

# 経済・金融フラッシュ

No.07-027 2007/06/07

## 6月 ECB 政策理事会～25bp の利上げを決定、追加利上げに布石

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. 25bp の利上げを決定、追加利上げに布石

( 政策金利の4%への引き上げを決定 )

6月6日に開催された欧州中央銀行(以下、ECB)の政策理事会は、政策金利の4%への引き上げを決定した。5月の政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁が、インフレ・リスクへのスタンスを「強く警戒(strong vigilance)」に引き上げたことで、利上げは確実視されていた。このため、今回の政策理事会への関心は、もっぱらトリシェ総裁が理事会後の記者会見で、追加利上げについてどのようなメッセージを発するかに集まっていた。

( 追加利上げに布石 )

先月の記者会見では、6月以降について、「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」と述べて、明確な方向感を示さなかったが、今回は、以下のような表現で、利上げ継続の方針を示した。

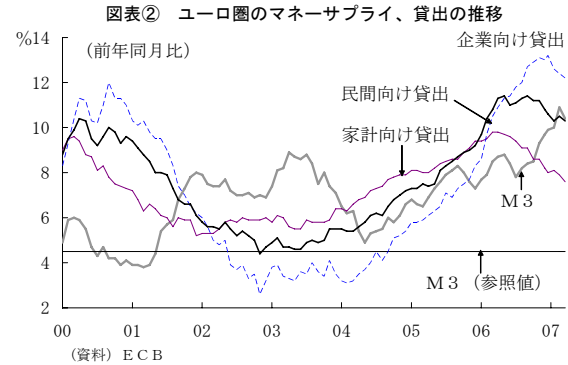
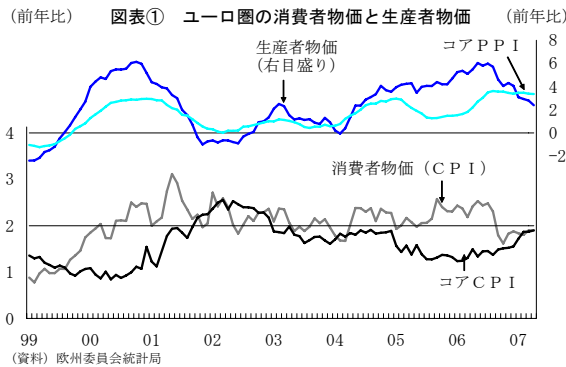
- ① インフレ・リスクに対するスタンスは「注視(monitor closely)」、「特に注視(monitor very closely)」、「強く警戒」の3段階で、最も弱い「注視」で表現された。これにより、追加利上げに布石を打つ一方、トーン・ダウンによって次回の利上げは早くとも9月となった。なお、昨日公表された四半期に1度のECBのスタッフの見通しは、2007年の物価見通しを、原油高の進行を織り込み、前回の前年比1.8%から2%に上方修正し、2008年は同2%に据え置いた(いずれもレンジの中央値)。
- ② 政策金利の水準については、3月の利上げ時に従来用いられてきた「低い」から「穏当(moderate)」に変更されたが、今回は政策金利の水準に関する評価自体が削除された。これは政策金利が「潜在成長率(約2%)」+「望ましいインフレ率(2%以下でその近辺)」で定義される中立的な水準の4%に達したことを反映したものと見られる。しかし、金融環境は「良好な経済環境に対して、緩和的である(on the accommodative side)」という3月の利上げ後から用いられている表現を踏襲し、追加利上げの必要性を示唆した。

- ③ 景気については、前回の「堅調で裾野の広い拡大が続いている」から「予想を上回るペースで拡大している」に変更されたが、「経済活動の見通しは中期的に良好」、「リスクは主として外部要因にある」という前回の評価を維持し、自律的な成長の持続に対する自信を示した。E C Bのスタッフの見通しでは、2007年の成長率は前回の前年比2.5%から同2.6%に上方修正し、2008年は同2.4%から2.3%に下方修正されたが、潜在成長率を上回る成長が続くというシナリオ自体は維持された。
- ④ インフレ・リスクとして、景気拡大が続く中での、企業の価格転嫁と賃金インフレという内生的なインフレ圧力警戒の必要性が強調された。価格転嫁については「競争が激しくない分野で広がりやすい」と牽制、賃金インフレに関しては、先月に続き「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、「賃金設定は、価格競争力や、なお多くの国で失業率が高いこと、産業毎の生産性の違いを考慮に入れるべき」として自制を促した。
- ⑤ 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「幾つかの指標には利上げの効果が見られる」としながら、「伸び率の水準は高い」、「流動性は潤沢」という評価は変えず、「中長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。

