



ECB 政策決定理事会 (10月5日分)

発表日：2006年10月6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)

12月の利上げを示唆

ECBは10月5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3.25%、限界貸出ファシリティ4.25%、預金ファシリティ2.25%)。声明文でECBは、今回の利上げの理由を中期的なインフレリスクに対応するためとしている。また、物価の見通しを利上げ前々月に使用されてきた「非常に注意深く監視する(monitor very closely)」としている。さらに質疑応答では、「私はマーケットのセンチメントを修正するようなことは何も言及しない」としており、現在のマーケット予想通り、12月7日に+25bp利上げされる可能性が高い。

足元の金融政策については引き続き「(今回の利上げ後も)金利は低い水準であり、マネーや信用の伸びも強く、流動性は十分であり、金融政策は緩和的だ」とした。さらに「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(further)修正が正当化される」としており、ECBは利上げを今後も継続する姿勢を見せた。ただし今回、前回まで使っていた「漸次的な(progressively)修正」との文言を「更なる(further)修正」に変更した。来年の景気先行き不透明さなどを背景に、来年の利上げについての明言を避けたと判断できる。

ECB 経済見通しはさらに上方改訂される可能性が高い

前回のECB政策決定理事会後、9月1日に発表されたユーロ圏GDP成長率改定値では、4-6月期の成長率が前期比+0.9%であることに変更はなかったものの、前年同期比では+2.6%と上方改訂された。さらに1-3月期については、前期比+0.6%から+0.8%と大幅に上方改訂されている。昨年10-12月期に消費の落ち込みにより景気が一時減速したものの、平均すると昨年7-9月期から4四半期連続で潜在成長率を超える推移が続いている。

ECBもこの点について、過去の想定よりも実際の経済活動が幾分強い可能性を示唆している。前回の政策決定会議時に発表された経済見通しでは2006年のGDP成長率を前年比+2.5%と6月見通し(同+2.1%)から強めたが、9月のGDP改訂を受けてさらに見通しを強めた可能性が高い。

足元の景気判断に大きな変更はなし

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く「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、内需主導になってきている」と特に内需について評価した。

足元の指標を確認すると、9月の製造業PMIは新規受注の拡大により前月から横ばいとなった。米国景気減速が緩やかであることやドイツの内需回復に牽引され域内経済に明確な減速感が見られないことを背景に、足元で企業部門は堅調

に推移していると考えられる。家計部門をみると、8月のユーロ圏失業率は7.9%と前月から小幅上昇したものの、失業率が景気の遅行指数であることを考えると、今後も低下傾向を辿る可能性が高い。消費者マインドは小幅悪化したものの、雇用環境が改善傾向を辿っていることを背景に、8月の小売売上高が前月比+0.7%となるなど、個人消費は緩やかな回復を続けていると見られる。以上を踏まえると、年後半の実質GDP成長率も潜在成長率を上回る可能性が高いと考えられ、ECBの見通し通りと言える。しかし、もしECBがGDP改訂を受け、見通しをさらに強めるのであれば、楽観的であると言えるだろう。

