

経済・金融フラッシュ

No.07-052 2007/08/03

8月 ECB 政策理事会～9月利上げに布石、市場の調整を注視

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. インフレ・リスクへのスタンスを「強く警戒」に引き上げ

(電話会議終了後、記者会見を開催)

2日、欧州中央銀行（以下、ECB）の8月の政策理事会が、当初予定通り、電話会議の形式で行われ、政策金利の据え置きを決めた。会議終了後、当初予定されていなかった記者会見が、プレス・ブリーフィングとして開催され、トリシェ総裁が通常よりも簡単なコメントを述べた後で、質疑応答が行われた。

今回のトリシェ総裁のコメントと質疑応答のポイントは以下のようなもので、経済の力強い拡大が続いていることを受けて、インフレ・リスクへのスタンスを「強く警戒」に引き上げ、9月利上げに布石を打つ一方、9月以降については明言を避け、今後の情勢の変化、特に調整過程にある市場の動きを注視する姿勢が強調された。

- (1) インフレ・リスクのスタンスは、「注視」、「特に注視」、「強く警戒」の3段階のうち最も強い「強く警戒」に引上げられた。質疑応答では、「強く警戒は（翌月の利上げを示唆する）従来と同様の意味で用いた」とする一方、9月以降については「事前の約束はしない」とし、「事実と指標、情勢の変化を見極めた上で判断する」ことを強調した。
- (2) 景気に関しては、「前回理事会後の情報によって（安定した成長という）見通しは確認された」とし、質疑応答では「IMFの世界並びにユーロ圏経済見通しの上方改定」や「失業率が過去26年で最も低い水準にあること（6月：6.9%）」に大いに注目すべきと述べた。
- (3) インフレ・リスクは「上振れ方向」にあり、リスク要因として、原油価格の上昇、設備能力の制約、賃金とコストの上昇圧力について言及した。
- (4) 市場は「リスクの再評価」という「デリケートな局面」にあり、市場の動向、特にセンチメントの変化は“need careful monitoring”として強い警戒を示した。

ドイツの中堅金融機関のサブプライム投資による損失が表面化し、金融危機への懸念が広がっていることに関する質問に対しては、ECB理事会のメンバーであるドイツ連銀のウエイバー総裁による「金融危機への懸念には全く根拠がなく、

米国の不動産市場へのエクスポージャーは全体としては限定的である」とする公式見解に「付け加えることは何もない」と述べた。

2. 経済指標はピーク・アウトしつつあるが、なお強さを保つ

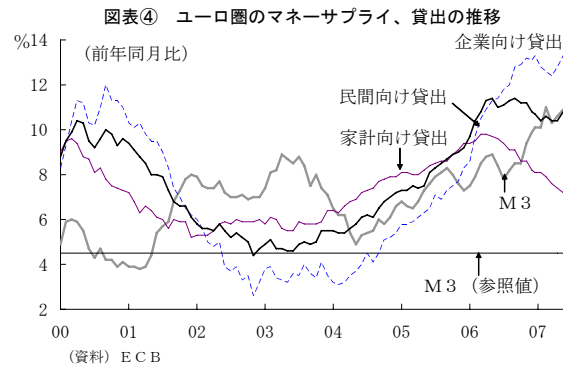
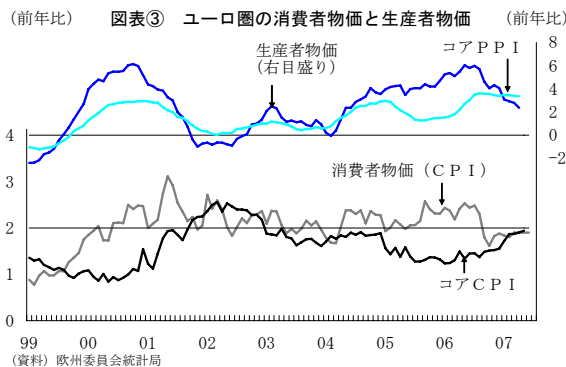
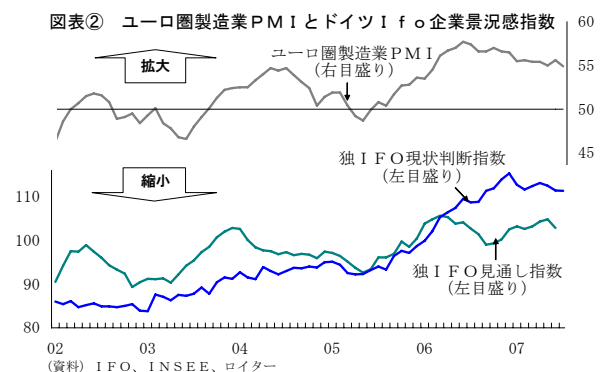
(サーベイ調査は高水準で調整)

今回の判断の基盤となった前回理事会後に公表された主な経済指標の内容は、以下のとおりである。7月のユーロ高加速(図表①)や原油高の進行もあり、先行きの見通しについてはピーク・アウト感が出てきたものの、足もとの景気は力強さを保っていること、インフレ指標は安定しているが潜在的な圧力は煽っていること、流動性の指標は企業貸出の旺盛な伸びにより、依然高水準で推移していること、消費も緩やかな拡大が続いていることなどが確認された。

