

# 経済・金融フラッシュ

No.07-040 2007/07/06

## 7月 ECB 政策理事会～政策金利は据え置き、警戒強化も見送り

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. 7月は政策金利を据え置き

( 政策金利は予想通り 4% で据え置き )

欧州中央銀行(以下、ECB)は、7月5日の政策理事会で、政策金利の据え置きを決定した。前回理事会後の記者会見で、トリシェ総裁が、インフレ・リスクに対するスタンスを、3段階のうち最も警戒度が弱い「注視 (monitor closely)」としていたため、決定の内容は大方の予想通りであった。

( 景気認識、インフレ・リスクの判断は前回と変わらず )

今回のトリシェ総裁のコメントのポイントは以下のとおりである。前回とほぼ同じ表現が踏襲され、警戒の引上げやスケジュールの変更は行われなかった。このため、追加利上げの方向性は維持されたものの、利上げのタイミングは、従来、メイン・シナリオと考えてきた9月ではなく、10月となる可能性が出てきた。

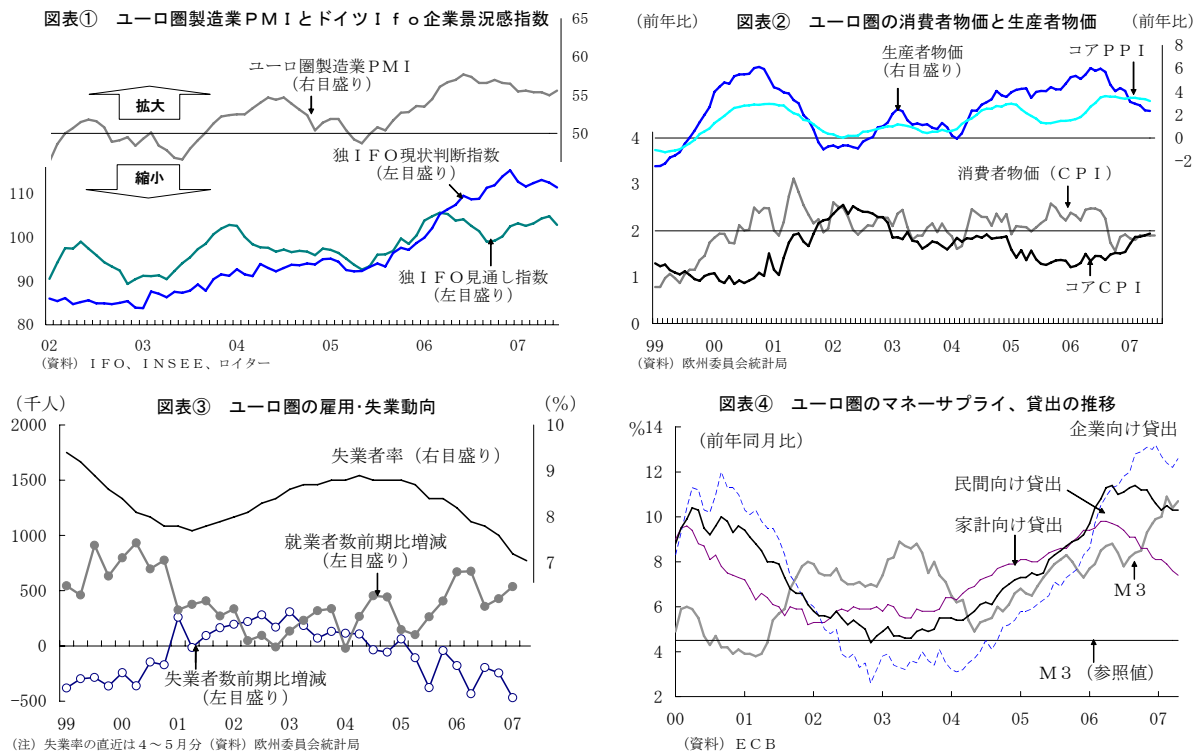
- ① インフレ・リスクのスタンスは、3段階のうち最も弱い「注視」に据え置かれ、金融環境に関しては、「良好な経済環境に対して、なお緩和的である (on the accommodative side)」という前回からの表現が維持された。
- ② 通常、8月の政策理事会は「電話会議、記者会見なし」とされるが、昨年は、7月の理事会で通常形式への変更を決めたことが記者会見で明らかにされ、8月に利上げを実施した。しかし、今回は、こうした予定変更に関する発表はなかった。
- ③ 景気見通しについても、「安定した成長が見込まれる」、「短期的にはリスクはバランス」、「中期的なリスクは下振れ」方向にあるが、「リスクは主として外部要因にある」など、前回同様の自律的な成長の持続に対する自信が示された。
- ④ インフレ・リスクは「上振れ方向」にあり、リスク要因としては、前回同様、設備稼働率の上昇と労働市場の改善という国内要因を強調し、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に対する警戒姿勢を示した。
- ⑤ 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」である

