



ECB政策決定理事会（11月2日分）

発表日：2006年11月6日（月）

～12月の利上げを示唆するも、07年については明確にせず～

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11月2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 3.25%、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、前月の利上げがユーロ圏の景気安定に貢献したと評価した。足元の金融政策については引き続き緩和的とし、「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（further）修正が正当化される」と、利上げを今後も継続する姿勢を見せた。さらに、物価の見通しを利上げ前月に使用されてきた「強い警戒（strong vigilance）」としたこと、質疑応答で「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」としたこと、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。

ただし、注目される07年の金融政策については、質疑応答でも次回政策決定会合での議事録および質疑応答時に述べるとし、来年の利上げについて明言は避けた。

## 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、10月の製造業PMIは新規受注の拡大により4ヶ月ぶりの上昇となった。米国景気減速が緩やかであることやドイツの内需回復がユーロ圏域内経済回復につながったことを背景に、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、9月のユーロ圏失業率は7.8%と前月から低下しており、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。雇用環境が改善傾向を辿っていることを背景に、消費者マインドが改善し、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。

## 9、10月連即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10月の消費者物価が前年比+1.6%と前月（同+1.7%）から低下が続いたのは最近の原油価格の低下と昨年の原油価格高騰の裏が出たためであろうとの判断を示した。先行きについては、原油価格の先物価格が依然高止まりしていることを指摘し、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。

確かに来年1月の物価上昇率は、ドイツVAT引き上げの影響および衣服が前年比大幅下落したことの裏から一時的に2%を超える可能性がある。しかし、足元まで賃金上昇は依然緩やかなものであり、加速感は確認されていない。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、今後は一時的に2%を超えることがあっても、基調としては2%を下回る推移となるだろう。

### 民間非金融部門 向け貸し出しの 加速に警戒

マネーサプライについて、ECBは議事録で従来よりも多くの分量を裂いて、分析している。「金利引き上げを反映し、M1の伸びは落ち着きを見せるも、M3については加速が続いている」、「マネーサプライは好調な経済活動を背景に、非金融企業部門向けの貸し出しが加速しており、これがM3の加速に繋がっている」とし、ECBはこれが中長期的には物価上昇圧力になることを警戒している。

足元で企業向け貸し出しが加速していることは、製造業の好調が設備投資に繋がっているためと考えられる。ユーロ圏最大の経済規模であるドイツでは、過去数年にわたり製造業が不調で、人件費削減だけでなく、設備投資も見送ってきた。足元で今まで見送ってきた設備投資が実施され始めており、7-9月期のドイツGDP成長率も設備投資が牽引していると予想される。設備投資にはVAT引き上げ前の駆け込み的側面も指摘されているものの、設備稼働率が高水準で推移していることを考えると、先行きもゆるやかな減速に留まるだろう。

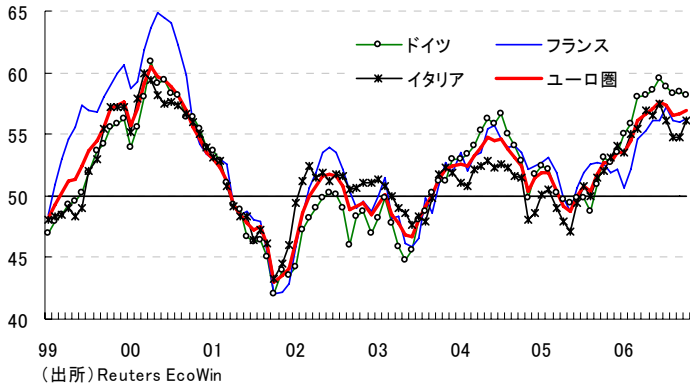
### 利上げは来年 も継続される 公算大

先行きを見ると、06年後半のユーロ圏の景気拡大ペースは前述の通り、潜在成長率を上回ると予想される。また、インフレ率も原油価格の落ち着きを背景に、目標値である前年比+2%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、12月に+25bpの利上げを行うと予想する。

