



テーマ：ECB政策決定理事会（3月3日） 発表日：2005年3月3日（木）

～ 経済成長率と物価上昇率の予想を下方修正 ～

(No. EW - 11)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 山下 顕(5221-4523)

3月3日の政策決定理事会でECBは政策金利の据え置きを決定した（レポ・レート 2.00%、限界貸出ファシリティ 3.00%、預金ファシリティ 1.00%）。今理事会では利下げは議題に上らず、メンバーの全会一致金利据え置きを決定した模様。

政策金利の据え置きは市場予想通り。今回の声明文からは、ECBが必死になって利上げ寄りのスタンスを維持しようとしていることが読み取れる。ECBが政策金利を変更する際に判断材料となる経済成長とインフレが、今回共に下方修正されたことをうけ、利上げが遠退くと捉えられるのを回避したいとの思惑が声明文に滲み出ている。「政策金利は歴史的低水準にある」という文言を、政策判断を説明するために特に強調すべき点を記述する声明文の第一段落に入れていることがその現われと言えよう。「いずれは金利を上げないといけないと皆が分かっているはずだ」という主旨の発言もあり、必死さが伝わってくる。

景気についてECBは足元の経済指標を踏まえて、「一進一退を続けながらも基本的には緩やかな成長が続いている」と判断している。ネガティブな材料としてはユーロ圏製造業PMI（2月）が前月から変化がなく、足元でユーロ高への反転や原油価格の再高騰といった外的要因の影響もあり、企業の景況感が足踏み状態にあることが挙げられる。ECBは昨年後半の低成長が一時的であったとの見解を示す一方、2005年のユーロ圏経済成長率を前年比+1.6%程度（中央値）と、前回見通し（12月：同+1.9%）から下方修正している。なお、予測の前提（2005年）として為替は1ユーロ=1.30ドル、原油価格（WTI先物価格）は1バレル=44.7ドルを仮定しているようだ。ただ先行きについては、世界景気が堅調に推移し、ユーロ圏の輸出はその恩恵を受けられる、投資が歴史的な低金利によってもたらされた非常に良好な金融環境によって支えられる、

消費も可処分所得の増加に伴って拡大する、と見ていることから、予測数値の下方修正とは裏腹に楽観姿勢を崩してはいない。

ECB景気見通し

(%)

		05年	06年
HICP	3月見通し(今回)	1.6-2.2	1.0-2.2
	12月見通し(前回)	1.5-2.5	1.0-2.2
GDP	3月見通し(今回)	1.2-2.0	1.6-2.6
	12月見通し(前回)	1.4-2.4	1.7-2.7

物価については従来どおり、ECBの中期的な物価安定見通しに変化がない。これに加えて3月の声明文では足元のインフレ動向の落ち着きについて触れており、インフレに対する見方が少し落ち着いた。賃金上昇率が緩やかなものにとどまっており、

内生的なインフレ圧力は高まってきていないという判断を下している。物価上昇率の見通しは、2005年が前年比+1.9%程度（中央値）と、前回見通し（12月：同+2.0%）から小幅下方修正されている。予測の上限値が下がってきているのが特徴的であり、2004年後半の原油価格高騰の影響がいったん収束したという見方が増えたことが要因として挙げられよう。物価の安定を示す記述が増えているが、中期的に上振れリスクがあるとの見解は引き続き示している。過去の物価上昇が経済に与える二次的波及や間接税・公共価格の動向について注意深く見守る必要があると主張している。

マネーサプライについては、驚くことに全く記述に変更がなかった。1月のユーロ圏M3伸び率が前年比+6.6%と12月（同+6.4%）から伸びが高まっており、ECBが利上げの必要性を説くに格好の材料であるはずだが、特に指摘のトーンを強めるには至らなかった。ECBは2月の声明文同様に「インフレなき成長に必要な範囲以上の過剰流動性が存在している」ことが背景にあると

