



ECB 政策決定理事会 (1月11日分) & MPC 発表日: 2007年1月12日 (金)

～ECBは3月の利上げ実施を示唆、BOEは予想外の利上げを実施～

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

3月8日に利上げの可能性が高まる

ECBは1月11日の政策決定理事会で政策金利を据え置いた(レポ・レート 3.50%、限界貸出ファシリティ 4.50%、預金ファシリティ 2.50%)。

金利水準については、「緩和的である」との判断を示し、利上げ継続を示唆した。物価の先行きについては、昨年12月と変わらず「非常に注意深く監視する (monitor very closely)」とし、その背景として質疑応答で「経済、金融環境は12月から大きく変化していない」との判断を示した。また「市場の(3月利上げ) 予想を変更するつもりはない」、「(利上げの時期などについて) 事前に約束はしないが、可能性が高いことについては予言する」と答えた。こうしたことから、次回利上げは当初予想していた2月ではなく、3月8日の政策決定理事会にて25bpの利上げを実施すると予想する。

VATの影響は短期的なものに留まる公算大

ECBの景気判断に特に変化は見られなかった。内需をけん引役とした自律的な成長が続いており、先行きについても潜在成長率程度の成長が続くとの見方を示した。リスクとしては、保護貿易主義の高まりや原油価格の再騰など下振れリスクを挙げた。今年のユーロ圏景気を展望する上では、ドイツ付加価値税引き上げの影響をどうみるかが重要となってくるが、ECBはこの影響が短期的なものに留まると判断している。

これまでの景気の好調な推移を受けて、10月には5年ぶりに製造業の就業者数が前年比プラスとなるなど雇用環境が改善しており、過去の付加価値税引き上げ局面を見ると大きな駆け込みが生じなかった98年の状況と似ている。実際に11日に発表されたドイツの2006年GDP成長率から推測すると、10-12月期の個人消費は前期と同率程度の伸びに留まっており、駆け込みは限定的なものであった可能性が高い。10-12月期の新規自動車登録は前年比+12.2%と急拡大したものの、10-11月平均(12月は未発表)の小売売上高は前年比▲0.5%と振るわない。

さらに従来の小売業規制が緩和されたことを受け平日夜間および週末に小売店が営業できるようになったため消費機会は大幅に拡大している。また数百年ぶりとも言われる暖冬を背景に例年冬季は中断される建設工事が順調に進み建設関係の失業者が例年に比べて大幅に減少している。これらが今年の消費を下支えすることから、付加価値税引き上げの影響は軽微なものに留まる可能性が高く、ECBの想定通りになるだろう。

物価は+2% 程度での推移 が続く見込み

物価判断にも大きな変化は見られなかった。07年、08年は前年比+2%前後での推移が続くとし、原油価格の再騰や予想以上の賃金上昇を上振れリスクとして挙げた。ユーロ圏の賃金動向に大きな影響を与えるドイツIGメタルでは「消費者物価上昇率と生産性向上を考えると、金属電気産業では6.5%の賃上げ余地がある」など強気の発言を続けている。ただし、国際的な価格競争の激化やEU域内でも安い労働力が豊富にあることを考慮すると、大幅な賃上げは困難であると考えられる。また付加価値税引き上げによるユーロ圏消費者物価の押し上げは前年比で+0.3%p程度と軽微なものに留まると見込まれる。こうしたことから、ECBの想定通り前年比+2%程度の推移が続くと予想する。

2007年も利上 げは持続され ると予想

ECBは声明文で引き続き金利水準は緩和的であるとの見方を示した。その一つとしてマネーサプライが高い伸びを示していることが挙げられ、ECBは中長期的なインフレリスクが示唆されると懸念を強く示した。足元のマネーサプライの高い伸びの背景には、生産活動の好調に伴って企業の設備投資需要が高まり、企業向け貸出が加速していることが挙げられる。2007年も生産活動に大幅な落ち込みが見込まれないことを考慮すると当面は設備投資目的の企業向け貸出は高い伸びが続くだろう。

