



## ECB政策決定理事会（5月4日分）

発表日：2006年5月8日（月）

～6月の利上げの可能性がより強まる～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 齋藤 俊輔（5221-4547）

### 6月の利上げの可能性が強まる

5月4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2.50%、限界貸出ファシリティ3.50%、預金ファシリティ1.50%）。声明文では2.50%の金利水準を「名目・実質ともに依然として低水準であり、金融政策は緩和的である」との見方を引き続き示した。また、物価の安定に対して、4月の「非常に注意深く監視していく（monitor very closely）」から、「強い警戒（strong vigilance）」という文言に変更された。「警戒（vigilance）」という文言は、利上げ前の事前シグナルとされていることから、次回利上げは3ヵ月ごとの利上げサイクル通り、景気・物価の見通しが公表される6月に実施される可能性がより強まった。

### 2006年第2四半期も景気は拡大が続いている

声明文を詳細にみると、好調が持続している企業部門に加えて、家計部門も緩やかな回復が続いていることから、景気は再加速しているとの基本的な見解に変更はなかった。また、「足元の経済指標をみると、第2四半期における景気の拡大を示唆している」との判断も示した。月次の指標を確認すると、4月のIfo景況感指数や製造業PMIなどは引き続き改善傾向を辿っており、企業部門の好調ぶりが確認されている。家計部門をみると、3月のユーロ圏失業率は8.1%と低下しており、雇用環境の緩やかな改善傾向がみられた。一方、個人消費をみると、ユーロ圏の1-3月期小売売上高は前期比+0.1%と回復は依然として緩やかなものに留まっている。こうしたことから、10-12月期に前期比+0.3%と伸びを鈍化させたユーロ圏経済であるが、1-3月期の成長率は好調な輸出を背景に外需がプラス寄与に転じる見込みなどから再加速する可能性が高いだろう。

先行きの景気に関して、ECBは「堅調な海外経済や良好な金融環境やバランスシートの改善等を背景に、輸出・設備投資の増加が見込まれる」と予想している。また、「個人消費は労働市場の改善や実質可処分所得の増加に伴い、次第に強くなる」と見ている。ただし、景気の下振れリスクとしては「足元での原油価格再高騰や世界経済の不均衡」を挙げており、世界経済の減速によるユーロ圏経済へ影響を引き続き懸念している。

物価に関しては、4月の消費者物価（HICP）は前年比+2.4%（暫定値）と3月（同+2.3%）より加速している。一方、「賃金上昇については特に製造業において国際競争圧力を背景に依然として回復が緩やかであり、物価上昇圧力を抑制するのに寄与した」との判断が示された。先行きに関しては「原油価格の上昇による価格転嫁を背景に当面の物価上昇率はECBが目標とする前年比+2%未満かつその近傍を超える推移が続く」との見方を維持している。また、「公共料

金の値上げや間接税引上げなどの影響が2007年の物価上昇要因となる」として、ECBが財政面から物価動向を引き続き注視していく姿勢を示している。

物価の上振れリスクとしては「過去の原油価格の高騰を起因とした価格転嫁、2次的な影響としての強い賃金上昇」などが引き続き挙げられた。もっとも、独IGメタルによる賃上げ交渉は、ノルトライン・ウェストファーレン州で3%の賃上げと一時金支給(310ユーロ)で合意し、他の州もこの合意内容に概ね追随している模様だ。企業収益の回復を受けて、組合側は5%の高い賃上げ要求したが、ECBが指摘している通り、厳しい国際競争圧力を背景に経営者側の賃金抑制の姿勢が示された結果となっている。これにより、先行きもECBが注視している賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まる公算が大きい。

