

# 経済・金融フラッシュ

No.07-102 2007/11/09

## 11月 ECB 政策理事会～インフレ期待の変化を注視

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. 総裁コメントのポイント～原油高の二次的影響を警戒

8日に開催された欧州中央銀行（以下、ECB）の11月の政策理事会の決定は、大方の予想どおり、4%での政策金利の据え置きであった。

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り、引き続き金融混乱の景気への影響を注視する姿勢とともに、足もとの物価の上振れをもたらしている原油・食品価格の上昇が中期的なインフレ期待に及ぼす影響、賃金や価格転嫁を通じた二次的影響を警戒する姿勢を前面に打ち出した。

- (1) 経済のファンダメンタルズは「依然として健全」であり、「中期見通しは良好」で、「2008年も潜在成長率並みの成長が続くというメインシナリオ」を維持しながら、引き続き景気のリスクは「下振れ」とした。下振れリスクとしては、「金融混乱がマインドや資金調達環境に及ぼす影響」に続いて「原油、商品価格の一層の上昇」を挙げた。
- (2) 経済分析では、「前回理事会後に公表された生産や小売統計は7～9月期も景気拡大が続いていることを示しており」、「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が表れているが」、「(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」という判断を維持した。
- (3) 「金融市場のボラタイルな動きとリスクの再評価の動きは続いており、不確実性は高く」、「金融政策の決定にあたっては、追加的な情報を収集し、徹底的な分析を行う必要がある」として、金融市場の調整とその影響を引き続き注意深く見守る姿勢を示した。
- (4) 物価のリスクは「上振れ」とし、前回から用いられている「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)」という表現で利上げバイアスを維持した。消費者物価は、10月に前年同月比2.6%まで上振れたが、「原油価格の高騰と食品価格の上昇で増幅されており」、「2008年に再び鈍化するまでの数ヶ月は2%を大きく上回る状況が続く」とした。物価の上振れ傾向が、

- 「中長期的なインフレ期待」や「二次的影響」をもたらすことへの警戒を打ち出し、「名目賃金の物価スライド制は削減、究極的には廃止すべき」とした。
- (5) 物価の上振れ要因としては、前回同様、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を挙げた。
- (6) 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。流動性指標は、「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の全貌を掴む」ためにも、「基調と短期的な変化の両方を見極めることが重要」とした。
- (7) 7日に対ドルで最高値を更新したユーロ相場に関しては、会見冒頭のコメントでの言及はなかったが、質疑応答の中で、「無秩序な為替相場の動き」、「荒々しい動き (brutal)」は「経済成長に好ましくない」、「強いドルは米国の利益」といったスタンスが示された。

## 2. 前回理事会後の推移～市場は小康状態、成長鈍化、物価は上振れ

( 市場の不透明感は根強いものの、秩序は回復 )

パリバ・ショックから上振れが続いていたターム物金利は幾分落ち着きを見せるようになった(図表①)。8日までにドイツ銀行、コメルツ銀行、BNPパリバ、クレディ・スイス、UBSなど欧州主要銀行の7～9月期の決算が発表、UBSを除けば黒字を確保した。損失の大きさ・所在がわからないという段階から一段前進となったものの、米住宅市場の調整はなお続いていることから、10～12月期の追加損失計上への懸念は払拭できない状況にある。

ECBは8日、11月23日と12月12日の2回、期間3カ月のオペで600億ユーロずつを供給することを発表した。8月23日と9月12日に行われた3カ月物のオペの償還期限を迎えることに対応したもので、短期金融市場の正常化を促す狙いがある。

( 景気の拡大テンポは鈍化、先行き見通しの悪化には一旦歯止め )

主要なサーベイ調査は、金融市場が落ち着きを取り戻したことで、先行き見通しの悪化に歯止めがかかる一方、足もとの景気は拡大が続いているが、ペースが鈍っていることを示すようになっている。

ZEW指数は、8月のマイナス6.9から9月にマイナス18.1へと大きく悪化した期待指数が10月は下げ止まる一方、現状指数は同80.2→74.4→70.2と低下傾向が続いた。Ifo企業景況感指数も、期待指数は、同100.4→98.7→98.6と低下ペースが鈍る一方、現状指数が同111.4→同109.9→同109.6へとさらに低下した。製造業PMIは8月54.3→9月53.2→10月51.5と拡大と縮小の分かれ目である50に近づきつつある(図表③)。

