



## ECB政策決定理事会（8月31日分）

発表日：2006年9月4日（月）

～10月5日の利上げを示唆～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 柵山 順子 (03-5221-4548)

### 10月5日の利上げを示唆

ECBは8月31日の政策決定理事会で政策金利の据え置きを決定した（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%）。声明文でECBは、物価の先行きについて「非常に注意深く監視する（monitor very closely）」から、次回利上げを示唆する「強い警戒（strong vigilance）」に変更している。さらに「米国経済の鈍化がユーロ圏経済に影響を与えた」としながらも、「ユーロ圏経済にとって米国よりも英国の影響が大きい」としており、米国経済の減速だけで、ECBが利上げを見送ることはないとの姿勢を示したと考えられる。こうしたことから、10月5日の次回政策決定理事会にて+25bpの利上げが実施されると予想する。

### ECBの成長率見通しを2006年は達成するも、2007年は下回ると予想

ECBは3ヶ月ごとに発表している経済・物価見通しで、2006年の経済成長率を6月予想の前年比+2.1%から同+2.5%に、2007年を同+1.8%から同+2.1%にそれぞれ上方修正した。この背景には4-6月期の実質GDP成長率が前期比+0.9%、前年比+2.6%と6年ぶりの高成長を遂げたことが挙げられる。もっとも、米国景気減速の影響を受け、7月以降の海外受注や生産は鈍化し始めている。

年末にかけて米国景気減速の影響がさらに顕在化し、生産活動の拡大ペースは鈍化すると見られる。ただし、米国経済の減速が潜在成長率程度に留まると予想されることから、生産の鈍化は緩やかなものとなるだろう。このため、雇用所得環境の改善は続くと考えられ、消費は引き続き緩やかな回復傾向を維持すると見込まれる。以上の生産、消費動向から2006年後半のユーロ圏経済の鈍化は緩やかなものに留まると予想され、成長率は前年比+2.5%程度と、ECBの想定通りとなる可能性が高い。

一方、2007年のGDP成長率は、上半期に米国景気減速の影響のさらなる明確化を受け、潜在成長率を下回ると予想されることから、ECBの見通しを下振れる可能性が高い。

### ECB景気見通し (%)

|      |           | 06年     | 07年     |
|------|-----------|---------|---------|
| HICP | 9月見通し(今回) | 2.3-2.5 | 1.9-2.9 |
|      | 6月見通し(前回) | 2.1-2.5 | 1.6-2.8 |
| GDP  | 9月見通し(今回) | 2.2-2.8 | 1.6-2.6 |
|      | 6月見通し(前回) | 1.8-2.4 | 1.3-2.3 |

### 原油価格低下を 背景に、2007年物 価はECB見通 しを下回る公算

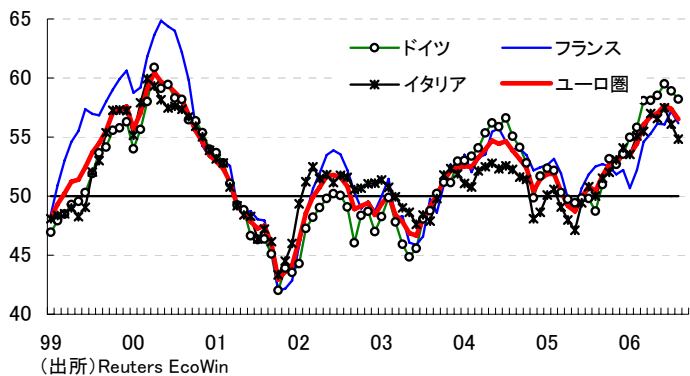
物価見通しは 2006 年の物価上昇率を 6 月予想の前年比+2.3%から同+2.4%に、2007 年を同+2.2%から同+2.4%に上方修正した。上方修正の要因として、ECBはインフレリスクが依然存在し、原油価格の高騰が 2007 年も引き続き物価上昇率を押し上げるとの見方を示した。しかし、原油価格の先行きを見ると、年末にかけての世界経済減速を背景に原油の需給逼迫が緩和されると予想されることから、2006 年後半にかけて原油価格の加速に歯止めがかかると考えられる。さらに 2007 年には産油国の供給能力拡大が見込まれること、年半ばまでは世界経済の減速が続くと見られることなどにより、原油価格は緩やかに低下すると予想される。こうしたことから、物価上昇率の伸びは、2007 年には原油価格による押し上げ効果が剥落し、前年比+2%近くに低下すると見込まれ、ECBが予想するほど物価は上昇しないと考えられる。

