

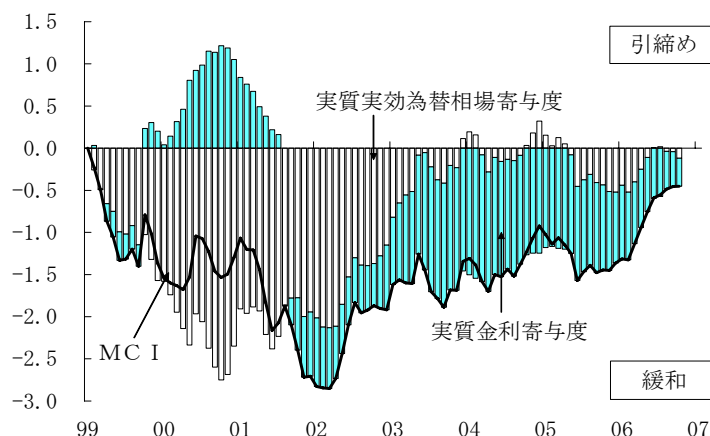
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

ECBの利上げ局面の着地点

- ・ 次回3月8日のECBの政策理事会では、年内に4%への追加利上げを行なうという市場の観測を裏付ける材料が提供されるか否かが最大の注目点だ。
- ・ 3月の利上げで政策金利が3.75%になるが、これは中立範囲の下限となり、ユーロ高を勘案すると金融は引締めに転じる。「政策金利は低い」、「金融政策は緩和的」という従来の評価になんらかの修正が加えられる可能性がある。ECBの成長率見通しは、10～12月期の成長加速と足もとの底堅さを反映して上方修正されよう。
- ・ 物価見通しは、2%を下回る安定水準に下方修正されそうだが、インフレ・リスクへのスタンスは「特に注視」という強めの姿勢が維持されよう。足もとの物価を押し下げている原油価格要因は、今年末には剥落する見込みであり、原油高再燃のリスクもある。成長の加速で需給ギャップの縮小も大きく進展しているからだ。
- ・ 筆者は、3月の利上げが着地点との見方を維持するが、雇用・賃金統計や賃金交渉の行方、マネー統計の動向などを、追加利上げの可能性を高める材料として注目したい。

金融緩和の段階的な除去とユーロ高で変化する金融環境
～ユーロ圏の金融環境指数 (MCI)～



(資料) 欧州委員会

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

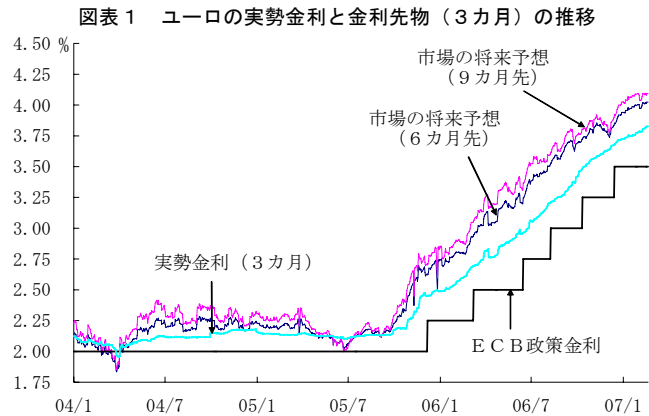
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ ECBの利上げ局面の着地点 ＞

● 3月理事会の注目点は追加利上げ観測の裏づけ材料

(3月理事会で政策金利は3.75%へ)

2月の理事会後の記者会見で、欧州中央銀行(以下、ECB)のトリシェ総裁が、翌月の利上げを示唆するキーワード「(インフレ・リスクを)強く警戒(exercise strong vigilance)」を用いたことで、3月8日のECB政策理事会での利上げは確実となった。利上げ幅は、今回の利上げ局面での過去6回と同じ**25bp**で、政策金利は**3.75%**となる見込みだ。足もと市場は4%への追加利上げを織り込んでいる(図表1)。



