

経済・金融フラッシュ

No.07-003 2007/04/13

4月 ECB 政策理事会～政策金利は据え置き、6月利上げに布石

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. 4月理事会では政策金利を 3.75%に据え置き

(決定内容は大方の予想通り据え置き)

欧州中央銀行（以下、ECB）は、4月12日の政策理事会で政策金利を3.75%に据え置いた。今月の政策金利の据え置きは、3月の理事会後の記者会見でのトリシェ総裁のコメントで、翌月の利上げを示唆するキーワード「強く警戒（exercise vigilance）」が用いられていなかったことから、大方の予想通りであった。

(5月の据え置きを示唆する一方、6月の利上げに布石)

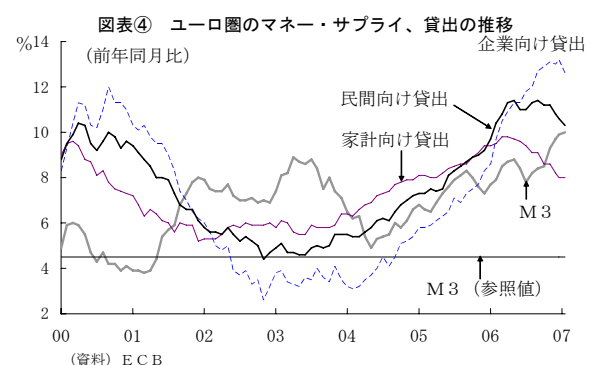
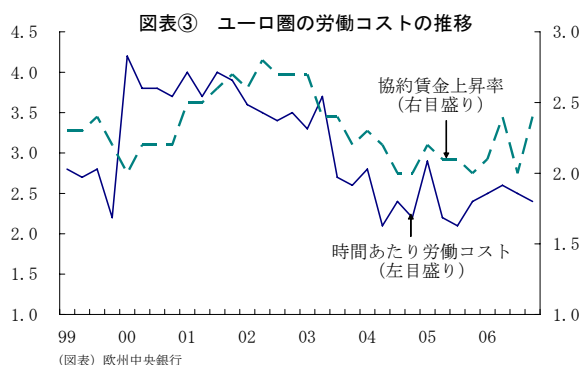
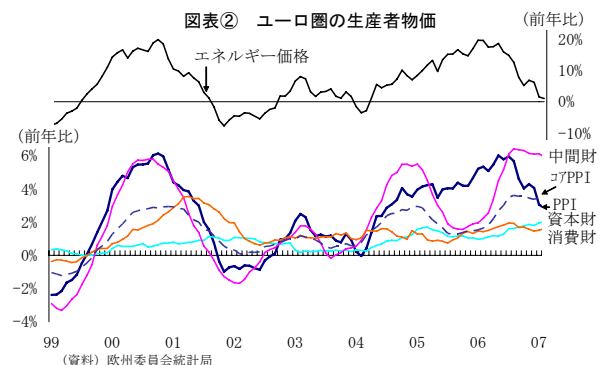
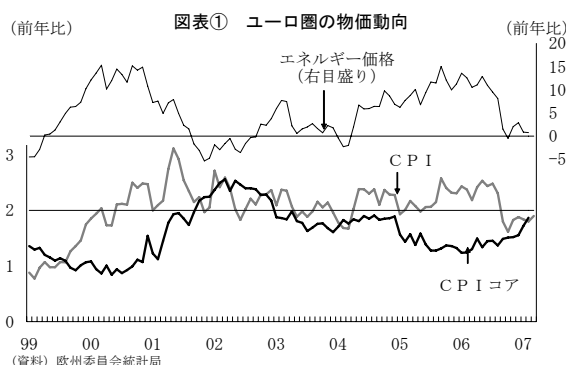
今回の理事会後のトリシェ総裁コメントでは、以下のような表現によって、5月の利上げは見送るが、市場が織り込んでいるとおり、6月は追加利上げを行なう意向が示された。

- ① 金融環境の判断は、先月から用いられている「良好な経済環境に対して、金融環境は緩和的である（on the accommodative side）」が維持された。
- ② 政策金利の水準評価も、先月からの「穏当（moderate）」が維持された。
- ③ インフレ・リスクへのスタンスを示すキーワードは、「注視（monitor closely）」、「特に注視（monitor very closely）」、「強く警戒」の3段階のうち、前月と同じ「特に注視」が用いられた。「強く警戒」に引き上げられなかったことで、5月の利上げの可能性は事実上消滅した。
- ④ インフレの上振れリスクとして警戒している、賃金交渉の展開については、先月までの“monitor very carefully”から“monitor with particular attention”に警戒が一段引上げられた。
- ⑤ 過剰流動性のリスクに関しては、「緩和の兆候も見られるものの、月次の統計は一時的な要因の影響を受けやすい」として、“require very careful monitoring”という強い警戒が維持された。
- ⑥ 質疑応答の中で、「6月に向けての市場の予想を変えるようなことを言うつもりはない」として、6月追加利上げの市場観測を事実上肯定した。