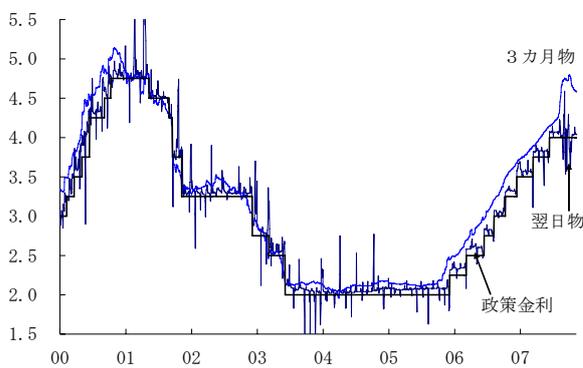
消費者信頼感指数は、7月：マイナス2→8月：マイナス4→9月：マイナス6と悪化が続

いたが、10月はマイナス6で横ばいとなった。長期平均のマイナス11は上回っている。

(原油の押し上げ効果で物価は大きく上振れ)

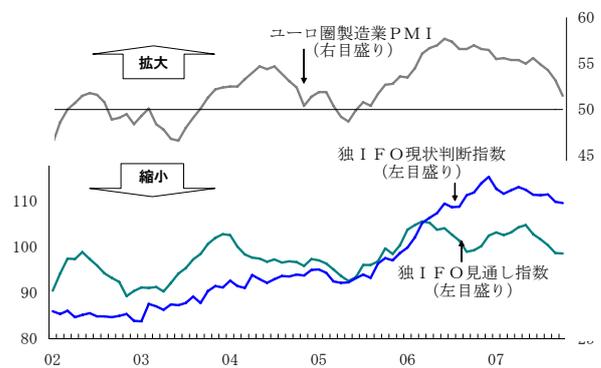
10月の消費者物価上昇率(以下、CPI)は前年同月比2.6%と大きく上振れた(図表③)。速報値のため内訳は未公表(確報の公表は15日)だが、今回の総裁コメントで述べられたとおり、前年同期を下回ってきた原油価格の物価安定化効果が剥落しただけでなく、足もとの高騰で大幅な押し上げ要因となったことが主因と推察される。

図表① ユーロの政策金利と短期金利(単位%)



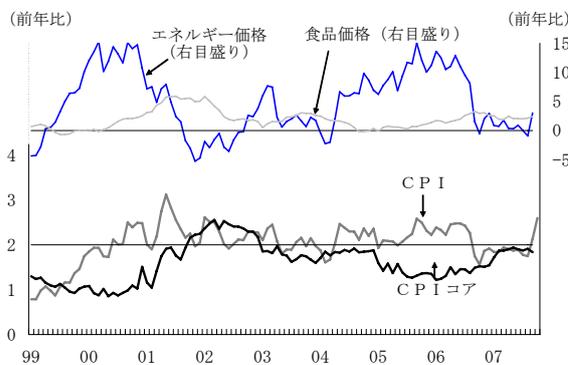
(資料) ECB、Datastream

図表② 製造業PMIとIfo企業景況感指数



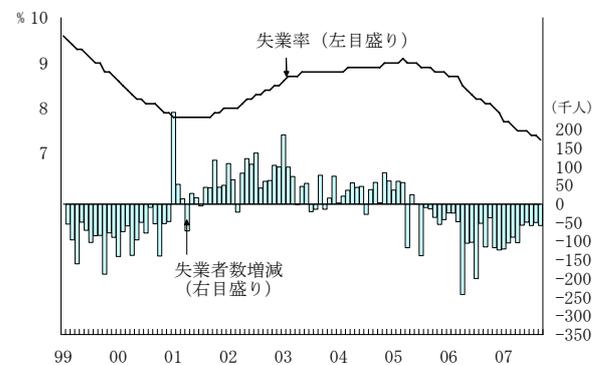
(資料) Ifo、ロイター

図表③ ユーロ圏の物価指標(単位%)



(資料) Eurostat

図表④ 失業率と失業者数増減



(資料) Eurostat

(雇用のタイト化、高水準の設備稼働率は変わらず)

