

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

過剰流動性への懸念を強めるECB

- 7月6日のECB政策理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は、物価安定のリスクに対するスタンスを、過去3回利上げ前月の記者会見で用いてきたキーワードである「警戒(exercise vigilance)」で表現した。これを受けて、8月3日の政策理事会で利上げに踏み切るとの見方が広がっている。
- 3カ月に1度のECBの経済見通しの公表と同時に利上げという従来のパターンを崩し、8月の利上げの地ならしに動いた背景には過剰流動性への懸念の高まりがある。住宅ブームやM&Aの活発化を背景に、6月のM3増加率は前年比 8.9%とユーロ発足以来の最高となり、中長期的なインフレ・リスクとして警戒を強めた。
- 4度目の利上げで政策金利が 3.0%に達した後もECBの金融環境に対する判断は「緩和的(accommodative)」に留まるであろう。年末にかけて想定されるのは、原油高、ユーロ高、世界景気の減速という環境だ。市場が織り込んでいる中立水準までの利上げを正当化するだけの景気の強さが持続するかは、微妙な状況にある。

利上げ局面入り後も続くマネー・サプライ、対民間貸出の加速



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/>

< 過剰流動性への懸念を強めるECB >

●高まる8月3日の利上げの可能性

(インフレ・リスクへのスタンスを「注視」から「強い警戒」に一気に引上げ)

ECBのトリシェ総裁は、7月6日の政策理事会後の記者会見で、物価安定のリスクに対するスタンスを、昨年12月から今年6月まで合計3回実施した利上げ前月の記者会見で用いてきたキーワードの「警戒(exercise vigilance)」で表現した。

今回の利上げ局面では、利上げ月は「注視(monitor closely)」、その翌月は「特に注視(monitor very closely)」、さらにその翌月に「警戒」とスタンスを3段階で強化し、3カ月に1度のECBのスタッフによる経済見通しの公表と同時に利上げするというパターンが繰り返されてきた。7月に、これを崩し、6月の「注視」から「警戒」、それも2年6カ月に亘る超低金利政策からの転換直前の11月と、50bpの利上げ観測が広がっていた5月に用いられた「強い警戒(exercise strong vigilance)」に一気に引き上げた。

トリシェ総裁は、従来通り、金融政策に関して「事前のコミットメントはしない」としたが、8月3日の政策理事会を、当初予定されていた電話会議から記者会見つきの通常の会合への変更したことから、9月のECBの経済見通しの改定(公表日は政策理事会が開催される8月31日)を待たずに、利上げに踏み切るとの見方が広がっている。

(背景にある過剰流動性への懸念の強まり)

ECBの金融政策は、物価の安定維持を主要な目的としており、政策運営にあたっては、経済分析とマネー分析を2本柱に、相互にチェックし、判断を下す仕組みとなっている。経済分析では景気や物価などの指標全般を、マネー分析ではマネー・サプライ(M3)の増加率に4.5%という参照値を設定しているほか、M3の変動要因や民間貸出の伸び率をモニタリングしている。

2本柱の政策判断におけるウェイト付けは、発足当初はマネー分析重視であったが、2003年5月に経済分析重視に変更された。この変更は、当時のM3の参照値を大きく上回る伸び(表紙図表参照)が、先行き不透明感から流動性が高く安全な資産への選好が強まり、M3対象外の金融資産から対象金融資産へのシフトが続いたことによるものであったため、金融緩和を続けるという政策判断との整合性を図るためのものであった。

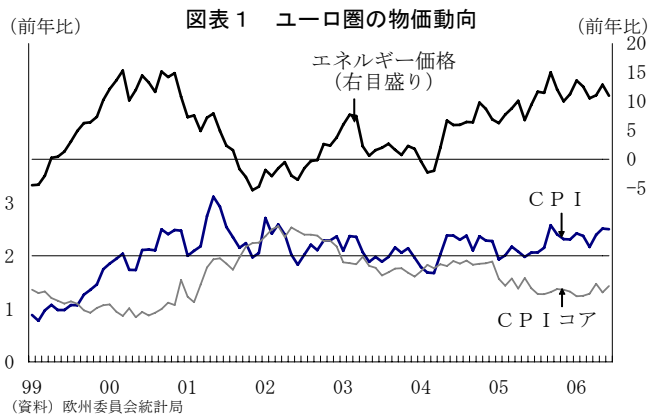
現在の状況は当時とは対照的であり、7月にECBが過去3回のパターンを崩し、8月の利上げへの地ならしに動いたのは、マネー分析に基づく過剰流動性への懸念の高まりに対応したものだ。M3の増加率は、段階的な利上げにも関わらず、6月は前年同期比8.9%と5月の同8.7%から一段と加速した。2002~2003年のM3の上振れ局面と昨年来のM3の加速局面との違いは、民間部門向けの貸出の力強い拡大を伴うか否かである。民間部門向けの貸出は、2002~2003年には伸び悩んでいたが、足許では住宅ブームやM&Aの活発化を背景に二桁の伸びが続いており、ECBは中長期的なインフレ・リスクとして捉えられている。トリシェ総裁の発言でも、過剰流

動性のリスク、特に住宅市場の動向については、5月、6月に「注意深い監視が必要 (require careful monitoring)」、さらに7月には「監視の強化が必要 (require enhanced monitoring)」と表現が強められていることから、懸念の高まりが伺われる。

(原油価格上昇の二次的影響は抑制されているとの見方を維持)