(利上げバイアス継続のベースは強めの経済指標)

E C B が 6 月の利上げの地ならしに動いたベースには、以下のように、直近の経済指標でも、ユーロ圏経済の強さと潜在的なインフレ・リスクの強まりが示されていることがある。

- ① 消費者物価 (以下、C P I) は、エネルギー価格の安定により、E C B の定義による物価安定のレンジ内 (2%以下でその近辺) での推移が続いており、インフレ期待の高まりも見られない。しかし、2月のC P I 確報値では、コア・インフレ率の上振れ傾向が確認された。また、3月のC P I 速報値は 1.9%で前月から 0.1%ポイント上昇 (図表①)、V A T 引上げの価格転嫁の影響が注視されるドイツは前年比 1.9%と前月から 0.3%ポイント上昇した。
- ② 生産者物価 (以下、P P I) は、エネルギー価格の鈍化によって 2006 年 7 月のピークの 6.0%から 2 月 2.9%まで鈍化しているが、振れ幅の大きい建設・エネルギーを除いたコア P P I の高原状態は続いている。中間財価格は高止まり (2 月前年比同 5.9%)、資本財価格は緩やかに上昇しており (2 月同 2.0%)、需給タイト化を受けた企業の価格設定行動の変化が伺われる。



- ③ 賃金関連の指標では、協約賃金上昇率の上振れは、特別手当の支給など一時的な影響によるものであり、時間あたり労働コストの伸びは引き続き抑制されている (2006/7~9 月期: 前年同期比 2.5%→2006/10~12 月期: 同 2.4%)。しかし、雇用の伸びは加速 (2006/7~9 月期: 前年同期比 1.5%→2006/10~12 月期: 同 1.6%)、

失業率の低下（2007年1月：7.4%→2月：7.3%）は続いており、賃金は上振れやすくなっている。（図表③）

- ④ ドイツ I f o、PMI などのサーベイ調査、生産、受注、小売などのハードデータともに、ドイツのVAT引上げ前の駆け込み需要や暖冬の反動で、今年に入ってから軟調になっているものもあるが、水準は高く、強気の見通しにも変化はない。
- ⑤ 住宅ローンの鈍化が続いたことに加え、1月まで加速が続いた企業部門向けの貸出の伸びも、2月は1月の前年同月比 13.2%から同 12.6%に低下した（トリシェ総裁が記者会見の中で「緩和の兆候」として言及）。しかし、マネーサプライM3は、参照値の前年比 4.5%を大きく上回り、2月は同 10.0%とさらに伸びが高まった。（図表④）

2. 5月理事会では6月の利上げを事実上予告する見込み

（注視される物価統計、賃金交渉の展開）

2005年12月以降、累計7回の利上げの全てのケースで、トリシェ総裁は、利上げ前月の記者会見で「強く警戒」のキーワードを用い、事実上利上げを予告してきた。今回の会見の内容を踏まえると、次回の5月10日開催の理事会では、政策金利は据え置かれるが、コメント中のインフレ・リスクへのスタンスを示すキーワードは「強く警戒」に上げられ、6月の利上げを事実上予告する可能性が高まったと言えよう。

6月は、四半期に一度のECBのスタッフの経済見通しの改定月と重なるため、5月の利上げ予告には、前回、2007年中央値で2.5%、2008年同2.4%とされた強気の成長見通しを控え、需給ギャップの縮小によるインフレ・リスクが強まっているとの判断の根拠となる材料がある程度揃うことが必要となろう。3月のコアCPI（公表予定 4/16）、マネー統計（同 4/30）、失業統計（同 5/3）、コアPPI（同 5/3）などの統計データと、ヤマ場を迎える賃金交渉、特にドイツ金属労組の賃金交渉の展開が、当面の注目材料である。

トリシェ総裁は、景気に関しては今回も強気の見方を示し、下振れリスクは保護主義の圧力の高まりや、原油高の進行、世界的な不均衡の無秩序な調整などの「外部要因」にあるとした。これらの顕現化が回避される一方、物価上昇圧力の強まりが明確になってくれば、6月以降も利上げが継続される可能性が出てこよう。