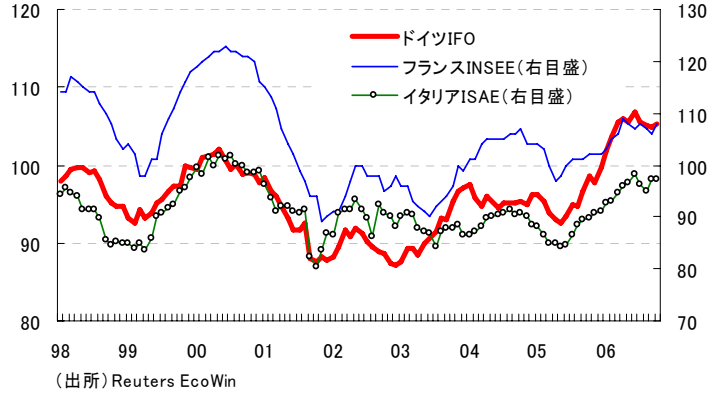
2007年の経済情勢を見ると、物価は原油価格の押し上げ効果剥落が続き、ドイツの付加価値税引き上げの影響を加味しても、前年比+2%程度の推移に落ち着くだろう。景気は、07年前半に米国経済減速の影響の明確化やドイツの付加価値税引き上げを背景に、潜在成長率を下回る成長にまで鈍化すると予想される。しかし、07年後半には米国経済など海外経済の拡大ペース加速を背景に、ユーロ圏経済も増勢を強めることが予想されるため、ドイツ付加価値税の景気押し下げも長期的なものとはならない可能性が高いだろう。

これまで、07年の金融政策について、物価上昇率が落ち着くこと、金利水準が中立水準に近いことなどから、ドイツ付加価値税の影響が長期化しないと確認されるまで、一旦様子見に転じると予想してきた。しかし、今回、議事録の中で高い伸びを続けているマネーサプライの分析にECBが重点をおいたことから、物価という懸念材料がなくなる来年もECBは利上げを継続すると予想する。

