

経済・金融フラッシュ

No.07-081 2007/10/05

10月 ECB 政策理事会～景気に及ぼす影響への見方は慎重化

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

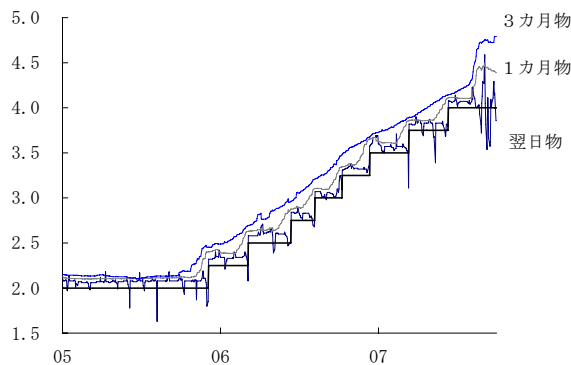
1. 政策金利の4%での据え置きは予想通りの結果

欧州中央銀行（以下、ECB）は4日に開催された9月の政策理事会で政策金利を4%で据え置くことを決めた。

パリバ・ショック後、初の理事会となった9月の記者会見では、トリシェ総裁は「金融は緩和的（accommodative）」、「物価のリスクは上振れ」という従来の判断を維持しながら「金融市場のボラティリティーとリスクの再評価によって不確実性が高まっている」ため、「追加の金融政策の決定にあたっては、さらに情報を収集し、新たなデータを分析することが適切である」とし、予定していた利上げを見送った。

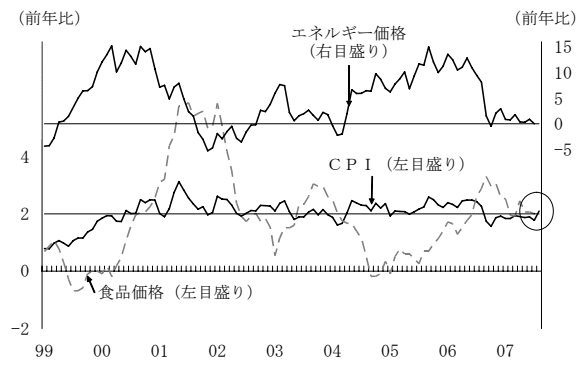
米連邦制度準備理事会（FRB）が50bpの利下げに踏み切ったこともあり、株価は着実に持ち直し、社債の保有リスクを示すクレジット・デフォルト・スワップのスプレッドも徐々に低下するなど市場は落ち着きを取り戻しつつある。それでも、短期金融市場におけるターム物金利は高止まっていること（図表①）、7～9月期の金融機関決算が出始めた段階にあることなど、不透明感は払拭されていないため、今回の据え置き決定は大方の予想通りの結果であった。

図表① ユーロの政策金利と短期金利（単位%）



（資料）ECB、Datastream

図表② ユーロ圏の物価指標（単位%）



（資料）Eurostat

2. 物価のリスクは上振れ、景気の不確実性は増大と判断

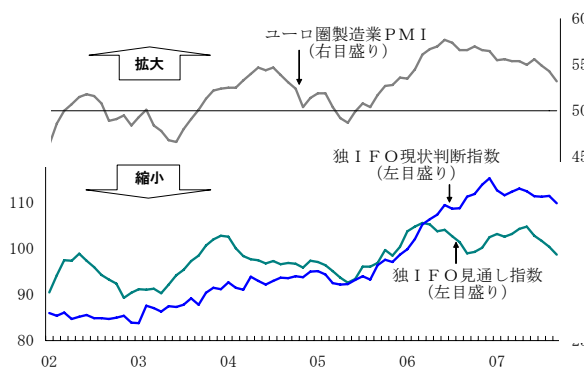
理事会後の記者会見におけるトリシェ総裁のコメントと質疑応答の注目点は以下のとおりである。