### 2006年中、利上 げ継続の見込 み

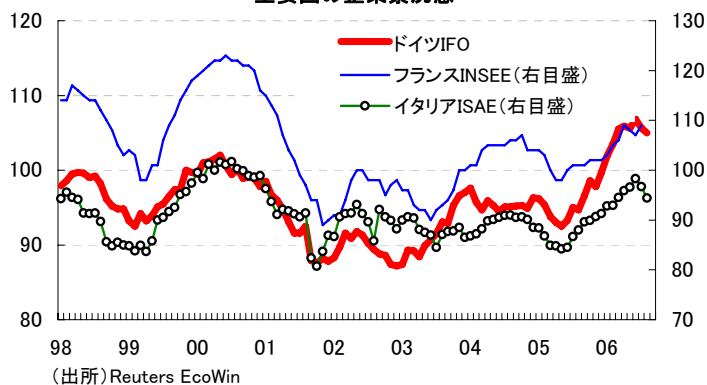
ECBは声明文で引き続き「ECBの見通しが正しければ、更なる緩和的金融政策の修正が正当化される」との姿勢を示している。前述の通り、2006年は経済が潜在成長率を超える成長を遂げる中、物価上昇率は原油価格の高止まりなどにより前年比+2.0%を超えて推移すると見込まれる。これはECBの経済・物価見通しに沿った推移であるため、10月+25bp、12月+25bpの利上げを行い、政策金利を3.50%まで引き上げると予想する。

2007年に入ると、米国景気減速によりユーロ圏の経済成長鈍化が明確化すると見られる。さらに、物価上昇率は原油価格による押し上げ効果が剥落し、前年比+2.0%程度に低下すると予想されることから、ECBは利上げを休止すると考える。

