



ECB Watching

マクロ経済分析レポート

テーマ：ECB政策決定理事会（3月2日分）発表日：2006年3月3日（金）

～ 25bpの利上げ・4-6月期も1-3月のサイクル踏襲か ～ (No. EW-10)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 高村 正樹 (5221-4523)

3月2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2.50%、限界貸出ファシリティ3.50%、預金ファシリティ1.50%）。今局面では3ヶ月ぶり2度目の利上げである。継続的に金利引き上げを行う米国や量的緩和解除が注目される日本など、世界的な景気拡大を背景に各国で超低金利政策が見直されているが、ユーロ圏も成長率は低いながらもこれに沿った形となった。

3ヶ月に一度公表している経済見通しでは、12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。実質成長率は2006年、2007年ともに潜在成長率並みの2.0%程度の成長を見込んでいる。また、消費者物価は両年とも+2.2%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との見通しを強めた。

景気の見方に対しては、拡大傾向が続いているとの考えに変更はなかった。2月に公表された10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と前期（同+0.6%）より鈍化したが、振れの範囲内と捉えているようだ。実際、年明け以降の企業景況感や製造業PMIなどの経済指標は強めのものが多いことに加え、消費者信頼感も昨年後半以降改善傾向が続いており、2月は▲10.1と2002年9月以来の水準を記録していることから、1-3月期のユーロ圏経済は再加速する可能性が非常に高いと言える。また、先行きについては2006年が+2.1%（レンジ：+1.7～+2.5%）、2007年が+2.0%（+1.5～+2.5%）と前回見通しから僅かに上方修正された。+1.4%となった2005年から成長率が高まる理由については、今まで同様、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を挙げている。

消費者物価（HICP）については、2月が前年比+2.3%（暫定値）と1月（同+2.4%）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+2.2%（+1.9～+2.5%）となり、引き続きECBが目標としている2%を超えるとした。

前回から上方修正された理由としては、エネルギー価格の予測値引き上げが主因である。ただ、厳しい国際価格競争圧力から、製造業を中心として賃金上昇が目立った上昇は想定していない模様で、2007年はドイツで付加価値税が引き上げられる（16%→19%）ものの、物価上昇率は2006年と同じ+2.2%（+1.6～+2.8%）にとどまるとした。

マネーサプライについては十分議論を重ねたようだ。2月のECB月報では「住宅価格が過大評価されている地域があり、注視が必要である」と述べ、高水準が続く貨幣供給量に警戒感を強めていた。1月のM3が前年比+7.6%と昨年9月に記録した同+8.4%よりは鈍化しているものの、拡大が続いている民間部門向け銀行貸し出しは同+9.7%と前月（同+9.2%）より大幅に伸びが加速し、とどまる気配がない。スペインやフランスでは一時より住宅の伸びが鈍化しているようだが、それでも適正

ECB景気見通し (%)

		06年	07年
HICP	3月見通し(今回)	1.9-2.5	1.6-2.8
	12月見通し(前回)	1.6-2.6	1.4-2.6
GDP	3月見通し(今回)	1.7-2.5	1.5-2.5
	12月見通し(前回)	1.4-2.4	1.4-2.4

価格よりは大幅に上回っている。特にスペインにいたっては、適正価格から約30%も上回っているとECBは分析しており、中長期的な物価安定という観点からして今回の利上げは必要不可欠であったと判断している模様である。

2月の声明文において「警戒」という言葉を用い物価安定に対して懸念を強めていたことや、トリシェ総裁が「利上げを予想する市場は理にかなっている」と発言していたことなどから、市場では今回の利上げは既に織り込み済みであり、特にサプライズはない。注目は今後更なる利上げが行われるか否かであるが、今回の声明文から判断すると6月に再度25bpの利上げが行われる可能性が高いと見られる。というのも、今回の声明文の冒頭部は前回利上げを行った12月のものと非常によく似ており、1月から3月にかけて見られた“3ヶ月サイクル”が4-6月もそのまま当てはまる可能性があるためだ。例えば、冒頭部分の「現在の政策金利は名実ともに非常に低く、政策スタンスは緩和的である」という表現は残されており、今後の利上げの可能性を滲ませている。また、物価安定については「警戒 (Vigilance)」という言葉から「注視する (monitor closely)」とトーンダウンされている点も同じであり、今後の更なる景気回復を受けて、ECBは5月に再度「警戒」という言葉を用い、市場に6月の利上げを示唆する可能性は十分考えられる。(2月に「警戒」を用い、3月に利上げを行ったパターンと同じ)

ただしその後については、①2006年後半になると米国経済に天井感が見え始めること、②景気回復の主役は依然として企業部門の状態が続き、今後も家計部門では雇用・所得環境に力強い改善が見られない中で、ユーロ圏経済の回復力は緩やかなものにとどまると考えられること、③賃金アップを通じた2次的な物価上昇圧力が乏しく、ユーロ圏の消費者物価が2%を大幅に越えて推移する可能性が低いこと、等を勘案すると、その後は当面利上げが行われず、金利は2.75%で様子見が続く可能性が大きい。

