

Market Watching

市場レポート

テーマ：世界同時利上げで06年は混迷の年に③～欧州

発表日：2006年3月29日（水）

～予想以上の内需回復が、予想以上の早い利上げに繋がる公算大～

(No. MW-60)

 第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

未だ超低水準にあるユーロ圏の政策金利

ECBは、2005年12月にレポレートをもとに+25bp引き上げた後、今年3月に2度目の利上げ(+25bp)を行った。03年6月以来2.00%に据え置かれていたレポレートは、その大半の期間にわたって実質ベース(HICPで実質化)でマイナス金利となるなど、極めて景気刺激的な水準にあった。

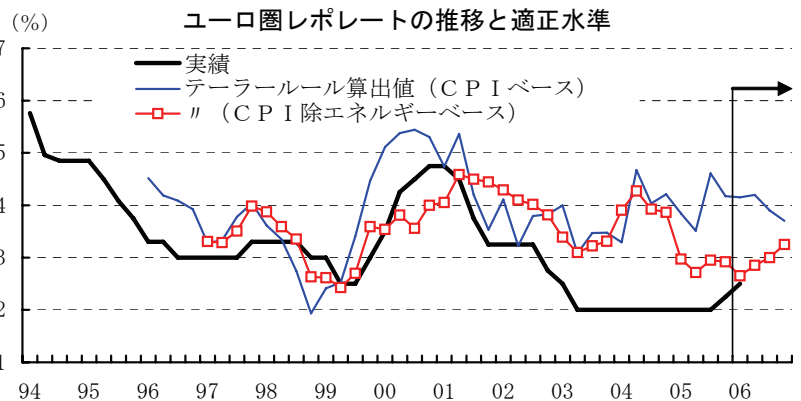
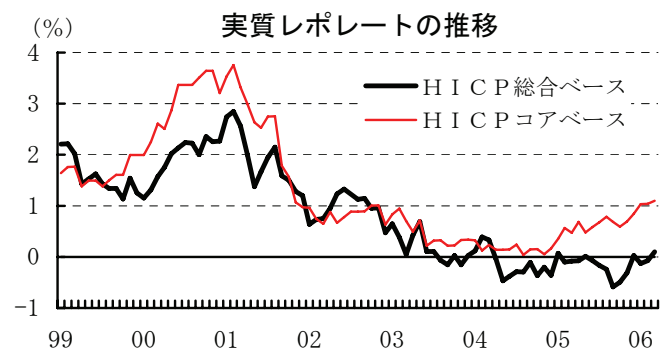
ユーロ圏内の実体経済は、圏内最大の経済規模を誇りながらも高失業に喘ぐドイツが足かせとなる格好であった。しかし、05年半ばから輸出が好転、連れて生産活動も回復し、企業景況感も市場などの予想を上回るペースでの改善が続いている。ドイツの失業率は依然高い水準にあるものの、求人数の拡大など雇用環境は徐々にではあるものの改善し始めている。このように、循環的な生産拡大局面に転じたことと、経済大国ドイツの内需に回復の芽が出始めてきたことが、ECBが超低金利政策から脱却する機会を作ったと言える。

ここで、政策金利がどの程度まで引き上げられる可能性があるのかを見るために、レポレートの適正水準をテーラールールで算出した。その結果、足元ではおよそ4%程度が経済実勢に見合った適正水準ということになる。レポレートは現在2.50%となっているため、需給ギャップなどが大きく変わらないとすれば、あと150bp程度の利上げが必要となる。これは、足元での市場の見方よりもかなり大きな利上げということになる。

また、これまでの平均的な実質金利水準を見ると、96～00年と01年以降とでは水準が大きく異なっているが、経済情勢が良好だったと考えられる96～00年の平均は+1.80%となっている。足元の実質レポレートは+0.2%程度にとどまっていることを勘案すれば、平均的な実質金利の点からもあと150bp程度の利上げ余地はあると考えられる。