9月の物価上昇 率低下も見通し に変更なし

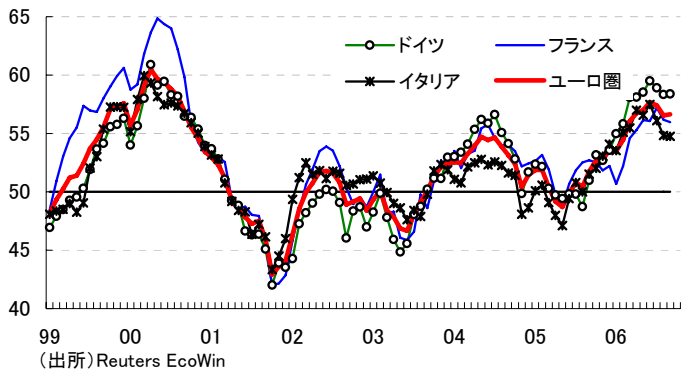
物価に関して、ECBは9月の消費者物価が前年比+1.8%と前月(同+2.3%)から大幅に低下したのは原油価格が低下した影響であろうとの判断を示した。先行きについては、GDP上方改訂により賃金上昇率が高まる可能性や原油価格の先行き不透明感など、物価は中長期的に上昇リスクを抱えており、今後も前年比2%を越えて上昇を続けるとの見通しは変えなかった。足元まで賃金上昇は依然緩やかなものであり、加速感を確認されていない。また原油価格についても、年末にかけて世界的な景気減速を背景に、原油に対する需給が緩和されるため、大幅な再騰は想定しづらい。こうしたことから、今後も物価が上昇し続けるというECBの物価見通しは原油リスクを過大評価している可能性が高いと言えるだろう。

利上げは年内 で一旦休止と の見方に変更 はない

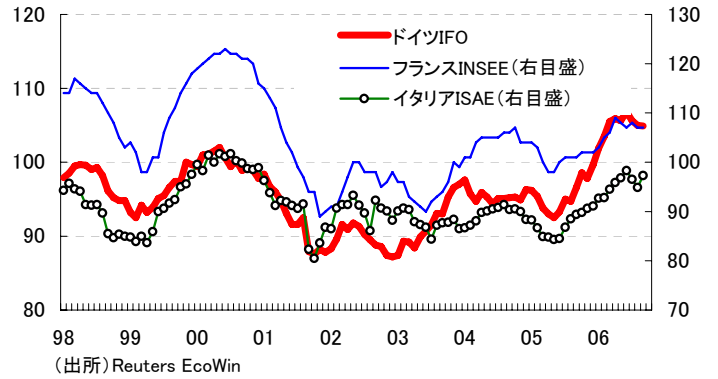
先行きを見ると、年末にかけて米国経済の緩やかな減速が予想され、年後半のユーロ圏の景気拡大ペースは年前半と比べ若干鈍化するものの、潜在成長率を上回ると予想される。また、インフレ率に関しては賃金上昇を通じたインフレ圧力は引き続き緩やかなものに留まり、さらに原油価格の落ち着きを背景に、年後半は目標値である前年比+2.0%を下回る推移が続くと考えられる。しかしECBは現在の金利水準を緩和的であるとしていることなどから、堅調な経済成長を背景に、今後も緩和的な金融水準の修正を継続すると考えられる。今回示唆したとおり、ECBは12月にも+25bpの利上げを行い、政策金利を3.50%まで引き上げると予想する。

ただし2007年上半期には米国経済減速の影響が明確化やドイツの付加価値税引き上げを背景に、景気は潜在成長率を下回る成長にまで鈍化すると予想される。一方、物価についても原油価格の物価押し上げ効果剥落が続き、ドイツの付加価値税引き上げの影響を加味しても、前年比+2%程度の推移に落ち着くだろう。物価が目標値近辺に留まり、経済成長が潜在成長率を下回り、過去の推移から見て金利が中立水準近辺となっている中、さらなる利上げが行われるとは考えにくく、2007年前半は利上げを一旦休止すると考える。

