

物価上昇率の回復が浮き彫りにするユーロ圏の問題点

～欧州統合の有り方が改めて問われる可能性も～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では物価上昇率に急速な回復が見られる一方で、大きな域内格差も存在している。この結果、ユーロ圏の問題点として単一金融政策の限界が浮き彫りとなり、政治リスクの上昇にも繋がりがながら、欧州統合の有り方が改めて問われることになる可能性がある。

はじめに

世界の主要な株式市場は、2016年11月の米大統領選挙以降、米国のインフラ投資拡大や大幅減税などに牽引された世界経済の成長加速への期待を背景に、堅調に推移してきた。しかし17年に入り、1月のトランプ大統領の就任を機に、市場はより慎重な動きに転じている。

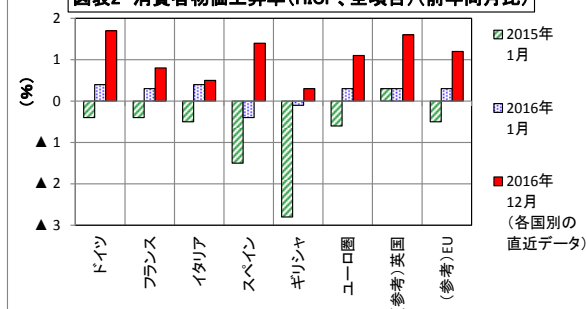
大統領への就任で、その政策が米国第一主義に基づく保護主義や排外主義、企業活動への介入を含む権威主義などを特徴とし、文化の多様性や法の支配、国際協調の尊重といった従来の米国の理念や価値観に変革を迫るものであることが改めて確認された。今や現実の政策に直面する市場は、単なる期待感の世界から一転し、同大統領の発言ひとつにも振り回される立場に立たされている。

これに加え、ユーロ圏は17年に入り、もう一つの重要な変化を経験することになった。それは、消費者物価指数(HICP)の急速な回復である。1月発表の16年12月の値は前年同月比1.1%上昇となり、また17年1月の速報値も同1.8%の上昇である(図表1)。回復の主因はエネルギー価格の持ち直しであり経済成長の基調は未だ万全とは言えないものの、「2%を下回るがこれに近い水準」を維持する

図表1 ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)(前年同月比)

	(単位: %)					
	2016年 8月	9月	10月	11月	12月	2017年 1月
全項目①	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8
うち 食品、酒、タバコのみ②	1.3	0.7	0.4	0.7	1.2	1.7
うち サービスのみ③	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.2
うち 工業製品のみ④	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
うち エネルギーのみ⑤	▲5.6	▲3.0	▲0.9	▲1.1	2.6	8.1
①から⑤を除く	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0	1.1
①から②、⑤を除く(「コア」)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9

図表2 消費者物価上昇率(HICP、全項目)(前年同月比)



(資料) 図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成とする欧州中央銀行(ECB)の政策目標に近づきつつあることは確かである。