物価を取り巻く環境はECBに警戒シグナルを送る

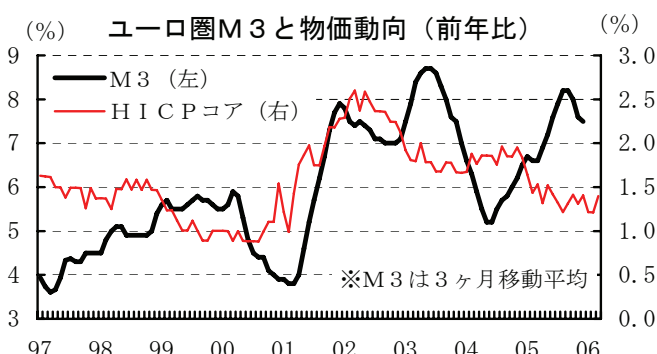
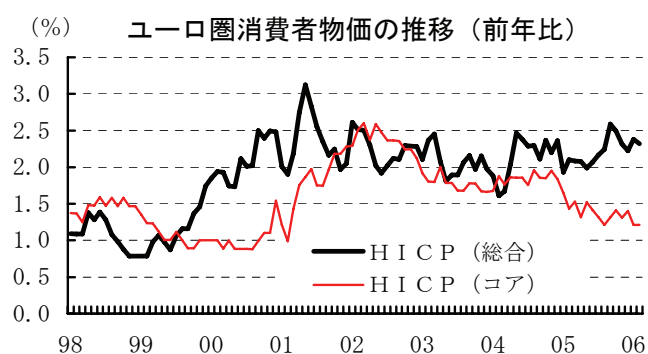
ECBは厳格なインフレ目標に基づいた金融政策を行っているわけではないが、ドイツ中央銀行のブンデスバンクの伝統を受け継ぎ、インフレファイターとしてのイメージが強い。ECBは中期的な物価の安定を



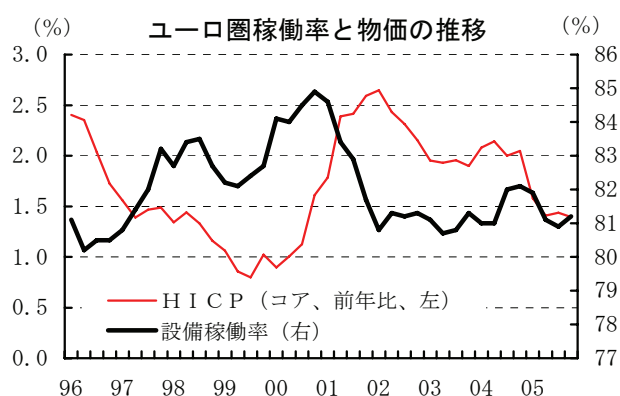
(注) テーラールールによる適正レポ金利は、ユーロ圏のGDP、CPIで算出。ただし、均衡実質金利を2%、潜在成長率は2.0%とした。予測は、“Consensus Forecast”に基づき第一生命経済研究所作成。

“2%未満であるがその近辺”と定義している（物価はエネルギーなども含めた総合ベースのHICP上昇率を指す）。これに対し、06年2月のHICPの前年対比上昇率は+2.3%と、目標を上回っている。こうした2%を上回る状態はすでに1年間続いているが、ECBが示す物価の安定は中期的なものであるため、特にエネルギー価格の上昇によって一時的に物価上昇率が2%を上回ったとしても、それが直ちに利上げの理由になるわけではない。足元ではコアベースの物価上昇率は同+1.2%となるなど、エネルギーを除いたベースでの物価沈静傾向は保たれている。

