ニッセイ基礎研究所
http://www.nli-research.co.jp

経済・金融フラッシュ

No.07-119　2007/12/07

12月 ECB 政策理事会～広がりつつある理事会内での見解の相違

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

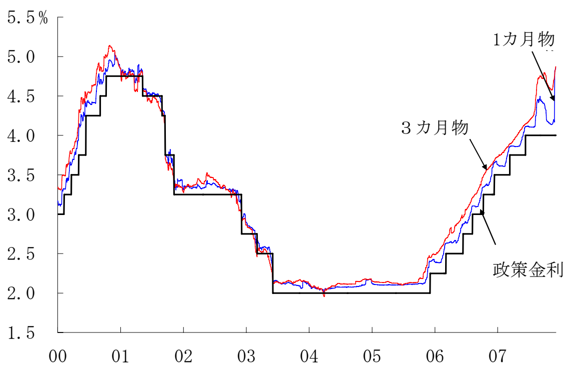
1．６カ月連続で政策金利は据え置き

（　短期金利は上振れ、物価上昇が加速する中で開催された 12 月の理事会　）

ユーロ圏では年末越えの資金需要からターム物金利の上振れが続いている（図表①)。他方、11 月のインフレ率（速報値）は、原油高による物価押し上げ圧力が一段強まったことで、前年同月比 3.0%に急上昇し、当面は高めの推移が続くと見られている（図表②)。

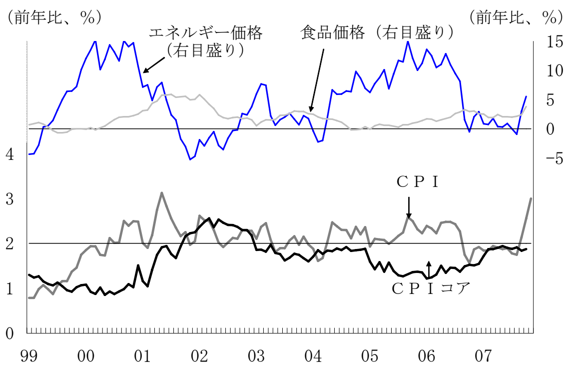
こうした中で、６日に開催された欧州中央銀行（以下、ＥＣＢ）の 12 月の政策理事会は予想通り、６カ月連続の４％での政策金利の据え置き決定であった。

図表①　ユーロ圏政策金利と銀行間市場金利



（資料）ECB、Datastream

図表②　インフレ率の推移



（資料）Eurostat

（　トリシェ総裁はコメントの中で、原油高の二次的影響につながる動きを繰り返し牽制　）

理事会後の記者会見におけるトリシェ総裁のコメントの要旨は以下のとおりである。

（１）　コメントの冒頭では、経済のファンダメンタルズは「依然として健全」という評価が維持されたが、今回、「経済活動の中期見通しは良好という見方を支持している」という文言は外された。景気のリスクは、引き続き「下振れ」であり、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」、「原油、商品価格の一層の上昇」、「保護主義の圧力」、「世界的不均衡に関わる無秩序な展開」という序列

も維持された。

（２） 経済分析では、「７～９月期の内需主導の 0.7%成長（図表③）はユーロ圏経済の持続力を裏付けるもの」とし、「10～12 月期は７～９月期よりも鈍化するが、経済成長は続く」との見方を示した。経済の健全性を示す材料としては、「収益性」と「雇用の拡大と 25 年ぶりの失業率の低さ」を挙げた。

（３） 足もとの物価の急騰は、「原油価格と食品価格の上昇による」ことを明確にした上で、「賃金と価格設定を通じた二次的影響」を回避することが重要であることを強調した。物価のリスクは「上振れ」とし、10 月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。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。

（４） 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。流動性指標が金融混乱後も高い伸びが続いているが（図表④）、その要因としては、「イールド・カーブのフラット化や金融市場の混乱、銀行グループ内での再編に関わる取引拡大などの一時的要因で過大評価になっている可能性がある」が、「基調も引き続き強い」とした。また、金融市場が不安定な局面でのマネー分析の重要性についても改めて強調された。