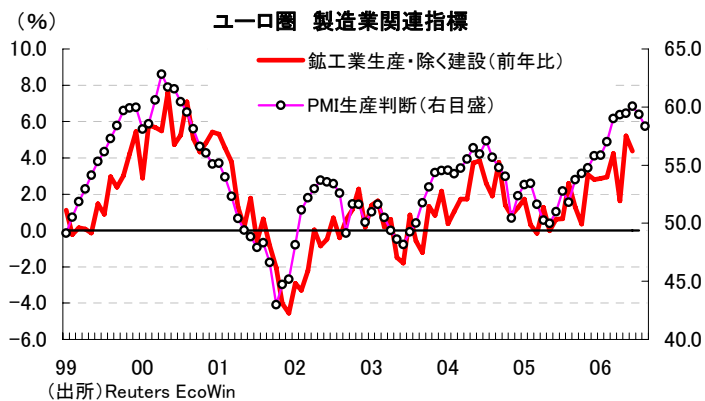
ユーロ圏 製造業PMI



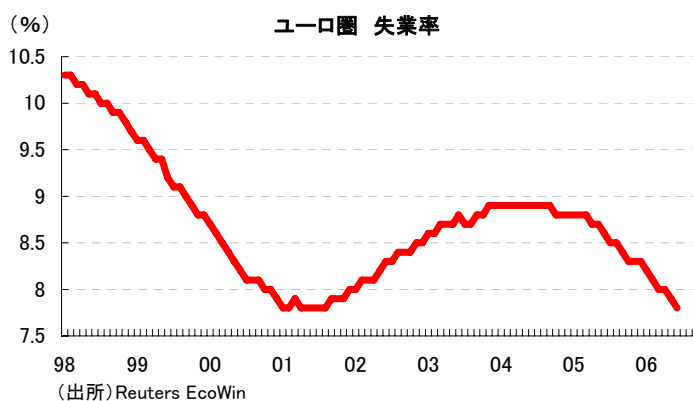
主要国の企業景況感



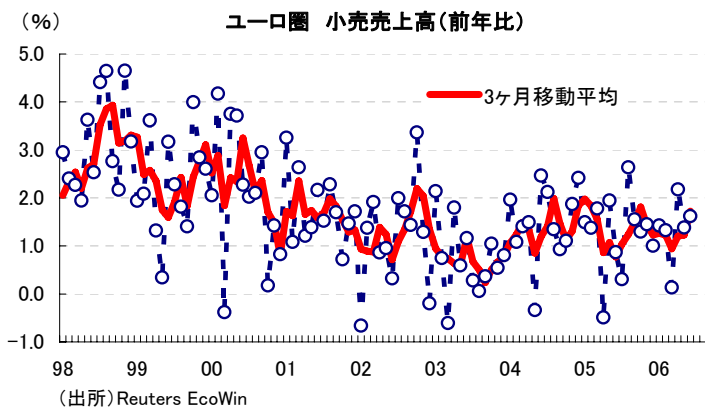
ユーロ圏 製造業関連指標



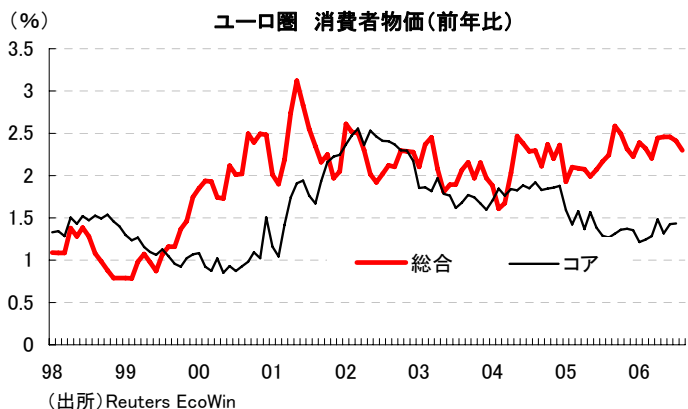
ユーロ圏 失業率



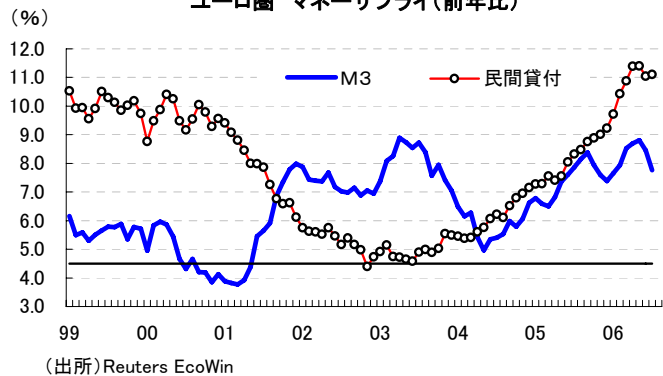
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



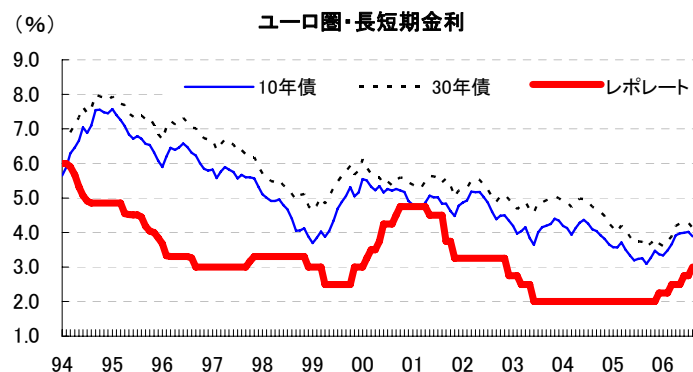
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



