

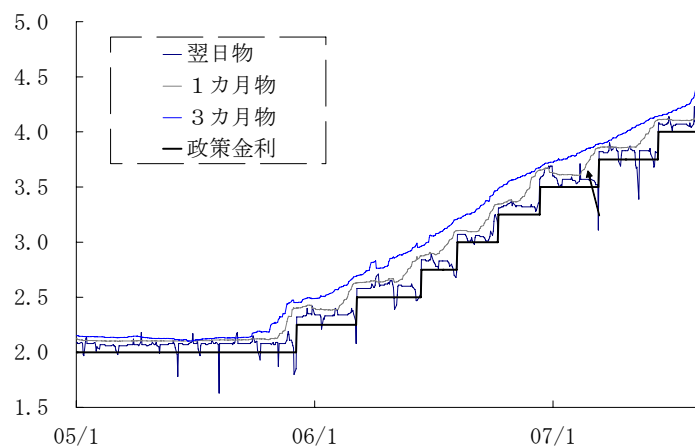
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧州中央銀行は9月利上げの選択肢を確保

- ・ E C Bは22日の声明で、長めの資金供給で短期金融市場の正常化を促す意志と同時に、金融政策はマクロ経済の見通しに基づいて運営するという基本スタンスを示した。
- ・ 9月は四半期に一度のE C Bスタッフによる経済見通しの公表月にあたるため、政策決定と見通しの修正内容との間には整合性が求められる。成長率見通しは、5四半期ぶりに小幅な下方修正となる可能性があるが、経済情勢と当面の見通しは「良好」という判断は維持されそう。インフレ見通しも、前回6月の2007年、2008年とも2.0%から大きくは修正されず、上振れリスクへの強い警戒感も維持されるだろう。
- ・ E C Bは9月利上げの方針を極力維持し、向こう2週間で市場の不安感が払拭され、市場の正常化が果たされるか否かで、最終的な判断を下すことになる。
- ・ E C Bの金融政策の決定は全員一致とされているが、金融環境変化への対応力や、潜在的なリスクに差異がある。追加利上げへのコンセンサスの形成は、難しくなっていると想定される。

翌日物金利は落ち着いたものの、ターム物金利は高止まる
～ユーロ圏の政策金利とインターバンク金利～



(資料) E C B、Datastream

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/>

＜ 欧州中央銀行は9月利上げの選択肢を確保 ＞

● ECBは流動性供給を継続、インフレ・リスクへの「強い警戒」も維持

(22日に追加資金供給と利上げ方針の追認を公表)

22日、欧州中央銀行(以下、ECB)は、期間3カ月とより長期の資金400億ユーロを供給することを発表した。

ECBは、今月9日から4営業日に亘り、サブプライム・ローン(信用力の低い個人向け住宅融資)を担保に証券化したモーゲージ債に投資していたフランスの最大手銀行BNPパリバ傘下のファンドの凍結をきっかけとする短期金融市場の混乱に対して、臨時オペにより大規模な流動性を供給、その後も定例オペによる資金供給を行ってきた。22日の措置は、市場の不安心理がなお根強いことに対応したものだ。

株式市場は、17日の米国の公定歩合の引下げをきっかけに下落に歯止めが掛かっていたが、22日のECBの追加資金供給の発表で続伸、リスク回避傾向の強まりで大きく低下していた長期金利も上昇したものの、回復は鈍いペースに留まっている(図表1、図表2)。

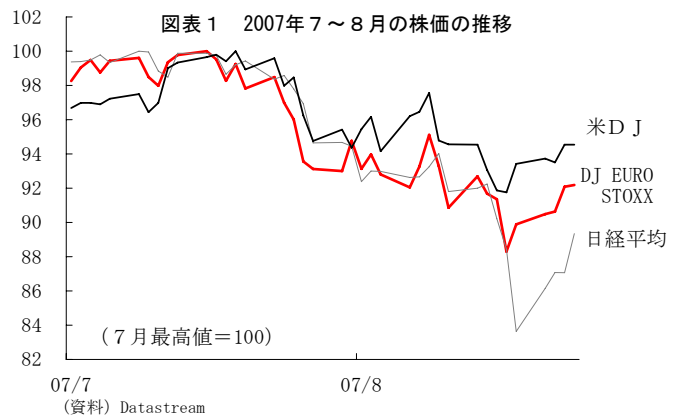
ECBの追加資金供給に関する声明文には、8月2日の電話会議で開催された政策理事会後の記者懇談会でトリシェ総裁が示した金融政策スタンス、すなわち、インフレ・リスクを「強く警戒」するスタンスに変わりがないことも盛り込まれた。これは、2日の事実上の予告後、ECBが大規模な流動性供給の必要に迫られたことで、遠のいたと見られていた9月利上げの方針には変わりがないことを明言したものだ。

ECBは、22日の声明で、長めの資金供給で短期金融市場の正常化を促す意志と同時に、金融政策はマクロ経済の見通しに基づいて運営するという基本スタンスを示したと言えよう。