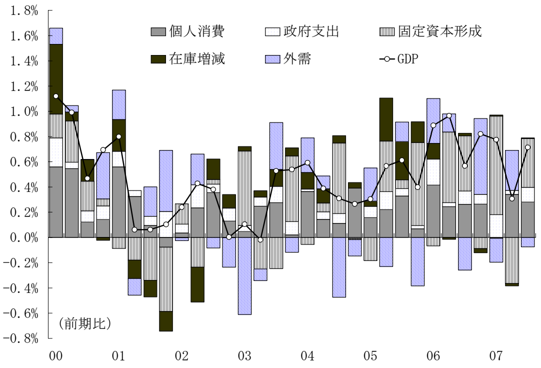
総じて言えば、前回理事会からの間に、７～９月期の高めの成長、企業サーベイ調査の一部下げ止まり、失業率の低下といった強い指標の反面（(図表⑤、図表⑥)、10 月の小売統計の前月比マイナス 0.7%という大幅な減少、消費者信頼感指数の連続的な悪化、「内需主導の自律的な成長持続」というシナリオの陰りを示唆する材料も出てきた（図表⑦、図表⑧)。トリシェ総裁コメントの中で、「中期見通しは良好」という文言が外されたのは、この辺りに理由があるのではないかと推察される。

消費者信頼感指数は、全体ではマイルドな悪化に留まっているが、ドイツがプラス３で長期平均（マイナス 10）を大きく上回る中、イタリア（マイナス 22)、アイルランド（マイナス 18)、スペイン（マイナス 17）は長期平均のマイナス 14、マイナス４、マイナス 11 を下回るなど、国ごとのバラツキが広がっている。

質疑応答では、今回の理事会の決定は、従来、建前としてきた「全会一致」ではなく、見解の相違があったことを認めたが、金融混乱や原油高、ユーロ高といったショックの影響と対応力が 13 カ国の中でも異なる中では、全会一致を貫けないのは言わば当然であろう。

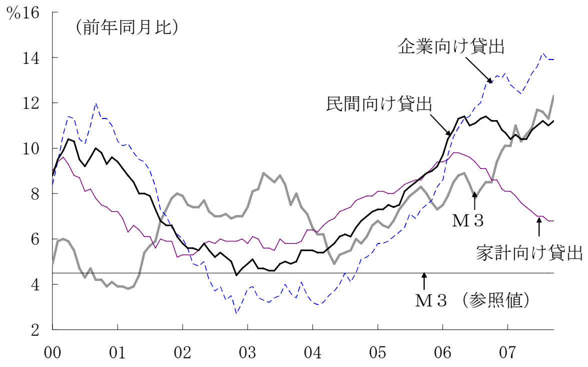
金融混乱の長期化で、景気に対する楽観的な見方を後退させる一方、足もとの物価の上振れは原油・食品価格の直接的な影響による一時的なものであると位置づけて、質疑応答も含めて、インフレ期待の上振れや、賃金、価格転嫁を通じた二次的影響を再三にわたり牽制した点が、今回の記者会見の最大の特徴である。