しかし、結果となって現れるか否かは別として、インフレ圧力は着実に増大している。ECBが物価安定を維持するための手法の第一の柱として挙げているマネーサプライ（M3前年比、3ヶ月移動平均）は05年12月で7.5%と、ECBの参照値である4.5%を大幅に上回った状態が続いている。実はM3の伸びは01年半ば以降、恒常的にECBの参照値を上回っているが、これまでドイツを中心とした主要国の国内需要が脆弱だったことに加え、物価もコアベースでは安定していたことなどから、ECBは利上げの要件とはしてこなかったと判断される。しかし、元来マネーサプライと物価の関係について、ECBは“中長期的に相関度が高い”としている。したがって、いつまでもマネーサプライが参照値を上回り続けることを許容するとは考えにくい。特に、足元のように生産拡大局面にあり、且つ回復がもたついているドイツの内需にも回復の芽が出始めているとすれば、M3の高い伸びは喫緊のインフレリスク要因としてカウントされてもおかしくはない。



製品需給面を表す指標である設備稼働率を見ると、05年7～9月期に底を打った可能性が高い。直近データとなる10～12月期は81.2%と、85年以降の平均値である82.0%を下回っているものの、その差は僅かだ。今後、生産活動の活発化とともに設備稼働率は上昇基調を強めていく可能性は大きく、過去20年間の平均値である82%を上回るのは時間の問題と考えられる。設備稼働率が平均的な水準を上回ることが必ずしもインフレ率の加速を促すわけではないが、需給の逼迫度合いが高まることを示していることから、少なくとも政策金利は景気に対して望ましい水準にまで引き上げることが望ましいと言えよう。



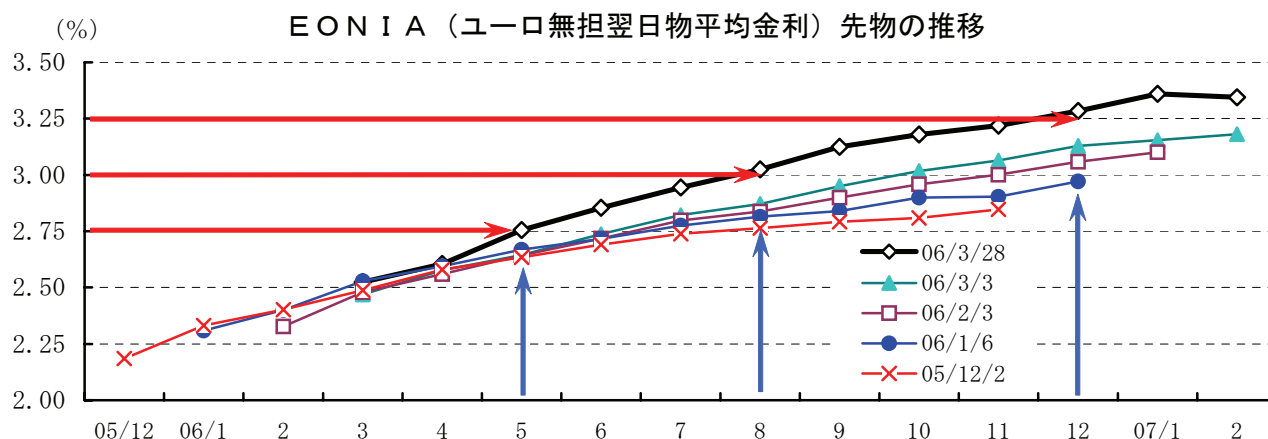
以上のように、ファンダメンタルズ面ではインフレ圧力が相応に増しつつあると判断される。遅れているドイツの雇用環境さえも改善傾向に転じつつあることを勘案すれば、少なくとも現状のような超緩和的な水準に政策金利を保つことはリスクが大きい。要するに、ファンダメンタルズはECBが中立的な水準へ向けて着実に歩を進める環境にあると言えよう。

市場の利上げ予想も徐々に前倒し

28日に発表された独i f o景況指数は、前月対比低下するとの市場予想に反し、105.4と前月（103.4）から

上昇した。これに伴い、ECBの金融政策に対しても予想以上に速いテンポで利上げが進むとの見方が強まってきた。3/28時点のEONIA（ユーロ無担翌日物平均金利）先物相場で市場がどの程度の利上げを予想しているのか確認すると、独i f o景況指数発表前には6月と予想されていた次回の利上げが5月へ、その次が9月から8月へそれぞれ1ヶ月前倒しされた。年末段階で3.25%にまで引き上げられることを織り込んでいる形は変わっていないものの、そのタイミングも11月に前倒しされつつある。

