

利上げを再開したECB

発表日：2011年4月8日(金)

～ECBの思考方式：インフレの影に怯えているだけなのか？～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ ECBは7日の政策理事会で約3年振りとなる利上げに踏み切った。「今回の利上げが一連の利上げの第一歩と決めた訳ではない」とするトリシェ総裁だが、「中期的な物価安定をもたらすために必要な措置を採り続ける」と発言。声明文での景気・物価判断も利上げ再開を決めた前回会合時から基本的に変わっておらず、追加利上げを排除しない意向。これは、今後も四半期に1回程度のペースで0.25%刻みの利上げが継続するとの当社見通しと整合的。
- ◇ 財政危機の火種が燻り、周辺国景気の低迷が続くなかでの利上げ再開には異論もある。だが、域内の経済プレゼンスが小さいギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3ヶ国の状況ばかりでなく、好景気の続くドイツや他国の動向にも目配せが必要。財政危機への対応は、国債購入措置や銀行への潤沢な流動性供給を通じて側面支援を継続する構え。
- ◇ エネルギー価格の高騰やVAT税率の引き上げなど、ECBのコントロールできない外生的な要因による物価上振れに対し、利上げで対応するのは誤った処方箋との見方も一部にある。だが、欧州諸国の中には賃金の物価スライド制を採用する国も多く、エネルギー価格上昇によるヘッドライン物価の上振れであっても、賃金上昇を通じてより広範な物価上昇につながるリスクが他の先進諸国に比べて高い。したがって、周辺国景気を多少犠牲にしたとしても、物価上昇の芽を事前に食い止めることがECBにとってより優先順位の高い政策目標となる。

■ 約3年振りとなる利上げ再開、追加利上げの可能性も排除せず

事前に広く予想されていた通り、ECBは7日の政策理事会で政策金利を1.0%から1.25%に引き上げた。日米英の主要先進国の中央銀行に先駆けて、2年9ヶ月振りとなる利上げを実施した。0.25%の政策金利の引き上げは理事会メンバーの全会一致で決定。前回2005-07年の利上げ時と同様に、次回会合での利上げのシグナルとされる「強い警戒 (Strong vigilance)」という言葉が声明文から除外され、「注意深く見守る (monitor very closely)」という文言に変更された。これは、①利上げは0.25%刻み、②利上げ後は一旦様子見に転じ、連続利上げはしない、③次の利上げを行なう前には「強い警戒」という文言で事前予告をする方針を踏襲したものと考えられる。会合後の記者会見で追加利上げの可能性について尋ねられたトリシェ総裁は、「今回の利上げが一連の利上げの第一歩と決めた訳ではない」と発言したうえで、「過去と同様に将来においても、我々は中期的な物価安定をもたらすために必要な措置を採り続ける」と付け加えた。声明文での景気・物価判断は利上げ再開を決めた前回会合時から基本的に変わっておらず、追加利上げを排除しない意向であることが示された。「中期的な物価の先行きには上振れリスクがある」、

「金融環境は依然として緩和的である」など、今回の利上げ後も先行きの物価上振れへの警戒姿勢を崩していない。こうした一連の発言や声明文のトーンは、今後も四半期に1回程度のペースで0.25%刻みの利上げが継続するとの当社見通しと整合的であろう。政策金利は年末に1.75%、来年央に2.0%に引き上げられるとの見方を維持する。

■ 財政危機や周辺国景気への悪影響が懸念されるが…

政策理事会の前日にポルトガルが救済要請を決断するなど、財政危機の火種が燻り、周辺国景気の低迷が続くなかでの利上げ再開には異論もある。この点について問われたトリシェ総裁は、「我々はポルトガル政府に支援要請を決断するように促した」、「我々の政策判断はユーロ圏全体の中期的な物価安定という政策目標に基づくもの」、「物価の安定は成長持続や雇用創出を通じて、ユーロ圏内の全ての国に恩恵をもたらす」、「インフレは価格競争力の低下につながり、とりわけ問題を抱える周辺国にとって悪影響が大きい」などの原則論で答えた。確かにポリシーミックスという観点からは、財政緊縮、金融引き締め、通貨高の三重苦に直面する周辺国景気への影響は避けられない。ただ、問題を抱えるギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3ヶ国では長期債利回りが10%前後に達しており、0.25%の利上げに伴う金融環境の変化はあくまで限界的なものであることも事実。また、景気サイクルが必ずしも一致していない17ヶ国の金融政策を1つの政策金利で束ねるECBにとってみれば、域内の経済プレゼンスが小さい3ヶ国の状況ばかりでなく、好景気の続くドイツや他国の動向にも目配せが必要。財政危機への対応は、EU全体での財政ガバナンスの強化や各国政府による財政再建への取り組み強化が主導的な役割を担い、ECBとしては証券市場プログラムを通じた国債購入措置や固定金利・全額方式での銀行への流動性供給などで側面支援を継続する構えなのであろう。

足許のユーロ圏全体の消費者物価は前年比+2.6%と、ECBの中期的な物価安定目標である「2%をやや下回る水準」を上回って推移している。だが、物価上振れの多くはECBがコントロールできないエネルギー価格の上昇に起因し、また一部は財政健全化の一環でVAT税率を引き上げたことを反映したものである。こうした外生的な要因による物価上振れに対し、利上げで対応するのは誤った処方箋との見方も一部にある。ただ、欧州諸国の中には賃金の物価スライド制を採用する国も多く、エネルギー価格上昇によるヘッドライン物価の上振れが賃金上昇を通じてより広範な物価上昇につながるリスクが他の先進諸国に比べて高い。ECBが物価の二次的波及に神経質にならざるを得ないのは、そこに理由がある。したがって、周辺国景気を多少犠牲にしたとしても、物価上昇の芽を事前に食い止めることがECBにとってより優先順位の高い政策目標となる。幸い域内で最大の経済規模を誇るドイツ経済は、失業率が20年来の水準に改善し、企業マインドが東西ドイツ統一後の最高水準を更新し続けるなど、好調を続けている。内需回復を伴う今回のドイツ景気の回復は他国にもプラス影響が見込まれ、ユーロ圏全体でみれば小幅の政策金利の引き上げが、景気を大きく失速させることはないだろう。

以上