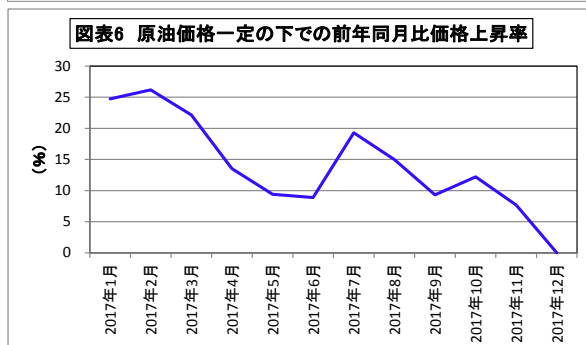
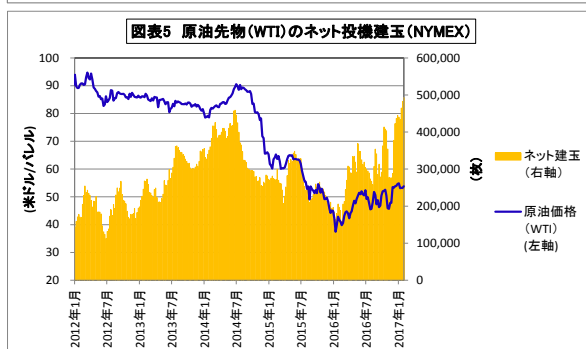
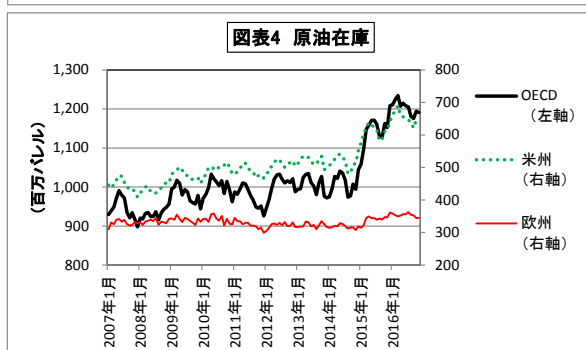
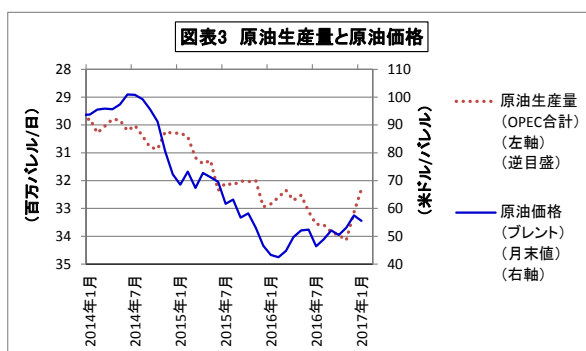
これを受け、インフレ加速や、国民や銀行の負担増を懸念するドイツの当局者からは、異例な金融緩和の出口に言及する発言が出始めている(注1)。しかし、その一方で、物価上昇率には各国間で大きな格差が存在している点も事実である(図表2)。このような下では、単一金融政策の限界が浮き彫りとなり、欧州統合の意義が問い直されることになる可能性に注意が必要と考えられる。

原油価格上昇に伴う物価上昇圧力

この点に関しては、まず、エネルギー価格持ち直しの主因である原油価格の今後の推移が、重要な意味を持っている。石油輸出機構（OPEC）は16年11月の総会での原油減産の合意に続き、12月にはロシアなどの OPEC 非加盟国とも減産の合意に至った。その後の減産の進捗を受け、原油価格は50米ドル/バレル台半ばにまで回復しているが、これは1年前に比べ約25%高い水準である（図表3）。

この原油価格の上昇がエネルギー価格に反映することで、当面のところHICPの回復基調が見込まれている。しかし一方で、原油在庫は高い水準に留まり、また市場では投機筋の先物のロングポジションも大幅に拡大している（図表4、5）。さらに、米国における原油掘削リグ数は増加傾向にあるほか、原油価格の抑制要因となるドル高傾向も予想される（注2）。このため、原油価格が今後も上値を追い続ける展開は考えづらく、現行水準近辺でのみ合いが継続する可能性が大きいものとみられる。さらに、国産エネルギー資源の開発に積極的なトランプ新大統領の下では、米国での生産量増加で、より中期的にも原油価格の上昇が抑制される可能性が大きくなっている（注3）。

図表6は、上記の推論を受け、仮に原油価格が16年末の水準で横ばい推移すると仮定した場合の、その前年比上昇率の変化である。この上昇率の低下に応じてエネルギー価格の上昇率も徐々に低下に転じ、物価上昇に及ぼすその寄与はいずれ一巡することが見込まれる。これからすれば、原油価格上昇に伴う物価押し上げ圧力が今後、長期にわたり継続することは考え難いということになる。



（資料）図表3～6は、Bloombergのデータから農中総研作成

これは、物価上昇率の回復は一時的なものであり、域内格差の存在が問題を拡大する可能性も小さいことを意味している。ところが、ユーロ圏では他にも物価上昇に繋がる要因が存在しており、これに目を向ける必要がありそうである。