( 利上げの継続は潜在成長率を上回る景気拡大に伴うインフレ圧力の抑制が狙い )

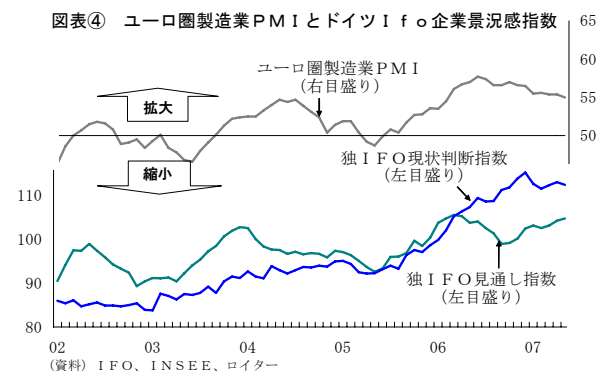
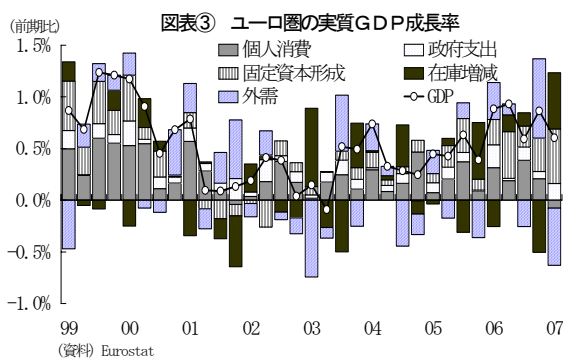
最近の経済指標を見ると、物価・流動性の指標は、以下のように、インフレ・リスクの高まりを示すものではなかったことが、今回、インフレ・リスクへのスタンスを「注視」にトーン・ダウンした背景にあると考えられる。

- ① 消費者物価（以下、C P I）は、エネルギー価格の伸び率の低下により、E C Bの定義による物価安定のレンジ内（2%以下でその近辺）で推移しており、5月の速報値は前年同月比1.9%と前月と同水準であった。エネルギー・食品を除くコアC P Iも4月は前年同月比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（図表①）。
- ② 生産者物価（以下、P P I）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月をピークとする鈍化傾向が続いており、4月は前年同月比2.4%となった。しかし、高止まり傾向が見られた中間財価格は前年同月比5.8%で前月より0.1ポイント低下、上昇傾向にあった資本財価格は同2.0%、建設・エネルギーを除くコアP P Iは同3.4%でいずれも前月と同水準となった（図表①）。
- ③ 流動性の指標では、非銀行金融機関向け貸出の加速は続いているが、家計への貸出伸び率は住宅ローンの鈍化による減速傾向が続き、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ため、民間向け貸出の伸びも前月を下回った。4月のマネーサプライM3は3月の前年同月比10.9%から同10.4%に減速したものの、依然として参照値の前年比4.5%を大きく上回る状況が続いている（図表②）



その一方、以下のように、景気拡大の持続を裏づけ、需給タイト化の兆候を示す材料が増えたことが、内生的インフレのリスクが強調された背景にあると考えられる。

- ① 1～3月期はドイツにおける付加価値税率引き上げの影響で個人消費がマイナスとなったが、設備投資の力強い拡大によってカバーされた。成長率は前期比 0.6% で潜在成長率を上回った (図表③)
- ② 3月の失業率は7.1%と6カ月連続で低下し、労働市場改善持続が確認された。
- ③ ドイツZEW、Ifo指数や欧州委員会のサーベイ、製造業及びサービス業のPMI (購買担当者景気指数) など、主要なサーベイ調査はピークアウトしているが、揃って水準が高く、先行性の強い指標が改善していることなどから、テンポこそ鈍るものの、拡大基調は続くと思われ (図表④)。



## 2. 追加利上げは9月実施、その後も利上げバイアスを継続

( 9月時点でも潜在成長率を上回る成長は持続 )

向こう3カ月間の金融政策に関する議論が行われる政策理事会の開催は、7月5日、8月6日、9月6日に予定されている。今回のインフレ・リスクのスタンスを踏まえると、追加利上げは9月実施の可能性が最も高いと考えられよう。



9月の段階でも、物価関連指標が明確に上振れることはなさそうだが、景気は、牽引役のドイツで、競争力の高まりによる企業部門の好調に加え、雇用・所得環境の改善による個人消費の回復が期待される局面にあるため、先行性の高い指標示すように、拡大基調が続いているだろう。

このため、9月の利上げ後も、ECBは内生的なインフレ圧力を牽制するために明確な利上げ打ち止め宣言は出さず、利上げバイアスを継続する可能性が高いと思われる。