



利上げ継続姿勢 が示される

ECBは3月8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3.75%、限界貸出ファシリティ4.75%、預金ファシリティ2.75%)。

今回の利上げの理由は「(ECBの) 経済、金融分析によると中期的な物価の安定に上振れリスクがあるとの見通しによるもの」とした。

利上げ後の金利水準については、「(足元の) 景気を考えると緩和的である」とした。前月までと違い、景気の好調さという条件をつけ、そのもとでは緩和的としたことから政策金利が中立水準に近づきつつあるとみられる。ただし、物価の先行きについては、「非常に注意深く監視する (monitor very closely)」とし、インフレ懸念維持の姿勢を示した。また引き続き「中期的な物価の安定を持続するためには堅固でタイムリーな行動が正当化される」とした。さらに質疑応答で現在の金利水準がピークではないとの考えを示した。こうしたことから今後も利上げは継続される可能性が高いと予想する。

ECBの景気 見通しは上方 修正

3ヶ月ごとの景気見通しは、前回(12月発表)から上方修正された。その背景としてECBは、昨年後半の高い成長率を背景に2007年のゲタが高まったこと、エネルギー価格が低下したことを挙げた。ただし、ECBの景気判断に特に変化は見られなかった。こうしたことから、見通しの上方修正はゲタの高まりの影響が大きいと考えられる。また、景気見通しのリスクについても特に変化はなく、短期的にはリスクは均衡、長期的には下振れリスクがあるとし、リスクとして保護貿易主義の高まりや原油価格の再騰などを引き続き挙げた。

1月のドイツ小売売上高は付加価値税引き上げに伴う昨年末の駆け込み需要の反動で前月比▲5.1%と大幅に下落したものの、前年比で見れば小幅低下に留まっている。また、失業率が引き続き低下するなど雇用環境の改善が続いている。さらに、物価上昇率も加速は限定的であり、企業努力により増税分の消費者への価格転嫁が抑制されている。このためドイツの個人消費は基調としては改善が続き、ユーロ圏の成長率への押し下げは軽微なものを見込まれる。設備投資についても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、その目的も更新から能力拡大へとシフトしてきていることなどから、好調な推移が予想される。こうしたことから、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、来年と潜在成長率を上回る成長を遂げると予想され、ECBの見通しに沿ったものになると考える。

物価見通しも 2008 年を上方 修正

3ヶ月ごとの物価見通しは、前回（12月発表）と比べて2007年の予想レンジ上限が低下した一方、2008年については上方修正されている。2007年については昨年の原油価格高騰のベース効果で今年の夏までは消費者物価上昇率は低下するものの、年末にかけては逆にベース効果で伸びが加速する可能性が高いとした。一方、2008年は景気見通しの上方修正に伴い、好景気が賃金や財価格を押し上げ、物価上昇圧力になると指摘した。

これまでユーロ圏では景気拡大にも関わらず賃金上昇率は低く抑えられてきた。しかし、雇用環境の改善が続き、失業率はすでにユーロ統合以来最低水準にまで低下している中、PMIなどでは引き続き人手不足が示されている。先行きについても景気は潜在成長率を超える成長が見込まれることから、失業率の低下が続き、賃金上昇率も高まる可能性が高い。国際競争の激化を考慮すれば、大幅な賃上げの実現可能性は低いと考えられるが、賃金上昇率の緩やかな加速は避けられないだろう。雇用者数の増大、賃金上昇率の緩やかな拡大、2007年の安定した物価上昇率を考えると2008年には物価上昇率が前年比+2%を再び超える可能性は否定できない。

2007 年も利上 げ姿勢は持続 されると予想

ECBは声明文で条件付ではあるものの、金利水準は緩和的であるとの見方を維持した。こうした中、前述の通りの景気、物価見通しを考えると、好調な景気動向を背景とした2008年にかけての物価上昇率加速を懸念して、ECBは利上げを継続すると予想する。ただし中立水準と考えられる4%まで引き上げた後は、年前半の景気拡大ペースは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。

