

経済・金融  
フラッシュ9月ECB政策理事会：景気判断  
は一段と慎重化

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

欧州中央銀行(ECB)は4日に政策理事会を開催、4.25%で政策金利を据え置いた。最大の物価押し上げ要因である原油価格が低下し、CPIも幾分鈍化したが、4～6月期のGDP統計で前期比マイナス成長が確認され、サーベイ調査の悪化や貸出の鈍化傾向も一層明確になった。トリシェ総裁は、景気判断を一段と慎重化する一方、賃金の上振れ傾向への警戒も強め、7月利上げ以降の中立姿勢を維持した。

ECBは、景気の先行きへの不安は強いものの、なおしばらくの間、インフレ期待の抑制と中期的な物価安定を目指す据え置きを継続せざるを得ないだろう。

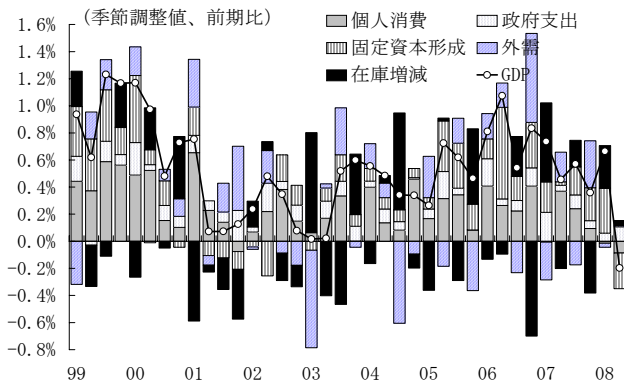
### 1、慎重な景気判断、二次的影響への警戒は維持、中立姿勢を継続

欧州中央銀行( ECB )は4日に政策理事会を開催、4.25%で政策金利を据え置いた。最大の物価押し上げ要因である原油価格が低下、消費者物価( CPI )も幾分鈍化したが、4～6月期のGDP統計でマイナス成長(前期比0.2%)が確認され(図表1)、ドイツのIfo企業景況感調査、欧州委員会サーベイなどのサーベイ調査は軒並み悪化、貸出の鈍化傾向も明確になってきた(図表2、図表3)。

今回の理事会の焦点は、政策理事会後の記者会見でトリシェ総裁が示す景気判断とインフレ見通しの修正度合いにあったが、景気判断を一段と慎重化する一方、賃金の上振れ傾向への警戒も強め、7月利上げ以降の中立姿勢を維持した。

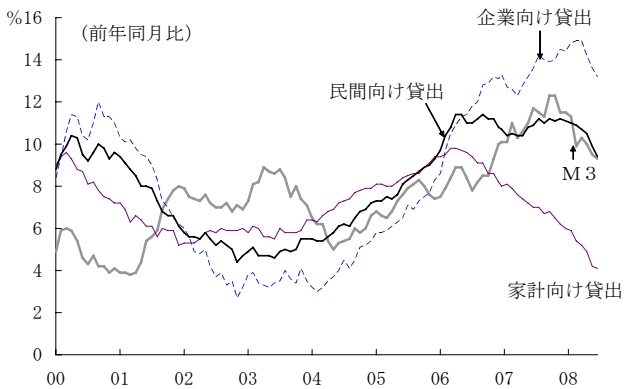
- (1) 経済分析では、前回は、4～6月期の弱いGDPは「1～3月期の(暖冬による)高成長の反動」という部分を強調したが、今回は「ユーロ圏経済は商品価格高騰による消費者のマインドと需要の抑制と投資の鈍化による景気減速局面にある」という認識を示した。同時に、「7月をピークとする原油価格低下が可処分所得の伸びにつながる」、「歴史的にみて雇用水準は高く、失業率は低い」、「新興国の成長持続で世界経済も持ちこたえる」ことから、「景気は緩やかに回復する」という見方も示した。なお、同日発表されたECBスタッフ見通しでは2008年の成長率(中央値)は前回の前年比1.8%から同1.4%へ、2009年は同1.5%から同1.2%に下方修正された(図表4)。
- (2) 景気の先行きは、「不確実性は高く、下振れリスクは広がっている(prevail)」という見方を維持した。リスク要因として「エネルギー・食糧価格高騰の再燃」を最も強調し、他に「金融混乱の影響」、「グローバル・インバランスに起因する無秩序な動き」、「保護主義の台頭」を挙げた。

