



ECB 政策決定理事会（8月3日分）

発表日：2006年8月4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 柵山 順子（03-5221-4548）

25bp の利上げ

ECBは8月3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3.00%、限界貸出ファシリティ4.00%、預金ファシリティ2.00%）。利上げのペースは、昨年末より実施されてきた3ヶ月毎から、2ヶ月に速まった。声明文でECBは、今回の利上げの目的は「(期待インフレ率が上昇する可能性が高まったことで) 中期的に物価が上振れるリスクがあったため」とし、「今後も期待インフレ率を安定的な物価水準と一致させることが経済成長や雇用創出に不可欠である」との見方を強調した。

また「利上げ後の金利水準は名目・実質ともに低い水準であり、金融政策は緩和的である」との見方を示し、前月の「十分に緩和的」からはややトーンダウンした。しかし、「ECBの景気見通しが正しければ緩和的な金融水準の更なる修正が正当化される」との判断を示したことから、今後も経済が潜在成長率程度の伸びを続けるもとの、利上げ継続の可能性は高い。

利上げペース次回も速まり、2ヶ月後を予想

物価の安定については7月の「強い警戒 (strong vigilance)」から、「非常に注意深く監視する (monitor very closely)」という文言に変更された。この文言と利上げには一定の関係が見られる。

昨年12月以降、ECBは3ヶ月ごとの利上げを繰り返してきたが、利上げを行った月は「monitor closely」という最も弱い表現にとどめ、その翌月には「monitor very closely」、翌々月に「strong vigilance」と、徐々に物価に対する警戒感を強め、「strong vigilance」を用いた翌月に利上げを行った。つまり、「strong vigilance」が用いられれば翌月利上げ、「monitor very closely」が用いられれば翌々月利上げというように、物価に対する表現の相違が、次回利上げまでの期間を示すシグナルとなってきた。

今回の声明文で、従来利上げ月に使用してきた「monitor closely」ではなく、「monitor very closely」という文言を用いたことから、次回利上げは2ヵ月後となる可能性が高いと考えられ、10月5日と予想される。

マネーサプライへの見方は若干緩和される

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。「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」との判断を継続し、さらに「経済成長はより広く域内需要にも浸透し始めた」との見方を示した。足元の指標を確認すると、7月の製造業PMIの水準は高く、また受注

在庫バランスを見ても好調であることから、足元で企業部門の好調が持続していると考えられる。また、ドイツなどでは輸出受注の鈍化に対して新規受注の鈍化は小さく、国内需要が回復してきたと見られる。家計部門をみると、6月のユーロ圏失業率は7.8%と低下傾向を辿っている。7月の消費者マインドは低下したものの、雇用環境の改善を背景に、個人消費は緩やかな回復が続いている。以上を踏まえると、4-6月期の実質GDP成長率は前期（前期比+0.6%）を若干上回る可能性が高く、ECBの見通し通りの推移となっている。

先行きの景気に関して、ECBは「潜在成長率程度の景気拡大が見込まれる」、「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」、「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、見通しを変更しなかった。

景気の下振れリスクとして「足元での原油価格再高騰や世界経済の不均衡、保護貿易の拡大」を挙げており、特にドーハでのWTO協議凍結を、保護貿易主義が高まっている例として挙げた。

物価の先行きに関しては、「将来のエネルギー価格情勢によるが、2006年後半及び、2007年の平均値は2%を超える」との予測を継続している。ベースシナリオとしては「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上昇は緩やかであると予想される一方、過去の原油価格の上昇による2次的影響、間接税の引上げがインフレ率を押し上げる」と見ており、6月の予測では2007年の物価上昇率を前年比+1.8%~+2.8%とした。ただし、過去の原油価格の高騰を起因として、現在の想定以上に価格転嫁が進んだり、2次的な影響としての賃金上昇が予想以上に強まったりすれば、物価はさらに上振れると見ている。