9月の失業率は7.3%<sup>(注1)</sup>で8月から0.1%ポイント低下、雇用改善は続いたことが確認された(図表④)。10月の欧州委員会のサーベイでは、製造業、サービス業の雇用意欲、消費者の失業改善の見通しは、年半ばをピークに後退しているが、なお高い水準を保っている(図表⑤)。

また、同サーベイの四半期調査の結果は、設備稼働率は全体では前回7月の84.3%から84.2%への僅かな低下に留まり、高稼働率が続いた(図表⑥)。財別に見ると資本財が高止ま

る一方で、中間財はやや大きめ低下が見られた。

製造業、サービス業で高まってきた物価見通しは6月をピークに低下する一方、家計の見通しは8月に大きく上向いた後、高い水準が続いている。家計がエネルギー、食品価格上昇への警戒を強めているのに対して、企業は需要の鈍化による価格転嫁の余地の縮小を見通している可能性がある（図表⑦）。

（注1）ドイツの失業率が統計作成手法の変更によって2005年以降1～2%上方修正されたことで、今回からユーロ圏の失業率も遡及して0.3～0.5%上方修正された。

（流動性の伸びは鈍化するも水準はなお高い）

貸出統計は、加速が続いた企業向けが9月に鈍化、家計向けは減速が続いた。M3の伸びも7月：前年同月比11.7%→8月：同11.6%→9月：11.3%と鈍化しているが水準は高い（図表⑧）。

金融業の業況感は振るわず、ECBの「銀行貸出サーベイ」でも企業向けと住宅ローンに対する貸出条件の厳格化が示されており（図表⑨）、貸出の伸びは、今後、鈍化に向かう可能性が高い。但し、9月に大きく悪化した保険・年金を除く業態の業況感は幾分回復、一方向に悪化している状況にはないようだ（図表10）。

### 3. ECBの様子見は続く見込み

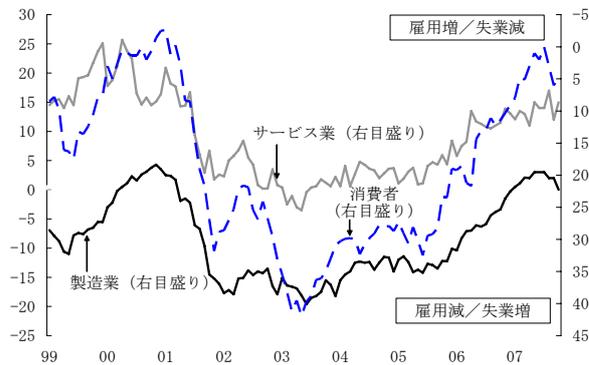
（強まる景気格差拡大の可能性）

ECBの金融政策の方向性は、ユーロ圏で約3割と最大のウェイトを占めるドイツによって決まる傾向がある。

足もとドイツでは、インフレ警戒感が強く、追加利上げが必要という認識が強いが、ECBの追加利上げには、住宅市場の調整圧力をさらに強めるおそれや、対ドルでの金利差の拡大でユーロ高がさらに加速するというリスクがある。ドイツの場合は、住宅価格の割高感はなく、輸出競争力が高いために、金融引締めが遅れることによるインフレ・リスクに比べれば、利上げによる副作用は小さいという判断になる。しかし、住宅価格の割高感が大きいスペインなどは住宅市場の調整による景気下振れのリスクを意識せざるを得ないし、新興国からの追い上げに悩まされるイタリアにとっては一層のユーロ高のリスクが気になる。大統領自らがユーロ高や、ECBのインフレ重視の姿勢を牽制する発言をしているフランスの場合も、ユーロ高や内需下振れのリスクをドイツよりも重く見ているだろう。

ECBの金融政策の次の一手についての予測は、利上げから利下げまでかなりの幅が出てきているが、ECBの政策理事会の内部でも見解の違いは広がっていると推察される。サブプライム問題に関わる追加損失や米国の景気減速の懸念が続く一方、原油高騰、対ドルでのユーロ相場の高値更新によって、景気と物価の両面での不確定要因は増幅しており、ECBが様子見を継続せざるを得ない状況はなお続くと思われる。

