



ECB Watching

マクロ経済分析レポート

テーマ：ECB政策決定理事会（9月1日分） 発表日：2005年9月2日（金）

～ 今回も適正水準と評価 ～

(No. EW-04)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 高村 正樹 (5221-4523)

9月1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%）。足元では原油価格（WTI）が1バレル=70ドルを超えるなど不透明な動きをしており、景気に対しては下振れリスク、物価に対しては更なる上振れリスクとなっていることから、ECBは今後も警戒が必要としながらも、今回も「（現行水準は）適正水準である」との判断に達した。

また、3ヶ月に一度公表している経済見通しでは、6月時点と比べて実質GDP成長率が下方修正される一方、消費者物価は大幅に上方修正された。

ECBは最近の経済指標について、前月よりやや楽観的なトーンで見ている。8月の月報では「（最近の指標は）緩やかながらも持続的な回復が見込まれる」と述べていたのに対し、今回は「2005年後半の改善を示唆するものである」と捉え方が強めになっている。先行きについても、海外需要の回復・良好な金融環境・可処分所得の増加等を背景に、輸出・設備投資・個人消費の拡大が見込まれることから、景気は回復傾向を辿ると予想している。

内部の経済見通しによると、経済成長率は6月時点と比べて2005年、2006年とも若干下方修正されたが、ECBはこの要因として、1-3月期の成長率が下方改定されたことを一番に挙げており、2005年が+1.3%と2004年（+1.8%）から減速した後、2006年は+1.8%と再加速するという姿に変化はない。

ただ、家計のマインドは依然として改善が見られず、4-6月期の実質GDPでは個人消費が14四半期ぶりに前期比▲0.1%に失速するなど、ユーロ圏の内需は家計部門を中心に低迷している。そのため、先行きについては原油価格や海外経済の動向、消費者マインドの弱さといった下振れリスクを想定している。

消費者物価（HICP）については、ここ数ヶ月前年比+2.0%を上回る推移が続いているが、原油価格の上昇により当面はこの水準近傍を動くと予測している。また、年間の見通しでは2005年、2006年ともに6月予測よりも上方修正された。ただし、これは原油価格が前回想定していたよりも上振れた影響が大きく、「ユーロ圏内でインフレ圧力が増している」という証拠はない」との評価を下した。先行きリスクについては、原油価格の上昇や、それに伴う賃金等への2次的波及など、景気の見方とは逆に上振れリスクを想定している。

ECB景気見通し (%)

		05年	06年
HICP	9月見通し(今回)	2.1-2.3	1.4-2.4
	6月見通し(前回)	1.8-2.2	0.9-2.1
GDP	9月見通し(今回)	1.0-1.6	1.3-2.3
	6月見通し(前回)	1.1-1.7	1.5-2.5

マネーサプライについては、7月のM3が前年比+7.9%となり、4ヶ月連続で加速していることや、ECBが注目している民間部門向け銀行貸し出しも同+8.2%と前月（同+8.0%）から伸び率が拡大していることを踏まえ、これらの傾向は中長期的に見て物価安定に対し上昇圧力となると指摘した。また、これらの上昇要因は主に現行の低金利にあるとし、住宅市場を引き続き注視する必要があると

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。見通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。

述べた。ユーロ圏内では、物価上昇率が政策金利よりも高いために実質金利がマイナスとなっている地域があり、ECBが金利を2%に設定して以来、スペイン・フランス・アイルランドなどでは住宅バブルが見られている。