(注目材料は政策金利・金融環境、経済見通しの変更内容とインフレ・リスクへのスタンス)

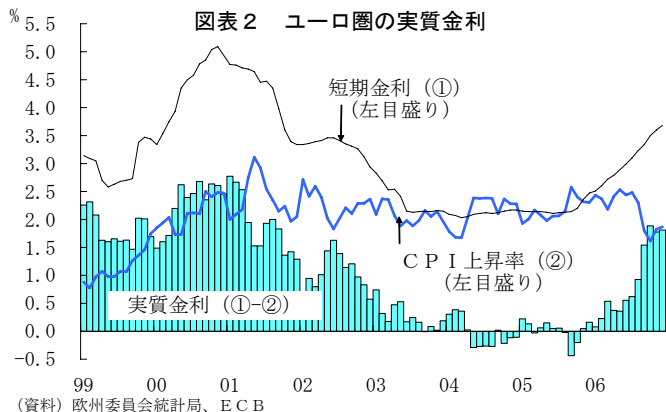
3月の理事会の注目点は、追加利上げ観測を裏づける材料が提供されるか否かだ。特に、注目されるのは、(1)12月の利上げ時には維持された「政策金利はなお低い水準」、「金融政策は緩和的(accommodative)」という表現が修正されるのか、(2)理事会当日に公表される四半期に一度のECBスタッフの見通しでは、どのような修正が行われるのか、さらに(3)追加利上げの有無やタイミングを図る上で有力な材料となってきた、インフレ・リスクへのスタンスがどのようなキーワードで表現されるのか、という3点だろう。

● 政策金利・金融環境への評価は変更の可能性も

(3.75%は中立的な金利水準の下限)

12月の利上げ後のトリシェ総裁のコメントは、金融環境への評価は維持しながら、「金融緩和の段階的な除去」という表現を削除した。これにより、金利が中立的な水準に近づきつつあることを示唆するとともに、利上げのペースを昨年下半年の2カ月に1度から3カ月に1度へとスローダウンさせる布石を打ったものと解釈できよう。

3月に利上げが行なわれれば、今回の



局面での累計利上げ幅は 175bp となる。その一方、昨年 9 月以降、2004 年から継続的に物価を押し上げる要因となってきた原油価格が、前年を下回るようになった結果、インフレ率は「2%以下でその近辺」という ECB の物価安定のレンジ内で推移するようになったため（図表 2）、実質ベースでの金融緩和の除去には弾みがついている。

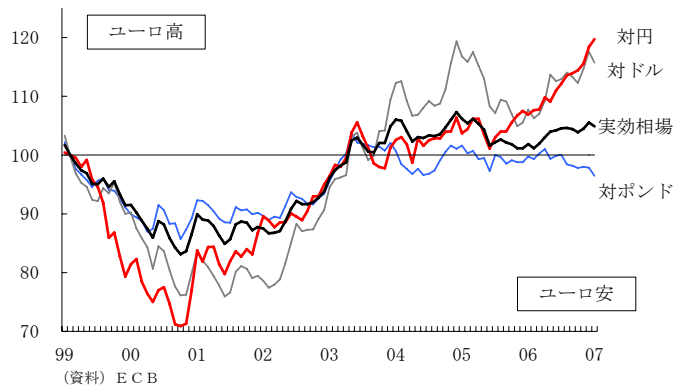
ECB は中立金利の水準を明確にはしておらず、様々な推定が行なわれているが、中期的な中立金利は「実質中立金利+望ましいインフレ率」で、「実質中立金利は潜在成長率にほぼ等しい」と考えるならば、「2%程度の潜在成長率+2%以下でその近辺のインフレ率（=ECB の物価安定の定義）」から、ユーロ圏の中立金利は 3.75%~4.25% となる。こうした考えに基づけば、3 月の利上げによって、政策金利は中立水準の下限に達することになる。

