



## ECB 政策決定理事会（6月8日分）

発表日：2006年6月9日（金）

～予想通り 25bp の利上げ～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 齋藤 俊輔（03-5221-4547）

### 予想通り 25bp の 利上げ

ECBは6月8日の政策決定理事会で政策金利を 25bp 引き上げた（レポ・レート 2.75%、限界貸出ファシリティ 3.75%、預金ファシリティ 1.75%）。ユーロ圏経済の景気回復感が強まっていく中、3月に 25bp 利上げを実施して以来3ヵ月ぶりの利上げとなった。声明文では「今回の利上げ後も金利水準は歴史的にみて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ていることから、今後の利上げ継続の可能性は高いだろう。ただし、物価の安定に対しては4月の「強い警戒（strong vigilance）」から、「注視する（monitor closely）」という文言に変更されており、7月に追加利上げを行うとの見方は後退した。

3ヵ月に一度公表している経済見通しでは、2006年の実質GDP成長率は潜在成長率並みの+2.0%程度の成長を見込んでいるものの、2007年には足元の原油価格の再騰を背景に前回（3月）から僅かに下方修正された。また、2006年の消費者物価は原油価格の見通しを高めたことを背景に前年比+2.3%に上方修正された。2007年も引き続きECBの目標値である「+2.0%未満かつその近傍」を上回るとの見通しを示した。

### 第2四半期も前期と同程度の拡大ペースが持続している可能性

足元の景気判断は、拡大傾向が持続しているとの見方に変更はなかった。5月に公表された1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と前期（同+0.3%）から伸びが拡大している。また、「第2四半期でも足元までの経済指標はECBの景気拡大の見通しを引き続き支持している」との判断も示した。月次の指標を確認すると、5月にかけて製造業PMIは改善傾向を辿っており、企業部門の好調が持続している。一方、家計部門をみると、4月のユーロ圏失業率は8.0%と低下傾向を辿っている。こうした雇用環境の改善を背景に消費者マインドも持ち直していることなどから、個人消費は緩やかながら回復が続いている。以上を踏まえると、4-6月期も前期と同程度の拡大ペースが持続している可能性が高いだろう。

先行きの景気については、2006年が前年比+2.1%（レンジ：+1.8～+2.4%）と前回（3月）と概ね変更がなかった一方、2007年が同+1.8%（同：+1.3～+2.3%）と僅かに下方修正された。この理由として足元の原油価格の再騰を挙げている。もっとも、先行きに対する基本的な見解は今までと同様であった。「堅調な

海外経済や良好な金融環境、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」、「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」などを背景に「潜在成長率程度の景気拡大が見込まれる」と予想している。

景気の下振れリスクとしては、さらなる原油価格の高騰や世界経済の不均衡、保護主義」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、5月の消費者物価（HICP）は前年比+2.5%（暫定値）と4月（同+2.4%）から上昇率が拡大した。詳細は公表されていないが、「この伸び幅の拡大はおそらくエネルギー価格の上昇から生じている」とみている。

先行きは2006年が前年比+2.3%（レンジ：+2.1～+2.5%）、2007年が同+2.2%（レンジ：+1.6～+2.8%）とECBが目標とする+2.0%を超える推移が続くとみている。原油価格の見通しを高めたことを背景に2006年の予測値は前回（3月）から上方修正されている。基本的な見解としては「2007年には特に製造業における国際競争圧力を背景にユーロ圏の労働コストの緩やかな上昇が続くと予想される一方、過去の原油価格の上昇による2次的影響、間接税の上げがインフレ率を押し上げる」とみている。

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。

マネーサプライは4月のM3が前年比+8.8%（3月同+8.5%）と伸びを加速させている。また、民間部門向け貸出しも同+11.3%と前月（同+10.8%）からさらに加速している。ECBは「現在の上昇トレンドの主因は低金利による刺激効果であり、それは中長期的なインフレリスクの前兆となる」、「既に十分な貨幣流動性にある状況のもと、さらなるマネーサプライと信用貸出しの加速は長期的には物価安定への上振れリスクを強めることを示す」などと警戒している。特に住宅価格の動向に対して引き続き注意深く監視する姿勢を示した。

