

欧州 ～ドラギ総裁の決断の日が迫る～

経済調査部 主席エコノミスト 田中 理(たなか おさむ)

高まるECBの追加緩和期待

新興国の動揺や原油安による物価の下押し圧力の高まりを受け、欧州中央銀行(ECB)が近く追加緩和に動くとの観測が高まっている。ECBは10月下旬の前回理事会で、景気や物価の下振れリスクを強調したが、影響を判断するのは時期尚早として追加緩和を見送った。ドラギ総裁は一部の理事会メンバーが緩和を主張したことや、事務方スタッフに追加緩和メニューの検証作業を指示したことを明かし、次回12月3日の理事会で金融政策の緩和度合いについて再検証するとしている。

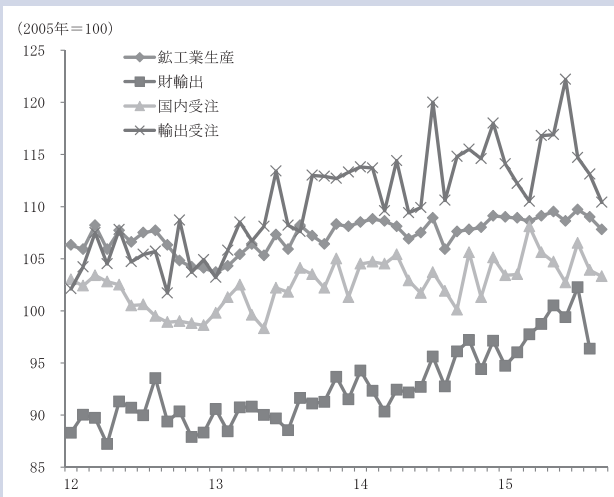
ただ、これまでのところ新興国景気や金融市場の動揺により、ユーロ圏経済に大幅なブレーキが掛かっている兆しは確認されない。南欧諸国でも債務危機時に急増した失業者が減少に転じるなど、雇用・所得環境が徐々に上向いており、内需が底堅く推移している。原油安による物価の押し下げが懸念されるが、原油の純輸入国であるユーロ圏にとって、原油価格の下落は家計や企業のコスト負担軽減につながる側面があることも見逃せない。ドイツの受注・生産・輸出指標が軒並み大幅に落ち込んでいるが、これらは夏季休暇による統計計測上の振れも影響した可能性がある。景気実態だけを考えれば、ECBが追加緩和を急ぐ理由は必ずしも大きくないようにも思える。

緩和を見送ればユーロ高進行のリスク

それでもECBが追加緩和姿勢を崩さないのは、物価の基調が弱々しく、家計や企業の間でデフレ期待が広がる恐れがあるためと考えられる。ユーロ圏の消費者物価は昨年12月にマイナス圏に転落した後、4月以降はプラス圏に浮上したものの、1年近くにわたってゼロ近傍での低空飛行を続けている。市場金利から計測した中期的な期待インフレ率は、ECBが中期的な物価安定と定義する「2%をやや下回る水準」に満たない。12月の理事会に合わせ、ECBの事務方スタッフはユーロ圏の経済・物価予想を見直す。前回9月時点の予想と比べて、足許の物価指標や原油価格が下振れしており、物価見通しの下方修正は避けられない。

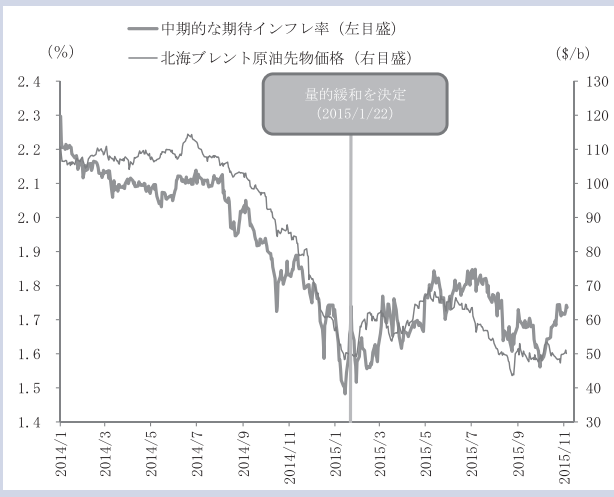
市場参加者の間にはECBに対する追加緩和期待が強く、緩和見送り時のユーロ高進行リスクに警戒が必要となる。ユーロ圏の景気回復の足取りは引き続き脆弱で、一段のユーロ高進行を食い止めなければ、新興国景気の減速と相俟って、景気の失速リスクが高まりかねない。ただ、12月3日のECB理事会の直後に米国の連邦公開市場委員会(FOMC)が控えている。ECBが緩和強化でユーロ安誘導を狙っても、米国が利上げを見送れば無駄打ちに終わる恐れもある。“後だしジャンケン”の許されないECBの苦悩が続く。

資料1 ドイツの生産・輸出・受注統計の推移



(出所)ドイツ連邦統計局資料より第一生命経済研究所が作成

資料2 ユーロ圏の期待インフレ率と原油先物価格の推移



(注)期待インフレ率は5年先5年物スワップ金利より計算
(出所)Bloombergより第一生命経済研究所が作成