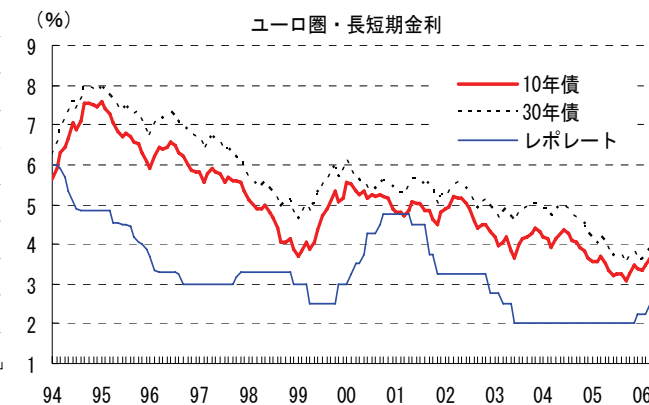
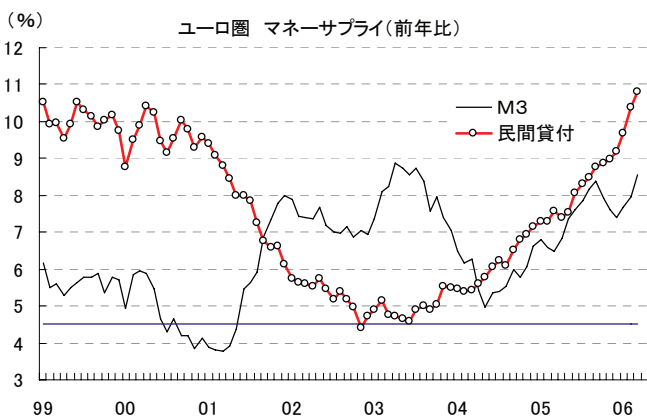
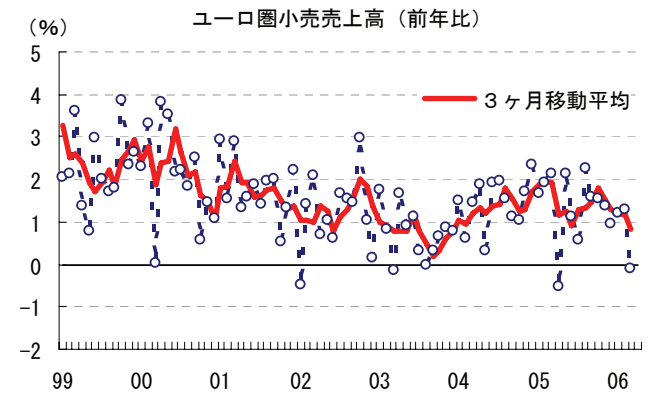
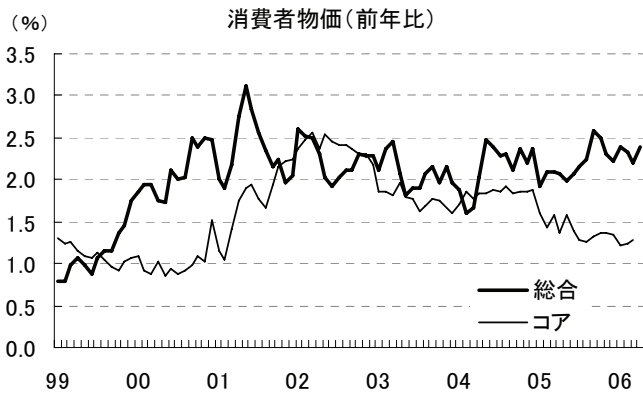
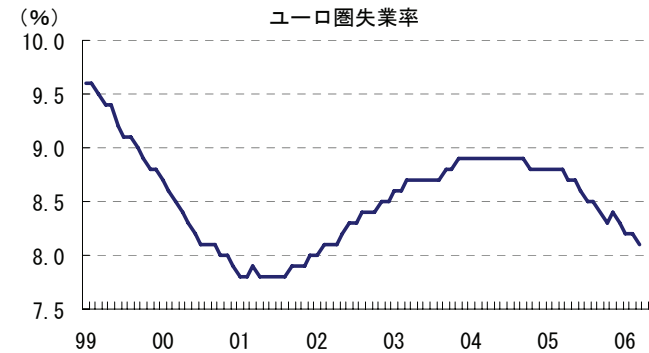
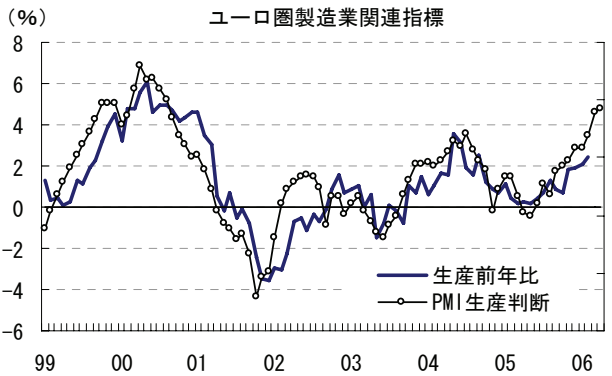
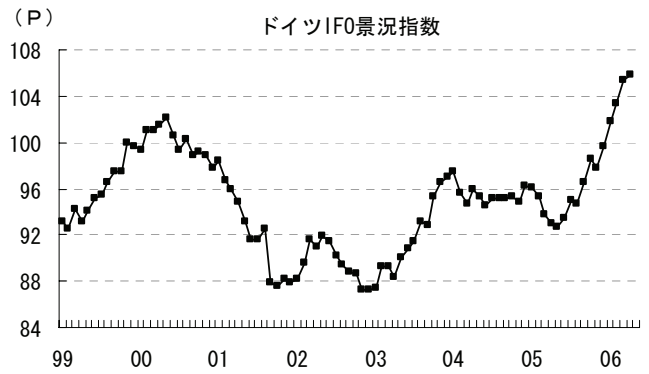
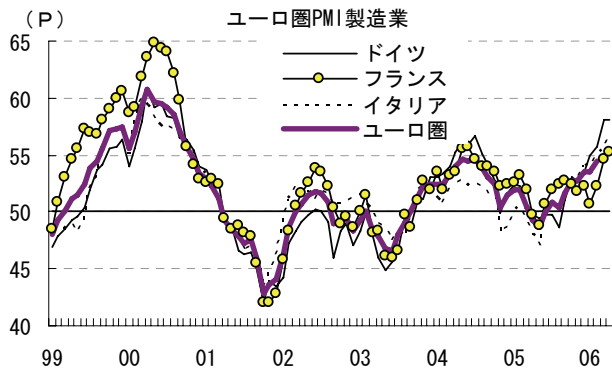
マネーサプライは3月のM3が前年比+8.6%(2月同+7.9%)と伸びを加速させている。民間部門向け銀行貸し出しは同+10.8%と前月(同+10.4%)よりさらに伸びが加速させた。ECBは「こうしたマネーサプライの高い伸びの主因は低水準にある金利」としており、「マネーサプライや信用貸し出しの伸びのさらなる加速は、中長期的な物価安定への上振れリスクとなる」と特に警戒を強めているようだ。また、フランスやスペインの住宅価格をみると、伸びは鈍化しているものの、依然として高い上昇率が続いていることから、特に住宅価格の動向に対して注意深い監視の姿勢を示している。

