



# ECB Watching

マクロ経済分析レポート

**テーマ：ECB政策決定理事会（11月3日分） 発表日：2005年11月4日（金）**

～ 声明文のトーンは変えず ～

(No. EW-06)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 高村 正樹 (5221-4523)

11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%）。10月の消費者物価が前年比+2.5%となり、ECBが目標としている「同+2%未満」という水準を大きく上回って推移しているが、ECBは足元の物価上昇は原油価格上昇という一時的なものであり、今のところ中長期的な物価上昇圧力にはならないとの考えを示している。そのため、ECBは今回の金融政策の評価についても「依然として適正である」と判断を変えなかった。ただし、名目金利2.0%・実質金利▲0.5%（10月）という歴史的な低水準の代償は大きく、今後の物価の上方リスクや、勢いを強めている過剰流動性に対しては強い警戒 (Strong vigilance)が必要である、との姿勢も前月から崩すことはなかった。また、質疑応答の中でトリシェ総裁は、前回のアテネ会合に引き続き「いつでも利上げを行う準備はある」との考えを示し、物価上昇が中期に渡るよう確認された場合には、すぐに利上げする可能性を示した。

景気の見方に対しては、各種企業景況感や製造業PMI等がここ数ヶ月続けて改善していることを受け、今まで以上に楽観的になってきているようだ。今後についても、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が、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、ユーロ圏経済は2005年下期以降次第に回復力を強め、その後も景気は拡大を続けると予想している。

消費者物価（HICP）については、10月が前年比+2.5%と高い伸びを示したものの、ECBは「このような伸びは一時的である」との見方を変えなかった。エネルギー価格によって足元の消費者物価は変動が大きい、コア物価の伸びが限定的であることを受けての発言であろう。実際、足元では原油価格上昇が一服し落ち着いていることから、10月はエネルギー関連価格の押し上げ寄与が低下し、その結果消費者物価の伸びは前月（前年比+2.6%）よりは減速した。また、賃金上昇率が緩やかであることや労働市場に弱さが見られること、世界的な価格競争が進んでいることから、今の段階では原油価格上昇と中長期的な物価上昇は別モノであると考えているようだ。ただ、そうは言っても今後の原油価格の動向と、それに伴う賃金や価格設定等への2次的波及、将来的な公共料金や間接税については考慮する必要があるとし、今後も強い警戒が必要であるとの考えを示した。

マネーサプライについても「住宅市場を引き続き注視する必要がある」と前月までの考えを持続した。9月のM3は前年比+8.5%と前月から0.3pも加速したが、これは名目2%という低金利水準が特に住宅のモーゲージローン貸し出しを高めているためである。ECBが注目している民間部門向け銀行貸し出しは同+8.6%と前月（同+8.4%）から加速している。これらの傾向は中長期的な物価安定に対し上昇圧力となると指摘している。

物価やマネーサプライの高い伸びに加えて、ユーロ圏の景気回復も鮮明になってきていることから、市場では12月にも利上げを行うのではないかと、との憶測が飛び交うようになってきた。ただ、今回の声明文でECBが頻りに「高い物価上昇率は（エネルギー価格による）一時的なものである」と述べ

ているように、エネルギーを除くコアの伸びが限定的な中で来月即利上げというのはさすがに早すぎるだろう。今までのECBの発言を考えると、実際に利上げを行うタイミングはコア物価に加速の兆しが見え始めたときと考えられる。

先日公表された製造業PMIではドイツとイタリアの雇用指数が50を上回り、サービス業に比べて遅れていた製造業においても漸く雇用拡大が見え始めた。また、消費者マインドが低水準ながらも改善傾向にあること、個人消費向けと思われる消費財の国内向け受注(ドイツ)が増加傾向にあることなど、ユーロ圏の景気拡大は家計部門にも波及しつつある。さらに労働環境を見ると、価格競争力強化の観点から企業は賃金上昇を認める訳にはいかず、今のところ限定的な伸びとなっているが、ドイツ最大の労組であるIGメタルが2006年の賃金上昇率で4%を求めるとの報道も出ている。したがって、さすがに次月に即利上げという選択肢は考え難いものの、歴史的な低水準である2%という現行水準から何とか引き上げたいというECBの思惑もあり、コア物価に影響を与える個人消費の回復が確認される1-3月期に0.25pの利上げを行うとの見通しに変更はない。

#### ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	11月3日	10月6日
金融政策	変化なし。エネルギー価格の進展に伴い物価上方圧力は存在しているものの、この金融政策は依然として適正であるとの結論に達した。ただし、物価安定に対する上昇リスクの存在や、過剰流動性に関しては強い警戒が必要である。	変化なし。オイル市場の進展に伴い価格上方圧力は存在しているものの、この金融政策は依然として適正であるとの結論に達した。ただし、物価安定に対する上昇リスクの存在や、過剰流動性に関しては強い警戒が必要である。
景気判断	ここ数四半期は原油価格上昇によって経済成長は鈍化していたが、ユーロ圏経済はこのショックから回復しているようだ。このことは、2005年下期以降次第に回復するだろうと予測したECBの9月予測に沿ったものである。	2005年の実質GDP成長率は、特に原油価格の上昇により、前期比+0.4%と+0.3%にとどまった。しかし、最近の経済指標は概して2005年後半の景気の持ち直しを示唆するものである。
景気見通し	海外需要の拡大はユーロ圏の輸出を支えよう。また、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回復を見せよう。	海外需要の拡大はユーロ圏の輸出を支えよう。また、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回復を見せよう。
見通しに対するリスク	原油価格が高水準であることや、世界経済の不均衡、消費者マインドが低水準で推移することは、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、世界経済の不均衡、消費者マインドが低水準で推移することは、景気の回復の下押しリスクとなる。なお、最近米国で起きたハリケーンによる経済への悪影響は限定的かつ短期的なものだろう。
物価判断	足元ではエネルギー価格の上昇が、消費者物価を2%を超える水準に押し上げている。10月の消費者物価は前年比+2.5%となった。また、短期的には高いまま推移する可能性がある。ただ、現在の物価を考える上では、一時的な要因のもの、より長期に渡る本質的なものを明確に区別することが大切である。	9月の消費者物価は過去2ヶ月の同+2.2%から加速し、前年比+2.5%となった。また、(主に最近の原油価格の上昇を受けて)短期的には高いまま推移する可能性がある。ただ、年単位で解釈する場合は、一時的な要因とより本質的なものを明確に区別することが大切である。
物価見通し	市場は世界的な需要の拡大や供給側の脆さから、原油価格は高止まった状態が続くと見ている。一方、ユーロ圏からインフレ圧力が生じているとの明らかな証拠はなく、賃金上昇率はここ数四半期は緩やかなものであるし、労働市場も弱い。短期間を見れば前年比2%を超えて推移しようが、ユーロ圏域内から生じている物価上昇圧力が続くという明らかな証拠はない。ただし、原油価格上昇が賃金や価格設定を通じた2次的な物価上昇に繋がる可能性や、公共料金や間接税が上昇する可能性を考慮すると、中長期的にユーロ圏の消費者物価が安定的であるか強く警戒していく必要がある。	今のところ、原油価格が近い将来和らぐと示唆しているものはなく、むしろ市場は、世界的な需要の拡大や供給側の脆さから、原油価格は高止まった状態が続くと見ている。一方、ユーロ圏からインフレ圧力が生じているとの明らかな証拠はなく、賃金上昇率はここ数四半期は緩やかなものであるし、労働市場も弱い。したがって、物価に対するメインシナリオは、短期的には加速が見られようが、その後は次第に低下していくというものである。
マネーサプライ	貨幣流動性は過剰であり、2004年半ば以降マネーの伸びはモメンタムを強めている。M3の成長は流動資産によってもたらされており、主として低金利によって引き起こされている。特にモーゲージの借り入れの成長は非常に強い。住宅市場は慎重に注視する必要がある。	過去数ヶ月、通貨と信用の伸びは非常に強く、M3の前年比は+8%を超えている。これは主として低金利によって引き起こされている。ここ数ヶ月通貨のダイナミズムはモメンタムを強めており、特にモーゲージの借り入れの成長は非常に強い。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。

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。