



ECB政策決定理事会（2月8日分）& MPC

発表日：2007年2月9日（金）

～ECBは3月の利上げ実施を示唆、BOEは金利据え置き～

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日の利上げが示唆される

ECBは2月8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、従来利上げ前月にシグナルとして使用されてきた「非常に強く監視する（strong vigilance）」とした。こうしたことから、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。

07年前半も景気の鈍化は限定的

ECBの景気判断に特に変化は見られなかった。引き続き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ものの、内需を牽引役とした自律的な成長が続いており、先行きも潜在成長率程度の成長が続くとの見方を示した。

ドイツ付加価値税引き上げの影響は雇用環境の改善や企業努力により限定的であると考えられることやEU委員会などの調査では引き続き設備投資計画が強いことなどから、年前半は海外景気減速やユーロ高の影響で景気拡大ペースは鈍化するものの、均してみれば今年も潜在成長率を上回る成長を遂げると予想する。

物価は+2%以下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。原油価格が大幅に低下したことやドイツ増税分の消費者物価への転嫁が限定的であったことを背景に1月の消費者物価上昇率は前年比+1.9%と前月から伸びは横ばいに留まった。こうした中、ECBは「原油価格の低下や昨年の原油価格高騰のベース効果により夏までの物価上昇率は低いものになるが、年末にはベース効果の反転により高まる」との見通しを示した。さらに「物価は短期的な推移を見るべきではなく、中長期的な方向性を見るべきである」との見解を示した。これは足元の物価上昇率がECBの目標圏内にあることで利上げ観測が後退することを懸念したものと考えられる。

また上振れリスクとして引き続き原油価格の再騰や予想以上の賃金上昇を挙げたが、特に賃金動向について強い懸念を示した。この背景にはユーロ圏の賃金動向に大きな影響を与えるドイツIGメタルが「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」と賃金交渉の姿勢を示したことが挙げられよう。ただし、国際的な価格競争の激化などを考慮すると、昨年（+3%）からは加速する可能性はあるものの、9月にすでに妥結した鉄鋼業が+3.8%であったことを考えると+4%を超えるような大幅な賃上げは困難であると考えられる。またECBが懸念した年末の物価上昇率加速についても、昨年末の原油価格上昇率鈍化は緩やかなものであったことから、今年現われるべ

ース効果も限定的なものに留まると見込まれる。こうしたことから、今年の消費者物価上昇率は前年比+2%を下回る水準での推移が続くと予想する。

2007 年も利上げ姿勢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。EU委員会の調査によると2007年の設備投資計画は強い。年前半の景気鈍化が限定的であるとの楽観的な見方が広がる中、年後半には景気再加速が見込まれていることから、設備投資の伸びは鈍化することなく引き続き強い伸びを示すと考える。このため企業向け貸出は引き続き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を上回る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に懸念を示して、3月の利上げ以降も利上げを継続するだろう。ただし中立水準と考えられる4%まで引き上げた後は、景気拡大ペースが潜在成長率程度であることや物価上昇率が前年比+2%以下であることからインフレリスクへの懸念を示しつつも一旦様子見に転じるだろう。その後の利上げは年後半の景気拡大ペースの加速を確認し、需給逼迫感が高まると見込まれる年末から来年初頭にかけてとなるだろう。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。