## 年内は6、9月の 利上げを予想

今回の声明文では過去2回の利上げ前月(11、2月)と同様に「警戒(vigilance)」という事前シグナルが盛り込まれた。また、質疑応答でトリシェ総裁は「私たちは非常に明快であり、12月と3月(の時点)に戻りたい」などと述べていることから、6月の利上げ実施はほぼ確実だろう。また、市場の一部で足元のインフレ率の加速などを背景に、+50bpの利上げが予想されていることに対して、トリシェ総裁は「私たちはいかなる点でも事前公約するつもりはない」などと言及を避け、利上げ(幅)に関して明確な見通しは決定していないことを示した。もっとも、足元の景気はECBの見通し(2006年、前年比+2.1%)に概ね沿っている。また、物価見通しは原油価格の再高騰を背景に上方修正される可能性があるものの、コア指数が安定的に推移しているように、あくまでECBが注視する2次的影響を通じた強いインフレ圧力はみられない。こうしたことから、12月、3月と同様に+25bpの慎重な利上げペースを維持することが本命となる。

先行きは2006年前半のユーロ圏では、企業部門の加速に加えて、家計部門も緩やかな回復が続くことから、年央にかけてユーロ圏の成長ペースは小幅加速するだろう。ただし、年後半には、米国経済の緩やかな減速が予想され、ユーロ圏の拡大ペースも前半から鈍化すると予想される。一方、インフレ率に関しては原油価格の高止まりを背景に目標値である同+2.0%を上回る推移が続くものの、前述の通り賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まる見込みから、大きく上振れて推移することまでは考えにくい。

以上のような景気、物価動向を踏まえると、ECBは6月に+25bp、9月(開催は8月31日)に+25bpの追加利上げを行うと見込まれる。その後、年後半の景気拡大ペースの鈍化に伴い、ECBはしばらく様子見を続けると予想する。



\*98年12月まではドイツ政策金利、99年1月以降のレポレートはユーロ圏の政策金利

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。

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意識)