指摘し、中期的な物価上昇に繋がるリスクとして注意が必要であると主張している。

上述のように、目先の利上げの可能性はかなり低くなったとは言え、歴史的な低金利から早く脱したいというECBのスタンスに大きな変更はない。今後金融政策が転換（利上げ）するためのポイントは、景気面でのネガティブな材料がどれだけ払拭されてくるかにかかっていると見える。その意味では、2005年半ば頃にはグローバルな景気回復がより鮮明なることをうけて、ユーロ圏経済では輸出を主導に景気が再加速する局面が訪れ、利上げが本格的に検討される段階に入る可能性がある。ただし、ユーロ圏の雇用環境が明確に改善の途に着くまでは、その時点から更に時間を要すると考えられる。ユーロ圏経済が本格回復に至ると予想される来年初まではECBが利上げに転じることは見込みにくいと言えよう。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	3月3日	2月3日
金融政策	変更なし。域内で潜在的なインフレ圧力が増してきているという顕著な証拠は見当たらない。政策金利は歴史的に低水準にあり、景気回復に多大なる貢献をしている。	変更なし。短期のインフレ見通しは原油価格の変動に伴う不確定要因が残っているものの、中期的見通しは物価安定に沿って推移している。
景気判断	昨年下半年の低成長にがっかりさせられた。ただ、成長の弱まりが一時的だったと判断する理由はいくつかある。国外要因では、世界経済の力強い拡大が続いており、輸出の支えとなっている。国内要因では、投資が非常に良好な金融環境や堅調な企業業績から恩恵を受け続けると想定される。	経済活動に関する最近のデータは、ユーロ圏経済が新年に入ってから2004年第4四半期まで進行中の安定成長と広く変わりのない状況を示している。
景気見通し	ユーロ圏経済成長率を2005年は前年比+1.6%程度(中央値、以下同様)、2006年は同+2.1%程度と予想する。前回見通し(12月)から小幅下方修正しているが、これは2004年第4四半期が弱かったことをうけたものであり、従前からの緩やかな回復シナリオに変更が生じたわけではない。	経済成長がピックアップし、自律的な回復基調に乗る条件はそろっている。世界景気が堅調に推移し、輸出企業は引き続き恩恵を受けることとなる。内需でも投資が良好な世界経済・金融環境や効率性・収益性向上により支えられよう。消費も実質可処分所得の増加に伴って拡大しよう。
見通しに対するリスク	高水準かつ変動が激しい原油価格や根強く残る世界的な不均衡が景気にとって下振れリスクになる。また、急激な為替相場の変動は経済にとって好ましいものではない。	高水準かつ変動が激しい原油価格や根強く残る世界的な不均衡が景気にとって下振れリスクになる。また、急激な為替相場の変動は経済にとって好ましいものではない。
物価判断	1月の消費者物価は前年比+1.9%と、12月の同+2.4%から明確に伸びが鈍化した。これは昨年引き上げられた間接税と公共価格のベース効果が剥落したことによる影響が大きい。2月の消費者物価(速報値)でも同+2.0%となっており、物価の安定は続いている。	1月の消費者物価はまだ公表されていないが、12月の前年比+2.4%からは伸びが鈍化したと判断できる兆しがある。この先数ヶ月は原油価格の上昇などをうけて、物価上昇率が不安定になる状況が続くそう。
物価見通し	賃金上昇率は引き続き緩やかなものにとどまっており、域内から潜在的なインフレ圧力が増してきているという事実はない。今後数ヶ月、インフレ率は2%前後で推移しそうだ。ただし、中期的な物価見通しの観点からは、上振れリスクを考慮する必要がある。原油価格の動向や過去の価格上昇が導く可能性がある賃金や価格設定を通じた経済への二次的な影響について引き続き注視する必要がある。加えて間接税や公共価格の動向が上振れ要因となる可能性もある。	追加的なショックがなければ、消費者物価は2005年中に前年比+2%を下回るだろう。域内での潜在的なインフレ圧力が増してきているという事実はない。景気の拡大が緩やかなことと雇用環境の改善が芳しくないことが背景にある。ただし、中期的な物価見通しの観点からは、上振れリスクを考慮する必要がある。賃金や価格設定を通じた経済への二次的な影響を避ける必要性は依然として存在する。加えて間接税や公共価格の動向についても注意深く見守る必要がある。
マネーサプライ	最新のデータでは、M3伸び率の加速が確認されている。これは、歴史的な低金利によりインフレなき成長に必要な範囲よりも過剰な流動性が存在していることに反映したものである。中期的な物価安定に関する上振れリスクは存在し、これに対して警戒を継続することが重要だ。	最新のデータでは、M3伸び率の加速が確認されている。これは、歴史的な低金利によりインフレなき成長に必要な範囲よりも過剰な流動性が存在していることに反映したものである。中期的な物価安定に関する上振れリスクは存在し、これに対して警戒を継続することが重要だ。