

# 経済・金融フラッシュ

No.07-153 2008/02/08

## 2月 ECB 政策理事会～全員一致で据え置きを決定

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. 政策金利は8カ月連続で据え置き

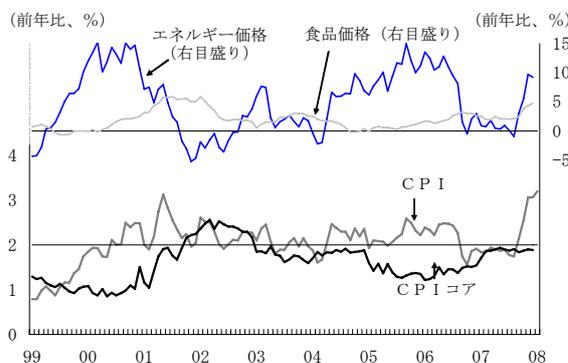
( インフレ警戒を維持しながらも、景気の見方は一段慎重化 )

欧州中央銀行（以下、ECB）の2月の政策理事会が7日に開催され、4%での政策金利の据え置きを決めた。前回理事会後、米国の景気後退懸念の高まりから世界的に株価が下落、欧州株も大幅な調整に見舞われ、経済指標では小売統計の不振が目立った。

以下のような、理事会後の記者会見におけるトリシェ総裁の声明並びに質疑応答の内容からは、インフレ警戒も維持しつつ、景気見通しの下方修正を示唆する幾つかの修正の跡も伺われた。据え置き決定は「全員一致」で、前回示唆された利上げの提案はなかったとされた。

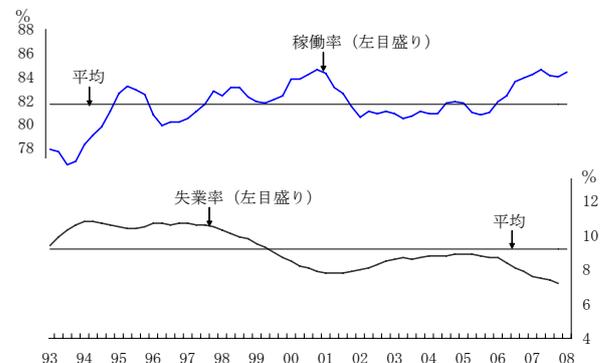
- (1) 物価は1月（速報値）も「原油価格と食品価格の上昇の影響」で、前年同月比3.2%と高水準で推移している（図表①）。物価のリスクは短期的にも中期的にも「上振れ」とした。
- (2) 物価の上振れ要因としては、「原油高・食品価格上昇」、「管理価格や間接税の引き上げ」に先んじて、労働市場は「タイト」で、稼働率は「高い」とし（図表②）、「予想を上回る賃金の上昇」、「競争が低い分野での価格転嫁の広がり」という足もとの物価上昇の二次的影響のリスクに言及した。