図表③　ユーロ圏の実質ＧＤＰ成長率



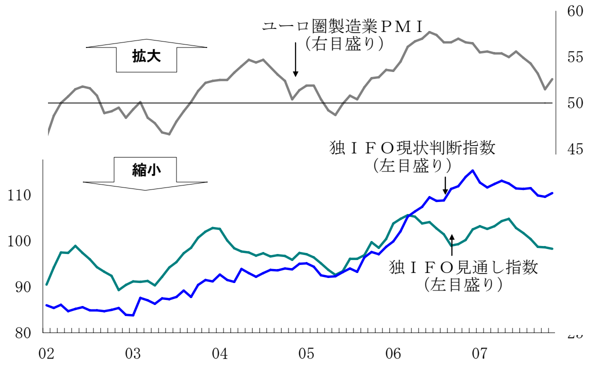
（資料）Eurostat

図表④　ユーロ圏Ｍ３と貸出



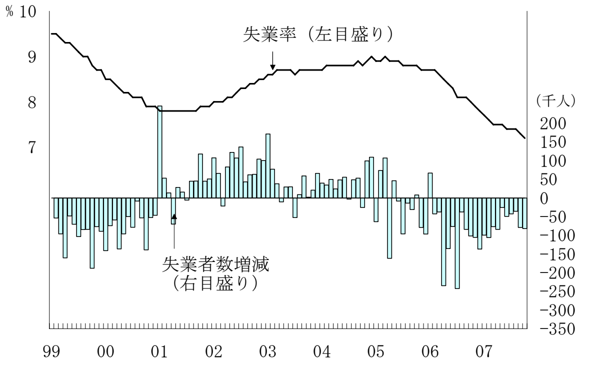
（資料）ECB

図表⑤　ユーロ圏製造業ＰＭＩと
企業景況感指数



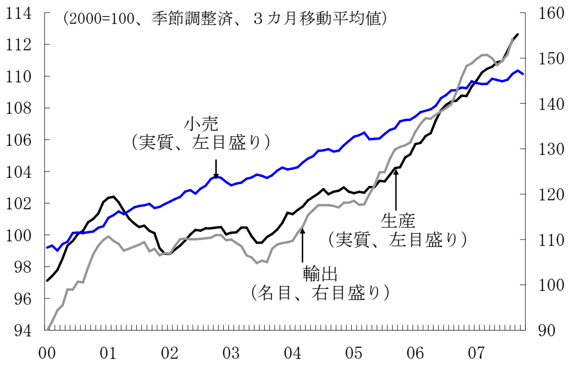
（資料）ロイター、Ifo

図表⑥　失業率と失業者数増減



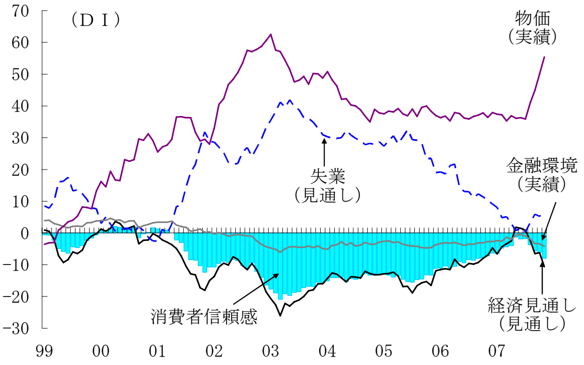
（資料）Eurostat

図表⑦　ユーロ圏の生産、輸出、消費



（資料）Eurostat

図表⑧　消費者信頼感指数



（注）実績は過去 12 カ月間の評価、見通しは向こう 12 カ月の見通し

（資料）欧州委員会統計局

２．ＥＣＢの経済・物価見通し

（　大きく修正された前提条件　）

12 月は四半期に一度の経済・物価見通しの公表月にあたる。金利や原油価格、為替相場は、見通し作成時点で市場に織り込まれている水準が前提条件として採用されるため、前回９月の見通しでは、2008 年で 4.5%とされた短期金利と長期金利が 2008 年、2009 年とも 4.3%に引き下げられた。原油価格やユーロの対ドル相場は、2008 年１バレル＝71.9 ドル、１ユーロ＝1.37 ドルから、１バレル＝88.6 ドル（2009 年は同 83.7 ドル)、１ユーロ＝1.46 ドル（2009 年も同じ）に上方修正された。また、2008 年の世界経済の成長見通しは前回の 5.3%から 5.2%(2009 年も同じ)に小幅ながら下方修正された。

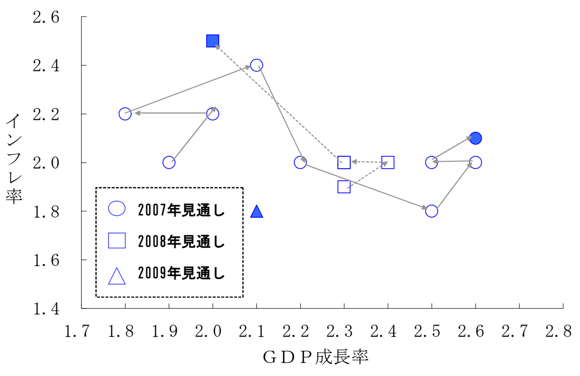
（　利上げバイアスを残す内容　）

この結果、2008 年の見通しの中央値は、前回のインフレ率 2.0%、成長率 2.3%から、インフレ率は 2.5%で上方に、成長率は 2.0%と下方に修正された。また、今回、初めて公表された 2009 年の見通しは、インフレ率 1.8%、成長率 2.1%とされた（図表⑨)。