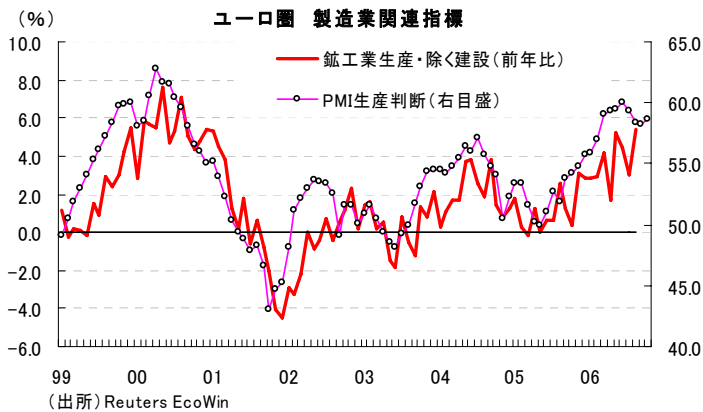
ユーロ圏 製造業PMI



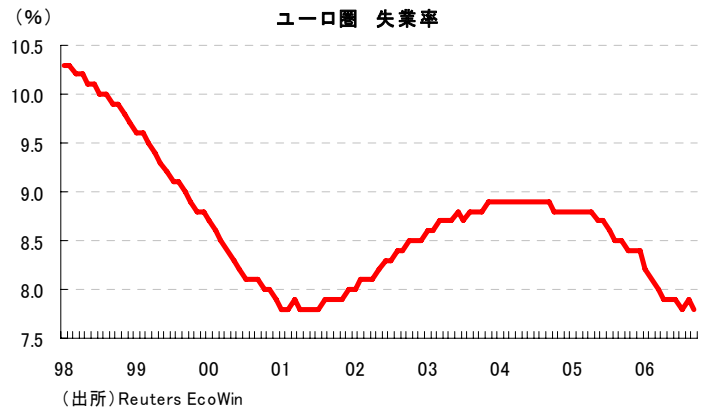
主要国の企業景況感



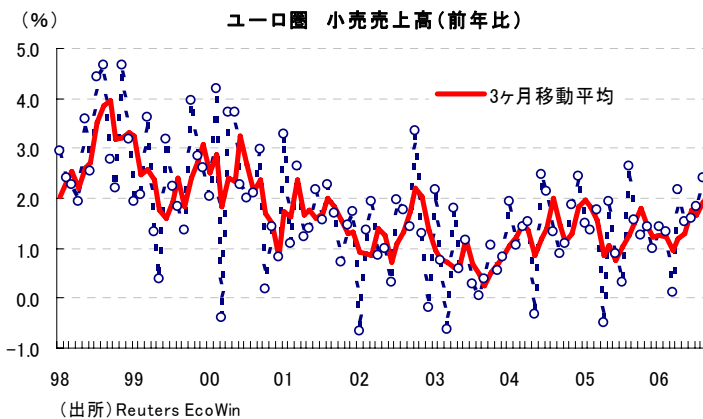
ユーロ圏 製造業関連指標



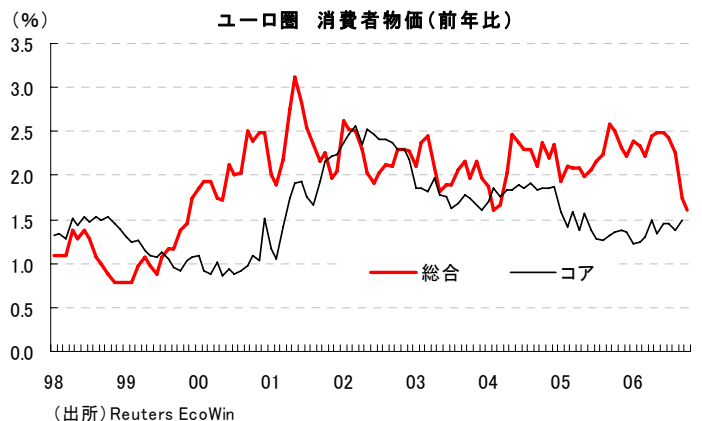
ユーロ圏 失業率



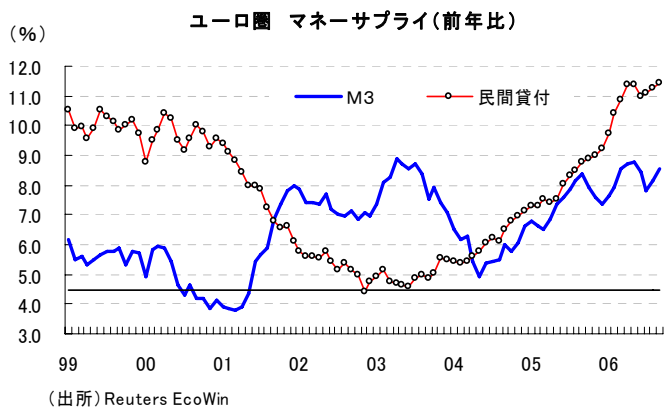
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



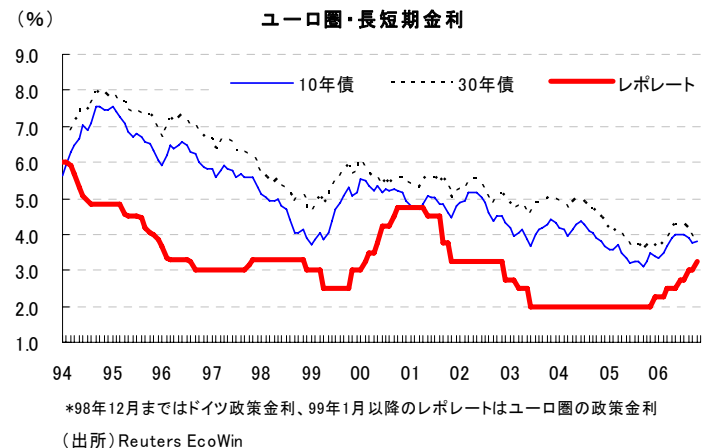
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



ユーロ圏 マネーサプライ(前年比)



ユーロ圏・長短期金利



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)

	11月3日	10月5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。景気が強いため、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。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。
景気判断	GDP成長率は平均前期比+0.7%程度の成長が過去4四半期続いている。月次統計からは年後半も強い成長が続くだろう。さらに失業率が低下を続けており、雇用回復や雇用期待は良好である。経済成長は年後半には成長鈍化の可能性が高いに関わらず、足元ではより広範にわたり、内需主導で続いている。	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。
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、可処分所得が回復していることから、今後も拡大するだろう。	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。
見通しに対するリスク	米国景気減速と、需要を押し上げて生産を高めることが期待される原油価格下落により短期的にはリスクはバランスしている。長期で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。	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。
物価見通し	速報値では10月の消費者物価指数は前年比+1.6%と昨年の原油高の裏と最近の原油価格低下により伸びは鈍化した。一方、先行きのエネルギー価格は、先物が高いこともあり、いまだに不確実であり、今後数ヶ月と2007年初めは物価上昇率は高まるだろう。短期のブレはあるものの、06年は2%を超えて上昇し、07年もそれが続く可能性が高い。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事が挙げられる。	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事が挙げられる。
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。9月のM3の伸びは前年比+8.5%と再拡大しているが、金利上昇を背景に資金移動が起きたため、M1は落ち着いた推移となっている。低金利と経済成長を背景にマネーや信用の伸びは依然高い。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。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。家計向けは高い伸びで推移しているものの、落ち着いた兆しが出ている一方、民間非金融部門は上昇基調が続いており、前年比+12%と1990年代初頭並みになっている。中長期的には十分な流動性のもので、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。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ので、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。