

ECB、BOEともに様子見を継続

発表日：2011年5月6日（金）

～利上げ時期を模索中～

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4月の政策理事会で約3年振りとなる利上げに踏み切った後、5月会合では政策金利を据え置くとともに、「強い警戒」という文言を用いることを避け、次回6月会合での追加利上げの可能性を示唆しなかった。声明文での景気・物価判断は、細かい表現を除けば前回会合時から不変。記者会見でのトリシェ総裁の発言からも、早期の追加利上げの可能性を示唆する言葉は聞かれなかった。FRBの早期利上げ観測が遠退いたこともあり、追加利上げによる一段のユーロ高進行を避けることも、次回会合での追加利上げを見送った一因と考えられる。
- ◇ 但し、コア消費者物価の上昇率がやや加速、一部の国で労働需給の逼迫度合いが一段と強まるなど、先行きのインフレ圧力は高まる方向にある。次回6月9日の政策理事会で公表されるECBスタッフの景気見通しでは、経済成長率・インフレ率ともに上方修正されることが濃厚。景気・物価見通しの引き上げに呼応して、次回6月会合では再び「強い警戒」という文言を用い、7月の追加利上げへの地ならしを始める展開を予想する。
- ◇ BOEは5日の金融政策委員会で政策金利の据え置きを継続。インフレ率が政策目標を上回って高止まりしているものの、景気回復の足取りは弱く、容易に利上げに踏み切れない状況が続いている。主流派の様子見姿勢を大きく転換するだけの材料が8月会合までに確認されるかは不透明となりつつあり、景気回復の足腰の強さを見極めつつ、利上げ時期を模索することになるだろう。BOEの景気・物価に対する現状判断を確認するうえで、まずは11日の物価レポートに注目したい。

■ 「強い警戒」という文言は用いられず、6月のECB政策理事会での利上げの可能性は無くなった

4月7日に2年9ヶ月振りの利上げに踏み切ったECBは、次回会合での金利の据え置きを示唆する「注意深く見守る（monitor very closely）」という文言からも広く予想されていた通り、翌5月5日の政策理事会では政策金利を1.25%に据え置いた。据え置き決定は全会一致。今回の注目点は、ECBが次回6月9日の政策理事会での追加利上げの実施を意味する「強い警戒（Strong vigilance）」という文言を用いるかどうかであった。足許のインフレ率の一段の加速を受け、早期の追加利上げを予想する見方も一部にあったが、前回同様に「注意深く見守る」という表現が用いられ、次回会合での利上げの可能性は事実上無くなった。

声明文での景気・物価判断は、細かい表現を除けば前回会合時から不変。記者会見でのトリシェ総裁の発言からも、早期の追加利上げの可能性を示唆する言葉は聞かれなかった。4月会合以降も複数のECB高官が追加利上げの可能性を示唆しており、今回の声明文でも「前回会合以降に明らかとなった情報は、

極めて緩和的な金融政策スタンスを調整することが正当であるとの我々の判断を裏付けるもの」と述べ、利上げ再開後も追加利上げのタイミングを窺っている様子に変化はない。但し、声明文・記者会見ともに全般に様子見色の強い内容で、追加利上げの時期について新たなヒントを得ることは出来なかった。

会合後の記者会見では「前回会合時と比べて、インフレ圧力への警戒トーンが薄れている印象だが、二次的影響などのリスクについて今回の会合ではどういった話し合いが行なわれたのか」との質問に対して、トリシェ総裁は「我々のインフレに対する判断は前回会合時から一切変わっていないことは声明文の文言からも明らか」と答え、声明文の該当箇所を実際に復唱してみせた。

確かに、「中期的な物価見通しには上振れのリスクがある」、「（エネルギーや商品価格の上昇に起因する）消費者物価の上昇が、価格・賃金決定時の二次的効果を通じて、物価全般の上昇圧力につながらないようにすることが極めて重要である」、「インフレ期待はECBの中期的な物価安定目標に即した水準にとどめておかなければならない」などの下りは、前回会合時から不変。但し、足許の物価上昇率の一段の加速について踏み込んだ判断を避け、記者会見のやり取りの中でもインフレへの警戒トーンを強調する様子は窺えなかった。

声明文で新たに加わったのは、①インフレ率は今後も2%を明確に上回る水準で高止まりする可能性が高い、②新たな情報を評価し、金融政策スタンスの更なる調整を判断・決定する際の我々の行動指針は、中期的な物価安定を維持することである、の2文。こうした文言は、足許のインフレ率の一段の加速にもかかわらず、様子見姿勢を維持したことを正当化する狙いがあるものと思われる。すなわち、足許のインフレ率の一段の加速や次回会合までの様子見スタンスの継続も、中期的な物価安定を阻害するものではないとECBは考えている訳だ。さらに、ギリシャの債務再編観測やポルトガルの救済など財政危機の火種、ECBの流動性供給オペに資金調達を依存した銀行問題の火種を抱えていることが、追加利上げに及び腰となった理由と市場で受け止められることを牽制する狙いもある。