- (1) 今回の利上げ局面で用いられてきた金融政策のスタンスは「緩和的」という表現に替わり、「物価の上振れリスクを抑制する用意がある (ready to counter upside risk to price stability)」という新たな表現が用いられた。金融環境の変化に対する認識の変化を示すものと考えられる。
- (2) 物価のリスクは「上振れ」とし、利上げバイアスは維持された。物価の上振れ要因としては、従来同様、原油高・食品価格上昇、管理価格や間接税の引き上げ、予想を上回る賃金の上昇と競争が低い分野での価格転嫁に言及した。C P Iは9月に2.1%となり、2006年8月以来の2%台となったが、(図表②)、主因は原油価格が前年比でプラスに転じたことにあり、今年末から来年初にかけて、その影響は持続するとの見方が示された。また、コメントの最後に付言される構造改革の課題として、従来は、労働市場の改革について述べてきたが、今回は国際的な食品価格の上昇を踏まえて、EUの農業市場の機能の改善の必要性について触れた。
- (3) 「経済のファンダメンタルズは強く、中期見通しは良好」という判断は維持されたが、「金融市場のボラティリティーとリスクの再評価」で、「景気判断の不確実性は高まった」とされた。また、「9月の理事会以降、入手可能になったデータは限られているが、金融市場の展開が実体経済に及ぼす潜在的な影響を判断する上では特別な注意が必要」という文言を追加し、「金融政策の決定にあたっては、さらに情報を収集し、新たなデータを分析する必要がある」として利上げを小休止するスタンスを示した。
- (4) 経済分析では、「サーベイ調査には、企業と消費者の信頼感に金融市場の動揺の影響が及んでいることを表れているが」、「(信頼感指数等の水準は) 長期平均は上回っており、今年下期も景気の拡大が続いている」とされた。実際、Z E W期待指数(8月マイナス6.9→9月マイナス18.1)、I f o見通し指数(同100.4→同98.7)、製造業P M I(同54.3→同53.2)などの主要サーベイは、サブプライム問題に、ユーロ高、原油高という悪材料が加わって軒並み大きく低下した。但し、現状判断は、Z E Wの同80.2→74.4、I f oの同111.5→同109.9など低下はしているが、高い水準を保っており、P M Iも活動の拡大を占めず50超にある(図表③)。消費者信頼感指数も7月: マイナス2→8月: マイナス4、9月: マイナス5と悪化傾向にあるが、長期平均のマイナス11を大きく上回っている。
- (5) マネーと信用の高い伸びが、「中長期的な物価上振れリスク」という判断も維持された。金融市場の動揺が見られた8月の貸出統計は、家計向けの減速と企業向

けの加速というパターンは変わらず、M2の伸びも7月の前年同月比 11.7%から同 11.6%へと僅かな鈍化に留まった(図表④)。これらのデータは、「イールド・カーブのフラット化や金融市場の動揺などの一時的要因や特殊要因によって過大評価になっている可能性がある」ことも示唆され、「金融市場のボラティリティーの高まりに対する民間部門の反応を知る」ためにも、「流動性指標の動きを注意深く観察する」とした。

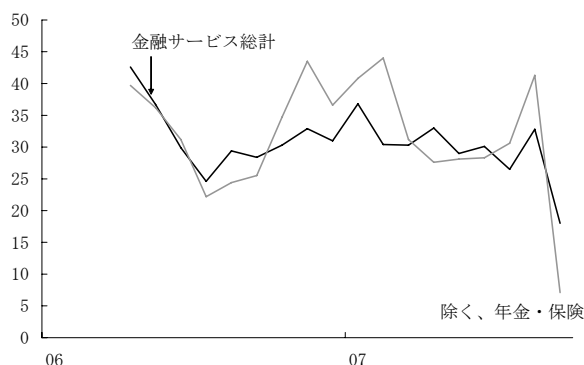
- (6) 対ドルで最高値を更新したユーロ相場については、会見冒頭のコメントでの言及はなかったものの、記者会見では質問が集中した。トリシェ総裁は、「過度の変動は非生産的である」という従来の見解とともに、「米財務長官と連邦準備理事会(FRB)が強いドルは米国の利益と表明したことを評価している」、「円相場にはファンダメンタルズの改善が反映されるべき」、「人民元相場は柔軟性を高めることが望ましい」と述べた。為替市場への介入観測や、適正なユーロ相場の水準に関する質問にはコメントを避けた。

