



テーマ：ECB政策決定理事会（4月7日） 発表日：2005年4月11日（月）

～ 利上げについて協議されず ～

(No. EW - 01)

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 高村 正樹(5221-4523)

4月7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%）。昨今の弱い経済指標を受けて景気回復についての見方が下方修正されていることから、今理事会では利上げについて協議されなかった。一方、トリシェ総裁は質疑応答の中で、政策金利の現行水準は「最適な水準（the right level）」との考えを示しており、利下げという選択肢もなかったようだ。

利上げが協議されなかった要因としては、主要国を中心にユーロ圏の経済指標の弱さが目立っていることや、原油価格の上昇による景気下押しリスク等が挙げられよう。また声明文の中には、警戒（vigilance）や注視が必要（monitored closely）といったマイナスイメージの表現が数多く使用されており、景気の先行きに対して抱いている見方が若干弱くなっていることが感じられた。

ただし、ECBが常に利上げを視野に入れている状況は変わっていない。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では、据え置きした2%を例外的な低水準（at exceptionally low levels）と表現しており、前回の歴史的な低水準（at historically low levels）という言葉と同様に今後利上げの可能性を示した。

3月のユーロ圏製造業PMIが50.4となり、前月（同51.9）から生産拡大ペースを弱めたことや、ドイツやフランスといったユーロ主要国で失業率が高水準で推移していることなど、足元では冴えない指標が目立っている。一方、ユーロ圏小売高のように、緩やかながらも回復基調が続いている指標もある。こうした動向を踏まえて、ECBは足元の景気について「まだら模様（mixed）である」と表現している。見通しについては緩やかな景気回復の条件は整っているとして、前回から見方を変えていない。その理由としては、海外経済の堅調な推移を受け、輸出部門は良い環境となっていること、内需においても、良好な金融環境や効率性・収益性向上が投資を下支えすること、消費も実質可処分所得の増加にしたがって拡大すること、の3つを挙げている。ただし、景気にとってダウンサイドリスクとなっているとして、原油価格の高騰に対しては警戒感を強めている。

消費者物価（HICP）は、2月・3月ともに前年比+2.1%となり、2ヶ月連続でECBがインフレ目標値とする同+2.0%を上回った。向こう数ヶ月は、どの程度原油価格が上昇するかにもよるが、同+2.0%を上回って推移するだろうと指摘している。また、中期的な物価見通しの観点からは、「潜在的なインフレリスクが増している証拠はないが、原油価格の上昇は物価を上振れさせるリスクがあり、注意深く見守る必要がある」とし、景気見通しと同様足元の原油価格の動向に警戒感を強めている。

2月のマネーサプライ（M3）は、前年比+6.4%と1月（同+6.6%）より加速ペースが鈍化した。これを受けて、足元の状況を前月までの「加速的な伸び（strengthening of M3 grows）」という表現から「幾分穏やかな伸び（some moderation in the pace）」という表現に替え、現状判断のトーンを弱めた。ただし、「一部の国の住宅価格が激しい上昇している状況下において、通貨供給量や信用

の伸びによりインフレリスクが増すかどうか注視する必要がある」とも述べており、依然として過剰流動性のインフレリスクを指摘している。

なお、今理事会では3月下旬に発表された財政安定成長協定の緩和について意見を述べている。今回の見直しについてECBは、「欧州委員会や財務相理事会は、協定の信頼回復のために新たな合意を厳格に履行すべきだ」と今回の変更について否定的な発言を避け、最低限見直し後の協定を遵守することを求めるにとどめた。

以上のように、今理事会においてECBは、原油価格高騰などから景気の先行きに対して少々慎重な見方を示した。しかし冒頭でも述べた通り、先行き利上げの可能性がなくなった訳ではないことも示唆している。

今後の金融政策に関しては、少なくとも2005年中に利上げは行われないと見られる。足踏み状態が続いているユーロ圏経済は、2005年半ばには海外経済の回復に伴って輸出に回復がみられるだろう。ただし、足元のユーロ高がボディーブローのように効き、輸出回復力は限定的となる可能性があることや、輸出の回復が内需に波及するまでにはある程度時間を要するため、本格的な景気回復が軌道に乗るのは2006年以降となると見られるためである。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

|            | 4月7日   | 3月3日   |
|------------|--|--|
| 金融政策       | 変化なし。域内で潜在的なインフレ圧力が増しているという顕著な証拠は見当たらない。名実ともに金利は例外的な低水準で推移しており、経済活動の下支えとなっている。   | 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。  |
| 景気判断       | 最近の経済指標はまだら模様であるが、明確に強い動きが見られない中、短期的には概して緩やかな景気回復を示している。   | 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。   |
| 景気見直し      | 緩やかな景気回復が続く条件は揃っている。海外経済の堅調な推移を受け、輸出部門は良い環境となっている。内需でも、良好な金融環境や効率性・収益性向上により、投資は支えられよう。消費も実質可処分所得の増加にしたがって拡大するだろう。  | 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。前回見直し(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。   |
| 見直しに対するリスク | 原油価格の高騰は、景気の回復の下押しリスクとなる。  | 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       | 3月の消費者物価は前年比+2.1%と、2月から変化はなかった。どれだけ原油価格が上昇するかによるが、向こう数ヶ月間は同+2%を幾分上回って推移しそうだ。   | 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。  |
| 物価見直し      | 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。景気の拡大が緩やかなことと、雇用環境の改善の遅れが背景にあるが、この傾向は当分続きそうである。しかしながら、中期的な物価見直しの観点からは、上振れリスクを考慮する必要がある。最近の原油価格の上昇を考慮すると、賃金や価格設定を通じた経済の二次的な影響を避ける必要性が重要となっている。 | 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、中期的な物価見直しの観点からは、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。 |
| マネーサプライ    | 最近のデータでは、貨幣供給の拡大ペースは、幾分穏やかなものとなっているが、依然として低金利による刺激的な効果は残っている。さらに、過剰流動性は中期的に見てインフレリスクに繋がる。一部の国では住宅価格が激しく上昇することがないか注視していく必要がある。  | 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。   |

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。