



ECB Watching

マクロ経済分析レポート

テーマ：ECB政策決定理事会（12月1日分）発表日：2005年12月2日（金）

～ 約5年ぶりとなる25bpの利上げ ～

(No. EW-07)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 高村 正樹 (5221-4523)

12月1日の政策決定理事会でECBは政策金利を25bp引き上げた（レポ・レート2.25%、限界貸出ファシリティ3.25%、預金ファシリティ1.25%）。歴史的な低水準と言われた2.00%の政策金利は、景気回復が遅れたことから結局2年半据え置かれたが、米国に続いてユーロ圏でも漸く超低金利政策から一歩抜け出すこととなった。ただ、今回の利上げは中長期的なインフレを事前に防ぐという意味合いが強いことや、依然として内生的な物価上昇圧力が限定的であることなどから、今後も連続して利上げを行うことは想定していないようだ。また、今回の利上げをもってしても、政策金利は引き続き緩和的な水準であることから、ECBは今後も物価安定を図ることによってユーロ圏の持続的な経済成長と雇用創出に繋がるとの考えを示している。

なお、3ヶ月に一度公表している経済見通しでは、9月時点と比べて実質GDP成長率、消費者物価ともに上方修正された。特に2006年の消費者物価は+2.1%（9月予測：+1.9%）、2007年は同+2.0%となっており、「+2.0%未満かつその近傍」というECBの目標値を2000年以降連続して上回る予測に変更されている。

景気の見方に対してはユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率が前期比+0.6%と前期（同+0.4%）から伸びを高めたことや、企業の景況感が経済成長に沿う形で改善していることから、「今年の下期の経済活動は強まっている（has strengthened）」と景気拡大について明確に表現した。先行きについても2005年の実質成長率が+1.4%（+1.2～+1.6%）となった後、今後も海外需要の高まりや企業収益の拡大を背景に、輸出や設備投資といった企業部門を中心とした景気拡大が予想されているため、2006年は同+1.9%（+1.4～+2.4%）と加速する見通しとなっている。この予測値は9月見通しよりも僅かながら上方修正されている。

消費者物価（HICP）については、11月が前年比+2.4%（暫定値）と10月（同+2.5%）より鈍化したものの、エネルギー価格による押し上げを受けて、当面物価上昇率は高止まりする可能性が高いと見ている。予測値では2006年に+2.1%と引き続き

ECB景気見通し

(%)

		05年	06年	07年
HICP	12月見通し(今回)	2.1-2.3	1.6-2.6	1.4-2.6
	9月見通し(前回)	2.1-2.3	1.4-2.4	-
GDP	12月見通し(今回)	1.2-1.6	1.4-2.4	1.4-2.4
	9月見通し(前回)	1.0-1.6	1.3-2.3	-

2%を超えたあと、2007年も2%程度にとどまるとした。試算にあたっては、賃金上昇率がここ数年半期のように抑制された状態である、との仮定を置いているため、もし原油価格上昇による賃金や価格設定を通じた二次的影響が見られれば、物価上昇率は更に高いものになる可能性がある。

マネーサプライのくだりについては、前月からほとんど変化がなかった。10月のM3は前年比+8.0%と9月の同+8.4%より0.4pも鈍化した。ECBが同時に注目している民間部門向け銀行貸出しは+8.8%と逆に前月（同+8.6%）から加速している。特に足元ではモーゲージローンの拡大が著しく、ECBは引き続き住宅市場を注視する必要があるとの結論を下している。なお、ECBはマ

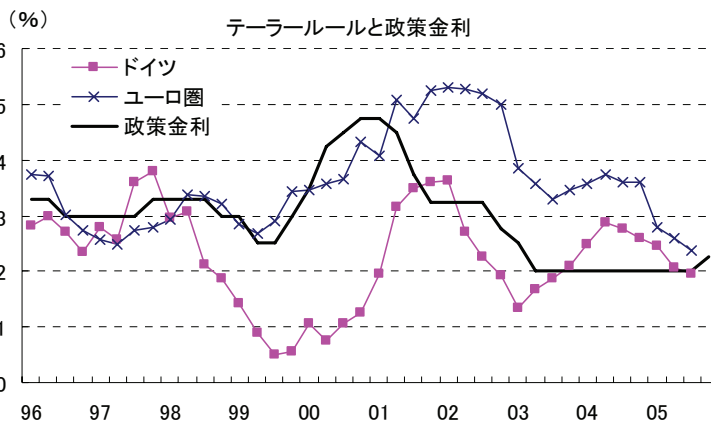
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ネーの伸びが高い理由として低金利が主因であると述べているが、今回の利上げにより名目金利が上昇しても、依然として実質では低金利であることには変わりないため、現段階ではM3の伸びが今後明確に低下していくことは考え難い。