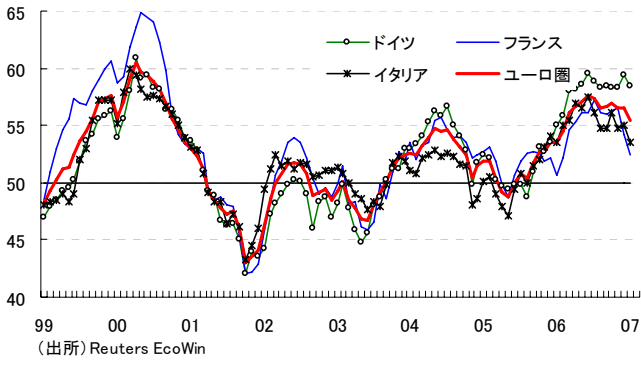
BOEの利上げも継続の見込み

イギリス中央銀行(BOE)は2月7、8日の金融政策委員会にて政策金利を据え置いた(政策金利は5.25%)。前回会合後に発表された1月サービス業CIPSは59.2と前月からは低下したものの引き続き高い水準となるなど内需は引き続き強い。また最大の貿易相手国であるユーロ圏の景気も底堅く推移しており、外需が弱まったとの判断もしがたい。さらにこうした内外需の強さを背景に、前回会合後に発表された10-12月期実質GDP成長率が前期比+0.8%と2年半ぶりの高い伸びとなった。このため前月の議事録で示された「景気の堅調な推移を背景に余剰能力が限定的である」との判断に変更はないだろう。潜在成長率を超える成長の持続は賃金上昇を招き、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への懸念は依然強いと考える。

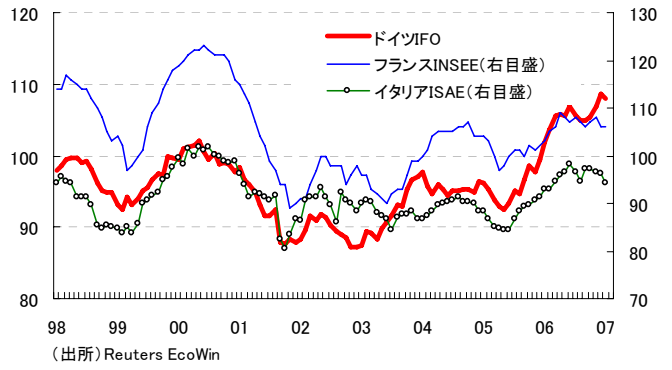
また住宅市場については、1月のネーションワイド住宅価格の伸びは鈍化したものの、ライトムーブ住宅価格の伸びは加速するなど依然明確な鈍化は確認できない。住宅価格の上昇は資産効果を通して消費を押し上げインフレリスクとなる可能性があるため、これに対するBOEの懸念も弱まっていないだろう。

以上のことから、2月14日に発表されるインフレーションレポートでは成長率、物価上昇率ともに見通しが上方修正されると予想する。住宅価格の伸び鈍化や景気の鈍化が確認されるであろう年央までは利上げが継続されるだろう。

