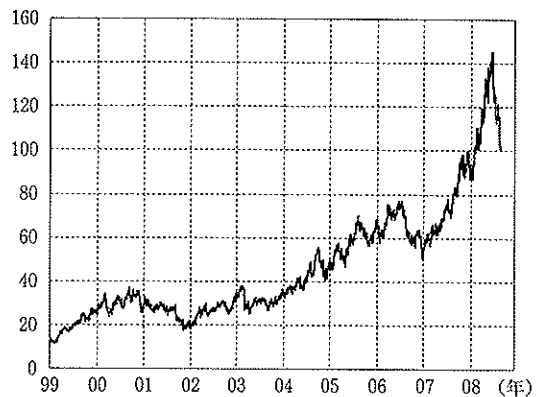
*前回は6月に公表された OECD Economic Outlook No.83。

図表12 ユーロ圏実質実効為替とユーロドル



(出所) 実質実効為替は ECB が毎月発表しているもの (対象が42通貨、1999年1Q=100、CPIにより実質化)。

図表13 原油価格動向 (単位: USドル/バレル)



(出所) NIMEX 上場の WTI 原油先物価格を適用 Datastream より国際金融情報センター作成

まっております、時間の経過とともに低下するであろう。しかし、川上から川下への価格転嫁がラグを伴って進んでいるほか、消費者の期待インフレ率は高止まりしたままであり、それ故、賃上げ要求も非常に強い(詳細後述)。明確にインフレ圧力が沈静化するにはまだ暫く時間がかかる見込みである。

ユーロ圏の金融機関は米国・英国の金融機関に比べ、米サブプライムローン関連への投資に伴う損失が限定的と言われている。しかし、今夏に発表された金融機関の決算発表内容によってユーロ圏景気の減速に伴い不良債権が増大し始めていることが、明らかになっている。金融機関の問題はもはや証券化商品の損失拡大に止

まらず、不良債権の増加に波及している。貸し渋り→企業の倒産件数増大→金融機関の損失拡大→貸し出し余力の一段の低下、という負のスパイラルに陥れば、金融面から住宅不況・企業活動の停滞を一段と深刻化させることとなり、ユーロ圏景気を更に下押しする。ユーロ圏諸国は、米国・英国と比べ全産業に占める金融業の比率が低いとされるが、金融セクターによる下押し圧力をあまり軽視すべきではないと考える。

敢えてポジティブな材料を挙げるとすれば、足許の原油安・ユーロ安進行により企業・消費者のマインドの改善が見込まれる点である。本稿執筆時点(9/12)で、WTI原油は7月につけた高値から約31%、ユーロは対ドルで約11

%下落している。足許市場が急激に変動しており、先行きの価格動向は見極め難いが、現水準近辺での推移が続くもしくは下落傾向が続くのであれば、製造業を中心とした輸出競争力の回復、消費者の実質可処分所得の増加がもたらされるとの期待感も高まる。

3. ECBの金融政策見通し

(1) 9月ECB声明の検証

欧州中央銀行（ECB）は9月4日に定例理事会を開催し、政策金利を現行の4.25%で据え置くことを決定した。据え置きは8月に続いて2ヵ月連続であった。

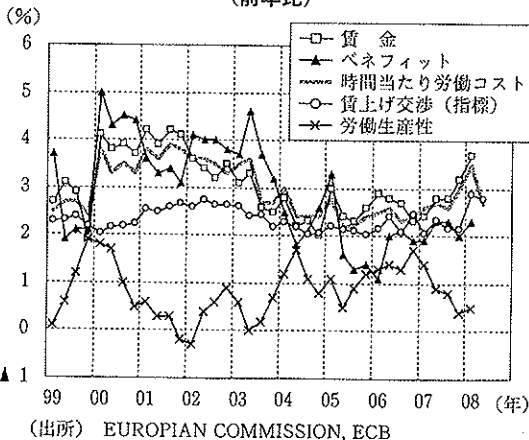
声明の内容は、前掲のECBスタッフの経済見通し（図表9参照）に示されている通り、景気認識は前回から更に慎重化する一方、インフレに関しては二次的影響について特に警戒感を強めている。

まず、景気に関しては「中期的に見てユーロ圏のファンダメンタルズは健全であり、ユーロ圏は大規模な不均衡に悩まされていない」という一文が削除された。今年中盤の実質GDP成長率の鈍化は「1～3月期の高成長からの反動減や、一次産品価格の高騰による直接・間接的な影響など域外及び域内要因からの悪影響を反映している面もある」とし、初めて内需の弱さにも言及した。また、これまで「活発な伸びが

