



ECB Watching

定例経済指標レポート

ECB 政策決定理事会（11月8日分）

発表日：2007年11月9日（金）

～政策金利は5ヶ月連続で据え置き～

第一生命経済研究所 経済調査部
副主任エコノミスト 橋本 択摩
(03-5221-4526)

ECBは11月8日に開催された政策委員会で、市場予想通り政策金利を5ヶ月連続で4.00%に据え置くことを決定した。今回のECB理事会は、金融市場の混乱の影響により先行き不透明感が高まる一方、10月のユーロ圏消費者物価指数（CPI）が前年比+2.6%に加速するなどインフレ懸念が高まるなかで開かれた。

発表された声明文では、「最新のデータから、物価安定の中期的見通しが上振れリスクにあることを確認した」とし、前月の理事会と同様、「我々の金融政策は物価安定の上振れリスクに対処する用意がある」と述べ、利上げ姿勢を維持した。また、物価安定へのリスクに関して、「中長期的なインフレ期待が抑制されることを確実にするため、断固としてタイムリーに行動する」とも述べている。しかし、前回と同様、今回の声明文では、「成長見通しに対するリスクは下向きにあると判断される」、「経済見通しに関する不透明性は引き続き高い」とし、その後の質疑応答では、金融市場の混乱の影響による景気の下振れリスクについて多く言及した。最終的に据え置きが決定された背景として、「物価安定に焦点を当てた中期的金融政策運営を行う上で、さらなる結論を出す前に追加情報を精査することが妥当」とし、前回同様、「あらゆる動向を非常に注意深く監視する（monitor very closely）」と述べている。

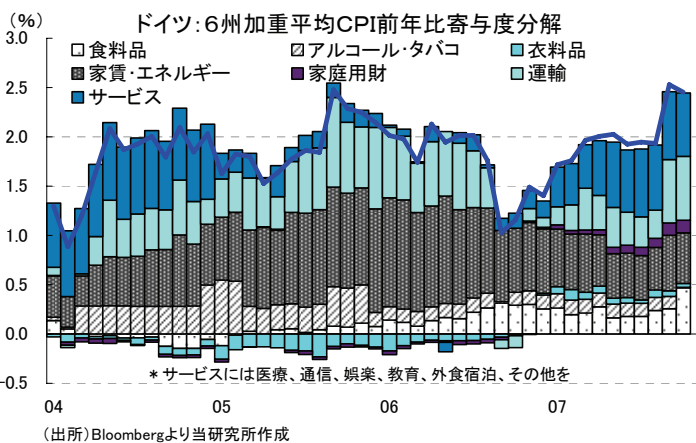
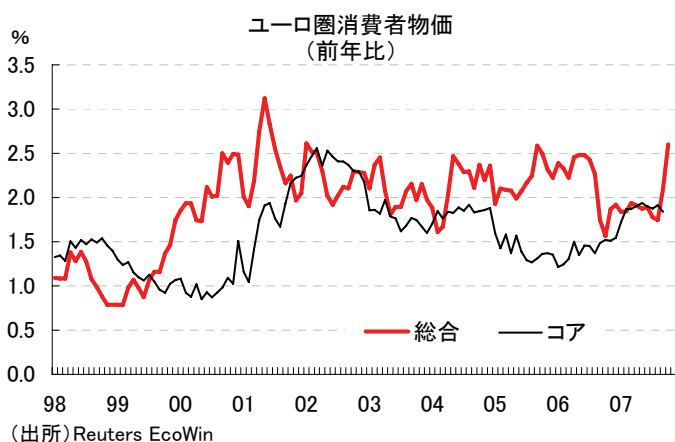
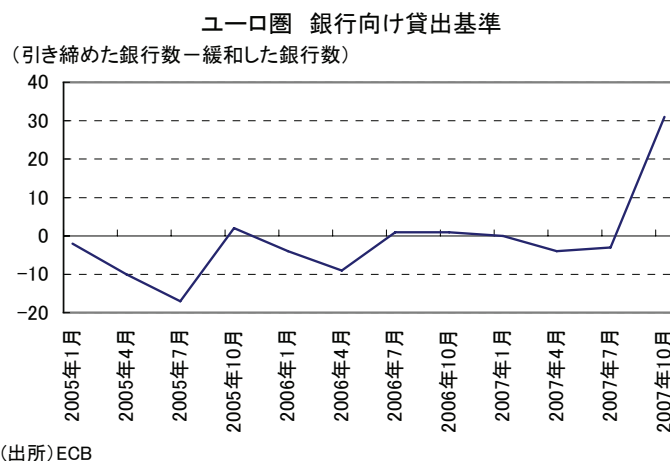
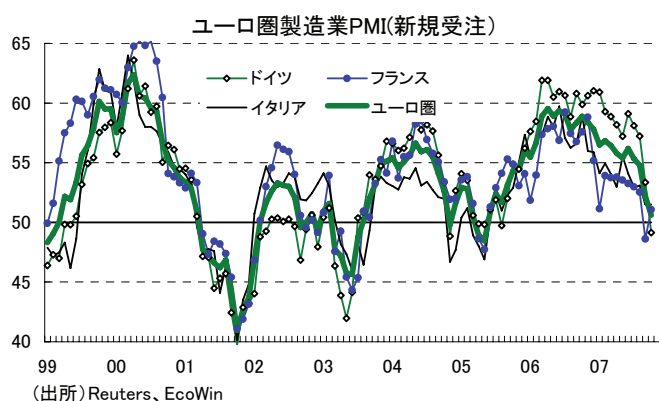
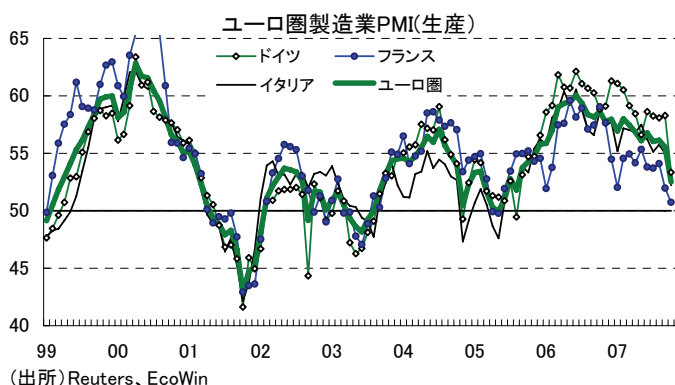
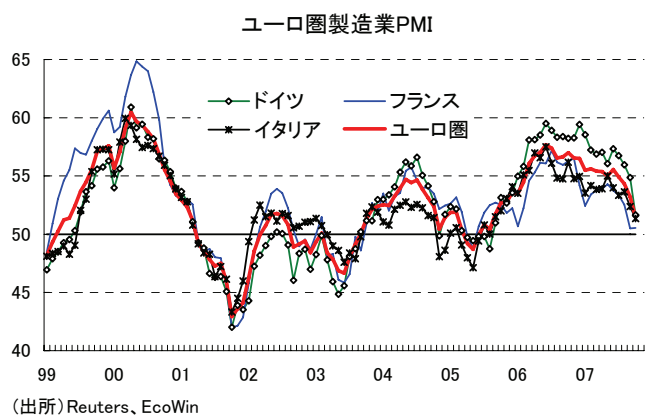
今回の声明文をみても、ECBが景気下振れリスクとインフレリスクのジレンマに苦悩している姿が窺える。理事会では全会一致で金利据え置きが決定されたが、どちらのリスクを重くみているかによってメンバーの意見は割れたのではなかろうか。