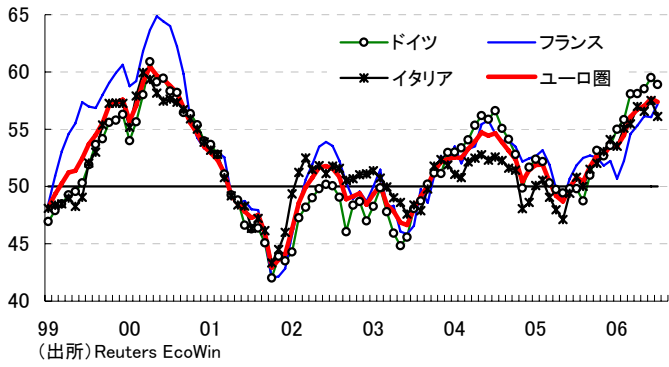
マネーサプライについては、足元で6月のマネーサプライ（M3）は前年比+8.5%（5月同+8.8%）、ECBが注目していた民間部門向け銀行貸し出しも同+11.0%（5月同+11.4%）と伸びを鈍化させたものの、高い水準が続いている。これに対してECBは「（M3の）前年比の伸びは緩やかになったものの、上昇傾向は変わっていない」と判断し、また民間部門向け銀行貸し出しについては、住宅購入資金としての個人向け貸し出しの伸びに引き続き警戒を示した。ただし、住宅価格の動向に対する監視姿勢は前月と比べてやや弱まっており、ECBのマネーサプライに対する警戒は若干緩和された。

次回利上げは 10月5日と予想

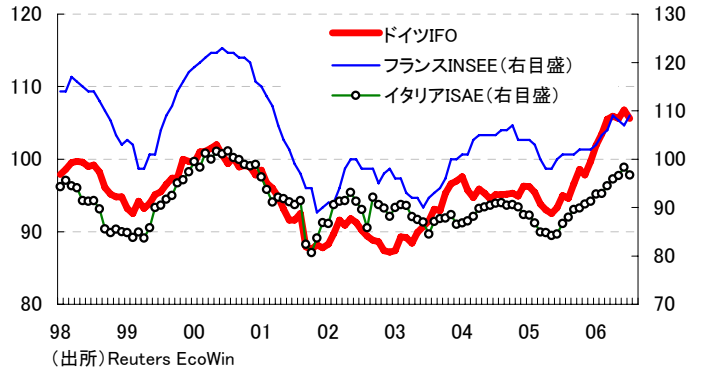
先行きを見ると、年末にかけて米国経済の緩やかな減速が予想され、ユーロ圏の景気拡大ペースは年前半と比べ若干鈍化するものの、潜在成長率を上回ると予想される。一方、インフレ率に関しては前述の通り賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まるものの、原油価格の再騰を背景に目標値である前年比+2.0%を上回る推移が続くと考えられる。

以上のような景気、物価動向はECBの想定通りであるため、ECBは今後も緩和的な金融水準の修正を継続すると考えられる。ECBは今後10月に+25bp、その後景気動向や原油価格を中心に物価動向を見ながら、年内もしくは2007年初頭に+25bpの利上げを行い、政策金利を3.50%まで引き上げると予想する。