E C B 政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意識)

	3月2日	2月2日
金融政策	25bpの利上げを行う。この調整は中長期的なインフレ期待を安定化させることに寄与する。物価の安定は持続的な経済成長と雇用創出に必要な不可欠なものである。ただ、金利は名実ともに依然として非常に低く、引き続き緩和的である。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。最近の分析から得られる情報は、我々の物価や景気見通しを幅広く支持するものである。また、貨幣と信用の伸びは強く、流動性も十分である。このような状況に対し、長期的なインフレ期待を安定させるため、警戒が必要である。また、この警戒は金利が名実ともに歴史的な低水準であり、かつ全体的に緩和的な金融政策において正当化されるものである。
景気判断	2005年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%であった。これは同+0.6%となった前期に比べかなり低い。ただ、短期に見られる振れや最近の経済指標を考慮すると、経済活動は改善していることを示しているため、近い間に高い成長率を見ることになろう。	最近のデータは2005年12月に公表したシナリオを引き続き支持するものである。ユーロ圏経済は2005年下期に回復が始まり、直近の指標によると、よくある四半期毎の成長率の振れを考慮すれば、この過程は基本的に継続しているようだ。
景気見通し	景気拡大が続く条件は持続している。海外需要の拡大はユーロ圏の輸出を支えよう。また、良好な金融環境や改善しているバランスシート、そして効率性・収益性向上により、投資は強い推移が期待される。消費も可処分所得の増加や労働市場の改善に伴って、次第に回復を見せよう。実質GDP成長率は2006年を+2.1% (+1.7%~+2.5%)、2007年を+2.0% (+1.5%~+2.5%)と予測する。	景気拡大が続く条件は数四半期間持続するだろう。海外需要の拡大はユーロ圏の輸出を支えよう。また、良好な金融環境や改善しているバランスシート、そして効率性・収益性向上により、投資は強い推移が期待される。消費も可処分所得の増加や労働市場の改善に伴って、次第に回復を見せよう。
見通しに対するリスク	原油価格の高騰や世界経済の不均衡は景気見通しに対して引き続き下振れリスクとなる。	原油価格の高騰や不安定な動き、世界経済の不均衡など主に外部要因が景気見通しに対して引き続き下振れリスクとなる。
物価判断	1月の消費者物価は前年比+2.3%と1月の同+2.4%から鈍化した。ただ短期的にはエネルギー価格の上昇によって消費者物価は2%を上回ったまま推移しそうである。また、間接税や公共料金の値上げが2006年・07年の物価に影響を及ぼすことに加え、過去の原油価格上昇による間接的な影響も予想される。一方、賃金上昇はここ数四半期は依然として緩やかであり、国際競争圧力から特に製造業では当面はこの状況が続くそうである。	12月の消費者物価は前年比+2.2%と10月の同+2.5%や11月の同+2.3%と比べて鈍化した。ただエネルギー価格の上昇やベース効果によって消費者物価は再度上昇する可能性がある。
物価見通し	2006年の物価上昇率を+2.2% (+1.9%~+2.5%)、2007年も+2.2% (+1.6%~+2.8%)と予想した。12月予測より上方修正を行ったが、これは市場予想に沿う形で原油価格の見通しを上げたことが主因である。このシナリオの上方リスクとしては更なる原油価格や間接税・公共料金の上昇が挙げられる。また、よりファンダメンタルな点として、過去の原油価格上昇による賃金や価格設定を通じた2次的影響もこの物価見通しに対してリスクとなる。	エネルギー価格の上昇やベース効果によって消費者物価は再度上昇する可能性がある。また、時間が経過した後も、過去の原油価格上昇の影響が次第に具体化するほか、すでに公表されている間接税や公共料金の値上げが物価の上触れの影響を与えよう。一方、賃金上昇はここ数四半期は依然として緩やかであり、国際競争圧力から当面はこの状況が続こうが、入手できる情報から判断すると概して12月の物価見通しのシナリオと一致している。リスクとしては、賃金や価格設定を通じた潜在的な2次的影響に加えて、更なる原油価格の上昇と、追加的な公共料金・間接税の上昇が挙げられる。
マネーサプライ	貨幣の評価については再度徹底的に議論した。M3の伸びは依然として強いが、先行きも刺激的な低金利を背景に貨幣供給が強い状況は続く。さらに、個人向け(特に住宅ローン)や非金融機関向けの信用貸し出しの伸びがここ数ヶ月高まっている。ユーロ圏の貨幣流動性は過剰であり、中長期的な物価上昇圧力となる。	12月のM3は幾分勢いが穏やかになったものの、依然として力強い。これは主として低金利によって引き起こされている。また、流動資産の項目は引き続き非常に強く、個人への貸し出しはさらに勢いを増している。特にモーゲージの借入れは強く、住宅市場を慎重に注視する必要がある。ユーロ圏の貨幣流動性は過剰であり、中長期的な物価上昇圧力となる。

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。