- (1) サーベイ調査の改善ペースの一服(図表②)：7月のPMI(購買担当者景気指数、速報値)は製造業54.9で先月から0.8ポイント低下、17カ月振りの低水準となった。機関投資家を対象とするため先行性が高いドイツZEWは、7月に見通し指数が2カ月連続で悪化、3カ月連続で改善してきた現状判断指数も若干悪化した。ドイツIfo指数は、6月に続き現状判断指数、見通し指数ともに低下したが、低下幅は6月よりもマイルドであった。PMIが依然として拡大と縮小の分かれ目となる50を大きく超えている他、ZEW、Ifoのいずれも現状判断指数が極めて高い水準にあることは、足もとの景気力強さを裏づけるものである。7月の欧州委員会サーベイでは、四半期毎に調査される稼働率が84.2%と4月調査の84.8%よりも低下したが、業種毎のばらつきが広がっており、金属、機械では極めて高い水準が続いている。
- (2) インフレ率は安定圏内、価格転嫁の圧力は持続(図表③)：7月のCPI上昇率は前年同月比1.8%で、6月の1.9%を下回り、ECBの定義による物価安定の範囲(2%以下でその近辺)で推移している。7月は速報値のため、内訳は未公表だが、6月の確報値によれば、エネルギー・食品を除くコアCPIは4カ月連続で同1.9%となっており、上振れ傾向には歯止めが掛かっている。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、6月は同2.3%となった。但し、製造業PMIでは投入価格が67.1と9カ月振りの水準まで上昇し、産出価格は16カ月振りの低水準であった54.3から54.5に僅かに上昇した。欧州委員会の企業サーベイでも、製造業、サービス業ともに価格上昇を見込む姿勢は変わらず、潜在的な価格転嫁の圧力は持続している。
- (3) 依然高水準の流動性(図表④)：家計向けの貸出伸び率は、住宅ローン、消費者信用ともに伸びが鈍化し、減速傾向が続いているが、企業向け貸出が再加速(4

月：前年同月比 12.4%→5 月：同 12.8%→6 月：同 13.3%) したことで、民間向け貸出も前月を上回る伸びとなった(5 月：前年同月比 10.4%→6 月：同 10.8%)。6 月のマネー・サプライ M3 は同 10.9% で 5 月の前年同月比 10.7% を上回った。

- (4) 緩やかな消費拡大のペース：4~5 月に 2 カ月連続で前月比マイナスとなったユーロ圏の小売売上高の 6 月分は理事会の段階では未発表(3 日公表予定)だが、5 月の前月比マイナス 0.5% の主因となったドイツの小売統計が、天候の持ち直しにより 6 月の前月比マイナス 2.5% から 7 月は同 0.7% のプラスに転じたこと、フランスも同様に同マイナス 1.0% から同プラス 1.6% に回復したことから、6 月はユーロ圏全体でも前月を上回ると期待される。



3. 注目される 9 月理事会後のコメント、見通しの改定内容

(9 月の利上げは確実視、次回理事会の注目点はその後を探る手がかり)

今回のトリシェ総裁のコメントで、9 月 6 日に開催予定の次回理事会での 4.25% への利上げは確実となり、注目は 9 月以降に集まることになった。12 月の追加利上げの有無を探る手がかりとして、利上げ後も「良好な経済環境に対して、なお緩和的である (on the accommodative side)」という評価がなお維持されるのかという点と、同日公表される四半期に 1 度の ECB の経済見通しの内容が注目されよう。

ECB の経済見通しは、6 月に、物価については、2007 年は上方修正 (前年比 1.8% → 同



2%)、2008年は同2%で据え置き、成長率については、2007年は上方修正(同2.5%→同2.6%)、2008年は下方修正(同2.4%→同2.3%)された(いずれもレンジの中央値)。

9月の見通しには、7月12日に公表された1～3月期のGDP統計の上方改定のほか、予測の前提条件である原油価格、長期金利、対ドル相場がそれぞれ小幅に上方改定される影響が反映されることになる。物価は2007年、2008年ともに上方修正、成長率は、2007年は上方修正される一方、2008年は下方修正となりそうだが、いずれも小幅に留まり、引締めバイアスの継続をサポートする内容になると見られる。

(市場の調整が秩序ある範囲であれば、ECBはインフレ・リスクへの対応を優先)

今回の記者会見の前回までとの違いは、市場の調整を見守るスタンスが強調された点にあり、今後の政策判断に影響を及ぼす要素として注視する必要があるだろう。

トリシェ総裁は、市場は「過小評価されてきたリスクの見直しの局面」にあり、「調整は秩序ある形で円滑に進むことと市場参加者と投資家が急激で突然の調整を回避することに可能な限り敏感であることを望む」と述べている。

市場の調整が秩序あるものに留まっている限り、ECBにインフレ・リスクへの対応を最優先するスタンスの転換を迫るものとはならないと考えられよう。