3 月の利上げ後のコメントでは、「政策金利はなお低い水準」、「金融政策は緩和的」という表現になんらかの修正が加えられ、金融緩和の除去のための利上げの局面は終結し、もう一段の引き上げは引締め段階に入ることが示唆される可能性もある。

（ユーロ高を勘案すると金融環境はタイト化）

今回の ECB の利上げ局面では、段階的な利上げの過程での内外の金利差の変化、さらに金利先高感の違いから、ユーロの対円相場はほぼ一貫して増価、日銀の利上げ後の 22 日も対円で最高値を更新した。対ドル相場は 2004 年末の最高値の後、米国の利上げが先行した局面でユーロ高の修正が進んだが、ECB の利上げ開始後はユーロ高基調となっている。

図表 3 ユーロの対ドル、対円、対債券為替相場指数の推移



ECB が重視する実効為替相場も増価しているが、ユーロ高のペースがよりマイルドなドルが 23.7%、金利差からユーロ安が進んでいる英債券が 20.3%と、円の 10.4%よりもウェイトが大きいため、対円相場に比べて実効相場の変動は緩やかなペースに留まっている（図表 3）。

MCI (Monetary Condition Index) は、実質短期金利と実質実効為替相場から見て金融の緩和・引締めの度合いを判断する指標である。MCI を見る際には、実効相場の実質化に用いる物価指数など対象とする指標の選定や基準時点、ウェイトの置き方などで結果が変わる点に注意が必要だが、金融政策の変更と為替相場の変動が及ぼす影響を理解する助けになる。欧州委員会が算出している MCI は、実質短期金利 6、実質実効為替相場 1 というウェイトで 99 年 1 月を基準時点としているが、段階的な金融緩和の除去とユーロ高の引き締め効果から、2006 年中に金融緩和の除去が大きく進展したことが分かる（表紙図表参照）。

同指数には反映されていない昨年 12 月と今年 3 月に予定されている利上げ、さらに金利先高観に支えられた実質実効為替相場の増価基調を勘案すると、3 月には金融環境は緩和から引締めへの分岐点に差し掛かると想定される。これは、2000~2001 年に、政策金利が 4% 超に引き上

げられた効果がユーロ安によって打ち消されていた局面と大きく異なる状況である。

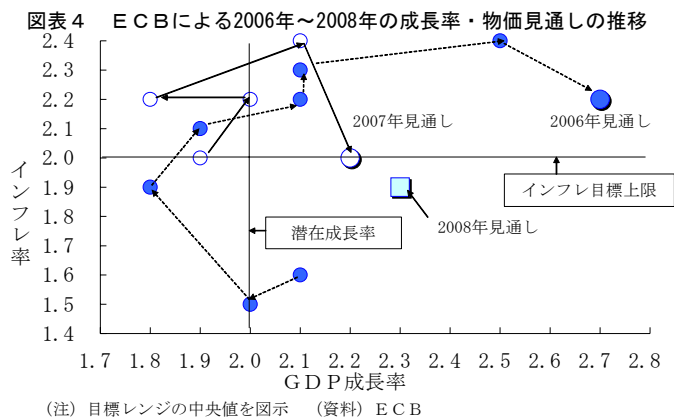
追加利上げに関するリスクは、対ドルでの金利差縮小への観測が強まり、ドル安ユーロ高が加速した場合、実質実効為替相場の増価が進み、為替要因の引締め効果が大きくなることであろう。市場が織り込んでいる以上にユーロ圏の追加利上げ観測が高まった場合や、米国の景気が想定以上に弱く、利下げのタイミングが早まった時などには、こうしたリスクが顕現化する可能性がある。

● ECBスタッフの成長率見通しは上方修正、物価見通しを下方修正

(3月見通しには10~12月期の上振れ、原油価格低下、外部環境好転などが反映)