	5月4日	4月6日
金融政策	変化なし。マネーサプライと信用貸し出しの伸びは非常に強いままである。このような状況に対し、中長期的な物価安定のリスクが具体化しないように強く警戒していく。この警戒は金利が名実ともに低水準であり、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。中長期的なインフレ期待を物価安定水準に落ち着かせることは、ユーロ圏の持続的な経済成長や雇用創出に不可欠なことである。	変化なし。中長期的なインフレ期待を物価安定水準に落ち着かせることは、ユーロ圏の持続的な経済成長や雇用創出に不可欠なことである。金利は名実ともに依然として低水準であり、引き続き中長期的な物価安定のリスクが具体化しないように非常に注意深く監視していく。
景気判断	年初からのデータによると、1-3月期のユーロ圏における景気は再加速していることを示している。また、直近の指標によると、2006年第2四半期も景気は拡大を続けており、3月のECB見通しを確認するものであった。特に企業マインドは上昇傾向にあり、投資にとって良い前兆である。また、個人消費と雇用環境は緩やかな回復を続けている。	最近のデータはユーロ圏における経済成長見通しが改善したとの見通しを引き続き確認するものであった。直近の指標によると、2006年上期のユーロ圏の景気回復は力を増し、広がりを見せている。
景気見通し	数四半期にわたり、景気拡大は続くだろう。堅調な世界経済はユーロ圏の輸出を支えよう。また、良好な金融環境やバランスシートの改善、そして効率性・収益性向上を背景に投資活動は増加が期待される。また、消費は労働市場の改善や実質可処分所得の増加に伴い、次第に回復を見せよう。	数四半期にわたり、景気拡大は続くだろう。堅調な世界経済はユーロ圏の輸出を支えよう。また、良好な金融環境やバランスシートの改善、そして効率性・収益性向上を背景に投資活動は強い推移が期待される。また、消費は労働市場の改善や実質可処分所得の増加に伴い、次第に回復を見せよう。
見通しに対するリスク	足元の原油価格の再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。	原油価格高騰の可能性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。
物価判断	4月の消費者物価は前年比+2.4%と2月の同+2.3%や3月の同+2.2%と比べて上昇している。賃金上昇はここ数四半期は依然として緩やかなままであり、特に製造業において国際競争圧力により抑制されている。ここ最近では緩やかな賃金上昇がユーロ圏内のインフレ圧力を抑制することに寄与した。	3月の消費者物価は前年比+2.2%と1月の同+2.4%や2月の同+2.3%と比べて鈍化している。賃金上昇はここ数四半期は依然として緩やかなままであり、特に製造業において強い国際競争圧力により抑制されている。ここ最近では緩やかな賃金上昇がユーロ圏内のインフレ圧力を弱めることに寄与した。
物価見通し	当面、物価上昇率は原油価格の高騰やそれに伴う価格転嫁を背景に目標とする「前年比+2%未満かつその近傍」を超える推移が続くと見ている。間接税や公共料金の値上げが2007年の物価に影響を与えよう。加えて、過去の原油価格高騰の間接的な影響も物価の上振れリスクとなるだろう。リスクとしては原油価格のさらなる上昇による価格転嫁、追加的な公共料金や間接税の値上げがある。また、よりファンダメンタルな点として過去の原油価格高騰による2次的影響として、予想以上の賃金上昇もリスクとなろう。	当面、物価上昇率は目標とする「前年比+2%未満かつその近傍」を超える推移が続くと見ている。間接税や公共料金の値上げが2006、07年の物価に影響を与えよう。加えて、過去の原油価格高騰の間接的な影響も物価の上振れリスクとなるだろう。リスクとしては原油価格のさらなる上昇や追加的な公共料金や間接税の値上げがある。また、よりファンダメンタルな点として過去の原油価格高騰による賃金上昇や価格設定を通じた二次的影響もリスクとなろう。
マネーサプライ	低金利の刺激的な効果を背景としてM3の伸びは依然として強い。特に民間部門向け貸し出しの伸びはここ数ヶ月増加を続けて、既に2桁の伸びに達した。また、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もさらに高まっている。ユーロ圏の貨幣流動性は過剰であり、マネーサプライと信用貸し出しの伸びのさらなる加速は中長期的な物価安定への上振れリスクとなる。	低金利の刺激的な効果を背景としてM3の伸びは依然として強い。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で高まっている。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。

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。