● スタッフ見通しの修正内容との整合性が求められる9月の政策決定

(成長率の見通しは、実績を反映した小幅な下方修正の可能性も)

9月は四半期に一度のECBスタッフによる経済見通しの公表月にあたるため、政策決定と見



通しの修正内容との間には整合性が求められる。

2007年の成長率見通しは、予想を下回った4～6月期の成長率が反映されることで、前回6月の2.6%から、5四半期ぶりに小幅な下方修正となる可能性がある(図表3)。

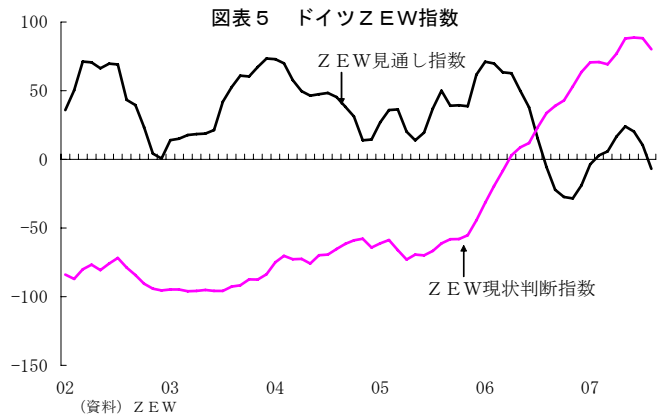
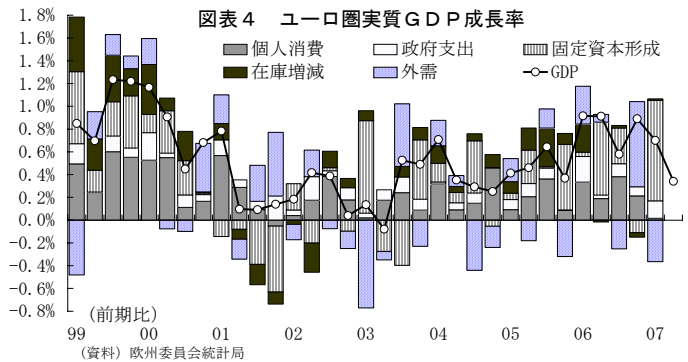
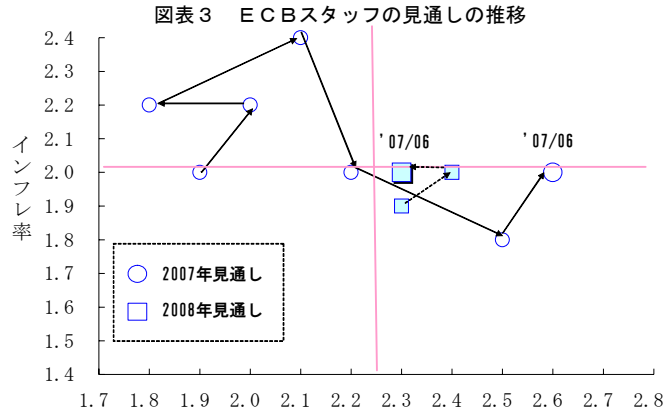
4～6月期のGDPは、前期比0.3%(前期比年率1.4%)と1～3月期の同0.7%から大きく低下、約2.25%とされる潜在成長率を6四半期ぶりに下回った(図表4)。速報値の段階であるため、需要項目別の内訳は明らかではないが、すでに公表されたドイツの実績を見ると、成長率が1～3月期の前期比0.5%から4～6月期は0.3%に鈍化したうち、1～3月期に好天で大幅な伸びとなった建設投資の反動減と在庫の取り崩しが、それぞれ成長率を0.6%、0.5%押し下げる要因となっている。他方、前期はマイナスとなった外需の寄与が0.8%にプラス転化、VAT引き上げの影響で1.0%の成長押し下げ要因となった個人消費は緩やかに回復、設備投資も前期比2.5%と堅調が続いた。

(景況感悪化でも「良好」との判断は維持される見込み)

部分的にはあるものの、8月の市場の混乱を反映した指標としては、21日に公表されたドイツのZEWがあり、現状判断指数が88.2から80.2に低下しながらも高水準を保つ一方、見通し指数は前月を上回る低下となりプラスの10.4からマイナス6.9となった(図表5)。ただ、同指数は機関投資家、アナリストを対象としたアンケート調査であるため、市場の動向に敏感に反応する傾向がある。最近では、2006年下期に2007年初の

VAT引き上げを織り込んで大きく悪化したものの、現状判断指数は改善を続けたように、見通し指数の悪化が直ちに先行きの景気減速を示唆するものではない。

ユーロ圏の主要な経済指標やサーベイ調査は月末～月初に公表されるため、9月の政策決定に影響する材料は、現段階では十分に出揃っている訳ではない。24日の製造業・サービス業の購買