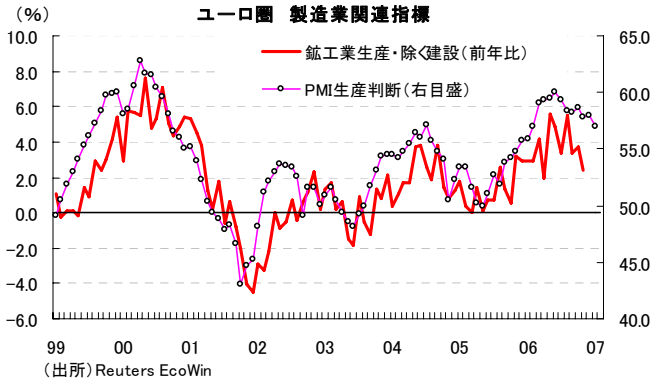
ユーロ圏 製造業PMI



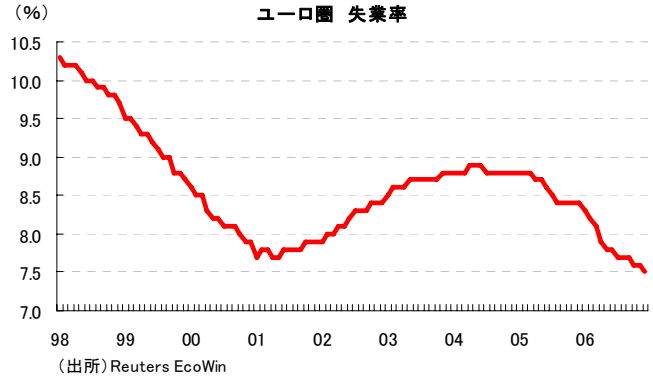
主要国の企業景況感



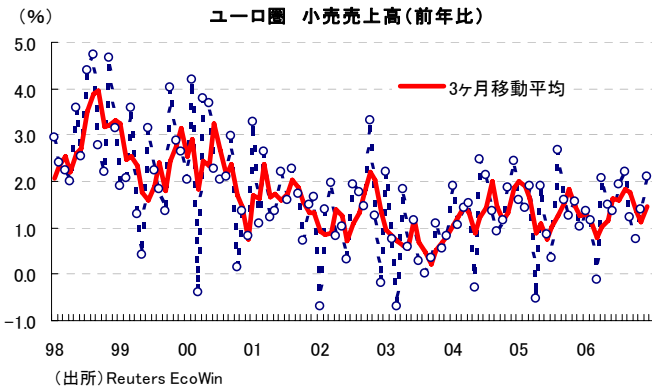
ユーロ圏 製造業関連指標



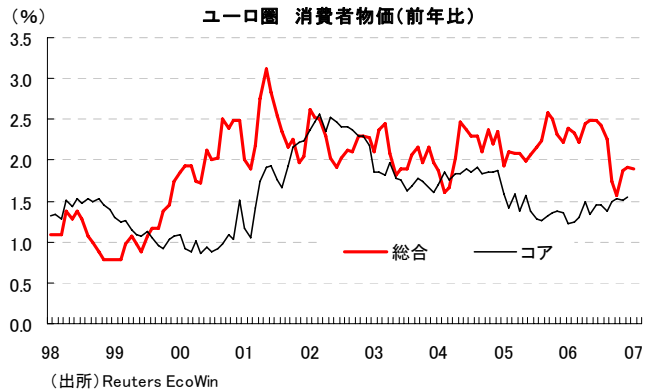
ユーロ圏 失業率



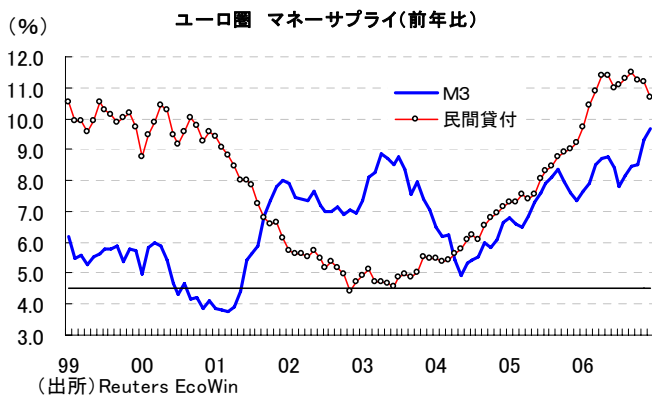
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



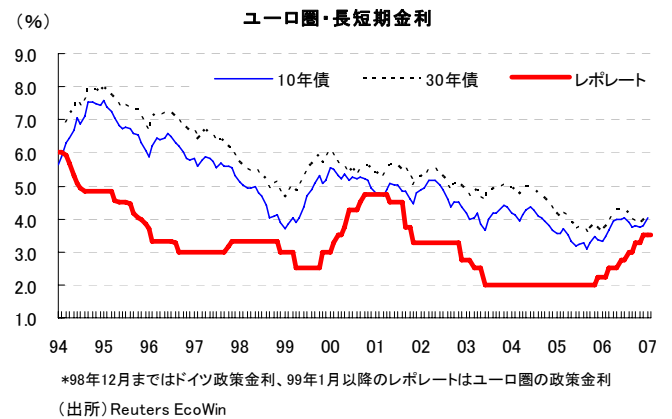
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



ユーロ圏 マネーサプライ(前年比)



ユーロ圏・長短期金利



ECB政策決定理事会声明文 主要ポイント(筆者意識)