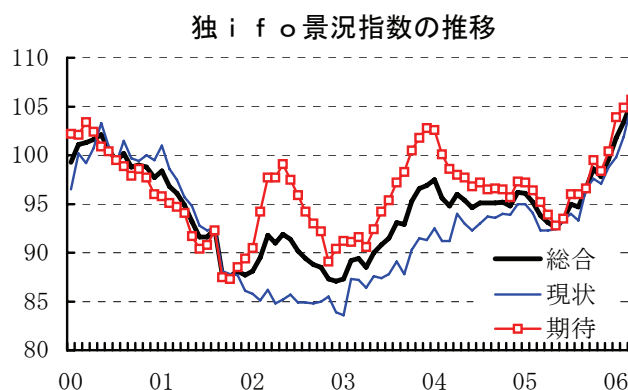
このような利上げ予想の上方修正は、昨年12月に最初の利上げが実施されて以降段階的に続いている。例えば、レポレートが3%に達する時期については、3月初には10月、2月初には11月と予想されており、年初の段階では年内にレポレートが3%まで引き上げられることを100%は織り込んでいなかった。



このように金融政策予想の上方修正が続いている背景には、足元の景気に対する判断が上方修正され続けていることが挙げられる。独i f o景況指数で見ると、2月の同指数（2/23発表）に対する市場の事前コンセンサスは101.5（前月差▲0.5ポイント）だったのに対し、実績（当初発表値）は103.3（同+1.3ポイント）、1月の同指数（1/25発表）は99.8（同+0.2ポイント）のコンセンサスに対し、実績（同）は102.0（同+2.4ポイント）などとなっている。

独景気に対するポジティブなサプライズを抱き続けているのは、市場関係者だけではなさそうだ。i f o景況指数の内訳を見ると、05年半ば頃をボトムに現状指数と期待指数がほぼ同テンポで上昇している。通常、景況感がボトムアウトすると、期待指数が先行して大きく盛り上がる一方、現状指数はワントempo遅れてゆっくりと回復していく特徴がある（概ねどの国でも似た傾向が見られる）。このような通常のパターンと比較すれば、05年半ば以降の景気の立ち直りは、実際の回復がリードし、期待がこれについて行っているとも言えよう。

こうした、景気に対する控えめな見通しと、実績から受けるポジティブサプライズの連続を生んでいるのは、外需ではなく内需であると推察される。独景気は外需によってリードされる一方、雇用環境の停滞から内需に対してはあまり期待されない状態が続いている。したがって、ポジティブサプライズが生まれるとすれば内需が予想以上に強含んでいる場合であろう。実際、小売業の景況指数の改善傾向は、全体に比べて速いテンポで進んでいる。確かに、雇用環境の改善は実質賃金を含めて未だ決して良い状態にあるとは言えない。しかし、雇用は景気の遅行指標であることを勘案すれば、内需の予想以上の強さが相俟って、今後ドイツの雇用・所得環境もより明確に改善し、それがさらなる内需の回復に繋がる好循環が生まれる可能性も十分にあるとも言えよう。そうなれば、ECBは市場が予想しているよりもさらに速いテンポで、景気に対して中立的な水準にまで



政策金利を引き上げる公算が大きい。現在市場が予想している今年末のレポレート予想は3.25%であるのに対し、前述したようにテーラールールなどで算出されるあるべき水準、あるいは中立的なレポレート水準は4.00%程度と判断される。ここまで一気に年内に引き上げるとは見込み難いが、年内残り9ヶ月で+150bpという利上げテンポは、米国がこれまで行ってきた利上げ（3ヶ月で+50bpポイント）と同ペースであり、決して不可能とは言えない。少なくとも、現在市場が織り込んでいる9ヶ月で+75bpという利上げ見通しは、さらに上方修正される可能性は大きい。