3月の理事会では、四半期に1度作成されるECBのスタッフによる見通しが議論の叩き台となる。

12月の前回見通しでは、原油価格の低下を反映して、2007年の成長率見通し(中央値、以下同様)を2.1%から2.2%に上方修正する一方、インフレ見通しは2.4%から2.0%に下方修正された。また、2008年については成長率は2.3%に上向き、インフレ率は1.9%に鈍化するという見通しであった(図表4)。



3月の見通しには、その後の変化として、2006年10~12月期の成長率が前期比0.9%と上振れたこと、その結果、2007年は「成長のゲタ」が0.7%と大きくなることと、足もとの統計が示す年明け後の景気の底堅さが反映されるであろう。インフレ率は物価安定の範囲内での推移が続いており、年初のドイツの付加価値税率引き上げ分の価格転嫁も抑制されている。前提条件のうち、原油価格(ブレント、12月は2007年は64.6ドル/バレル、2008年は67.2ドル/バレル)は幾分下方修正されることになり、ユーロ相場(2006~2008年:1ドル=1.28ユーロ)については多少上方修正の可能性もある。また、米国経済を巡る不透明感も年明け後は幾分後退したことで、外部環境の想定(2007~2008年:域外の成長率4.8%)も若干の上方修正の可能性もある。

(2007~2008年も潜在成長率を上回る成長と物価の安定を予想)

2月16日に欧州委員会が公表した中間見通しにおいても、ユーロ圏の2007年見通しは前回(11月)の2.1%から2.4%に上方修正され、物価の見通しは2.1%から1.8%へと下方修正された。ECBの見通しも、上記の修正により、2007年の成長率を0.1%~0.2ポイント程度上方修正、インフレ率は逆に0.1~0.2ポイント程度下方修正されるだろう。2008年についても潜在成長率を上回る成長と物価安定の両立という見通しが維持されるだろう。

● インフレ・リスクに関しては強めのスタンスが維持

(インフレ・リスクに対しては「特に注視」という強めの表現が用いられる可能性)

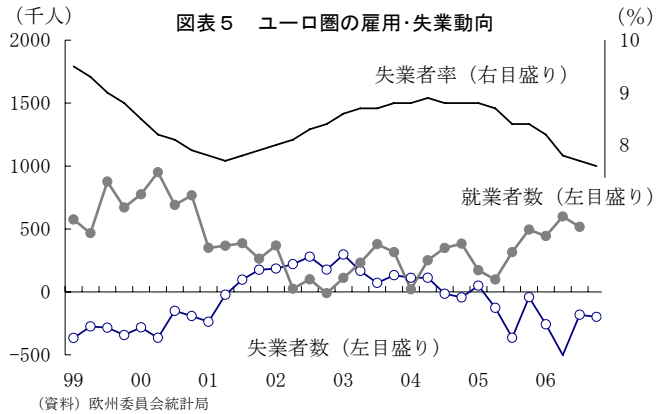
このようにECBの物価見通しは下方修正が見込まれが、これは原油価格が前年水準を下回っていることによるものであり、ECBはこの効果は年末には剥落すると見ており、原油高の再燃というリスクも警戒している。さらに、トリシェ総裁のコメントからは、潜在成長率を上回る成長が続く中、設備稼働率の上昇や失業率の低下ペースが加速、需給ギャップの縮小によるインフレ圧力を警戒する必要は高まっているとの認識が窺われる。

ECBのインフレ・リスクへの判断は、3月の利上げ後も、今回の利上げ局面で用いられてきた「注視 (monitor closely)」、「特に注視 (monitor very closely)」、「強く警戒」の3段階の評価の中の「特に注視 (monitor very closely)」という強めの表現が用いられるものと予想される。

(予想を上回る賃金上昇のリスクへの警戒を引上げ)

