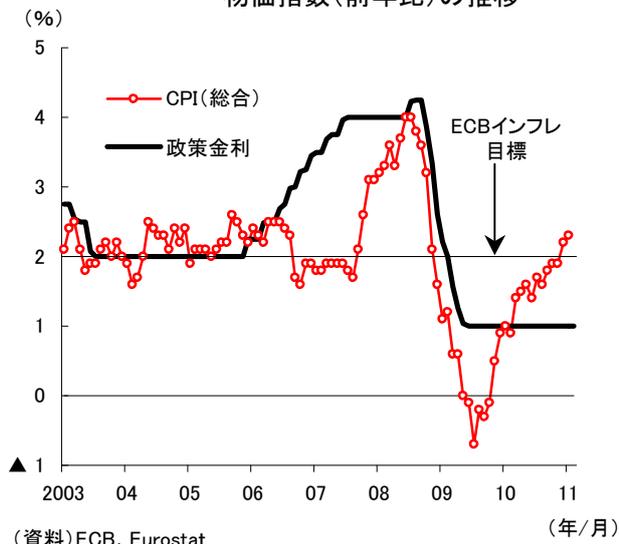


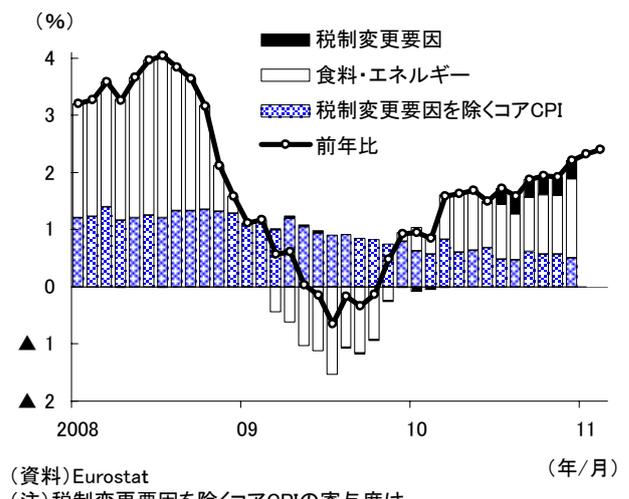
景気低迷下で利上げに向かうECB ～景気失速リスクが一段と高まる恐れ～

- (1) ユーロ圏では4月7日のECB定例理事会における利上げが濃厚に。2011年2月の消費者物価指数速報値が前年比+2.4%とECBの目標水準(同+2.0%)を上回る伸びに加速するなか、トリシェECB総裁は3月3日の定例会見で、前回利上げ局面で利上げ直前の常套句となっていた「強い警戒が正当化される」と発言、4月の利上げを強く示唆(図表1)。
- (2) 利上げ示唆の主因はインフレ期待の上昇。すなわち、ECBは、足元の食料・エネルギー価格の上昇がインフレ期待の高まりなどを通じて、さらなる物価上昇圧力の増大に繋がることを懸念(図表2・3)。国際商品市況は、2000年以降の過剰流動性の拡大、新興国需要の増勢加速、中東・北アフリカ情勢の緊迫化などを背景に上がりやすい環境(図表4)。情勢次第で5月以降、追加利上げを行う可能性も。

(図表1) ECBの政策金利とユーロ圏の消費者物価指数(前年比)の推移



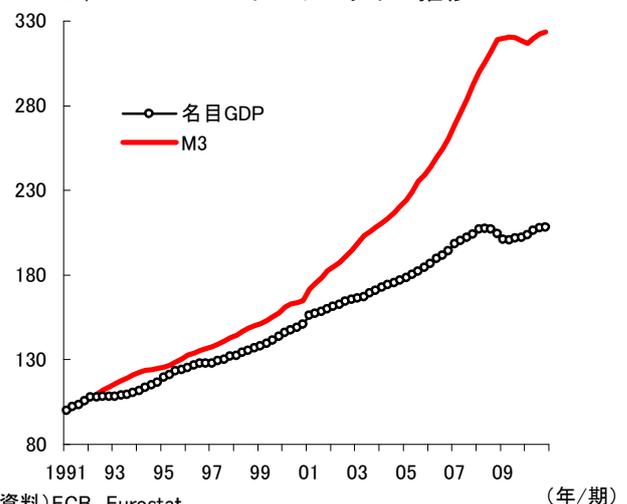
(図表2) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)の要因分解