図表① ユーロ圏のCPI



(資料)Eurostat

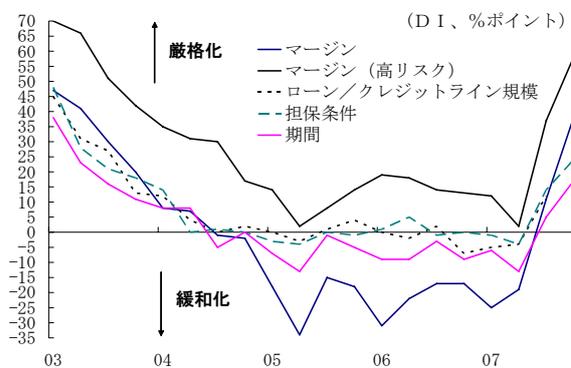
図表② ユーロ圏の失業率と稼働率



(資料) Eurostat、欧州委員会企業サーベイ

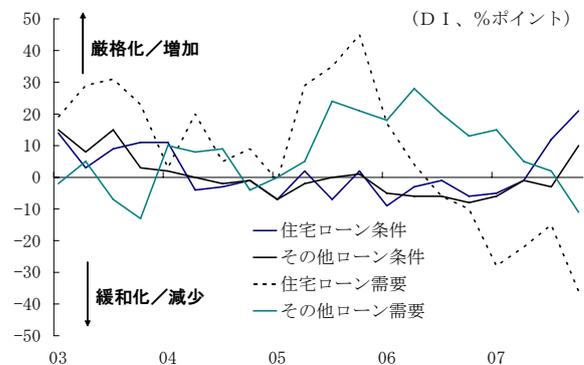
- (3) インフレ警戒のスタンスに関して、1月には「二次的な影響と物価の安定に関する中期的なリスクが現実化せず、結果として中期的なインフレ期待が物価の安定に沿ったものに落ち着くように先制的 (pre-emptively) に行動する用意がある」という強い表現を用いたが、今回は「二次的影響を抑制し、中期的な物価の上振れリスクが現実化しないことを引き続き約束する」に幾分緩和した。
- (4) 経済のファンダメンタルズは「健全」という評価を維持した。10～12月の成長率（14日に速報値公表予定）は、7～9月期の前期比0.8%成長に比べると「より穏やかなペース」となるが、「潜在成長率の下方での成長」が続いているとの見方を示した。経済の健全性を示す材料として、引き続き「収益性」と「雇用の拡大と25年ぶりの失業率の低さ」を挙げ、さらに「目だった不均衡が見られないこと」を加え米英との違いを示唆した。
- (5) 景気のリスクは引き続き「下振れ」とした。先月まで声明文に盛り込まれていた「米国の景気減速の影響は新興国の旺盛な需要によって相殺され、外需はユーロ圏の輸出をサポートする」との表現を削除したことや、「新たなデータで景気のリスクは下振れ方向にあることが確認された」といった表現を盛り込むことで、景気見通しの下方修正を示唆した。
- (6) 流動性に関しては「中長期的な物価上振れリスク」という判断を維持した。12月の流動性指標ではマネーサプライ（M3）の伸びが前年同月比11.5%にやや大きく鈍化したが、「依然として旺盛」とした。また、「1月の銀行サーベイで貸出基準の厳格化が示された（図表③、④）」ものの、対民間部門向け貸出の伸びも同11.1%で前月と同水準となるなど「これまでのところ金融混乱が銀行の信用供給の妨げとなっていない」との見方を示した。家計向けの貸出の鈍化は、「利上げとユーロ圏の一部における住宅市場の減速を反映したもの」とした（図表⑥）。

図表③ ユーロ圏銀行の企業向け貸出条件



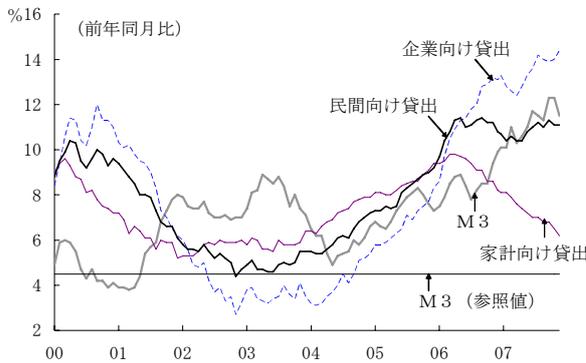
(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

図表④ ユーロ圏銀行の家計向け貸出条件と資金需要の変化



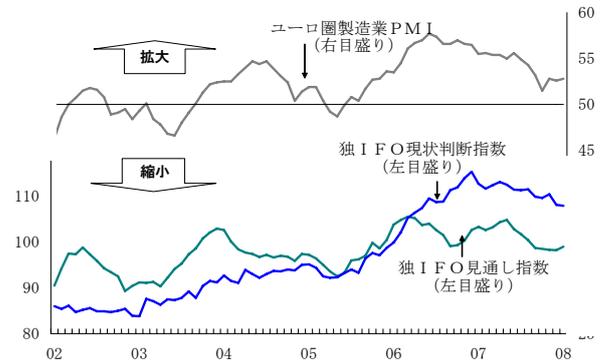
(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

図表⑤ ユーロ圏M3と貸出



(資料) ECB

図表⑥ ユーロ圏の企業サーベイ



(資料) Ifo

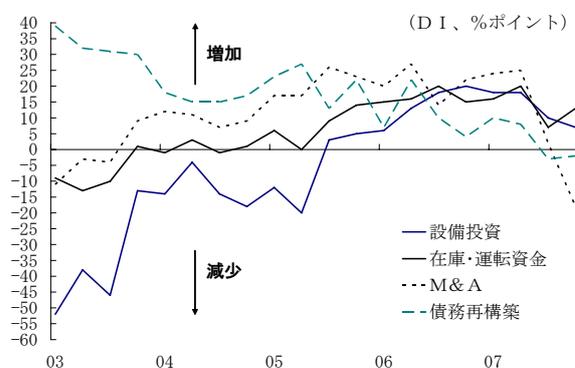
## 2. 注目される3月のECB経済見通し

( 設備投資への期待は続く半面、個人消費はインフレ加速で減退 )

今回、トリシェ総裁が、景気へのトーンを一段慎重化したのは、景気の減速を示す材料が増えてきたことの反映したものである。しかし、1月の製造業PMIが 52.8 と前月の 52.6 から改善、ドイツ I f o の企業サーベイも現状指数は持ち直す (図表⑥) など、企業部門には減速しながらも一定の底堅さも伺われる。「銀行サーベイ」では企業の資金需要の減退も示されたが、落ち込みが目立つのは証券化と連動して拡大したM&A関連であり、金融部門の調整が健全な企業の設備投資を妨げるという段階にはないようだ (図表⑦)。欧州委員会サーベイでも、2006 年～2007 年に比べれば減退しているが、なお設備投資に意欲的な様子が確認されている (図表⑧)。