## 次回利上げは 9月と予想

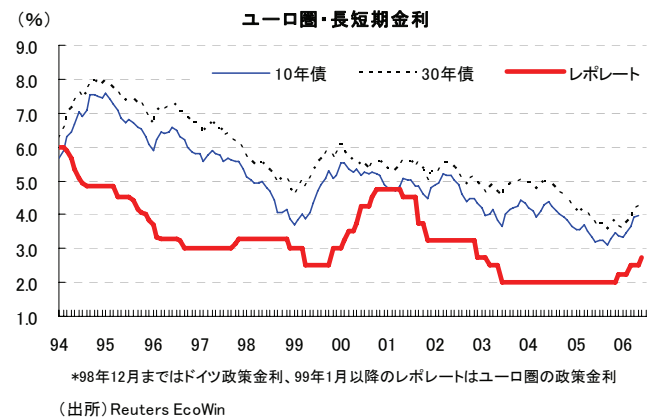
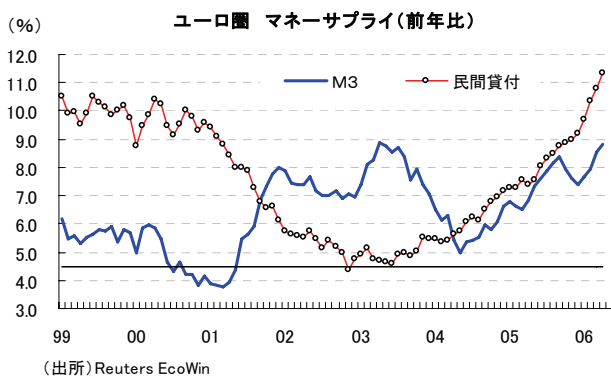
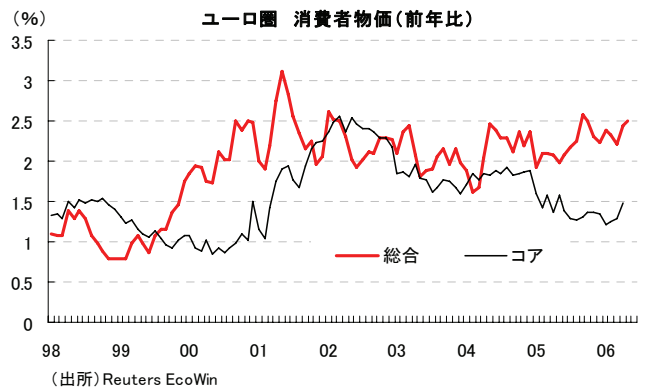
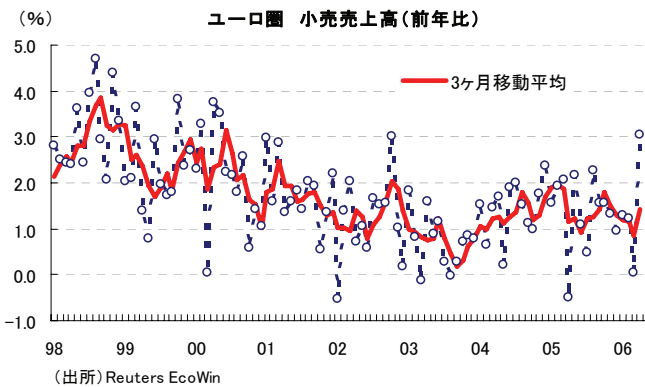
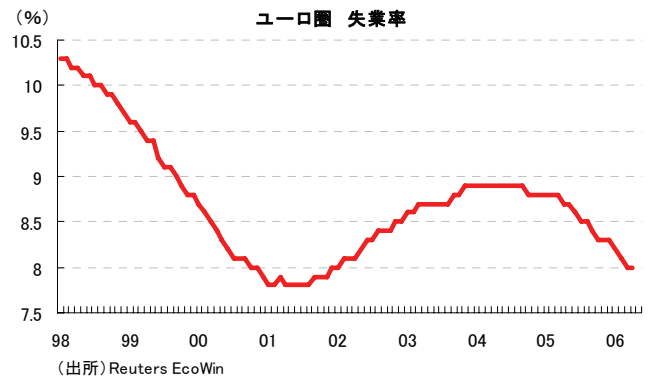
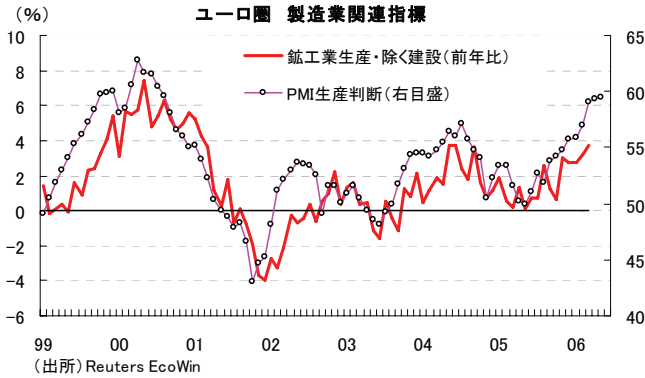
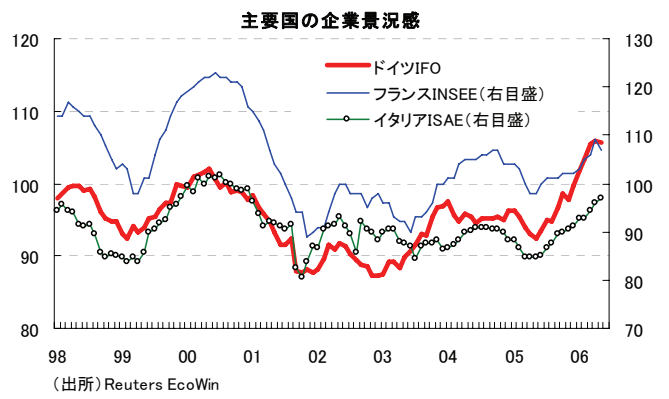
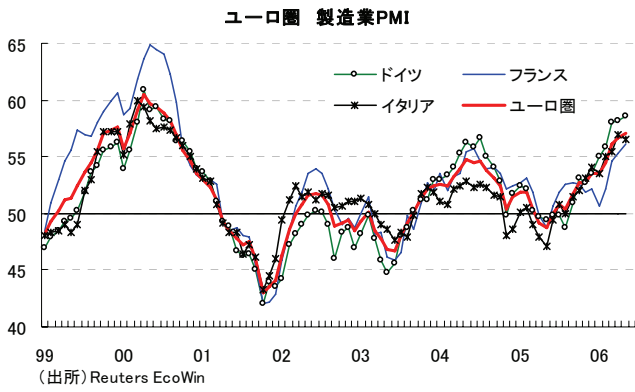
5月の声明文では、過去2回の利上げ前月（11、2月）と同様に「警戒（vigilance）」という事前シグナルが盛り込まれたことから、今回の利上げ実施に関してサプライズはない。また、利上げ幅に関しては一部で足元の消費者物価やマネーサプライの加速などを背景に+50bpの利上げ観測がみられたが、従来通り+25bpの利上げ幅が保たれた。トリシェ総裁は質疑応答で「+50bpの利上げについては検討されたものの、為替相場を含めた様々な要素を考慮したうえで、今回も+25bpの利上げが適切であるとの見方が圧倒的だった」と述べている。足元では米国の利上げ継続観測等を背景に世界的に株式市場が調整色を強めるなど、先行きの景気に対してやや楽観的な見方が修正されつつある。また、物価見通しは原油価格の再騰を背景に上方修正されたが、賃金の伸びが緩やかにとどまる中、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。以上を踏まえると、12月、3月と同様に穏健的な+25bpの利上げが妥当であった