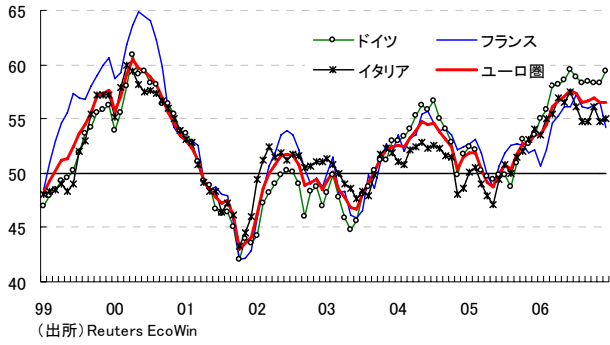
2007年前半は付加価値税引き上げや米国景気減速の影響などで、ユーロ圏景気も若干減速が見込まれるものの、米国をはじめとした海外景気が再加速すると見込まれる年後半にはユーロ圏景気も再加速が予想される。2007年を通してみれば潜在成長率程度の成長が見込まれる中、ECBはマネーサプライの高水準での推移を懸念し、3月の利上げ以降も利上げを継続するだろう。海外景気の再加速が確認され次第利上げを再開し、年内に政策金利は4.00-4.25%まで引き上げられると予想する。

イギリスは利 上げ実施 年前半に5.5% まで利上げと 予想

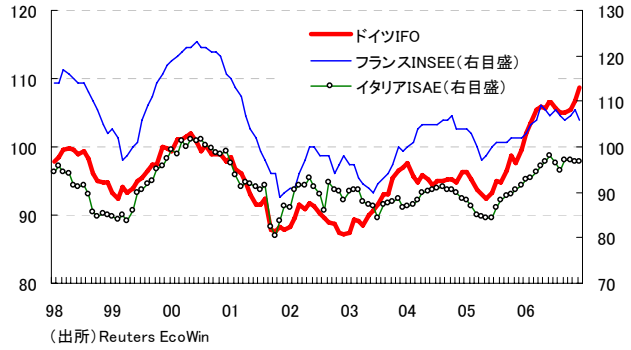
イギリス中央銀行(BOE)は1月10、11日の金融政策委員会にて政策金利を25bp引き上げ5.25%とすることを決定した。声明文では「景気の堅調な推移を背景に余剰能力が限定的である」とし、さらに「昨年11月に発表したインフレーションレポートと比較してインフレリスクが高まった」とした。同レポートでは、雇用所得環境は改善しているものの、移民など労働力人口の拡大を背景に賃金上昇が抑制されるなど、軟調な面があるとされていた。しかし、12月のサービス業CIPSが97年以来の高水準となるなど好調に推移したことで、雇用拡大が賃金上昇を招き、それが消費の過熱につながり物価が上昇するというインフレリスクがより高まったと判断された模様だ。(議事録は1月24日公表予定)

先行きを展望すると、景気はサービス業の好調に支えられ潜在成長率程度の成長が続こう。物価は天然ガスの急騰を背景に昨年11月の消費者物価上昇率が前年比+2.7%と10年ぶりの高い伸びを示す中、1月から大幅な鉄道運賃の値上げが実施された。エネルギー価格の押し下げを考慮しても前年比+2%を超える推移が見込まれることから、年前半での追加利上げの可能性が高い。年後半には原油価格の押し下げ幅の拡大が見込まれるため利上げは休止されるだろう。