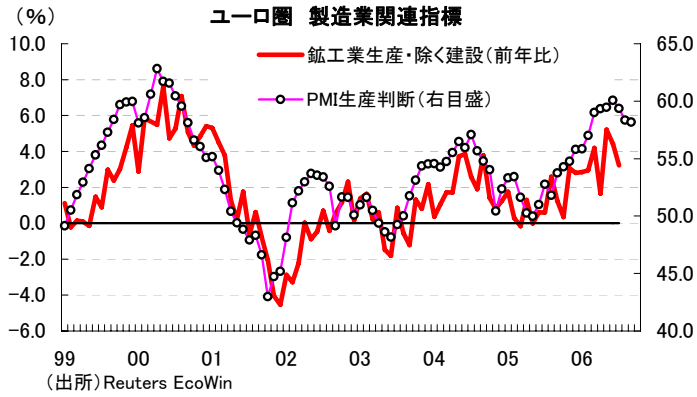
ユーロ圏 製造業PMI



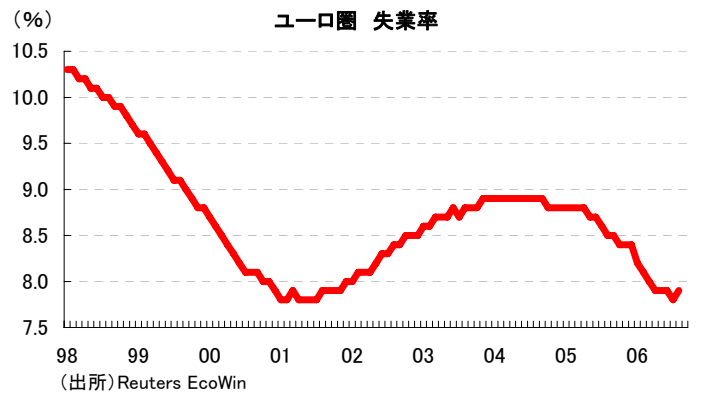
主要国の企業景況感



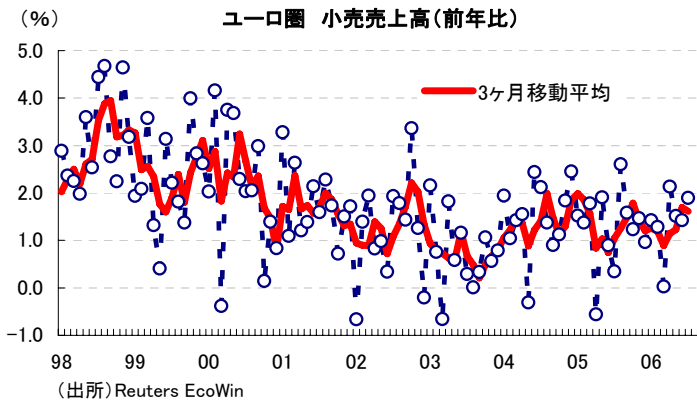
ユーロ圏 製造業関連指標



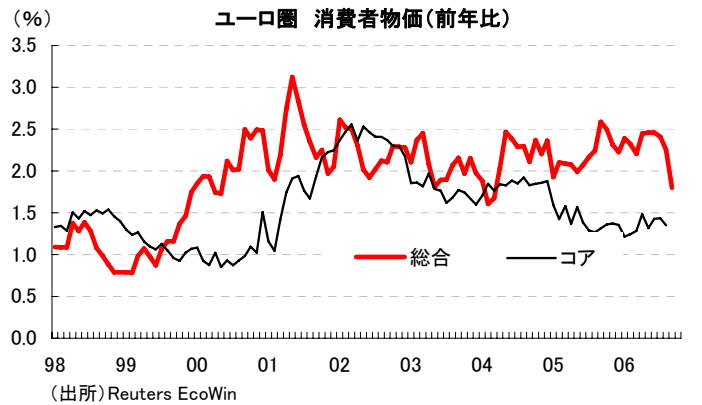
ユーロ圏 失業率



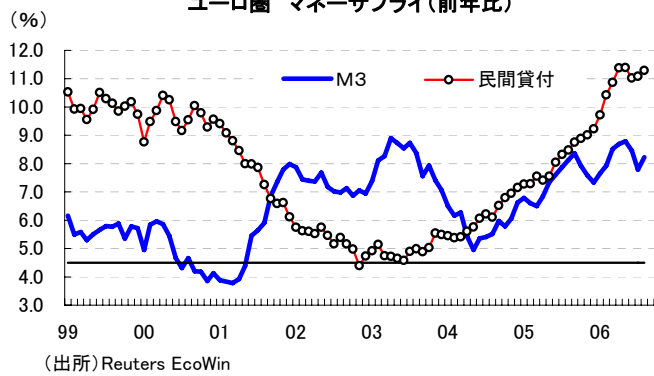
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