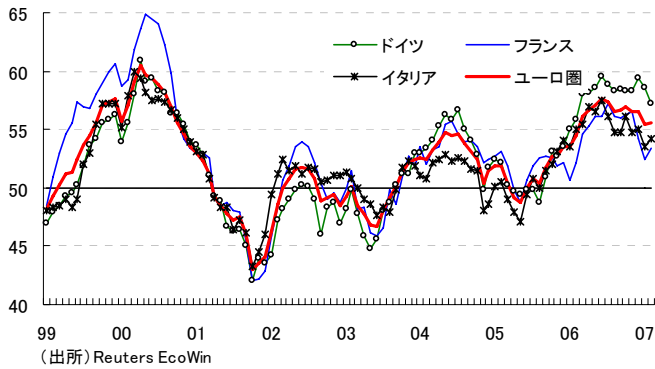
BOEの利上 げも継続の見 込み

イギリス中央銀行（BOE）は3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%）。議事録などは公表されていないが、足元で物価上昇率の伸びが鈍化していることや原油価格低下に伴う電気、ガスなど公共料金の値下げが実施されることなどから、年初来の強いインフレ懸念はやや弱まっている可能性が高い。ただし、サービス業が引き続き好調に推移していることに加え、ポンド高を背景に鈍化が続いていた製造業がユーロ圏景気の堅調さやポンド高の一服感に伴い再拡大の兆しを見せている。このため今後も失業率の低下が続くと予想され、賃金上昇率は徐々に高まってこよう。こうした中、住宅価格の伸びが鈍化しなければ、賃金上昇と住宅による資産効果で消費拡大が加速し、物価上昇圧力が高まるだろう。昨年8月以来の利上げにより、住宅価格上昇率は一部鈍化の兆しが見えるものの、明確なものとはなっていない。今後も住宅価格の伸び鈍化が確認できるまでは、BOEの利上げ姿勢は続くと予想される。

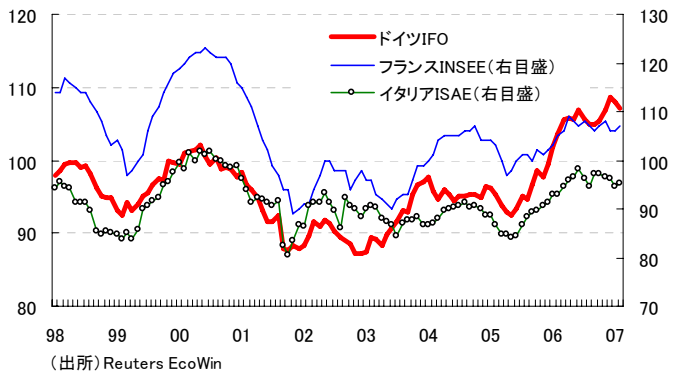
ECB景気見通し (%)

		07年	08年
HICP	3月見通し(今回)	1.5-2.1	1.4-2.6
	12月見通し(前回)	1.5-2.5	1.3-2.5
GDP	3月見通し(今回)	2.1-2.9	1.9-2.9
	12月見通し(前回)	1.7-2.7	1.8-2.8