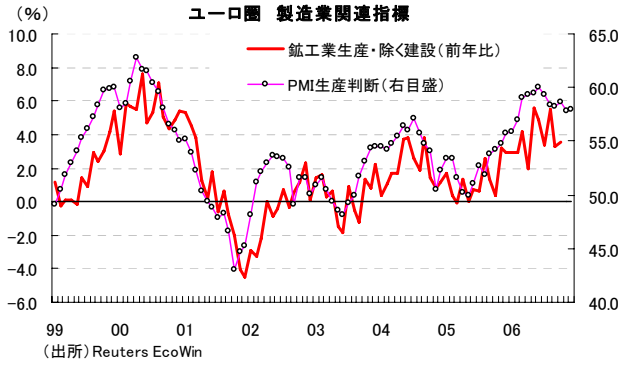
ユーロ圏 製造業PMI



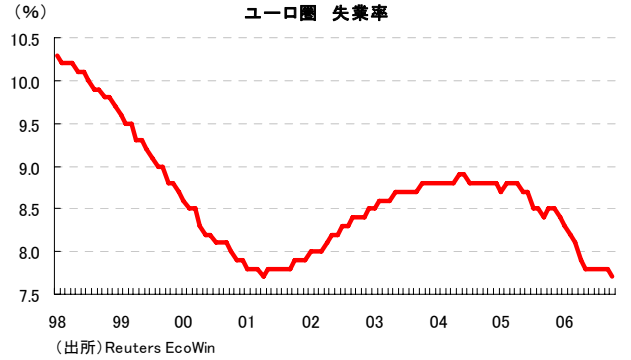
主要国の企業景況感



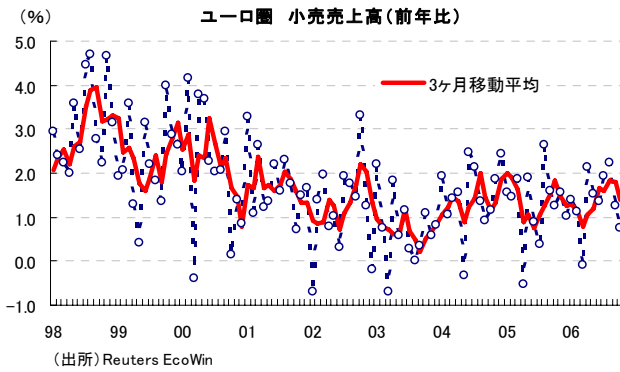
ユーロ圏 製造業関連指標



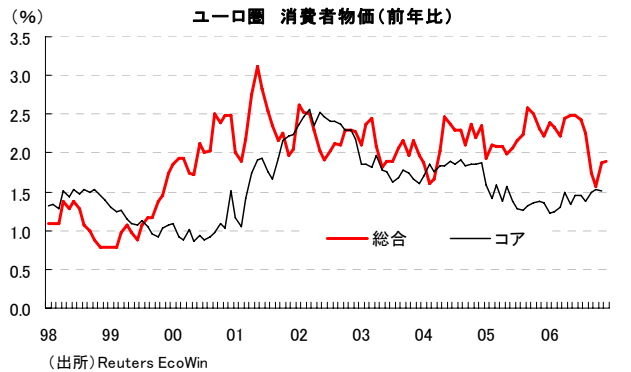
ユーロ圏 失業率



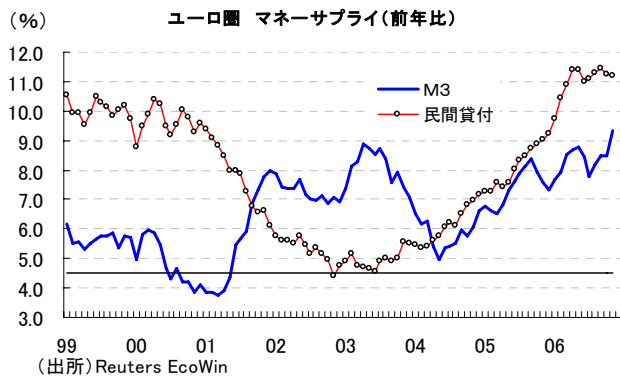
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



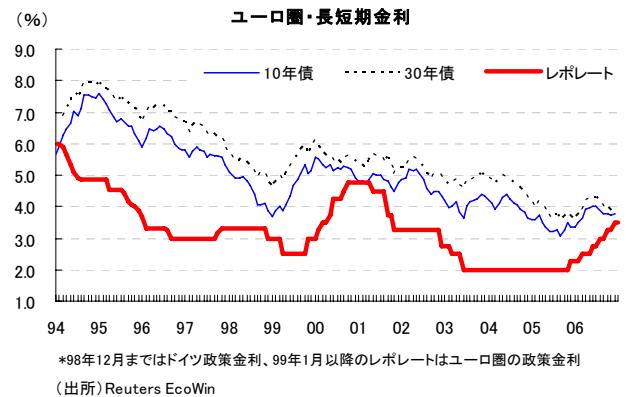
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



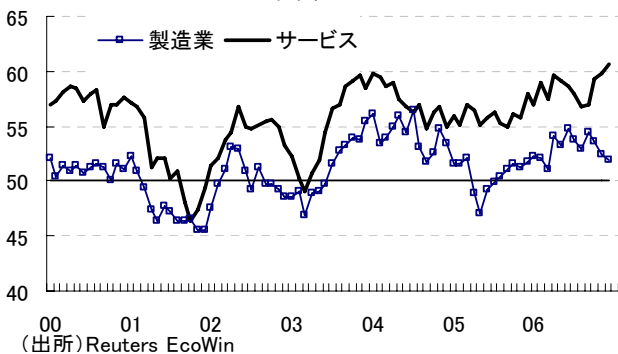
ユーロ圏 マネーサプライ(前年比)