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31日   | 8月3日  |
|------------|---|---|
| 金融政策       | 金利は据え置き。足元の経済指標は月初の金利引き上げを支持している。景気が強いこと、今後も物価上昇リスクに備えて強い警戒を行使する。政策金利は依然として名実ともに緩和的であり、マネーや信用の伸びもダイナミックであり、流動性は低金利に支えられ十分である。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。期待インフレ率を安定した物価水準に固定するためにタイムリーな対応が必要だ。  | 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、我々は景気動向を注視していく。  |
| 景気判断       | 足元までの経済指標は上半期の経済活動の基盤が改善したこと、シンクタンクの見通しより景気が強いことを示している。第2四半期の実質GDP成長率は前期比+0.9%で、上半期の+0.6%から加速した。GDPデータは四半期のぶれは考慮する必要があるものの、経済成長が広くそして持続可能なものになったことを示している。また第3四半期、その後も潜在成長率程度の成長が続くだろう。  | 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も裏付けた。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。   |
| 景気見通し      | 世界経済は拡大を続けており、ユーロ圏輸出を支えている。企業の投資は緩和的な金融環境が続いたことによる利益、バランスシートの改善、過去そして現在の強い収益と効率性により引き続き拡大が期待される。消費は雇用環境の更なる改善による実質可処分所得の改善を背景に時間とともに強くなるだろう。上半期の高成長および今後も高い成長が続くであろうことを示す指標が多いため、実質GDP成長率予測は2006年を+2.5% (+2.2%~+2.8%)、スロヴェニアを含んだ2007年を+2.1% (+1.6%~+2.6%)と上方修正する。   | 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。   |
| 見通しに対するリスク | 短期的にはリスクは均衡している。長期的には不確実性、エネルギー価格や世界的不均衡、ドーハ以降の保護主義の圧力が下振れリスクだ。   | 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関わらず、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。  |
| 物価見通し      | 2006年下半年および2007年の物価上昇率はエネルギー価格の水準によるが、2%を超えるだろう。我々のメインシナリオでは労働コストは2006年下半年および2007年は特に製造業における国際競争圧力により、穏やかな上昇となる。過去の原油価格の上昇による間接的効果や既に発表された間接税の引き上げは2007年に物価押し上げ効果を示すだろう。2006年の物価上昇率は+2.4% (+2.3%~+2.5%)、2007年は+2.4% (+1.9%~+2.9%)と予想した。2006年は前回予想レンジの上半分に、原油価格の高まりを想定して2007年は上方修正になった。<br>物価見通しは依然上振れリスクがある。さらなる原油価格の高騰、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、想定よりも賃金の改善が強いことが挙げられる。 | 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次の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。<br>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次の効果が予想以上の賃金や物価の上昇を招くことである。 |
| マネーサプライ    | 中長期的には物価上昇リスクが強いという見通しは金融分析により裏付けられる。マネーと信用の拡大ペースは低金利を反映して依然速い。民間部門への貸し出しは前年比2桁の伸びが続いており、家計と企業で広く拡大している。M3の伸びは政策金利引き上げを反映して、前年比で6月8.5%、7月7.8%と過去2ヶ月緩やかになった。しかし当時ユーロ通貨統合以来最高の伸びであった2006年5月よりも高い水準である。さらに一般的にはマネーの伸びは中期的な視点で評価されなければならない。足元までのマネーの拡大は2004年半ばから続いている。このような観点から見れば、流動性は依然十分と判断できる。中長期的には十分な流動性のもとでの、このような強いマネーや信用の伸びが物価の上振れリスクとなっている。従って、特に景気回復と資産市場の強い成長の基でのマネーの伸びには注意深い監視が必要である。                                  | 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。  |

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。