図表1 ユーロ圏の実質GDP成長率



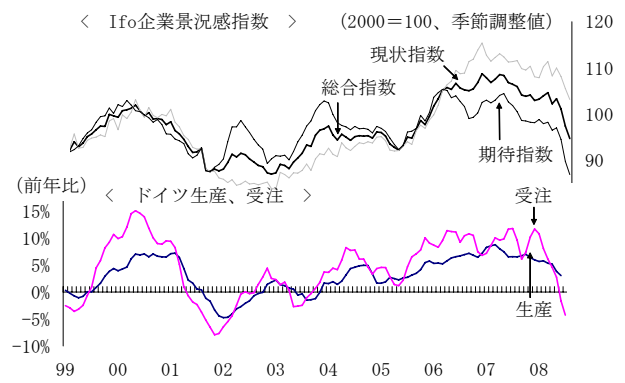
(資料) 欧州委員会統計局

図表3 ユーロ圏のマネーサプライと貸出



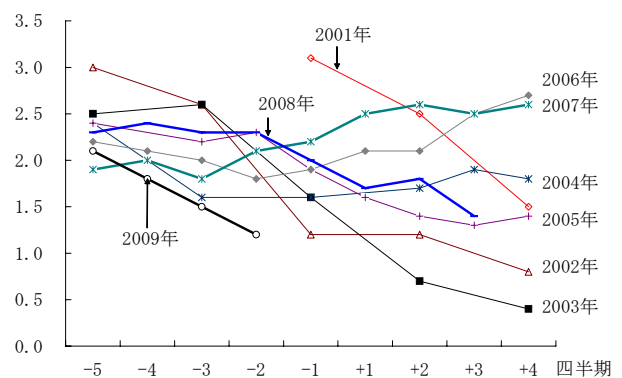
(資料) 欧州委員会

図表2 ドイツのIfo指数と生産・受注



(資料) Ifo、ドイツ統計局

図表4 ECBスタッフによる成長率見通し



(注) 見通しは当該年の2年前の12月(-5)から当該年の12月(+4)の9回行われる

(資料) ECB

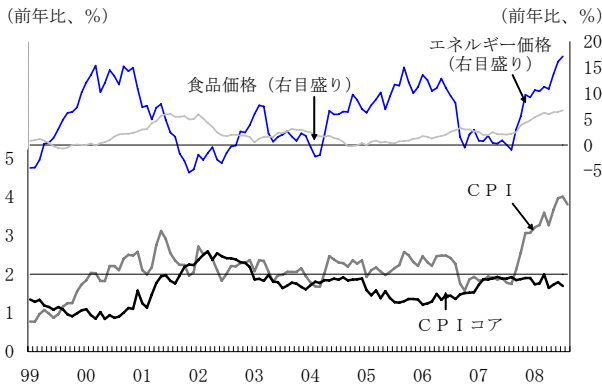
(3) 物価のリスクに関する表現は「中期的に上振れ」から「中期的な上振れリスクは広がっている」に改め、物価上昇の裾野が広がっているとの認識を示唆した。8月のCPIは前年同月比3.8%で7月の同4.0%から幾らか鈍化したが(図表5)、「懸念すべき水準」という判断は維持した。物価を押し上げている主たる要因は「過去の世界的なエネルギー・食糧価格の急騰」としたが「この数四半期賃金が上昇する一方、労働生産性の伸びは鈍化しているため、単位労働コストは急上昇している」として賃金インフレの兆候が明確になってきたとの判断を示した。