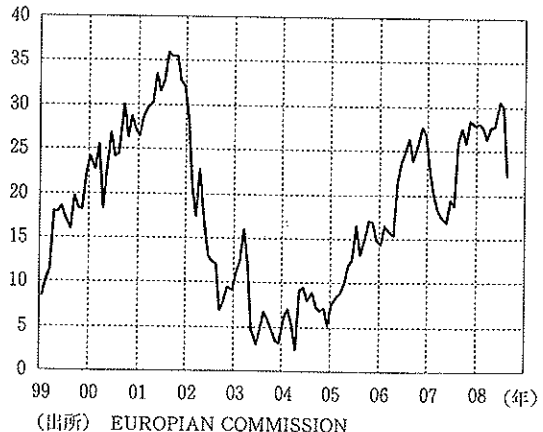
続いている」と表現されてきたマネーの伸びについては「足許では銀行貸し出しの伸びが鈍化の兆しを見せており、企業の借入需要は鈍化している」との認識が示された点についても見逃せない。しかし、理事会後の記者会見の質疑応答においてトリシェ ECB 総裁は「今年の4～6月期と7～9月期の景気の“谷”を越えた後、徐々に回復に向かうだろう」との見解を示しており、ECBは現時点では景気後退の可能性は低いと見ているようだ。

また、インフレに関しては前回の「政策が重視する中期的な視点に立つと、物価に関しては引き続き明らかに上振れリスクがあり、過去数ヵ月間増大してきた」から今回「政策が重視する中期的な視点に立つと、物価動向の見通しには上振れリスクがある」とややトーンダウンしているようにも見える。しかし、「この数四半期は賃金上昇率が加速する一方、労働生産性の伸びは鈍化しているため、単位労働コストの急騰がもたらされた」「価格や賃金の設定行動における広範な二次的影響の顕在化がインフレ圧力を著しく押し上げる可能性については、特に非常に強い懸念がある」と賃金インフレの発生について前回より強い警戒感が示された。質疑応答の場においても、トリシェ ECB 総裁が「私が前回理事会とは多少異なるメッセージを持っているとするならば、二次的影響を回避する必要性を強く求めた点である」と発言したこ

図表14 ユーロ圏時間当たり労働コスト & 労働生産性 (前年比)



図表15 ユーロ圏1年後の物価見通し



とから、ECBのタカ派スタンス継続は明らかである。

政策スタンスについては、従来通り「今後についていかなるバイアスも有していない」、「将来の動きにはコミットしない」としており、次の一手は利上げなのか利下げなのかという点について明確にはしなかった。「現行の金融政策スタンスは我々の目標達成に貢献するだろう」との表現を再び用いており、ECBは現時点では政策据え置きが最良の策と考えていると見られる。

(2) ECBの懸念するインフレの二次的影響

ユーロ圏においては、一次産品価格の上昇が二次製品への価格転嫁や賃金上昇へ波及（いわゆるコスト・プッシュ・インフレ）するリスクは米国に比べ、相対的に高い。その理由は、①失業率が低い水準で安定的に推移しており、労働需給は引き締まっている。単位時間当たりの実質賃金は上昇傾向を続けている（米国では昨年末から下落に転じている）。②ユーロ圏ではドイツの80%台後半を筆頭に企業の設備稼働率が高止まりしている。③労働組合の力が強く（労働組合参加率が米国に比べて高く、賃金交渉力も強い）インフレ期待の上昇が賃金の上昇に繋がりがやすい、などである。

③について補足しておきたい。ユーロ圏における労働組合参加率は、社会民主主義の発達を背景にイタリアやオーストリアが40%台、ドイツが20%台後半と比較的高水準な国が多い。

ドイツにおける賃金交渉において一般的に最も高い影響力を有すると言われるのが、最有力産別労組であるIGメタル（金属産業労組）である。金属・エレクトロニクス業界の妥結結果は他の業界の交渉の場合においても参考として用いられることが多く、とりわけ320万人の加入者を有するIGメタルの賃金交渉結果は重視されてきた。IGメタルの現行の賃金協約期間は10月末に終了する。同組合は、ドイツにお