担当者指数（PMI）速報値（8月調査）、28日のドイツ Ifo 企業景況感調査（8月調査）、マネーサプライ・貸出統計（7月分）、31日のCPI（7月速報値）、失業率（7月分）、欧州委員会サーベイ（8月調査）、9月は4日のGDPの一次確報値（需要項目別の内訳を含む）、5日の小売統計（7月分）などの内容に注目が必要だ。

力強い成長持続という景気認識の根拠の一つとなってきた Ifo や欧州委員会等の企業サーベイ調査は、ZEW同様に、足もとは強さを保ちながら、見通しが大きく悪化する可能性がある。ただ、市場の混乱が収拾に向かえば、速やかな回復が期待されるため、景気判断に大きく影響する材料とは見なされないだろう。

雇用環境については、引き続き改善という評価が維持されるだろう。5月、6月に2カ月連続で6.9%となった失業率は7月も引き続き強めの内容が予想される。雇用統計は四半期に一度の公表で、4～6月期の実績は9月理事会後の13日の公表だが、ドイツで前年同期比1.7%と1～3月期の同1.9%に続く高い伸びであったことから、ユーロ圏全体も強めの内容が期待される。

7～9月期以降、天候要因の剥落に加え、雇用・所得環境の改善による消費の回復が期待されること、さらにユーロ圏の家計資産運用に占める株式、投資信託等の占める比率は相対的に低いいため、市場の動揺が個人消費に及ぼす影響は大きくはないと考えられる。

これらを考え合わせると、従来よりも、外部要因による下振れリスクが強調されることはあっても、経済情勢の見通しについては「良好」という見方が維持されるだろう。

（労働市場からのインフレ圧力への強い警戒は維持）

インフレ見通しも、前回6月の2007年、2008年とも2.0%から大きくは修正されず、上振れリスクへの強い警戒感は維持されるだろう。

CPIの7月の確報値は、前年同月比1.8%であり、11カ月にわたり「2%以下でその近辺」というECBの物価安定の定義の範囲内で推移していること、コア・インフレ率も同1.9%で上振れが抑えられていることが確認された。8月の速報値でも基調に変化はないだろう。前回の予測から、原油価格、ユーロ相場、金利などの前提条件は、実勢を反映して修正されることになるが、その影響は大きくはない見通しだ。

インフレ・リスクとしては、労働市場の改善が持続していることを受けて、賃金インフレの圧力を引き続き強く警戒する姿勢が示されるだろう。

過剰流動性による物価上振れリスクに関しても、かねて流動性の指標は、「短期的なボラティリティではなく、トレンドを見る必要がある」としているため、短期間で評価を大きく変える可能性は低い。流動性の指標であるマネーサプライ・貸出統計は、9月理事会前に公表されるのは7月実績であるため、8月の市場の動揺は反映されない。利上げ効果の浸透で伸びは鈍化するものの、なお高い水準に留まる見通しだ。今回の利上げ局面で一環して示してきた流動性の水準は「潤沢（ample）」、資金調達環境の「良好(favorable)」という表現に、なんらかの修正が加えられるか否かに、ECBの市場の調整の影響に対する見方が反映されるだろう。



(9月利上げの前提は市場の正常化の実現)

成長率、インフレ・リスクの判断が小幅な修正に留まると想定されるため、ECBは9月利上げの方針を極力維持し、向こう2週間で市場の不安感が払拭され、市場の正常化が果たされるか否かによって、最終的な判断を下すことになる。8月2日の記者懇談会で、トリシェ総裁は、「事前のコミットはしない」ことを強調し、「市場の展開には多大な注意を払い続ける」とも述べており、情勢に応じて政策を転換する余地も残している。

ECBが、仮に9月の利上げを見送る場合、「市場の調整が経済見通しに及ぼす影響を見極める必要が増大している」といった主旨の理由が示され、インフレ・リスクへの強い警戒は維持、追加利上げの可能性は残すことが予想される。

市場の混乱が8月をピークに終息に向かえば、ユーロ圏の実体経済には大きな影響はないが、株価の低迷、信用スプレッドの高止まりなどの資金調達環境の悪化が長引いた場合には、積極的に外部資金調達を行なうようになってきた企業の活動に影響が表れることになる。9月に続いて、10月も利上げを見送らざるを得なくなった場合は、追加利上げの可能性は低下すると思われる。

また、市場の混乱がさらに長引いた場合、ユーロ圏の中での、住宅市場の調整のリスクへの目配りも必要になるだろう。住宅ブームの結果、スペインやオランダでは家計債務の可処分所得比が急上昇した。スペインは、フィンランド、イタリアなどと並び、問題となっている米国のサブプライム・ローンと同じように、当初の返済負担を押さえた住宅ローンの占める比率が高く、金融環境の悪化が進めば、問題が顕在化するおそれがある。

ECBの金融政策の決定は全員一致とされているが、金融環境変化への対応力や、潜在的なリスクに差異がある。追加利上げへのコンセンサスの形成は、難しくなっていると想定される。