(4) 物価の先行きは、「(2%以下でその近辺という)物価の安定と整合的な水準を大きく上回る状況がかなり続き、2009年にごく緩やかに鈍化する」との見通しを維持した。ECBスタッフの見通しも、2008年は前年比3.4%から同3.5%に、2009年は同2.4%から同2.6%に上方修正された(図表6)。上振れリスクとして、「エネルギー・食品価格高騰の再燃」と「過去の物価上昇の間接的影響の増大」を挙げ、「価格と賃金の動きに見ら

れる広範な二次的影響の兆候は非常に強く懸念される」とした。

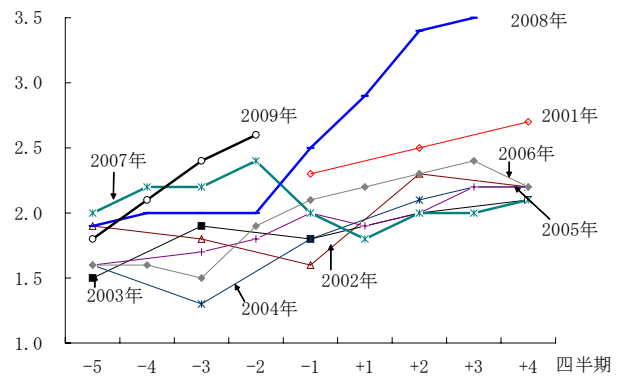
- (5) 流動性の指標は「鈍化の兆候を示すようになっている」として従来の「旺盛な伸び」からトーンダウンしたが、「中期的な物価の上振れリスク」という判断は維持された。
- (6) 質疑応答では、7月の利上げ後の「バイアスはない」というスタンスが確認された。

図表5 ユーロ圏の物価動向



(資料) 欧州委員会

図表6 ECBスタッフによる物価見通し



(注)及び(資料) 図表4と同じ

## 2、景気減速と物価高の同時進行で身動きはとれず、政策金利の据え置きは継続

ユーロ圏の4～6期のGDP統計は、1～3月期の暖冬による建設投資増の反動が表れた固定資本形成のみでなく、個人消費、輸出もマイナスとなり、全般的な景気の悪化が裏付けられた。輸出の減少は米国向けの不振を補ってきた新興国の需要鈍化やユーロ高が影響したもの、個人消費の不振は、この間の雇用・所得の伸びの効果を物価高の影響が上回ったことによると思われる。

ユーロ圏全体では09年初にかけても輸出の伸び悩み、投資の手控え、物価高による個人消費の不振による低成長が続こう。景気回復に転じるのは、原油価格のピーク・アウトやユーロ高修正の効果が表れ始める09年半ば頃となろう。

4～6期のGDP成長率は、ユーロ導入以来初のマイナスとなったが、実は、ドイツ、フランス、イタリアなどの主要国は、ITバブル崩壊後などに数四半期のマイナス成長を経験している。それでも全体でマイナスに陥らなかったのは、ユーロ圏第4の経済であるスペインが内需主導の力強い続けてきたからだ。そのスペインも、足もとは住宅市場の調整が深まり、4～6月期の成長率は前期比0.1%まで失速、外部環境悪化の影響をカバーする役割は果たせない状況にある。スペインでは、建設部門を中心に雇用が減少、失業率が上昇しているが、賃金の伸びは加速している。スペインの場合は、物価連動型の賃金決定を原因とする賃金インフレの兆候と見ることができよう。他方、ドイツやフランスでは雇用がなお底堅いだけに賃金上昇への警戒を緩められない。

ECBは、景気の先行きへの不安は強いものの、なおしばらくの間、インフレ期待の抑制と中期的な物価安定を目指す据え置きを継続せざるを得ないだろう。

(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。