ECBは、今回の利上げ局面で、過剰流動性ととも原油価格の上昇が企業の価格設定や賃金上昇を通じて及ぼす二次的な影響を、物価上振れのリスク要因として注視してきた。

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、5月に続いて6月も原油価格上昇によるエネルギー価格の上昇が続いているため、前年同月比2.5%とECBの目標水準(2%以下でその近辺)を大きく上回る推移が続いている。その一方、エネルギー・食品を除いたコア物価の上昇率は1.4%と安定した推移が続いている(図表1)。



今後の見通しは、「厳密には原油価格の展開次第」としながらも、7月もグローバルな競争激化が二次的影響を抑制しているとの見方は維持された。

ECBの月報の7月号に掲載されたユーロ圏のサーベイ調査や市場に織り込まれたインフレ期待に関する分析レポート^(注)でも「ECBの物価の安定を重視した政策運営は信認を得ており、近年、長期的なインフレ期待は安定している」と結論づけており、インフレ・リスクとして警戒感を急速に高めた様子は窺えない。

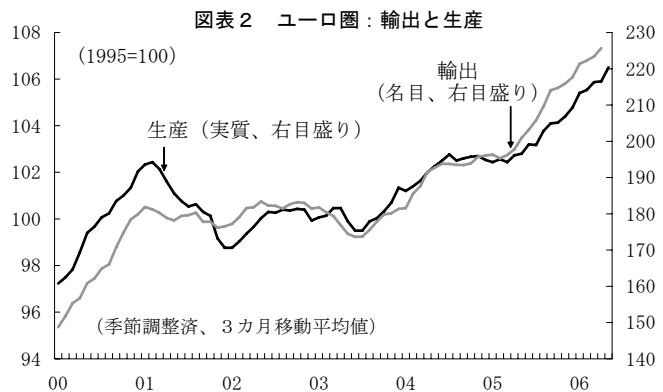
(注) "Measures of inflation expectations in the Euro Area" pp.59-68, ECB Monthly Report, July 2006

● 中立水準までの年内の利上げ継続は微妙な情勢

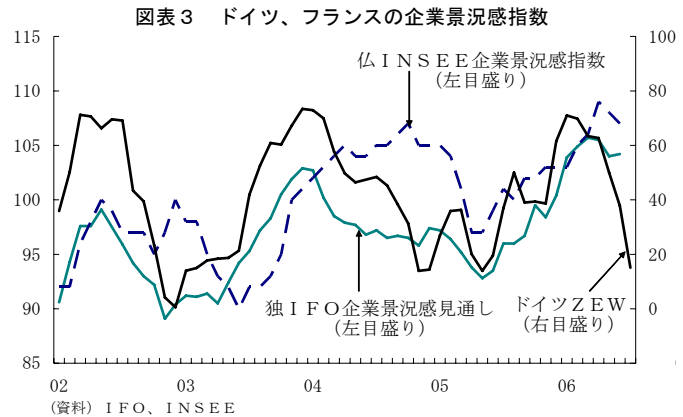
(サーベイ調査は足もとの景気拡大の持続と先行きの減速を示唆)

8月利上げへの布石が打たれたとは言え、実際の政策判断は、7月の政策理事会から8月3日までに公表される経済・金融関連のデータを踏まえたものとなる。

注目される指標としては、7月の記者会見でトリシェ総裁が言及した5月の生産統計(7月17日公表)、7月の欧州委員会・企業・消費者信頼感調査(7月31日公表)、7月の製造業PMI(8月1日公表)のほか、景気のピーク・アウト



トの兆候を示しているフランスの I N S E E 指数（7月 25 日公表）や、現状判断の強さに対し、見通しには翳りが見られるドイツの I f o 企業景況感調査の見通し指数（7月 26 日公表）などの主要なサーベイ調査だ。加えて、過剰流動性のリスク判断に用いられているマネー統計（7月 28 日公表）は、重要な意味を持つと思われる。



7月の政策理事会後に発表された指標を見ると、5月の生産統計は前月比 1.6%と拡大基調を維持（図表 2）する一方、機関投資家の 6 カ月先の見通しを基に作成するため、景況感の変化に敏感なドイツの Z E W 指数は、原油価格の上昇と 2007 年初の付加価値税の増税を織り込み、6月の 37.8 から 7月は 15.1 へと低下のペースが加速、長期平均の 35.2 を割り込んだ（図表 3）。これらは力強い景気拡大とともに、ユーロ圏経済が年末にかけてピーク・アウトするとの見方を裏付けるものだ。

今後発表される指標は、マネー関連は強さが続く一方、サーベイ調査は原油価格の上昇やユーロ圏主要国が活躍したサッカー・ワールド・カップの押し上げ要因の剥落などから、景気拡大テンポの鈍化を示唆するようになるとと思われる。

（ 中立水準までの利上げ継続は微妙な情勢 ）

E C B の 6 月時点の経済見通しでも、2007 年にかけての景気減速は、すでに織り込まれているため、中長期のインフレ・リスクへの対応として 8 月に利上げが実施される可能性は高いと言えるだろう。

4 度目の利上げが行なわれれば政策金利は 3.0%に達するが、この段階でも、E C B の金融環境に対する判断は「緩和的 (accommodative)」に留まるであろう。市場は、中立水準と見なされる 3.25%~3.5%への利上げの年内実施を見込んでいる。しかし、年末にかけて想定されるのは、原油高、ユーロ高、世界景気の減速という環境だ。トリシェ総裁は、6月の利上げ後、「今後も（潜在成長率並みの成長と目標水準を上回る物価上昇という）我々のシナリオ通りの展開となれば、段階的な金融緩和の除去が正当化される」としたが、追加利上げを正当化するだけの景気の強さが持続するのには、微妙な状況にある。

（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)