11月後半にトリシェ総裁が「政策金利を緩やかに高める用意が出来ている」と利上げを意図した内容の発言を行ったことから、市場は今会合での利上げをほぼ確実視しており、今回の行動に特にサプライズはない。寧ろ注目は最終的にどこまで引き上げられるのか、もしくはそれを示唆するコメントが出てくるのかどうかであったが、記者会見の中でトリシェ総裁は「今回の金融政策は今後一連の利上げを行うと予見しているものではない」とコメントしていることから、現時点では続けて3.0%程度（例えば0.25%を4回）まで利上げを行うことは想定していないようだ。

そもそも物価やマネーサプライが目標（もしくは参照値）を超えて推移する中で、ECBが今まで政策金利を据え置いていた背景には、ユーロ圏経済の脆弱さが大きな懸念材料として存在していたことがある。その中でも特に域内最大の消費国であるドイツの内需には相当神経を尖らせていたようだ。実際、ここ数年の金融政策をテイラールールとともに振り返ると、ユーロ圏全体の理論値よりも、どちらかと言うとドイツの数値に近いところで推移していることが分かる。テイラールールは前提条件によって値が変化するため、幅をもって見る必要はあるが、ドイツの実質個人消費が3期連続のマイナス成長となっていることや、今後も家計部門に勢いが見込めない状況においては、継続的利上げは回避される公算が高い。ユーロ圏全体でみても足元の景気は海外需要増やユーロ安に助けられているところが多分にあり、域内から景気を押し上げるほどの力強さは感じられない。

今回の利上げにあたっては、中期的な物価上昇に事前に備えるという性格であると同時に、緩和されすぎた金利を中立水準（マイナスで推移している実質金利を少なくともプラスに戻す）ことが主たる目的であると考えられることから、当面大幅な利上げは行われず、2006年末までの総利上げ幅は0.5%程度にとどまる可能性が大きい。



注：各統計より筆者試算

消費者物価はコア物価を使用

ドイツの潜在成長率を+1.5%、ユーロ圏を+2.0%とする

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意識)

	12月1日	11月3日
金融政策	2年半歴史的な低水準を維持した後、25bpの利上げを行う。この決定は中長期的なインフレ期待を安定化させよう。金利は名実ともに引き続き緩和的であり、持続的な経済成長と雇用創出をかなりサポートする。ただ、引き続き物価安定のリスクを注視する必要がある。	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。
景気判断	7-9月期の実質GDP成長率が前期比+0.6%となり、また、企業景況感も改善するなど、最近の経済指標は今年の下期に経済活動が強まりを示している。	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。
景気見通し	先行きに目を向けると、世界的な需要拡大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。実質GDP成長率は2005年を+1.4% (+1.2%~+1.6%)、2006年と2007年を+1.9% (+1.4%~+2.4%)と予測する。	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	原油価格の予期せぬ高騰や、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。
物価判断	主にエネルギー価格が上昇しているため、消費者物価は2%を超える水準となっている。11月の消費者物価は前年比+2.4%となったが、しばらく物価上昇率は高いまま推移しよう。足元の物価上昇を解釈するには、一時的な要因と持続的な性質によるものとを分ける必要がある。	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と、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。
物価見通し	2005年の物価上昇率を+2.2% (+2.1%~+2.3%)、2006年を+2.1% (+1.6%~+2.6%)と予想しており、9月予測より上方修正を行った。また、2007年は+1.4%~+2.6%と予測する。このシナリオの上方リスクとしては不安定な原油価格と、過去の原油価格上昇による賃金や価格設定を通じた2次的影響が挙げられる。また間接税・公共料金の更なる上昇もこの物価見通しに対してリスクとなる。	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。
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更に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入れの成長は非常に強く、住宅市場は慎重に注視する必要がある。	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。