労働市場からのインフレ圧力に関しては「力強い経済成長と労働市場の改善にも関わらず、引き続き抑制されている (ECB 月報 2月号)」というのが現状評価だ。

しかし、こうした分析は、統計のタイムラグから7~9月期の実績を基に行なわれており、12月は失業率が7.5%とユーロ圏としては最低水準を更新するなど、



雇用環境の改善はその後も続いている (図表5)。こうした中で、ドイツでは、最大の労働組合IGメタル(金属産業労組)の6.5%を始め、主要業種が企業業績の好調を反映させた大幅な賃金上昇を要求するなど、従来の雇用優先、賃金抑制という構図が変わる兆候も見られる。

トリシェ総裁は、2月のコメントの中で、「賃金交渉においてはなお高い失業率と価格競争力に鑑み、賃金交渉は生産性を考慮に入れるべき」として言及しており、「予想を上回る賃金上昇のリスク」に対する警戒感を強めている。

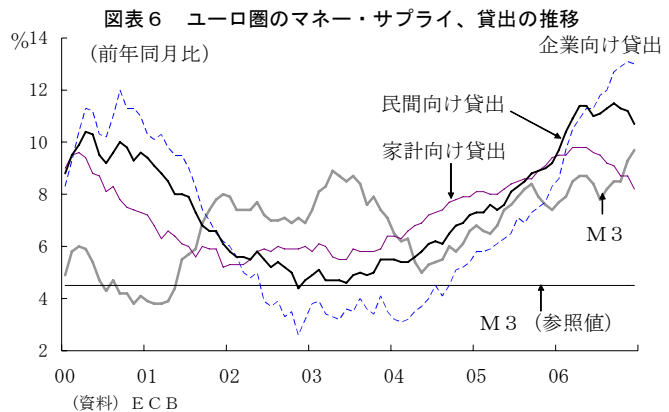
(マネー・サプライ、貸出の高い伸びも引き続き注視)

マネー・サプライ (M3) は、ECBの参照値である4.5%からの乖離傾向が続いており、12月は前年比9.7%とユーロ導入以来の高い伸びとなった。民間部門向けの貸出は、9月の前年比11.5%をピークに12月は同10.7%へと鈍化しているが、依然として二桁を超える伸びとなっている。

9月をピークとする貸出の鈍化は、利上げの効果から、住宅ローンを中心とする家計部門への貸出が減速していることによるものだ。その一方、M&Aや設備投資への旺盛な意欲を映じて伸びが著しい企業向けの貸出は、12月も前年比13.0%で前月から0.1ポイントの低下に留まってい

る(図表6)。長期金利が低く、株価が高値を保つ中で、企業部門への利上げの効果は確認できない状況にある。

ECBは、「経済が強さを増しているにもかかわらず金融がなお緩和的である(2月記者会見でのトリシェ総裁のコメント)」ことがマネー指標の上振れの原因と見ており、過剰流動性による物価上振れリスクに関しては、「とても注意深いモニタリングが必要(require very careful monitoring) (同上)」として、強く警戒する姿勢を維持している。



● 過剰流動性、賃金が上振れれば利上げを継続へ

(過剰流動性、雇用・賃金統計が上振れた場合は追加利上げの可能性が一気に高まる)

今月 27 日には1月分のマネー統計、28日には失業統計、さらに3月中旬には10~12月期の賃金コスト統計と、物価の上振れリスクに関わる統計の公表が予定されている。これらの内容は、3月理事会でのトーンや、4月以降の政策運営に大きく関わる材料となるだろう。

筆者は、10~12月期の高成長は駆け込み需要による上振れも影響しており、1~3月期は成長が鈍化、4~6月期以降、利上げ効果とユーロ高の浸透により景気過熱懸念は後退するため、ECBの利上げは3月で打ち止めと見ている。しかし、雇用・賃金統計や、マネー統計が上振れた場合や、賃金交渉の成り行き次第では、追加利上げによる引締めに踏み切る可能性が一気に高まると考えており、当面の動向を注視することとしたい。