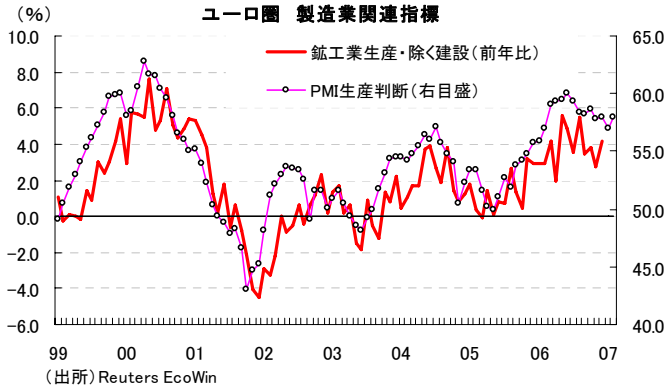
ユーロ圏 製造業PMI



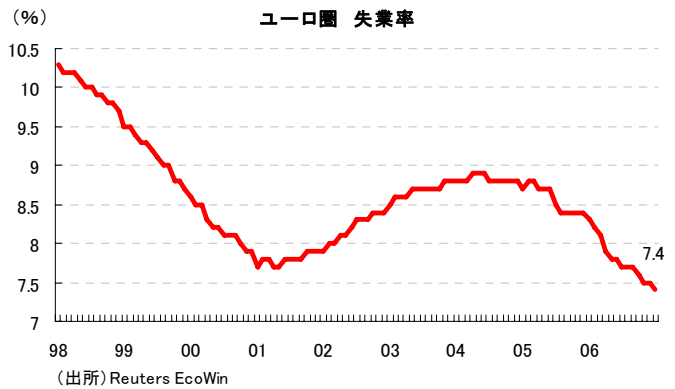
主要国の企業景況感



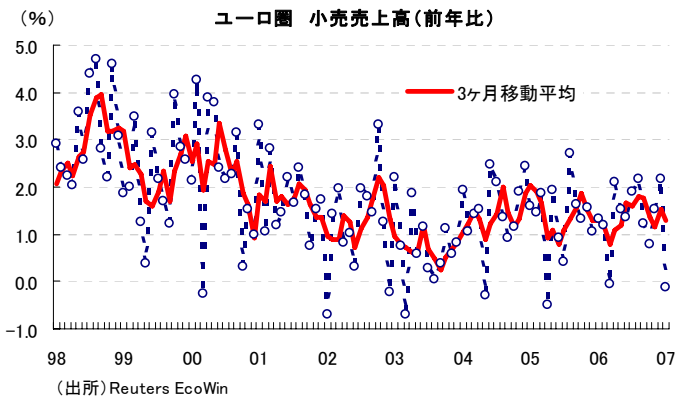
ユーロ圏 製造業関連指標



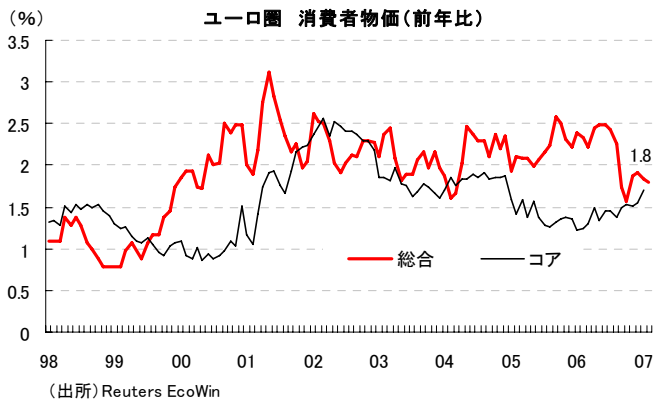
ユーロ圏 失業率



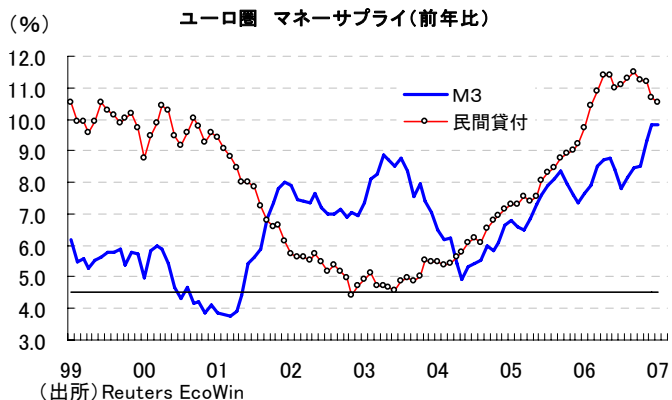
ユーロ圏 小売売上高(前年比)



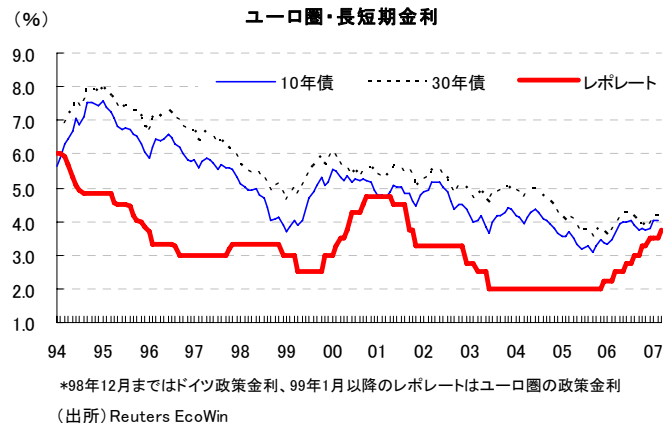
ユーロ圏 消費者物価(前年比)