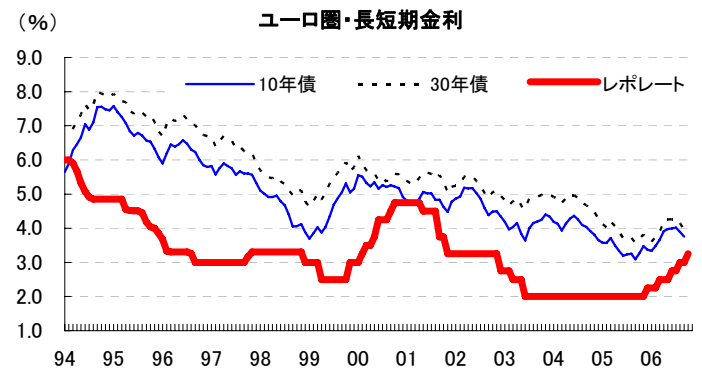
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



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)

	10月5日	8月31日
金融政策	25bpの利上げ。中期的な物価上昇リスクに対応するためである。今日の利上げが中長期的なユーロ圏のインフレ期待を安定的な物価水準と等しくするのに役立つ。持続的な経済成長や雇用創出に繋がるだろう。今日の利上げ後も金利は低い水準のままであり、マネーや信用の伸びも強く、流動性も十分であり、金融政策は緩和的である。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。今後も中長期的な物価安定を実現するために、我々は景気動向を非常に注意深く監視する。	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。
景気判断	前回の会議後にユーロスタットにより、GDP改定値が発表され、4-6月期の成長率が確定されるとともに、1-3月期が上方修正され、景気拡大が過去数ヶ月続いていることが確認された。過去1年は前期比平均+0.7%で成長しており、失業率は低下トレンド、雇用回復は続き雇用見通しも良好である。経済成長はより広く、内需に支えられたものとなった。7-9月期についても足元までの経済指標を見ると経済活動がより強くなっていると言える。	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。
景気見通し	年末年始などにぶれは有るかもしれないが、潜在成長率程度の成長を続けるだろう。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。消費も過去に比べて強くなっており、雇用環境の改善が続き、可処分所得が回復傾向にあることから、今後も拡大するだろう。	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。
見通しに対するリスク	最近の原油価格低下が今後も続き、我々の基本シナリオよりも需要が拡大し、生産が強くなったとしても、短期的にはリスクは広く均衡している。長期的にはエネルギー価格の再騰や世界的不均衡による無秩序な成長、ドーハ以降の保護主義の圧力が下振れリスクだ。	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。
物価見通し	速報値では9月の消費者物価指数は前年比+1.8%と前月(同+2.3%)から下落した。内訳は発表されていないが、原油価格低下の影響だと考えられる。一方で、最近のエネルギー価格やより高い先物価格など、エネルギー価格の見通しは依然不確実で、年末から年始にかけて物価上昇率は再び高まるだろう。従って物価上昇率は今後も2%を越えて徐々に上昇するだろう。物価見通しは依然上振れリスクがある。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。さらに原油価格の再騰リスクも除外できない。よりファンダメンタルな点では、景気拡大がより長く続いていたことや最近の労働市場の強い指標を背景に賃金の改善が強くなることが挙げられる。	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。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。
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。8月のM3の伸びは前年比+8.2%と再拡大し、低金利のもとマネーや信用の伸びは依然高い。特に民間部門向け貸し出しは前年比2桁の伸びが続いている。マネーの拡大は低金利を背景に2004年半ばから続いている。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。	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。

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。