(図表3) ユーロ圏のインフレ期待DIとCPIエネルギー(前年比)の推移

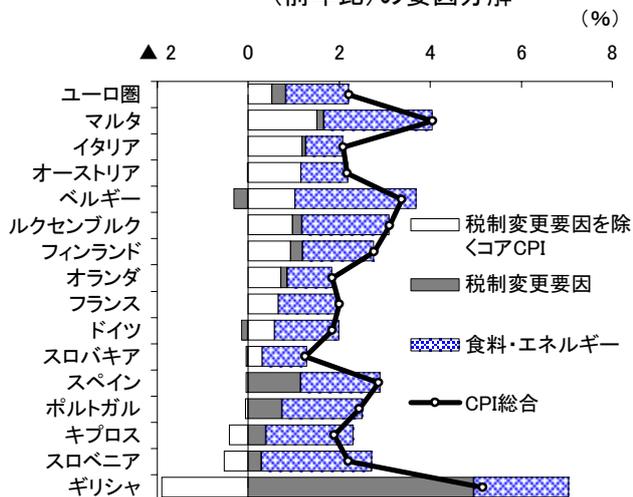


(図表4) ユーロ圏の名目GDPとマネーサプライの推移



- (3) もっとも、実体経済面は依然として低迷が続いており、現状下での利上げは、各国の緊縮財政措置やPIIGS諸国の債務問題などに伴う景気の腰折れリスクを一段と高める恐れ。ECBは、インフレ抑制と景気失速の回避の両立といった難しい舵取りを迫られる状況。
- (4) 税制変更の影響と食料・エネルギーを除いた消費者物価と賃金の動向をみると、前者は1%を下回る水準で足元鈍化傾向が続いており、ギリシャ・ポルトガルは前年比マイナスの状況(図表5)。賃金は景気低迷を背景に抑制傾向が続いており、2007~08年時のような賃金上昇率の高まりはみられず(図表6)。食料・エネルギー価格の上昇は、実質賃金の低下や企業業績の悪化を通じて内需下押しに作用する懸念大。
- (5) ちなみに、需給ギャップ、インフレギャップ(目標との実際のインフレ率との乖離率)、潜在成長率を説明変数とするモデルを作成し、適正政策金利水準を試算すると、現行の政策金利はすでに引き締め色が濃厚との結果(図表7)。

(図表5) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)の要因分解



(資料) Eurostat

- (注1) 税制変更要因を除くコアCPIの寄与度は、図表2と同様の計算式を利用。
 (注2) 要因分解の対象は、税制変更要因を除くCPIのデータが利用可能な2010年12月分とした。

(図表6) ユーロ圏の消費者物価指数と労働コストの推移(前年比)

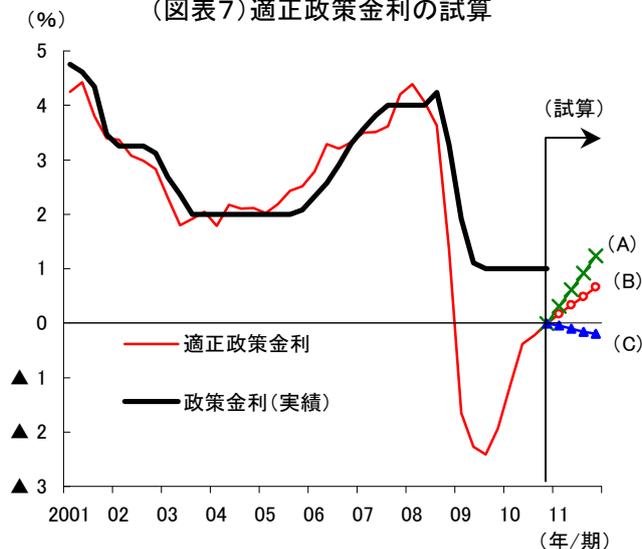


(資料) Eurostat

(年/期)

- (注) 労働コストは賃金その他、厚生・社会保険料などを含む。

(図表7) 適正政策金利の試算



(資料) ECB, Eurostat, IMFを基に日本総研作成

(注) 適正金利は以下の推計式を基に計算。

$$\text{適正金利} = 0.70(1.63) + 0.86(3.86) \times \text{潜在成長率} \\ + 0.64(10.76) \times \text{GDPギャップ} \\ + 0.57(3.71) \times \text{インフレギャップ}$$

推計期間: 2000年Q1~2008年Q3、修正R2=0.84

- * 推計式カッコ内数値はt値
- * 潜在GDPはIMF公表の年次GDPギャップを基に四半期系列を作成
- * GDPギャップ=(実質GDP-潜在GDP)÷潜在GDP×100
- * インフレギャップ=(CPI総合前年比-ECB目標(2%))

先行きの前提は、

- (A)・・・2011年末にかけてインフレ率が4%まで加速
- (B)・・・2011年末にかけてインフレ率が3%まで加速
- (C)・・・2011年末にかけてインフレ率が1.5%まで鈍化
- * 2011年Q1以降の実質GDP成長率は日本総研見通し、潜在GDP成長率は過去のトレンドを先延ばし。