

経済・金融フラッシュ

No.07-167 2008/03/07

3月 ECB 政策理事会～景気と物価の両睨みは続く

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. 政策転換の決め手に向け政策金利は9カ月連続で据え置き

欧州中央銀行（以下、ECB）は6日開催の3月の政策理事会で4%での政策金利の据え置きを決めた。

先月の声明文では、物価の安定を最重視する基本スタンスを維持しながら、インフレ警戒のトーンを緩和、景気見通しの下方修正を示唆する幾つかの修正を加えて、スタンスを中立化、状況の変化に機動的に対応できるよう体制を整えていた。

結果として、この間の新たな経済指標が、「景気は減速方向にはあるものの、成長は続いており、価格転嫁や賃金設定を通じたインフレ圧力もなお根強い」という判断を変える内容でなかったことが、政策金利の据え置きと中立スタンス維持の理由と考えられよう。

直近の主要な経済指標は、ユーロ圏の製造業PMIは低下したが（1月52.8→2月：52.3）サービス業PMIは反転（同：50.6→同：52.3）、サービス業と製造業を合わせた合成PMIも同51.8→同52.8と拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準で持ちこたえた。その他、ドイツのIFO企業サーベイは現状指数が小売業主導で反発、物価急騰のあおりを受けていた小売売上高も4カ月振りに反転、前月比0.4%増となった。1月の失業率も7.1%と93年の統計開始以来の最低水準での横這いが続き（図表1）、雇用・所得の伸びに支えられた消費拡大への期待をつなぐ内容であった。

他方、消費者物価上昇率は2月速報値も前年比3.2%で高水準の横這い、生産者物価指数は前年比4.9%で前月を上回った（図表2）。

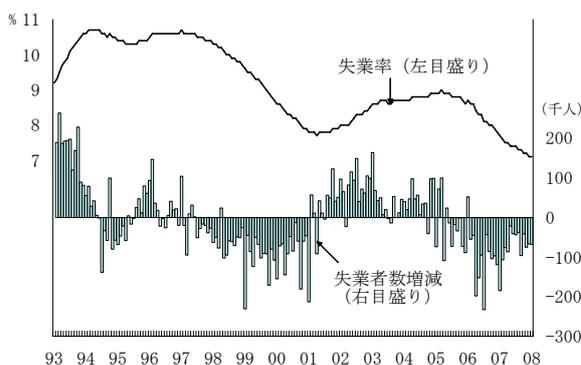
2. トリシェ総裁のコメントは先月とほぼ同じ内容

今回のトリシェ総裁の声明及び質疑応答のポイントは以下のとおりである。

- (1) 物価のリスクは短期的にも中期的にも「上振れ」という判断を維持した。
- (2) 物価の上振れ要因としては、「ここ数ヶ月上昇圧力を強めている原油高・食品価格上昇」、「高い稼働率とタイトな労働市場の下での予想を上回る賃金の上昇」、「管理価格や間接税の引き上げ」を挙げた。

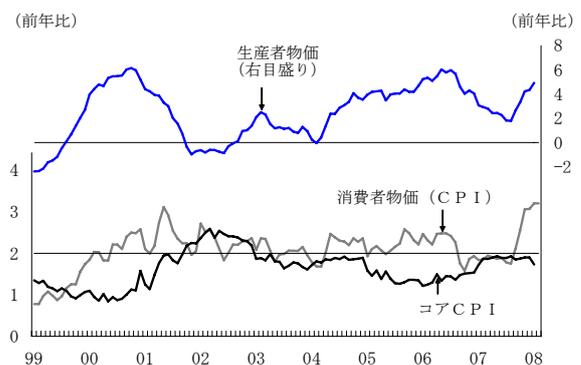
- (3) インフレ警戒のスタンスに関して、「二次的影響を抑制し、中期的な物価の上振れリスクが現実化しないことを引き続き約束する」という前回の表現を「強く約束する」に改め、インフレ警戒のトーンを幾分強めた。
- (4) 経済のファンダメンタルズは「健全 (sound)」という評価を維持した。成長のテンポに関しては「減速しているが成長は続いている (moderating but ongoing real GDP growth)」と表現した。
- (5) 景気のリスクは引き続き「下振れ」とした。先月、「米国の景気減速の影響は新興国の旺盛な需要によって相殺され、外需はユーロ圏の輸出をサポートする」という表現を削除することで外需の見通しを慎重化したが、今回は、投資は「世界経済の減速」、消費は「商品価格の上昇」という抑制要因に言及しながらも、ともに拡大が続くという見方は維持した。
- (6) 流動性に関しては「中長期的な物価上振れリスク」という判断を維持した。1月の流動性指標は、マネーサプライ (M3) が12月の前年同月比 11.6%から同 11.5%への穏やかな減速に留まり、「利上げとユーロ圏の一部における住宅市場の減速を反映した」家計向けの貸出の伸びは同 6.1%で急減速を免れた。企業向けの貸出は 14.5%から 14.6%へとむしろ加速するなど、リスク要因としての判断を変えるような動きは見られなかったことが理由であろう。
- (7) 今回の決定は「全会一致」であり、利下げ、利上げのいずれも求める意見はなかったとした。