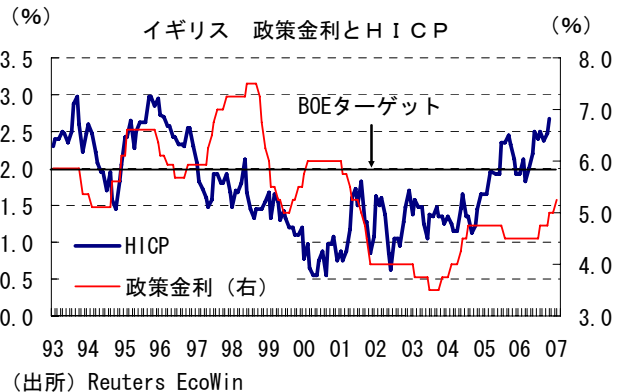
ユーロ圏・長短期金利



イギリスCIPS



イギリス 政策金利とHICP



ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意訳)

	1月11日	12月7日
金融政策	金利は据え置き。最近の経済指標は昨年12月の利上げを支持する内容だ。また全ての成長を注意深く見ることが中長期的な物価の安定に対するリスクを現実のものとしないうちに重要である。これにより中長期的なインフレ期待を安定的な物価水準に固定することが可能となる。固定しておくことで、金融政策が持続可能な経済成長や雇用創出に貢献することが可能となる。我々の金融政策は緩和的で、金利は依然低い水準であり、マネーと信用の伸びは非常に強く流動性は十分である。そのため、先行きを展望すると中期的な物価安定のために、確固たるタイムリーな対応が正当化される。	25bpの利上げを実施。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。これは持続可能な経済成長や雇用創出に貢献する。今日の利上げ後も金融政策は緩和的であり、政策金利は依然低く、マネーと信用の伸びは強く、流動性は十分である。それゆえ中期的な物価安定のために断固、タイムリーな対応をとることが正当化される。非常に注意深く監視する。
景気判断	2006年前半に非常に強い成長を遂げた後の、7-9月期のGDP成長率は前期比+0.5%だった。成長の牽引役は内需で、景気回復の広がりや自律的な景気拡大が確認される。最近のサーベイや経済指標でも、景気拡大が続き、労働市場もさらに改善していることを示している。ドイツの付加価値税引き上げにより前期比で見た成長にブレが生じるが、これはベースシナリオに沿ったものである。	ユーロスタットによると、7-9月期のGDP成長率は前期比+0.5%だった。前半の非常に強い伸びからは鈍化したものの、ECBの見通しに沿うものだ。今期の成長は内需主導であり、ユーロ圏経済の自立的な拡大を指し示している。統計やサーベイからは10-12月期も拡大が続くと示されている。
景気見通し	先行きを展望すると、経済活動は良好を維持し、潜在成長率程度の成長が続くだろう。外部環境を見ると、米国経済は鈍化しているものすぐに立ち直ると見られ、地域ごとの経済成長はよりバランスの取れたものとなるだろう。つまり海外経済の成長は依然強く、ユーロ圏輸出を支えるだろう。ユーロ圏域内需要は今のモメンタムを維持すると期待される。非常に良好な金融環境やバランスシートの再建、強い収益力、効率性の確保に伴う収益拡大により投資は強いだろう。雇用環境の改善に伴う実質可処分所得の拡大により、消費も今後さらに強くなるだろう。	年末年始にドイツ付加価値税引き上げの影響でぶれはあるものの、均してみれば潜在成長率程度の成長が続くだろう。原油価格の低下にも助けられて、世界経済は拡大を続けており、輸出をとりまく外部環境はよい。投資は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引き続き力強く推移するだろう。消費も雇用所得環境の改善に伴う可処分所得の増加を背景に今後も拡大ペースが強まるだろう。実質GDP成長率予測は原油価格の見通し低下とそれに伴う可処分所得の増加を背景に、2006年を+2.7% (+2.5%~+2.9%)、2007年を+2.2% (+1.7%~+2.7%)と上方修正し、2008年を+2.3% (+1.8%~+2.8%)と予想する。
見通しに対するリスク	リスクは下振れリスクがある。保護貿易主義的の圧力や原油価格の再騰、世界的不均衡に伴う無秩序な成長などである。	景気は原油価格の再騰や世界的不均衡、ドーハ以降の保護主義の圧力が下振れリスクとしてある。