	2月8日	1月11日
金融政策	金利は据え置き。前回理事会後に発表された指標等は12月の我々の利上げを支持するものであった。中長期的な物価上昇が現実のものとならず、物価を安定させるためには依然強い監視が必要であることが確認された。そうすれば中長期的なインフレ期待を安定的な物価水準と一致させることが可能になる。前にも強調したが、こうしたことが、金融政策がユーロ圏の安定的な経済成長や雇用創出を助けることを可能にする。我々の金融政策は依然緩和的であり、政策金利は低いままであり、マネーや信用の伸びは強く流動性は十分である。それゆえ先行きを展望すると、中長期的な物価安定のために我々は確固たる姿勢でタイムリーに行動を起こすことが正当化される。	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。
景気判断	経済分析について、最近の指標や調査は経済拡大が2007年も続いており、引き続き堅調で広範囲に及んでいることを示している。	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。
景気見通し	先行きをみると、四半期のブレは避けられないものの、中期的な見通しは依然良好である。ユーロ圏経済は潜在成長率程度の拡大を続けられる状態にある。地域ごとの均衡がとれてきた世界経済は依然強く、ユーロ圏輸出を支えている。ユーロ圏の内需も増勢を保つことが期待される。投資は良好な金融状況やバランスシートの改善、蓄積され継続されている利益や効率性の向上を背景とした収益向上に伴い好調を維持するだろう。消費も労働市場、特に雇用の改善が持続しているため、可処分所得の拡大に伴って徐々に強まってきている。	先行きを展望すると、経済活動は良好を持続し、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持続すると期待される。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。
見通しに対するリスク	良好な経済成長見通しに対するリスクは短期的には均衡している。長期的には下振れリスクがある。主なリスクは保護主義的圧力の強まり、原油価格再騰の可能性、世界的不均衡による無秩序な経済拡大の可能性などが挙げられる。	リスクは下振れリスクがある。保護貿易主義的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。
物価見通し	物価については、中長期的な見通しを重要視し、2007年の見通しから物価上昇率がぶれる可能性を見通すことが重要である。そのためには潜在的な物価のぶれを考えることが必要である。短期的には、1月はドイツのVAT引き上げの影響は完全には出なかった。その後は現在の原油価格、原油先物価格低下が過去の原油価格高騰とあわさって、非常に良好なベース効果となり、春から夏にかけてより低い物価上昇率へと導くだろう。しかしながらこの効果は一時的であろう。2007年後半には物価上昇率は逆にベース効果によって押し上げられると予想される。中長期的な物価見通しには依然上振れリスクがある。過去の原油価格高騰が現在確認できるよりも強く消費者物価に転嫁される可能性や、まだ発表されていない公共料金や間接税引き上げなどである。また原油価格の再騰も無視できないリスクである。よりファンダメンタルな部分では、過去数四半期の実質GDP成長率の良好なモメンタムに伴い、現在期待されている以上に賃金が上昇することが物価安定の上振れリスクとなる。実際稼働率は2000年のピークに近づいており、労働市場は改善が続いている。そのため社会的パートナーはそれぞれの責任を果たす必要がある。そのため妥結賃金は生産性の向上で説明できなければならない。また依然失業率は高いことや、現状おかれている価格競争を考慮するべきである。ECB理事会はユーロ圏の賃金交渉を非常に注意深く監視する。	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。
マネーサプライ	金融分析では中長期的な上振れリスクが確認される。M3の前年比の伸びは12月に9.7%とさらに高まり、ユーロ統合以来もっとも強い伸びとなった。もちろん月次の統計はぶれがあり、短期的な上昇を強調しすぎるべきではない。しかしながら強いマネーと信用の伸びは、2004年半ばからの上昇トレンドが止まるもしくは下降に転じるという証拠がない中、ユーロ圏の広義のマネーの拡大は強いという見方を裏付ける。マネーと信用の拡大が続いていることは、金融政策は依然緩和的な水準にあり、ユーロ圏の経済活動が強いということを反映している。民間部門への貸出の伸びは前月から若干鈍化したものの12月も引き続き強かった。民間部門の信用の高い伸びは2004年半ばからの非金融機関の借入の伸びの上昇基調が続いていることを示している。一方でモーゲージ金利の引き上げやいくつかの地域での住宅市場の鈍化を背景に、家計の借入はこの数ヶ月伸びの鈍化が見えるものの、引き続き非常に高い水準にある。マネーと信用の伸びに対する適切な中長期的見通しを取ると、最近の伸びは金融拡大の上昇基調を示していると考えられる。金融拡大が数年続いており、ユーロ圏の流動性は十分である。中長期的には十分な流動性の元でのマネーや信用の拡大は物価の上振れリスクである。それゆえ特にユーロ圏の多くの地域での堅調な経済活動拡大や強い資産市場を背景にした金融の拡大は引き続き非常に注意深く監視する必要がある。	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め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高い水準であるものの落ち着いてきた一方で、非金融機関向け貸出は伸びが拡大基調にある。MF I 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。数年にお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。

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。