

# 経済・金融フラッシュ

No.07-013 2007/05/11

## 5月 ECB 政策理事会～6月利上げを事実上予告

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail:ito@nli-research.co.jp

### 1. 「強く警戒」のキーワードで6月の利上げを予告

( インフレ・リスクへのスタンスは「強く警戒」に引き上げ )

欧州中央銀行(以下、ECB)は5月10日に政策理事会を開催、政策金利を3.75%で据え置くことを決定した。トリシェ総裁は、政策理事会後の記者会見で、インフレ・リスクへのスタンスを先月の「特に注視 (monitor very closely)」から「強く警戒 (strong vigilance)」に引き上げ、次回6月6日開催の理事会での25bpの利上げを事実上予告した。「強く警戒」は、トリシェ総裁が用いてきた3種類のキーワードの最も強く、2005年12月以降、合計7回の利上げの全てのケースで、利上げの前月に用いられてきた。

( 賃金インフレのリスクへの警戒を強化 )

今回のトリシェ総裁のコメントにおける注目点は以下のようなものであり、インフレの上振れリスク、特に、労働市場を通じたインフレ圧力への警戒を一段と強めている様子が伺われた。

- ① 物価の上振れリスクとして、「原油価格の再上昇と公共料金の引上げ」に替わり「稼働率の上昇」に真っ先に言及した。
- ② 「予想を上回る賃金の上昇」は、「重大な物価押し上げ要因」であり、賃金交渉の展開については、4月に続いて“monitor with particular attention”という強い警戒姿勢が示された。
- ③ 賃金決定にあたっては、「価格競争力や生産性に配慮すべき」という従来 of 表現から一歩踏み込んで、「低熟練労働者への雇用機会の創出や特定産業や地域の失業問題の改善」のために「十分な差別化が必要」とされた。また、構造改革の課題として、「域内における労働移動の障害の除去」という点にも言及された。

( 過剰流動性に対しても強い警戒を維持 )

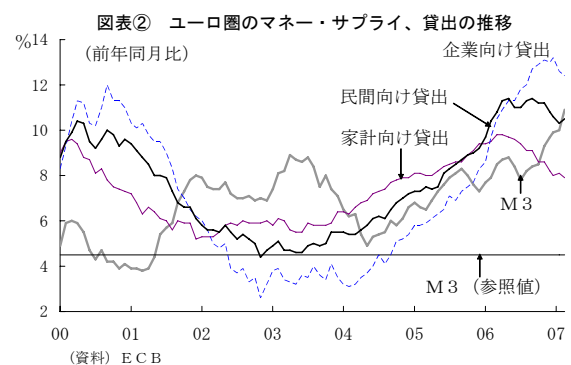
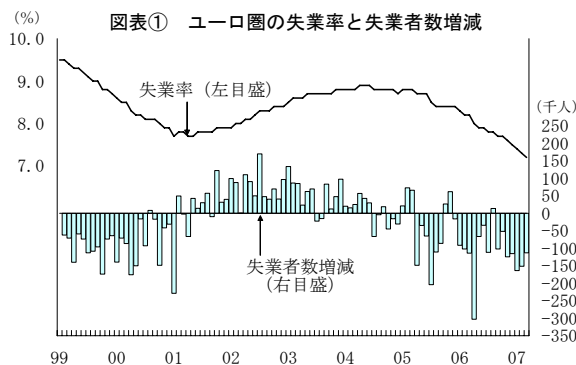
賃金インフレと共に警戒している過剰流動性に関しては、「マネーサプライや民間部門向け貸出の伸びの鈍化」など利上げの効果が見られるとしながら、「流動性はあらゆる尺

度で見て潤沢」という評価は変えず、「中期的な物価安定を脅かすリスク」として、“require very careful monitoring” という強い警戒を維持した。

( 利上げバイアス継続のベースは強めの経済指標 )

こうした判断の根拠となっているのは、以下のように経済指標が強さを保っていることがある。

- ① 主要な企業サーベイ調査であるドイツZEW、Ifo指数や欧州委員会の消費者信頼感指数の改善、PMI（購買担当者景気指数）が製造業・サービス業ともにピークアウトしてはいるものの、拡大と縮小の分かれ目となる50を大きく上回っており、自律的な景気拡大の持続を裏づける材料が多い。
- ② 消費者物価（以下、CPI）は、エネルギー価格の安定により、ECBの定義による物価安定のレンジ内（2%以下でその近辺）での推移が続いており、4月の速報値は前年同月比1.8%と前月から0.1%ポイント低下した。3月のコア・インフレ率は前年同月比1.9%で前月と同水準となり、上振れ傾向に一旦歯止めがかかった。
- ③ 生産者物価（以下、PPI）は、エネルギー価格が前年を下回るようになったことで2006年7月のピークに鈍化しており、3月は前年同月比2.7%となった。しかし、中間財価格の高止まり（3月前年比同6.0%）、資本財価格の上昇基調（同2.1%）が続いているため、建設・エネルギーを除いたコアPPIは3.6%で高止まっている。
- ④ 3月の失業率は7.2%と5カ月連続で前月を下回り、労働市場の改善の持続が確認された（図表①）。
- ⑤ 流動性の指標では、住宅ローンの伸びの鈍化による家計への貸出伸び率の鈍化傾向は続き、企業向け貸出も1月の前年同月比13.2%をピークに鈍化しているが、非銀行金融機関向け貸出の加速で、民間向け貸出の伸びは前月を上回った。マネーサプライM3は、参照値の前年比4.5%を大きく上回る状況が続いており、3月は同10.9%と2月の同10.0%から加速した。（図表②）



## 2. 6月の利上げ後も、追加利上げに含みを残す見込み

( 6月利上げ後のスタンスについては明言を回避 )

事実上の利上げ予告によって、6月7日に開催される政策理事会の焦点は、利上げの有無ではなく、トリシェ総裁のコメントが追加利上げに含みを残すかどうかに移った。今回の記者会見でも、6月以降に関する質問が相次いだ。トリシェ総裁は「事前の約束はしない」、「6月の理事会の段階で新たな材料に基づいて判断する」として方向感を示されなかった。

( インフレ・リスクへの強い警戒を維持する可能性が大 )

次回理事会の当日には、四半期に一度のECBのスタッフの経済見通しが公表される。今月7日には、一足先に欧州委員会の春季経済見通しが公表されたが、2007年の成長率は前年比2.6%、2008年は同2.5%で、それぞれ前回の秋季見通しから0.5ポイント、0.3ポイント上方改定され、2%程度とされる潜在成長率を上回る成長が持続するとの見通しが示された。この見通しは市場が織り込んでいるとおりの追加利上げが行なわれることを前提とするものだ。

トリシェ総裁も、今回、景気に関して「経済は堅調で裾野の広い拡大が続いている」とし、自信を深めている様子を伺わせた。ECBの6月見通しでは、前回の2007年前年比2.5%、2008年同2.4%（いずれもレンジの中央値）という強気の成長見通しが維持ないし小幅な上方改定となる可能性が高い。

こうした見通しが前提となれば、6月の利上げで政策金利が4%に達しても、ECBが、需給ギャップの縮小によるインフレ・リスクへの警戒姿勢を解くことはないと思われる。