ECBにとって気懸かりな材料は、エネルギーや食料品価格などを除いたコア消費者物価が3・4月にかけ、上昇率がやや加速傾向にあることだろう。また、失業者数が19年振りに300万人割れを記録したドイツなど、労働需給に逼迫感が出てきた国もあり、一部で賃上げ圧力がやや高まりつつある。さらに、労働需給がそれほど逼迫していない場合でも、賃金の物価連動制を採用する国では、エネルギー要因による表面物価の上昇が賃上げ圧力につながりやすいというジレンマを抱えている。

こうした点を考慮すれば、ECBがこのまま様子見姿勢を続ける可能性は低く、やはり何れかの段階で追加利上げに踏み切ることが予想される。前回2005-07年の利上げ局面と比較してマクロ環境上の切迫度が低いため、四半期に1回程度のペースで利上げが行なわれると筆者は考えており、年内は夏頃、冬場に各々0.25%の追加利上げに踏み切ると予想する。次回6月9日の政策理事会で公表されるECBスタッフの景気見通しでは、経済成長率・インフレ率ともに上方修正されることが濃厚。こうした景気・物価見通しの引き上げに呼応して、次回6月会合では再び「強い警戒」という文言を用い、7月の追加利上げへの地ならしを始める展開をメインシナリオとして考えている。

なお、会合後の記者会見では、上で述べた以外に、ギリシャの債務再編の可能性、債務再編時のECBの資産焦げ付きリスク、ポルトガルやアイルランドの支援パッケージが十分であるか、声明文で言及した財政再建策が遅れているとされる国の名前、ポルトガル支援策の発動にフィンランド議会の承認が得られない場合、流動性供給策の見直しの可能性、ポルトガルの銀行に対する新たな流動性供給スキームの可能性、ECBに過度に依存した銀行への是正措置、ポルトガル国債に対する適格担保基準の緩和の可能性、ECBの国債購入策の資金吸収オペが完全に不胎化できない点、為替レートなどについて質問が出た。

ギリシャの債務再編の可能性については「選択肢にない」と完全否定を繰り返したうえで、財政再建の

取り組みが遅れている国を名指しすることを避け、「どの国も既存の財政再建策を忠実に実行することが重要である」と言及。ポルトガルの救済策については、「プログラムは必要な措置を盛り込んでいるが、新たに発足する政権が改革を実行することが不可欠」とした。流動性供給策や過剰依存銀行問題については「新たなスキームはない。今回の会合では検討しなかった」とし、適格担保基準についてはコメントを避けた。

また、普段は為替レートについて言及を避けるが、「為替レートは金融政策を判断する際の一変数に過ぎない」としたうえで、「ガイトナー米財務長官やバーナンキFRB議長による強いドルが米国の国益であるとの発言を支持する」と述べた。先の米FOMCやその後の弱めの米景気指標を受けて、FRBの早期利上げの可能性が遠退いたことで、足許ではユーロ高基調が進展。これは原油を始めとした輸入物価の上昇を抑制する要因となるが、輸出主導の景気回復にとって逆風となる。追加利上げによる一段のユーロ高進行を避けることも、次回会合での追加利上げを見送った一因と考えられる。さらに、円高進行については、「日銀とは常に緊密な連絡を取り合っている」としたうえで、「現時点で公表することは何もない」と発言した。

■ 景気回復の足取りは弱く、BOEは容易に利上げに踏み切れない状況が続いている

同日行なわれた英イングランド銀行の金融政策委員会では、事前予想通りに政策金利が据え置かれた。前回4月6・7日の会合では、センタンス、ウィール、デールの3委員が利上げを主張した一方、キング総裁を含む6人の政策委員が金利の据え置きを主張した。今回の会合での議論の詳細や景気・物価判断は、11日に発表される物価レポート、18日に発表される議事録の結果を待たなければならない。だが、4月会合以降に発表された景気指標は、①1-3月期の実質GDP成長率が天候要因による昨年10-12月期の落ち込みからのリバウンドが限定的であったこと、②4月のGfK消費者信頼感が2009年3月以来の水準に悪化するなど、家計マインドの冷え込みが続いていること、③4月の製造業・建設業・サービス業PMI指数が揃って悪化し、業況回復のモメンタムにも翳りが見られるなど、景気回復の足取りの弱さを示唆するものが大半であった。こうした弱めの経済指標や政策委員の発言から判断する限り、今回の会合で新たに利上げ派に同調した政策委員はいなかった模様。今回の会合を最後に、利上げ派の急先鋒であるセンタンス委員が辞任するため、利上げ派の勢いは殺がれることになる。主流派の様子見姿勢を大きく転換するだけの材料が8月会合までに確認されるかは一段と不透明となりつつあり、政府の財政緊縮策が景気に与える影響や家計マインドの冷え込みの行方など、景気回復の足腰の強さを見極めつつ、利上げ時期を模索する展開が続くことになろう。BOEの景気・物価に対する現状判断を確認するうえで、まずは11日の物価レポートに注目したい。

以上