トリシェ総裁は声明文や質疑応答の中で何度も「現行水準は適正水準である」と述べているが、足元の景気に対する見方が月を追う毎に強くなっていることや、物価の見通しが上方修正されていること、マネーフローの伸びを説明する時に何度も「(現在の)低金利が要因」と述べていることなどから、今後ECBは再び利上げを視野に入れ始める可能性が高い。ただし、「ユーロ圏内でインフレ圧力が増しているという証拠はない」と再三指摘しているように、賃金上昇率が限定的であり、消費が弱含むなかでは中々利上げに踏み切れないことも事実である。したがって、次回の利上げ時期は、企業収益の更なる拡大が家計部門に波及し、賃金が明確に上昇し始め、家計消費も増加し始める2006年以降となるだろう。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	9月1日	8月ECB月報
金融政策	変化なし。中期的な物価見通しを考慮すれば、この金融政策は適正である。また、名目・実質金利は共に例外的に低い水準で推移しており、経済活動にかなりの下支えとなっている。	変化なし。中期的な物価見通しを考慮すれば、この金融政策は適正である。また、名目・実質金利は共に過去に比べ手非常に低い水準で推移しており、引き続き経済活動の下支えとなる。
景気判断	1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%だったが、4-6月期は同+0.3%となった。ユーロ圏の経済活動は引き続き緩やかな成長となっている。しかし、原油価格の上昇が需要やマインドの重石となる中、最近の経済指標の大半は2005年後半の景気改善を示唆するものである。	ユーロ圏経済は緩やかだが、持続的な回復が見込まれる。外需では世界需要の力強い成長と(ユーロ圏による)価格競争力の改善は輸出を下支えている。また、内需では原油価格の上昇が家計の重石となる一方で最近の経済指標や調査では幾分改善がみられている。
景気見通し	先行きに目を向けると、海外需要の拡大や(ユーロ圏による)価格競争の強まりにより、輸出は下支えられよう。国内では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。消費も可処分所得の増加に伴って次第に持ち上がろう。2005年を+1.0%~+1.6%、2006年を+1.3%~+2.3%と予想する。	先行きに目を向けると、投資は、非常に好ましい資金調達状況、強い世界需要、力強い企業収益、そして企業の効率性の改善により恩恵を受けるだろう。また、消費は可処分所得の増加に沿うものになるだろう。
見通しに対するリスク	原油価格が高水準であることや、消費者マインドが低水準で推移すること、また世界経済の不均衡は、景気の回復の下押しリスクとなる。	原油価格が高水準であることや、消費者マインドが低水準で推移すること、また世界経済の不均衡は、景気の回復の下押しリスクとなる。
物価判断	8月の消費者物価は前年比+2.1%となった。主に最近の原油価格の上昇を受けて、この先数ヶ月間も現在の水準近傍を動くだろう。しかし、ユーロ圏内からインフレ圧力が生じているとの明らかな証拠はない。	原油価格の上昇は引き続き物価の押し上げ圧力となっており、7月の消費者物価(暫定値)は前年比+2.2%となった。しかし、ユーロ圏内からインフレ圧力が生じているとの明らかな証拠はない。ここ数年見られた賃金上昇率の減速トレンドは一服したようだが、それでも足元では緩やかな伸びにとどまっている。
物価見通し	2005年の物価上昇率を+2.1%~+2.3%、2006年を+1.4%~+2.4%と予想する。このシナリオの上方リスクとしては更なる原油価格の上昇と、間接税・公共料金の動向がある。また、ファンダメンタルな面としては、主に原油価格上昇による賃金や価格設定を通じた2次的影響がこの物価見通しに対してリスクとなる。	中期的な物価上昇リスクは、主に原油価格の上昇と、賃金や価格設定を通じた2次的影響によるものである。また、インフレ見通しを評価する際には、輸入価格の動向や間接税・公共料金の将来動向の不確実性を考慮する必要がある。
マネーサプライ	2004年半ば以降、通貨と信用の伸びは非常に強い。低金利の影響は通貨のダイナミズムや信用の強い伸びに表れている。低金利は信用の拡大を煽り、個人向けローンの需要を強める。モーゲージの借り入れは非常に強く、特に住宅市場は注視する必要がある。貨幣流動性は過剰であり、中長期的に見て、インフレリスクに繋がるかどうか警戒する必要がある。	2004年半ば以降、通貨と信用の伸びは非常に強い。低金利の影響は通貨のダイナミズムや信用の強い伸びに表れている。モーゲージの借り入れは非常に強く、特に住宅市場は注視する必要がある。貨幣流動性は過剰であり、中長期的に見て、インフレリスクに繋がるかどうか警戒する必要がある。