まず、景気下振れリスクについて、8月以降の金融市場の混乱の影響が徐々にユーロ圏の実体経済において顕在化しつつある。11月2日に発表された10月のユーロ圏製造業PMIでは、前月に引き続き大幅に低下して51.5となり、企業活動の拡大と縮小を分ける50も視野に入ってきた。国別にみると特にドイツの低下幅が大きく（54.9→51.7）、1996年の統計開始以来最大の落ち込みとなっている。内訳では、特に生産（55.5→52.6）と新規受注（52.2→50.7）が大幅な続落となったが、この背景として金融市場の混乱の影響により銀行の貸出基準が厳格化されたことも一因であろう。欧州銀行間取引金利（3ヶ月物）は11月8日現在で依然4.58%と高水準にあり、欧州金融機関でサブプライム関連の損失が広がっていることも踏まえると、今後來年にかけて特に製造業の生産・投資活動は鈍化する公算が大きい。

一方で、インフレ懸念はさらに強まっている。10月31日に発表された10月のユーロ圏消費者物価指数（CPI）は、市場予想を大幅に上回る前年比+2.6%となり、前月の同+2.1%から大きく加速した。昨年9月に原油価格が急落したベース効果が出ているのに加え、足元の原油価格急騰の影響が顕在化し、運輸、交通といった価格が上昇している。このベース効果については、ECBの声明文でも触れているが、中長期的なインフレ期待に影響を与えるものではなく、2008年にはインフレ率は鈍化すると述べている。また10月の急上昇の主因として、ドイツのCPI統計の結果をみれば、食料品・飲料の価格が急騰していることが大きい。特にロシアなど新興国の需要の高まりを受けて乳製品価格が上昇している。さらに、雇用所得環境の改善による内需の高まりを受けて、サービス価格の寄与度も高くなっており、ユーロ圏におけるインフレ圧力は今後も

根強く残るだろう。

今後のECBの金融政策を展望すると、このような景気下振れリスクとインフレリスクの両睨みの状態が年内は続き、利上げ姿勢をみせつつも政策金利据え置きを余儀なくされる決定が続くと見込まれる。また、10月31日に開催されたFOMCでは25bpの政策金利引き下げが決定されたが、米英で利下げの議論が展開されるなかECBが利上げに踏み切れば、金利差縮小によりさらなるユーロ高を招くことになり、利上げのハードルはやはり高いと言わざるをえない。そして2008年に入るとドイツ付加価値税引き上げ(2007年1月～)の効果が剥落し、統計上インフレ圧力は弱まることになる。また、ユーロ高による輸入インフレの抑制効果が今後も働くほか、企業活動の鈍化を受けて労働需給面からのインフレリスクもやや後退しよう。したがって、金融混乱の期間、原油高の状況にもよるが、景気は2008年1-3月期にかけて鈍化するものの、その後は潜在成長率程度の推移が見込まれることから、政策金利は2008年12月までは据え置かれると予想する。



以上