トリシェ総裁はコメントの中で、見通しの前提は、①原油、食品価格による物価の上振れは賃金設定に影響を及ぼさないこと、②マージンの伸びも穏やかなものに留まるとしている点を強調した。2009 年の潜在成長率並みの成長持続とインフレ率の安定圏内への収束という見通しは、今回のメッセージであたった「二次的影響」回避への期待感も込められたものと解釈することもできそうだ。

図表⑨　ＥＣＢの経済・物価見通しの変遷

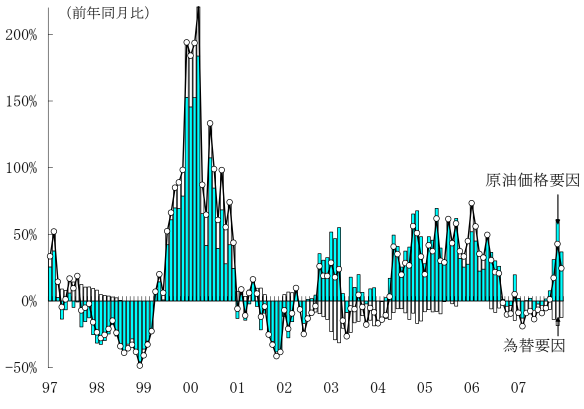
（単位：前年比％）



（注）各年の経済・物価見通しの初公表時（前々年 12 月）以降、各四半期の見通しをプロットしたもの

（資料）ECB

図表⑩　ユーロ圏Ｍ３と貸出



（資料）ECB

３．様子見継続がメイン・シナリオ

（　利下げバイアスへの転換には景気減速の明確な材料が必要に　）

ＥＣＢの次の一手に関しては、政策理事会内部でも見解の相違が生じているように、エコノミスト・アナリストの間でも、かなりの幅が見られるようになっている。筆者は、2008 年入り後も、速やかな金融市場の正常化は期待しづらい一方、2008 年前半にかけて、原油価格の前年比効果によるインフレ率の上振れが避けられない中で、物価安定を重視するＥＣＢは利上げにも利下げにも動けず、結果として政策金利を据え置く可能性が最も高いと考えている。

ＥＣＢが利下げバイアスに転じるには、金融市場の混乱が実体経済に影響を及ぼしつつある明確な材料が必要となろう。消費の指標の弱まりは、消費者サーベイの内容（図表⑦）を見ると、金融混乱の影響よりも、物価の上昇が影響している可能性も高く、金融緩和が二次的影響へとつながり、中期的に景気を下押しするというリスクも気になるところだろう。

利下げに動く米英に対し、ユーロ圏が政策金利を据え置けば、ユーロ高は進行しやすくなるが、ＥＣＢの政策の優先順位から考えて、通貨高の防止を理由に、政策金利を引き下げるというシナリオは考えづらい。ユーロ高は、原油高の影響を緩和している面もあり(図表⑩)、ユーロ独歩高や急激な変動に至らない限り、静観の構えを継続するのではないか。

（　１月の「銀行サーベイ」、10～12 月期の銀行決算が注目材料　）

１月の理事会では、パリバ・ショック後２回目となる「銀行貸出サーベイ」が議論の叩き台となる見込みだ。10 月調査以降、融資スタンスがさらに厳格化、健全な企業にも影響が及ぶ懸念が強まれば、景気下振れリスクへのトーンを強め、それに伴うインフレ圧力の後退を示唆する可能性がある。１月以降、順次公表される 10～12 月期の金融機関の決算とともにサブプライム問題が欧州市場に及ぼした影響を把握する材料として注目したい。

（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）