図表1 ユーロ圏の失業率と失業者数



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏の物価統計 (%)



(資料)Eurostat

3. ECBスタッフ見通しは成長率を下方、物価を上方に修正

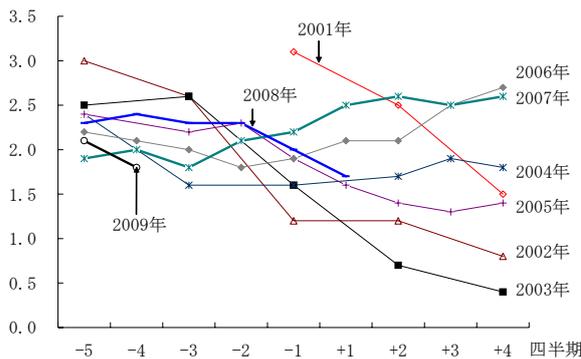
理事会当日公表されたECBスタッフの経済見通しは、2008年の成長率は昨年12月に続いて下方修正され(前年比 2.3%→同 2.0%→同 1.7%、いずれも中央値)、3年ぶりに潜在成長率(約 2.25%)を下回るというシナリオがより明確になった。他方、物価は、2008年の見通し

が前回の前年比 2.5%から同 2.9%に引上げられ、E C Bの目標水準である 1.7%~1.9%からの乖離が一段と拡大した。2009 年についても前回の 1.8%から 2.1%に上方修正された(図表 3、図表 4)。

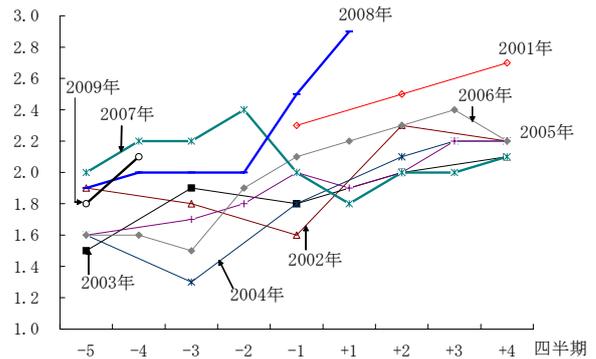
成長見通しの下方修正の要因は、世界経済の減速、金融市場混乱の影響、商品価格の高騰にある。他方、物価見通しの上方修正は、見通しの前提条件となっている原油や国際商品価格の引き上げが反映されたものである(原油価格:2008年 88.6ドル、2009年 83.7ドル→同 90.6ドル、同 89.1ドル。国際商品前年比上昇率:2008年 8.9%、2009年 4.5%→同 12.7%、同 6.1%)。

E C Bスタッフの見通しは、金利、原油、国際商品価格の前提条件として、先物市場が織り込んでいる価格を用いている。トリシェ総裁は、質疑応答の中で、E C Bスタッフの見通しは、政策理事会の見通しとは異なることを強調し、声明文の中にも「スタッフの見通しは、純粋に技術的で政策意図とは関係のない幾つかの前提に基づく」として、市場の利下げ期待を追認する意図はないことを示唆した。

図表 3 E C Bの成長率見通しの変遷 (%)



図表 4 E C Bの物価見通しの変遷 (%)



(注) 見通しは当該年の2年前の12月(-5)から当該年の12月(+4)の9回行われる

(資料) 欧州委員会統計局

3. 利下げの条件は物価上昇圧力の緩和

今回の声明文や質疑応答のトーンは、近い将来の利下げ転換を示唆するものではなかった。「物価の安定」を最優先の目的とするE C Bの利下げの前提となる「景気の減速によるインフレ圧力の緩和」という図式が成立していないことが理由だ。今回の質疑応答でも議論されたように、本来、世界経済が減速すれば、低下に向かうはずの国際商品の価格は、逆に高値を更新しており、外部からのインフレ圧力は高進している。金融混乱が实体经济に波及するリスクも、サーベイ調査には表れているが、貸出の伸びは、むしろ過剰流動性が懸念される水準にある。ユーロ圏内では雇用の堅調が続いており、ドイツの賃金交渉は、I Gメタルの鉄鋼部門が 8.0%の要求に対して、2月に一時金 200 ユーロと 08年 3月 5.2%の賃上げで妥結、同じく 8%の賃



上げを要求しているドイツ統一サービス産業労組（ベルディ）が5日に警告ストライキを行うなど山場を迎えている。

景気下振れリスクが非常に強いとは言え、これらの物価上昇圧力の沈静化が見極めきれない限り、ECBとしては利下げに動くことはできない。市場の期待よりもECBの政策金利の据え置き期間が長引く可能性も見ておく必要があるようだ。