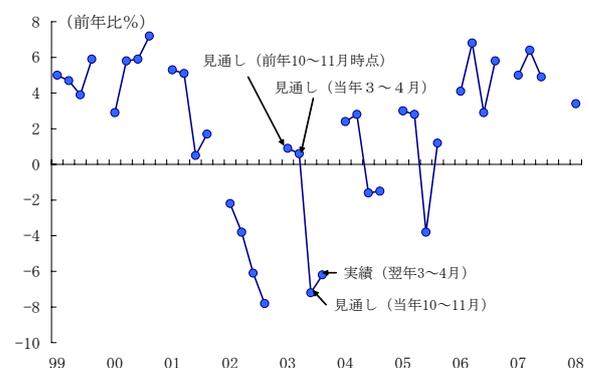
反面で、10～12月期の伸び悩みが明確になった個人消費は、雇用の堅調にも関わらず、パリバ・ショック後の経済・金融見通しの悪化にインフレの加速が加わり、消費者マインドが悪化したことで伸び悩む可能性が強まってきた (図表⑨)。

図表⑦ ユーロ圏企業の資金需要の要因別変化



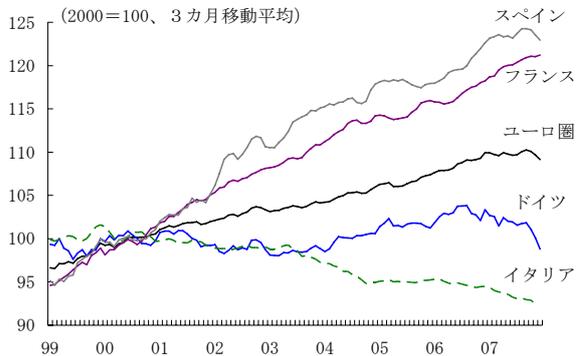
(資料) ECB, "Bank Lending Survey"

図表⑧ ユーロ圏企業の設備投資計画



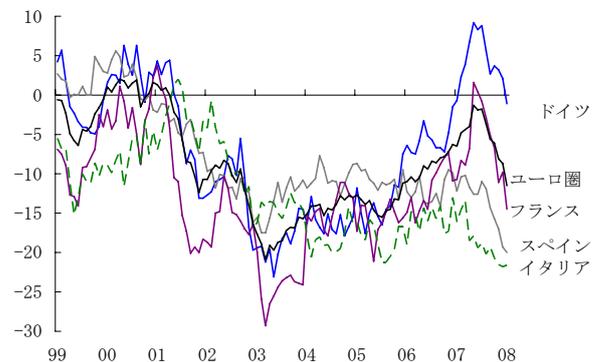
(資料) 欧州委員会サーベイ

図表⑨ ユーロ圏主要国の小売売上高



(資料) Eurostat

図表⑩ ユーロ圏消費者信頼感指数



(資料) 欧州委員会サーベイ

( 状況変化への機動的な対応の幅を広げた ECB )

最大の需要項目である消費の伸び悩みで景気が下振れるリスクが高まったこと自体、利下げが選択肢となってきたことを意味するものだ。内需主導の成長を続けてきたスペインでは、住宅市場の調整が進み、失業率も上昇、消費者信頼感はユーロ発足以来の水準まで低下するなど(図表⑩)、成長の鈍化が明確になってきた。ただ、ユーロ圏全体で見ると、雇用の改善は続いており、消費の不振は、経済や雇用、金融環境の見通し悪化によるマインドの悪化のみでなく、物価上昇による購買力の低下が影響している部分も大きいように思われる。このため、ECBが、足もとの物価上昇の「二次的影響」を抑制するという基本スタンスを貫くことで、景気の安定化に努める可能性も高い。トリシェ総裁は、質疑応答で「事前のコミットメントはしない」と繰り返し、状況変化に機動的に対応できるよう選択の幅を広げた格好だ。

FRBが大幅な金融緩和に踏み切る中で、ECBが政策金利の据え置きを継続すれば、ユーロの対ドル高は進みやすくなり、ユーロ高が景気にマイナスの影響を及ぼすリスクも増大する。しかし、為替相場は、物価に影響を及ぼす要素として考慮するというECBの原則を踏まえると、新興国の旺盛な需要を背景に世界的にインフレ圧力が強まっている環境では、ユーロ高の輸入インフレ抑制効果も重視されよう。ユーロ参加国の中でも、国際的な競争力の面で、ユーロ高への対応力は様々であるが、コンセンサスは、急激な調整やユーロ独歩高でない限り、必ずしも悪材料ではないというところに落ち着くのではないかと。

( 3月のECBの経済見通しは要注目 )

ECBが利下げに転換する上では、ECBの想定(12月時点で2008年の成長率見通し: 2.0%)よりも景気が下振れるだけでなく、「二次的影響」のリスクが低下したとの判断が説得力を持つ必要がある。

次回3月の理事会当日(6日)に公表されるECBの経済見通しの内容は、ECBの金融政策のスタンスの転換を示す重要なメッセージとなる可能性もあり注目したい。