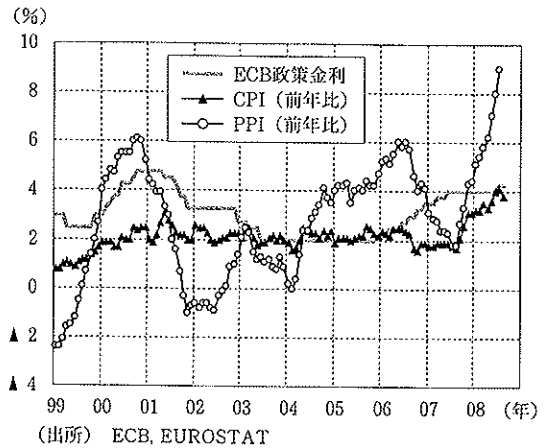
ける労働市場が良好な状態が続いていることや、未だ高水準で推移し続けている消費者物価上昇率を後ろ盾として、今回の交渉において大幅な賃上げ要求を企業側に提出した（企業側の「+2.5%」に対して、組合側は9月8日に「+7~8%」を提示。7%以上の賃上げ要求は、7.1%を要求した1992年以来。組合の幹部は今年の賃上げ率4.1%を上回る水準の獲得を目指すと言明）。しかし、インフレ率が高止まりを続ける一方で、景気は減速傾向を強めており、企業側も高水準での妥結は回避したいだろう。交渉は企業側と組合側の見解の対立により難航が予想される（11年半ばで妥結できなければ無期限ストに発展する可能性があるとの報道もあり、交渉は長期化が避けられない模様である）。

(3) ECBは今後どう動くか？

物価の番人であるECBは、物価高が賃金上昇に結びつきスパイラル的なインフレに陥る事態は何としてでも避けなければならない。FRBの政策目的が「雇用の最大化と物価の安定」の2つである（Dual Mandate）のに対して、ECBは第一義的に「物価安定」と定めており、2つの目的のリスクバランスを見ながら政策を運営する中央銀行とは一線を画している。その点について、トリシェECB総裁は「我々の羅針盤には針が一つである。我々は物価安定のリスクと経済のリスクとを比較しておらず、リスクのバランスを取ることはない。我々の羅針盤の針は常に物価安定だ。我々の主要な任務は物価安定であり、インフレ期待の抑制は常に最重要課題である。」と言及している。今回9月の声明においても示されていたが、ECBにとって中長期のインフレ期待を物価安定に整合的な水準に維持することにより、持続的成長と雇用を下支えするというのが政策運営の根本論である。すなわち、インフレ抑制は最優先課題なのであり、その課題が達成されないうちは短期的に景気を犠牲にすることも厭わないという論理なのである。これはブンデスバンクの過去

の成功体験に基づくものなのかもしれない⁽²⁾。ユーロ圏のインフレ率は、前述の通り足許高止まっており、更には「川上から川下への価格転嫁」が進みつつある状況である。早期の沈静化は見込み難いことから、ECBとしては景気減速を認識しつつも、高インフレに対してファイティングポーズを取り続けなければならない情勢である。少なくともIGメタルの賃金交渉が行われる今秋一杯は一貫して「エネルギー・食品価格上昇の賃金・価格決定行動への広範な二次的影響は回避されるべきだ」(9月声明より抜粋)とのメッセージを発し続けると見込まれる。ECBが現行の政策金利4.25%をほぼ中立水準(潜在成長率2.25%+物価参照値2.0%)と見ていることから⁽³⁾、ECBの懸念が顕在化する確度が高まった場合には、再利上げが検討される余地は残されている。しかし、その可能性はここ数ヵ月間で明らかになった経済データの悪化や国際商品市況の大幅調整に伴い、大きく低下した。ECBは来年にかけてHICPの上昇率が徐々に鈍化すると見ており、実質金利をプラスに維持する観点から政策金利を引き上げる必要性は低下する。インフレ抑制のためにタカ派的なメッセージを発しつつも、政策金利は動かさず、時間の経過とともに、HICP(前年比)がターゲットの+2%に戻る見込みが高まった時に、初めて「金利水準は適切(appropriate)」との表現を用いることになるだろう。今暫くは様子見の姿勢を続けるという見通しが現状では最も可能性が高いと思われる。EONIAスワップ金利市場では来年春頃までの利下げをほぼ完全に織り込んでいるが、労働市場が硬直的である点を勘案するとそれを断言できる状況にはない。9月理事会の翌日からECB高官が相次いでタカ派的なメッセージを発している⁽⁴⁾点からも、ECBが利下げを検討している様子は感じられない。景気後退局面入りの確度が高まり、インフレ圧力がそれに伴って急速に後退するといったような事態に陥らないかぎり、早急に緩和方向に舵を切るとは考え難い。