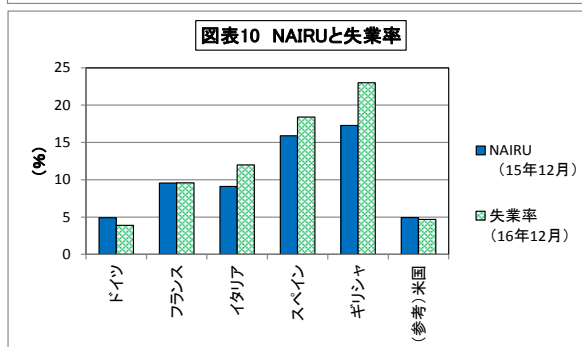
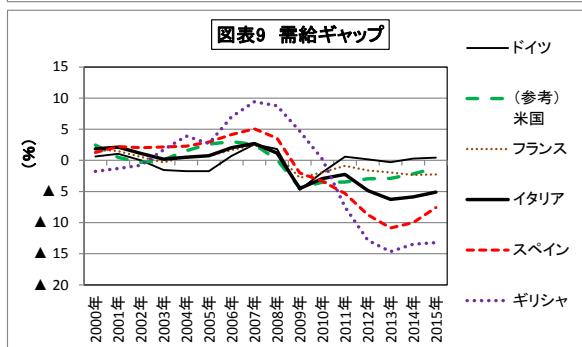
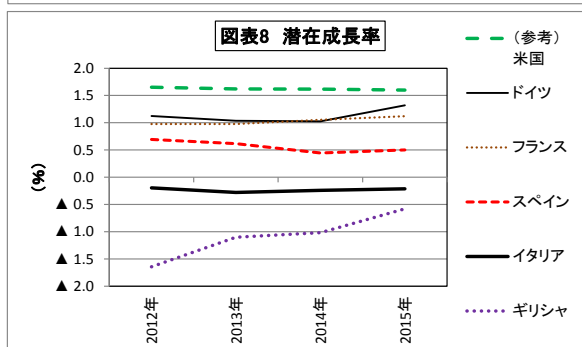
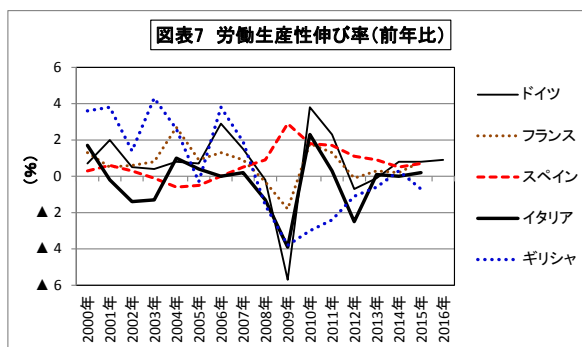
需給ギャップ縮小に伴う物価上昇圧力

14年に実質GDPの年間成長率がプラス圏に回復したユーロ圏では、その後も安定的な成長を遂げてきている。原油価格の上昇以外にも、こうした比較的堅調な経済成長の継続により生じる物価上昇圧力を考慮に入れる必要があるとみられる。

ユーロ圏では、構造改革の遅れなどにより金融・財政危機後の企業収益の改善は鈍く投資も停滞しがちである。これらの結果、労働生産性は改善せず、潜在成長率は低位で横ばいの状態が続いている（図表7、8）。しかしその一方で、これまでの原油価格の下落による購買力の拡大やECBによる異例な金融緩和などに支えられ、ユーロ圏の年間の経済成長率は1%台半ばを維持している。

確かにこれは過去の実績から見れば緩慢な成長ではあるが、ユーロ圏全体としてもその潜在成長率が1%弱と推定される下では、これを上回る相応に高い水準である。現実には、各国で需給ギャップが改善するとともに、なかでもドイツやフランスなどでは失業率が既にインフレ非加速的失業率（NAIRU）に近い水準にまで低下してきている（図表9、10）。この結果、これらの国々では、限られた景気刺激策によっても、景気浮揚効果は限定的である一方で、物価上昇圧力ばかりが強まる可能性が大きくなっている。

このため、異例な金融緩和の出口までには時間を要するなか、原油価格上昇に伴う圧力が一巡した後にも、ドイツなどでは物価上昇が継続する可能性が考えられる。また、原油価格の回復を受けたエネルギー関連の投資拡大が呼び水となり、産業界で広く投資が増加することも見込まれるが、この場合にもドイツなどで特