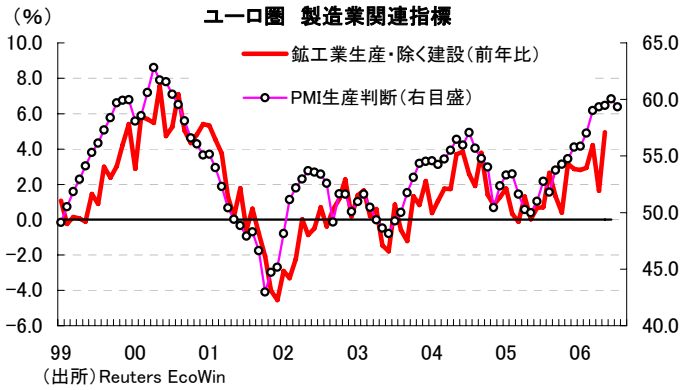
ユーロ圏 製造業PMI



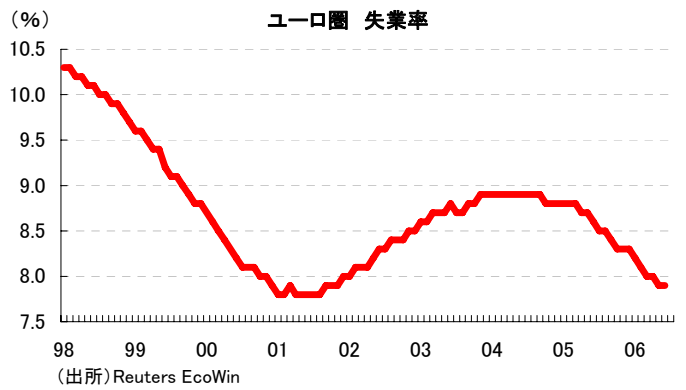
主要国の企業景況感



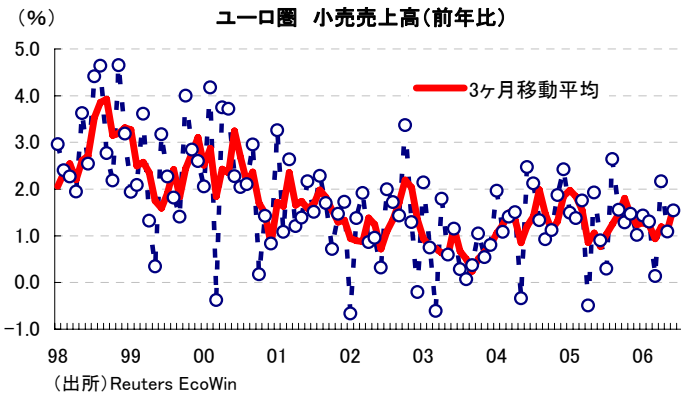
ユーロ圏 製造業関連指標



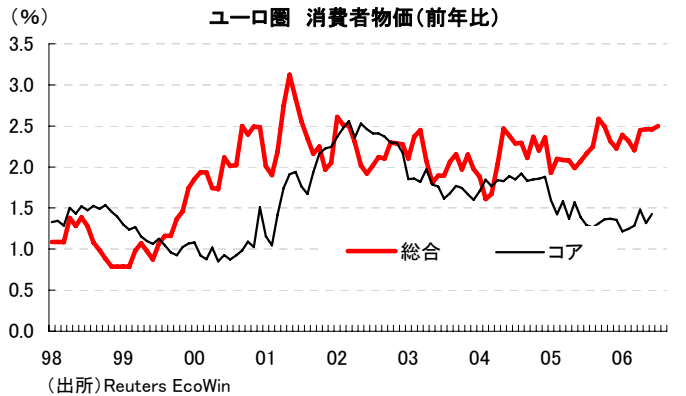
ユーロ圏 失業率



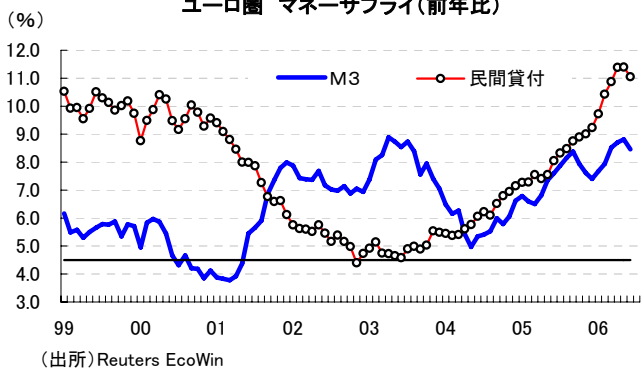
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



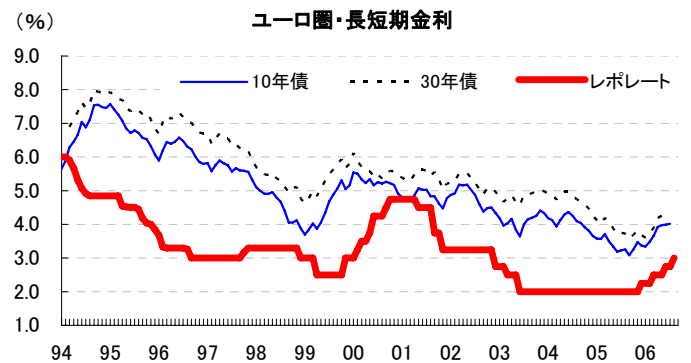
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



ユーロ圏 マネーサプライ(前年比)