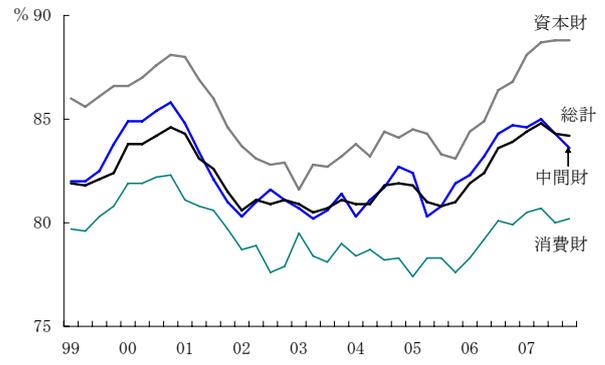
図表⑤ 企業と家計の雇用／失業見通し



(注) 製造業、サービス業は向こう数ヶ月の見通し  
消費者は向こう12カ月の失業見通し

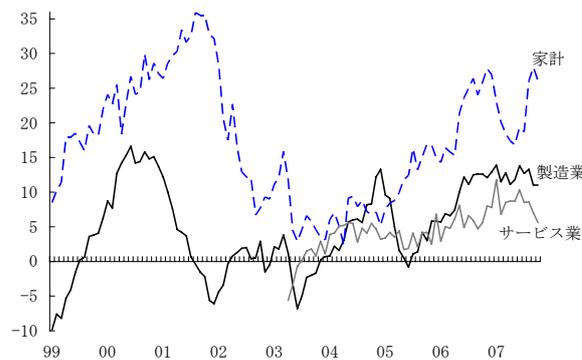
(資料) 欧州委員会

図表⑥ 設備稼働率



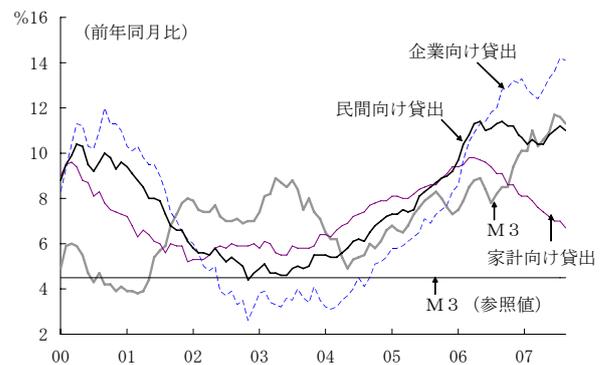
(資料) 欧州委員会

図表⑦ 企業と家計の物価見通し



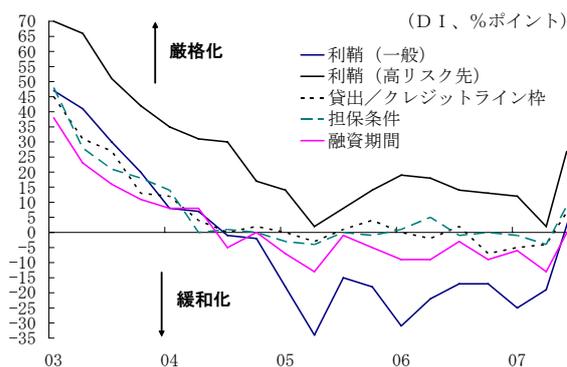
(資料) 欧州委員会

図表⑧ ユーロ圏M3と貸出



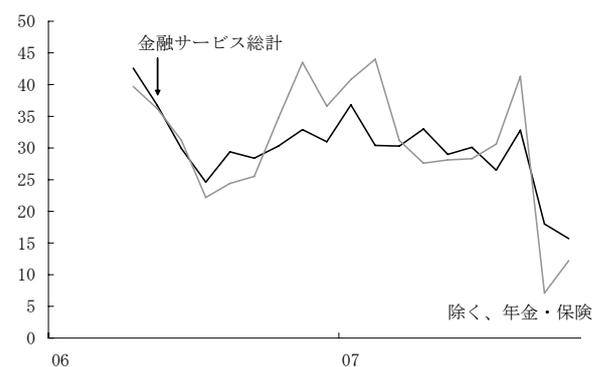
(資料) ECB

図表⑨ ユーロ圏銀行貸出サーベイ



(資料) ECB

図表10 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カ月間の需要見通しに対する回答の算術平均

(資料) 欧州委員会

(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)