図表 16 ECB政策金利・CPI・PPI



おわりに

ユーロ圏経済及びECBの金融政策運営にとって、現在実はもう一つ問題がある。それはユーロ加盟国間の成長率格差拡大である。

この問題を語る上で、「PIGS」という言葉がある⁽⁵⁾。これは、ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインの地中海沿岸4ヵ国の頭文字を並べた造語で、ユーロ圏の中でもドイツやフランスなどに比べ、経済基盤が脆弱であるという共通の悩みを抱えた国々を総称したものである。市場関係者の一部で使われているらしい。新興成長国を表した「BRICs」とは大違いである。景気悪化は域内の弱い部分から広がるのが通説であるため、「PIGS」はユーロ圏景気の先行指標として注目されている。単一通貨ユーロ導入に伴い、域内諸国に様々なメリットがもたらされたことは事実だが、収斂を強めると期待されていた加盟国間の格差はむしろ拡大してしまっている。しかし、ECBは当然のことながら単一の金融政策運営を行っていかなければならないのであり、各国の固有の経済状況に応じた政策決定は不可能である。政策運営はやはり経済規模の大きいドイツやフランスが中心にならざるを得なくなっているのではないか。そのため、不協和音も度々聞かれる。そもそも従来の経済・金融理論を複雑化した現代経済に当てはめよう

とすること自体に無理があるとの指摘もある。今年で設立 10 周年を迎えた ECB だが苦境に立たされていることは否めない。

*本稿における見解は筆者個人のものであって、
筆者が所属する団体のものではない。

《注》

- (1) スペインでは納税者 1 人当たり平均 400 ユーロの所得税還付（年間総額 60 億ユーロ）が年内に実施される予定。ドイツでは低所得者向け住宅手当の増額が決定。イタリアでは今月から農林省など公的機関による携帯電話を通じた農産物の安売り情報の提供が始まった。フランスでは給与所得者向けの通勤手当制度を全国に導入する方針。
- (2) 1970 年代前半の第一次オイルショック時、ブンデスバンクは労働組合の説得を試みたが、労働組合はこれを無視し、結果として高水準の賃上げ、高インフレとなった。1970 年代後半の第二次オ

イルショック時は前回の教訓を生かして、先制的に大幅利上げを敢行した。物価安定への強い意志を示し、結果的にインフレを抑え込むことに成功したのである。

- (3) ECB は政策金利を 4.0%としていた間、度々「ECB の金融政策は引き続き緩和的（on the accommodative side）」の表現を声明で用いていたほか、ビニ・スマギ ECB 理事は 8 月 28 日に「4.25～4.50%の政策金利水準が特に引き締め気味だとは思わない」と発言している。
- (4) トリシェ ECB 総裁「インフレの上振れリスクが広がっている」「インフレはかなりの期間、高水準にとどまる」「インフレ期待は上昇傾向にある」「ECB は物価安定の達成に必要なあらゆる措置を講じる」パパデモス ECB 副総裁「幅広い二次的影響の兆候が見られる」「二次的影響の幅広い波及阻止が最重要課題」シュタルク ECB 理事「インフレは依然として懸念すべき高水準にあり、金融市場の緊張は続いている」「二次的影響の顕在化が見受けられる」
- (5) 日経ヴェリタス第 22 号（2008 年 8 月 10 日～16 日）より抜粋。

海外短報

アメリカ経済指標

雇用（8月）【9月5日（金）：労働省】

- ・8月の失業率は 6.1%と、前月から上昇した。
- ・非農業雇用者数は前月比▲84 千人減と 8 ヶ月連続の減少となった。内訳をみると、生産部門は▲57 千人減と 17 ヶ月連続の減少となった。建設業は▲8 千人減と 14 ヶ月連続の減少、製造業は▲61 千人減と 26 ヶ月連続の減少、サービス部門は▲27 千人減で 3 ヶ月連続の減少となった。教育・医療サービス業（55 千人増）、政府雇用（17 千人増）は増加基調を継続している。一方で、対事業所サービスは▲53 千人減と 4 ヶ月連続で減少した。小売業は▲20 千人減と 9 ヶ月連続で減少となった。
- ・時間当たり賃金上昇率（季節調整後）は前年比 3.6%と、前月から上昇した。また、前月比では 0.4%と前月（0.3%から上方修正）から横ばいとなっている。

小売売上高（8月）【9月12日（金）：商務省】

- ・8月の小売売上高は前月比▲0.3%減と、2 ヶ月連続で減少した。ガソリンスタンド（同▲2.5%減）、建材・園芸（同▲2.2%減）、非店舗小売（同▲2.3%減）などが減少した。
- ・変動の大きい自動車を除いたベースでは同▲0.7%減と 6 ヶ月振りに減少した。また、自動車とガソリンスタンドを除いたベースでは同▲0.4%減と、8 ヶ月振りに減少した。
- ・前年同月比では 1.6%増と、前月から伸びは減速した。内訳をみるとガソリンスタンド（同 22.5%増：寄与度 2.17%）、食品（同 6.9%増：寄与度 0.85%）などが増加した一方、自動車・同部品（同▲13.5%減：寄与度▲2.81%）、建材・園芸（同▲2.7%減：寄与度▲0.20%）などが減少した。