ユーロ圏・長短期金利



*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
(出所) Reuters EcoWin

ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	8月3日	7月6日
金融政策	25bpの利上げ。今回の利上げは、中期的に物価水準が上振れるリスクに対応し、中長期の期待インフレ率を安定的な物価水準まで低下させるためのものである。金利水準は今回の利上げ後も緩和的であり、ECBの見通しが正しければ更なる緩和的金利水準の修正が正当化される。今後も中長期的な物価安定を実現するために、我々は景気、物価動向を非常に注意深く監視していく。	金利は変更なし。先月の利上げがインフレ回避に有効であった。物価の安定には、期待インフレ率を安定した物価水準に一致させる必要がある、ユーロ圏の持続可能な経済成長と雇用創出の必要条件となる。現在の金融政策は十分に緩和的である。ECBの見通しや基本シナリオが正しければ、緩和的金利水準の更なる修正が必要である。今後も中期にわたり物価安定に対するリスクが現実とならないよう、強い警戒を行使する。
景気判断	足元までの経済指標はECBの予測通りである。経済成長は広く内需にも浸透してきており、直近の指標は第2四半期も持続可能なペースで成長したということを裏付けた。第3四半期も見通し通り潜在成長率程度の成長となるだろう。	直近の指標は引き続き良好で、さらに改善したものも多い。経済成長は勢いを回復し、より広範にわたり、持続可能なものになるという2006年前半の我々の見通しは正しかった。
景気見通し	実質GDP成長率は潜在成長率程度の成長を継続している。輸出は主要な輸出相手国の景気に支えられている。投資も良好な金融環境はバランスシートの改善、企業の収益力や効率性の改善により良好なものとなる。雇用環境の改善や可処分所得の増加に伴い、消費は徐々に強くなるだろう。	四半期毎の指標には不安定な動きのものもあるが、潜在成長率程度の経済成長が見込める。世界経済は堅調でユーロ圏の輸出を支えている。投資は非常に良好な金融情勢、バランスシートのリストラ、所得と業務の効率化により利益を得て、好転するだろう。消費についても雇用環境がより改善され、可処分所得が増加するのに伴い徐々に強くなるだろう。
見通しに対するリスク	地政学的な緊張状態やそれが市場に与える影響という不確実性に直面しているにもかかわらず、短期的リスクは問題となっていない。中長期的には、石油価格再騰の可能性や世界経済の不均衡、特にドーハでのWTO協議凍結など保護貿易的圧力が景気下振れリスクである。	長期的には更なる原油価格の上昇、世界経済の不均衡による巻き戻し、保護貿易主義拡大による潜在的圧力により景気後退リスクがある。
物価見通し	2006年後半、2007年の物価上昇率は、エネルギー価格の高騰によるが、2%を超えるだろう。賃金の伸びは、特に製造業における国際競争圧力により、緩やかなものとなる。過去の原油価格の上昇による2次的効果や既に発表された間接税の引き上げは、2007年に重大な物価水準押し上げ効果を示すだろう。原油価格の再騰、現在確認できるよりも強い過去の原油価格高騰の消費者物価への転嫁、追加的な公共料金や間接税の引き上げがインフレリスクとして挙げられる。よりファンダメンタルな点では、雇用環境が徐々に回復する中、過去の原油価格高騰の2次的効果が予想以上の賃金や物価の上昇を招くことである。	将来のエネルギー価格によるが、2006年後半、2007年の平均物価上昇率は2%を超えるだろう。賃金の伸びは、特に製造業における国際競争の圧力もあり、2007年も緩やかな上昇となる予想される一方、過去の原油価格の上昇による2次影響、間接税の引上げは来年のインフレ率を押し上げる。原油価格の更なる上昇や、予想以上の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インフレリスクである。そしてよりファンダメンタルな点は過去の原油価格高騰の2次的影響として、予想以上の賃金や物価の上昇もリスクとなる。
マネーサプライ	物価上昇リスクが強いという見方は、金融分析により裏付けられる。6月のマネーサプライの伸びは緩やかとなったが、2004年半ばの金融緩和により、依然上昇トレンドにある。民間部門への貸し出しの伸びがここ数ヶ月前年比2桁となるなど、拡大していることがマネー拡大の主な要因である。個人向け貸し出しの伸びは住宅関連のものであり、十分緩和的な金融環境の中でのマネーや信用貸し出しの力強い伸びは中長期的な物価上昇圧力となる。金融市場、特に住宅市場への注意が必要である。	物価上昇リスクが広がるという想定は金融分析により裏付けられる。マネーサプライと信用貸し出しの伸びはこの四半期でさらに強くなり、5月M3の対前年+8.9%という伸びは2003年4月以来最も高い。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る。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桁の伸びが加速した。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。特に住宅関連の借入れで、家計の強い借入れ行動は続いており、この数ヶ月は年率12%を超えている。すでに十分な流動性の環境下で、マネーサプライと信用貸し出しの力強い伸びは中長期的に物価安定性を上ぶれるリスクを強めることを示す。従ってより一層のモニタリングが必要である。特に住宅市場の力強い伸びには注意が必要である。

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。