物価見通し	物価は上振れリスクがある。過去の高い原油価格の2次的効果や、公共料金や間接税の引き上げ、原油価格再騰の可能性などである。よりファンダメンタルなところでは、過去数四半期に及ぶ良好な実質GDP成長のモメンタムや労働市場の改善が賃金上昇を想像以上に強めることが挙げられる。そのため各国は責任を果たす必要がある。賃金交渉は生産性上昇で説明できるものとなる必要があり、高い失業率や価格競争を考慮したものであるべきだ。賃金の決定は以前のような機械的なものであってはいけない。	原油価格見通しの低下を背景に、2006年の物価上昇率は+2.2% (+2.1%~+2.3%)、2007年は+2.0% (+1.5%~+2.5%)と下方修正し、2008年は+1.9% (+1.3%~+2.5%)と予想した。ただしこれは様々な仮定のもとで導かれる見通しであることに注意が必要である。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、原油価格の再騰、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、過去の好調な景気動向や雇用環境の改善に伴い、想定よりも賃金の改善が強いことが挙げられる。賃金協定では高い失業率を考慮した生産性の拡大や国際価格競争力を念頭におかなければならず、各国は重大な責任を負っている。また賃金は過去のような硬直的な制度から機動的なものに変更するべきだ。
マネーサプライ	金融分析を見ると、11月のM3は前年比+9.3%だった。これはユーロ創設当初以来の高い伸びである。単月の数字は一時的な要因の影響を受けるため大きさに言うべきではないが、過去2ヶ月の一連の金融指標はユーロ圏のマネーの拡大を強調するものである。短期金利の引き上げは、長期金利が低いためにマネーに限られた影響しか与えず、M3の構成項目間での資金移動を促したに過ぎなかった。つまり、オーバーナイト預金からより市場連動の高いものに資金が移動した結果、最近のM1の伸びはいくらか落ち着いている。低金利と強い経済成長を背景にマネーや信用の伸びは依然はやい。特に民間部門向け貸出は11月前年比で+11.2%で前月から変らなかつた。金利を引き上げた結果、家計部門向け貸出は依然高い水準ではあるものの落ち着いてきた一方で、非金融果敢向け貸出は伸びが拡大基調にある。MFIバランスシートの片側から見ると、信用の広い拡大が最近の強いマネーの伸びの牽引役となっている。中長期的に見ると、最近の成長はマネーの上昇率が拡大傾向にあることと整合的である。数年にわたるマネーの拡大により、流動性は十分である。十分な流動性の元で、マネーや信用の拡大が続くことは中長期的な物価安定にとって上振れリスクである。それゆえ特に経済環境の改善や資産市場の強い成長を背景としたマネーの拡大は注意深く監視する必要がある。	10月のM3は前年比+8.5%と過去最高に近い高い伸びとなるなど中期的なインフレリスクを示している。金利の引き上げは、M3の伸び鈍化というよりは、M3の中での資金移動に効果を示した。特にM1では翌日物の資金がM3の構成要素に移動することでいくらか伸びは鈍化した。より一般的には、マネーと信用の伸びは低金利と堅調な景気を背景に速いペースで拡大している。特に民間部門への貸出は2桁の伸びとなっており、家計、企業両部門で広く高い伸びを示している。金利引き上げを背景に、家計向け貸出の伸びは高い水準ではあるものの、ここ数ヶ月は落ち着きを見せている。一方で、非金融機関向け貸出は拡大ペースを速めており、1990年代初頭以来の高水準である前年比+12%を越えた。このようにM3を項目別にみると、マネーや信用の高い伸びを牽引しているのは、民間部門である。より長期的に見ると、最近の景気の拡大はこのM3の拡大ペース上昇トレンドと一致しており、2004年中旬からECBは確認していた。さらに数年続くマネーの拡大はユーロ圏の流動性が十分であることを示している。十分な流動性の下での、マネーや信用の拡大は中長期的なインフレリスクである。経済状況の改善と資産市場の強い伸びを背景とした金融市場の拡大は引き続き監視する必要がある。

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。