（資料）図表7、および図表10の失業率はEurostatの、図表8～9、および図表10のNAIRUはOECDの、各データから農中総研作成

（注）図表10の時点の相違は、データの制約によるもの。

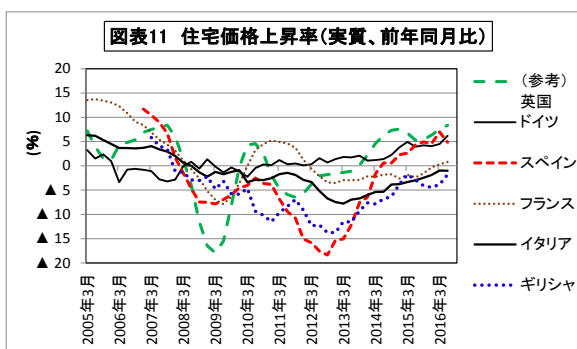
に物価上昇が加速する可能性がある。こうして域内格差が拡大する環境下では単一金融政策は適切に機能せず、これが政治リスクの上昇にも繋がりながら、統合の有り方が改めて問われる可能性がある。

おわりに

折から主要な選挙が相次ぐ欧州では、経済情勢が停滞する国々と過熱懸念のある国々で、ともに国民の不満により政治リスクが高まる可能性をはらんでいる。また、ドイツなどの後者の国々では、インフレ加速など以外にも、例えば資産バブルの発生も懸念される。住宅価格の上昇率ではドイツで上昇のテンポが速まる気配が認められるほか、個別にはフランクフルトなどの主要都市での大幅な上昇が報道されてもいる（図表 11）^(注 4)。

こうした動きがあるなか、2 月のマルタにおける欧州連合 (EU) 首脳会議では、メルケル独首相が欧州の「マルチ・スピード」の統合推進に言及した^(注 5)。これは、全ての国々が一律に参加する形ではない統合の進め方について、今後 10 年内外を目途に議論を進めることを想定した発言のようであるが、経済情勢の域内格差拡大による政策の行き詰まりで、今後、この議論が急速に活発化する可能性もある。

このように、EU やユーロ圏の将来を巡っては、不透明感が強まっている。しかしその要因は、この物価上昇率の回復が浮き彫りにするユーロ圏の問題点ばかりではない。他にも、英国の EU 離脱の選択、ギリシャ支援協議の行き詰まり、ハンガリーやポーランドでの強権的な政治運営、イタリアなどでの銀行不安などが、一時期に重なって生じている。また、トランプ米大統領の就任が広く国際関係を不透明化させてもいる。同大統領はメルケル首相の難民政策を悲慘な誤りとし、英国の EU 離脱を称賛するとともに他の国も追随するだろうなどとする発言を行った経緯があるが、その言動が今後も欧州情勢を攪乱させる要因になりかねない^(注 6)。



(資料) BIS のデータから農中総研作成

17 年は欧州統合の上で画期となったローマ条約の調印から 60 周年に当たる年である。調印日であった 3 月 25 日には、ローマでこれを記念する特別の EU 首脳会議も予定されている。しかし、この象徴的な年に ECB は難しい政策判断を迫られ、EU が欧州統合の有り方について改めて問われることになる可能性が否定できず、注意が必要である。

(17. 2. 20 現在)

(注 1) 例えば、1 月 24 日、ラウテンシュレーガー ECB 理事 (前ドイツ連銀副総裁) が講演で、政策当局者は金融緩和策の出口に向けた議論の開始に備えるべきであるとの認識を示したのに続き、1 月 26 日にはバイマン同理事 (現ドイツ連銀総裁) が、今後も物価上昇率回復の趨勢が継続するならば金融緩和策の出口に必要な要件が整うことになる、と発言した。

(注 2) 米国の原油掘削リグ数は、Baker Hughes 社の次のデータによる。

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-reports&other>

(注 3) トランプ大統領の下で、連邦政府保有地でのエネルギー生産の規制撤廃、深海原油掘削の許可、シェール開発に伴う水質汚染などの環境規制の緩和、などが見込まれている。

(注 4) 例えば、次による。ドイツでは借入金利の低下による持ち家比率の上昇や、低預金金利に悩む個人の不動産投資の増加などが、特に主要都市において住宅価格押し上げ要因になっているとしている。

・ Financial Times (17 January 2017) “Germans’ switch to home ownership fuels bubble fears”

(注 5) 例えば、次による。

・ The Sunday Times (February 5, 2017) “EU back-pedals on ever closer union”

(注 6) 例えば、次による。

・ Bloomberg (2017 年 1 月 16 日) 「トランプ氏: NATO は時代遅れ、EU 離脱続くと予想—ビルト紙」