図表③ 製造業PMIとIfo企業景況感指数



(資料) Ifo、ロイター

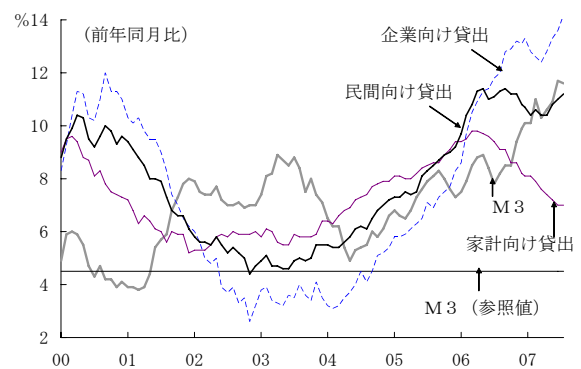
図表⑤ 金融サービス業信頼感指数



(注) 過去3カ月間の経営環境と需要、向こう3カ月の需要見通しに対する回答の算術平均

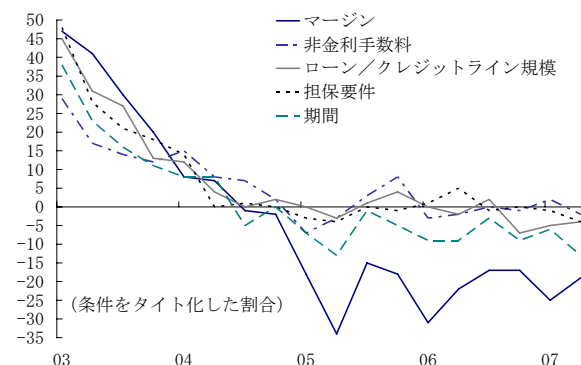
(資料) 欧州委員会

図表④ ユーロ圏M3と貸出



(資料) ECB

図表⑥ ユーロ圏銀行貸出サーベイ



(資料) ECB

3. 注目される銀行貸出行動の変化とユーロ相場の動き

(経営環境悪化を受けて金融機関の融資スタンスはタイト化の方向)

当面、最も注目される点は、金融市場の正常化が遅れていることが、実体経済にどのような影響を及ぼすかであろう。

9月の欧州委員会サーベイでは、8月には改善していた金融サービスの信頼感指数が、足もとの経営環境と需要に対する判断が大きく悪化したことで2006年4月の調査開始以来の最低水準まで低下しており、ショックの大きさが示された(図表⑤)。

こうした環境変化を受けた金融機関の融資態度の変化を示す指標として注目されるのは、記者会見でトリシェ総裁も言及した5日に公表されるユーロ圏の銀行貸出サーベイ(10月調査)だろう。同調査は、例年は10月に実施され、11月初旬に公表されるが、今回は金融市場の動揺の影響を知るために、前倒して実施されたようだ。同調査は、2003年の調査開始以来、ほぼ一貫して量的な面でも、金利、その他の条件面でも、融資条件を緩和する流れが続いてきた(図表⑤)。トリシェ総裁は、今回の結果では「住宅ローンや大企業の融資条件のタイト化が見られた」としたが、実際に、どの程度の変化として表れたのかが注視されよう。

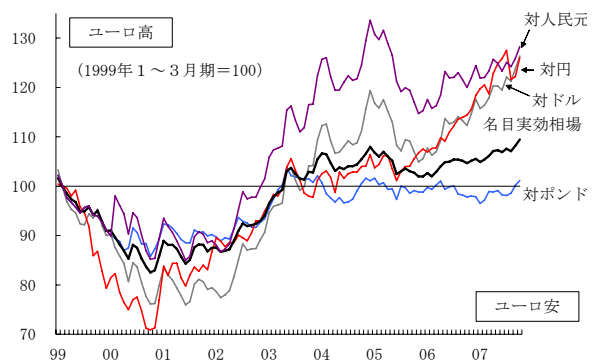
(ユーロ全面高を受けた牽制の動きも広がる)

ユーロ相場の動きを巡っては、ユンケル議長が、今月下旬にワシントンで開催される7カ国財務相・中央銀行総裁会議(G7)を控えて、8日に開催されるユーロ圏非公式財務相会合で、ユーログループとしての共通の立場を確立する方針を示している。

ユーロ高牽制の動きは、対ドルでの増価は2006年初めから続いているが、9月以降は、安定した推移が続いてきた対ポンド相場でのユーロ高や、円を含むアジア通貨に対してもユーロ高が加速、全面高の様相を呈してきたことが背景にあると思われる(図表⑦)。

10月末に開催されるFOMCでの利下げで米欧の金利差は一段縮小するとの予想もあって、ユーロ高が進み易くなっている。市場の行き過ぎを牽制する発言はこれからも増えそうだ。

図表⑦ ユーロの名目実効為替相場と対主要通貨相場の推移



(注) 月中平均、但し、直近は10月3日分

(資料) ECB

(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もありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)