ため、過剰流動性は「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。

( 前回理事会後に公表された経済指標は景気認識を追認、インフレ・リスクは横這い )  
今回、インフレ・リスクへの警戒の強化が見送られた背景には、前回理事会後に公表された経済指標は、以下のように、企業部門に関してはECBの景気認識を追認するものであったが、消費には弱さがあり、敢えて利上げを前倒しするほどのインフレ・リスクの強まりも見られなかったことがあると思われる。

- ① 企業サーベイから捉えた景気の強さ (図表①) : ドイツZEWは現状指数が改善、見通し指数が悪化、Ifo指数は現状、見通しともに悪化、PMI (購買担当者景気指数) は製造業、サービス業ともに改善と好悪材料が交錯した。Ifoの見通し指数が、現状指数よりも大きく悪化したのは、過剰な期待の修正によるものであろう。しかし、PMIの強さやZEW、Ifoの現状指数の水準の高さから、力強い景気の拡大は続いていると判断できる。また、欧州委員会が年2回実施している設備投資調査の最新の結果 (3~4月調査分、6月29日公表) は、2007年の設備投資増加率が、実質前年比6%増と2006年実績と同水準で、前回調査の5%から上方修正されており、設備投資への強気の姿勢が確認された。
- ② 消費の弱さ : 5月の小売売上高は前月比マイナス0.5%と4月 (マイナス0.1%) に続いて減少した。ドイツで4月の前月比1.4%との急伸の反動もあり、同マイナス1.8%と落ち込んだことが響いた。経済、雇用の先行き見通しを反映して消費者信頼感指数は改善しているが、購買意欲には高まりが見られないことと整合的な結果である。
- ③ 物価統計から捉えた価格転嫁の動き (図表②) : 6月のCPI速報値は1.9%で、ECBの定義による物価安定の圏内 (2%以下でその近辺) での推移が続いた。5月の確報値では、エネルギー・食品を除くコアCPIは3カ月連続で同1.9%となり、上振れ傾向にも歯止めが掛かった。企業部門による価格転嫁の指標となる生産者物価も、原油要因により、2006年7月の前年同月比6%をピークとする低下傾向が続いており、5月は同2.3%となった。但し、欧州委員会の企業サーベイでは、製造業、サービス業ともに価格上昇を見込んでおり、潜在的な価格転嫁の圧力は伺われる。
- ④ 労働統計に見る賃金インフレのリスク (図表③) : 失業率は7カ月連続で低下し、5月は7.0%となった。1~3月期の雇用は、前期比0.4%、前年同期比1.4%と高い伸びが続いた (10~12月期: 同0.3%、同1.5%)。1~3月期の賃金の上昇率 (時間あたり、名目) は前期と同じ前年同期比2.2%で賃金の上振れは回避されている。欧州委員会の企業サーベイでは、製造業・サービス業ともに旺盛な雇用意欲が示されたことで、雇用の改善はなお続くと思われる。
- ⑤ マネー・サプライ統計に見る過剰流動性のリスク (図表④) : 加速が続いた非銀行

金融機関向け貸出が鈍化（4月：前年同月比 16.3%→5月：同 14.5%）、家計向けの貸出伸び率は、住宅ローンの伸びの沈静化と消費者信用の鈍化による減速傾向が続いた。企業向け貸出は、1月の前年同月比 13.2%をピークに鈍化してきたが、4カ月振りに前月の伸びを上回った（4月：前年同月比 12.2%→5月：同 12.6%）。5月のマネー・サプライM3は同 10.7%で4月の前年同月比 10.4%を上回った。リスクの上振れを示す内容ではないものの、伸び率の自体、依然高い水準にある。



## 2. 25bp の追加利上げ後、政策金利は据え置きへ

（高まった10月利上げの可能性）

足もとの景気展開と今回のトリシェ総裁のコメントからは、もう一段の利上げは間違いはないが、時期については不透明になった。今回の利上げ局面では、四半期に1度のECBの経済見通しの改定月に利上げが実施されるケースが多い。しかし、8月は記者会見でのメッセージを発することができないため、9月の見直し改定を踏まえて、インフレ・リスクのスタンスを引上げ、10月利上げの布石を打つ可能性が高まったように思われる。

25bpの追加利上げによって、政策金利は引締め領域に入る。9月ないし10月の利上げ後も、内生的なインフレ圧力への警戒は解かないであろうが、政策効果を見極めるために、政策金利が据え置かれる可能性は高いと思われる。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

（Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載）