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(筆者意訳)

	3月8日	2月8日
金融政策	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たもので、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。足元の経済情勢を考えると今日の利上げ後も金融政策は緩和的である。政策金利は適度なもの (moderate) で、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。注意深く監視する。	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。
景気判断	ユーロスタットの推計では2006年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と予想を超えるものであった。我々の最近の評価では四半期の実質GDP成長率は、ドイツ付加価値税の影響が限定的であるために過去に想定していたよりも幾分滑らかなものとなりそうだ。また10-12月期の成長の強さはユーロ圏経済の強さを窺わせる。内需外需ともに成長に貢献しており、成長は広い分野に基づいている。経済指標やマインド調査は2007年も強い経済成長が続くことを示している。	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。
景気見通し	中期的な経済見通しは良好でユーロ圏経済の成長は堅調である。世界経済の成長もよりバランスの取れたものとなっており、しかも低い原油価格にも支えられていくらか強い状態を維持している。こうした海外経済はユーロ圏輸出を支えるだろう。内需も引き続き拡大モメンタムが続くだろう。投資は非常に良好な金融状況が続いていることやバランスシートが改善していること、企業の収益力が強いこと、効率性が高まったことによる企業収益拡大にともないダイナミックな伸びを維持している。消費も雇用環境の改善に伴う可処分所得の増加を背景に今後更に強まるだろう。ECBの見通しによれば実質GDP成長率は2007年が前年比+2.1%から同+2.9%、2008年は同+1.9%から同+2.9%である。これらの見通しは2006年後半の高い成長や低いエネルギー価格を反映して前回に比べて上方修正されている。もしこれらが続くなら実質可処分所得により影響を与える。	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、蓄積され持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。
見通しに対するリスク	短期的には良好な経済見通しに対するリスクは均衡している。ただし長期的には下振れリスクがある。それは原油価格の再騰、保護主義的圧力の増大、無秩序な成長による世界的不均衡に対する懸念である。	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。
物価見通し	物価については2月の物価上昇率は前年比+1.8%と前月から伸びは変わらなかった。2006年夏からの物価上昇率の低下はエネルギー価格の低下を反映したものだ。先行きを見ると昨年のエネルギー価格のブレは今年重要なベース効果をもたらすだろう。現在の原油価格や原油先物価格を前提にすると、今年の夏まで物価上昇率は低下するものの、年末にかけては2%を再び超える可能性が高い。ECB見通しでは物価は2007年が前年比+1.5%から同+2.1%、2008年が同+1.4%から同+2.6%となっている。前回と比べると原油価格低下による影響で2007年の上限はやや低下した。一方2008年は逆に高まっている。期待以上の景気の強さが資源の利用率やコスト面から物価上昇圧力に繋がるからだ。これらの見通しは原油や非エネルギー商品、金利の市場見通しに基づいている。中長期的に見れば物価には上振れリスクがある。それは原油価格の再騰、公共料金の高騰、まだ発表決定されていない間接税の引き上げである。よりファンダメンタルな面では賃金の予想以上の加速は物価上振れリスクである。賃金上昇率は過去数四半期の良好な経済成長率、労働生産性だけでなく、価格競争力や高水準にある失業率を考慮したものであるべきだ。ECBではユーロ圏の賃金交渉を注意深く観察する。	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慮す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。そのため妥協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。
マネーサプライ	金融分析をみると中長期的な物価上振れリスクが続いている。1月のマネーサプライは前年比+9.8%と前月と同率の伸びで、ユーロ圏以来の高水準が続いている。民間貸出は前年比+10.6%と1月も高い伸びだった。2004年半ばからの長期トレンドを超える非金融機関向け貸出の高い伸びが続いている。住宅ローン金利の上昇によりいくつかの地域では住宅価格の上昇が緩やかになった。家計借入も依然高い伸びではあるものの、ここ数ヶ月はいくらか落ち着き兆しを見せている。中長期的にはマネーと信用の伸びは最近の経済成長率の上昇基調が持続していることによる。また数年間マネーの強い伸びが続いていることはユーロ圏の流動性が十分であることを示している。	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、ユーロ圏以来最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は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直しを取ると、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。

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。