と考えられる。なお、今回の結果を受けて1ドル=1.30ユーロに近づきつつあった為替相場は1.26ユーロ近傍まで調整している。

今回の利上げ時期を探ると、当面は企業部門の好調持続に加えて、家計部門でも個人消費が緩やかな回復傾向を辿ると予想されることから、景気拡大ペースが持続するだろう。また、声明文で物価安定について5月の「警戒 (Vigilance)」から「注視する (monitor closely)」にトーンダウンされている点は12、3月と同様である。こうしたことから判断すると、再び3ヵ月サイクルを踏襲し9月(政策決定理事会の開催は8月31日)に再度+25bpの追加利上げを行うと予想する。

ECB景気見通し (％)

		06年	07年
HICP	6月見通し(今回)	2.1-2.5	1.6-2.8
	3月見通し(前回)	1.9-2.5	1.6-2.8
GDP	6月見通し(今回)	1.8-2.4	1.3-2.3
	3月見通し(前回)	1.7-2.5	1.5-2.5



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(筆者意訳)

	6月8日	5月4日
金融政策	25bpの利上げ。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不可欠なものである。ただ、今日の利上げ後も金利は歴史的にみて低水準であり、引き続き緩和的である。今後も物価安定のリスクを注視する必要がある。	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力強いままである。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。
景気判断	最新の主要な経済指標は良好である。2006年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と内需の貢献により前期(+0.3%)から加速した。こうした景気の再加速は1-3月期に具体化し、経済成長が広がっているとECBの見通しを確認するものだ。第2四半期でも足元まで経済指標はこの景気拡大の見通しを引き続き支持している	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。
景気見通し	原油価格の上昇にもかかわらず、潜在成長率程度の経済成長が見込まれよう。主要な貿易相手国の経済は堅調であり、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。実質GDP成長率は2006年を+2.1%(+1.8%~+2.4%)、2007年を+1.8%(+1.3%~+2.3%)と予測する。	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。
見通しに対するリスク	長期的にはさらなる原油価格の上昇や世界経済の不均衡、保護主義は景気見通しに対して引き続き下振れリスクとなる。	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。
物価判断	5月の消費者物価は前年比+2.5%と3月の同+2.2%や4月の同+2.4%と比べて上昇している。詳細な情報は入手できないが、この伸び幅の拡大はエネルギー価格の上昇から生じているようだ。2007年には特に製造業における国際競争圧力を背景にユーロ圏の労働コストの緩やかな上昇が続くと予想される一方、過去の原油価格の上昇による2次的影響、間接税の引上げはインフレ率を押し上げる。	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。
物価見通し	2007年にかけては物価上昇率はエネルギー価格高止まり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。2006年の物価上昇率は+2.3%(+2.1%~+2.5%)、2007年は+2.2%(+1.6%~+2.8%)と予想した。3月予測より上方修正を行ったが、原油価格の見通しを上げたことによるものだ。このシナリオの上振れリスクとしては原油価格のさらなる上昇、過去の原油価格の高騰を背景とした消費者物価への大幅な価格転嫁、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る。	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、過去の原油価格高騰を背景とした消費者物価への大幅な価格転嫁、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る。
マネーサプライ	マネーや信用貸し出しの上昇トレンドについては再度徹底的に議論した。既に十分な貨幣流動性のもと、M3や信用貸し出しの伸びは続いており、特に民間部門向け貸し出しはここ数ヶ月は前年比2桁の伸びへ加速した。また、個人向け(特に住宅ローン)や非金融機関向けの貸し出しの伸びもさらに高まっている。こうした最近の加速の主因は低金利の刺激的な効果であろう。それは中長期的なインフレリスクの前兆となる。十分な貨幣流動性にある状況のもと、さらなるマネーサプライと信用貸し出しの加速は長期的には物価安定への上振れリスクを強めることを示す。	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。

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。