

経済・金融 フラッシュ

7月ECB政策理事会： 25bp利上げは1回限りか？

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

欧州中央銀行(ECB)は3日開催の政策理事会で前回の記者会見で示唆したとおり 25bp の利上げを決めた。トリシェ総裁のコメントからは前回利上げバイアスへの転換を示すために用いられた「警戒を高めている」が削除、「先行きの約束しない」としながらも、「バイアスはない」という言葉で中立姿勢への回帰と現時点では連続利上げの意図はないことが示された。

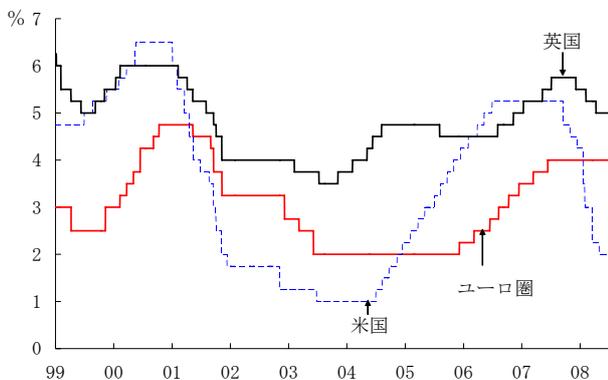
筆者はECBの利上げは今回1回限りをメイン・シナリオと考えているが、輸入インフレが長期化、インフレ期待が高まり、賃金と物価のスパイラルの傾向が強まった場合には、追加利上げに踏み切らざるをえなくなると見ている。

1、政策金利は 4.25%に引上げ

欧州中央銀行 (ECB) は 3 日開催の政策理事会で前回の記者会見で示唆したとおり 25bp の利上げを決めた。昨年6月以来1年1カ月ぶりの利上げである(図表1)。

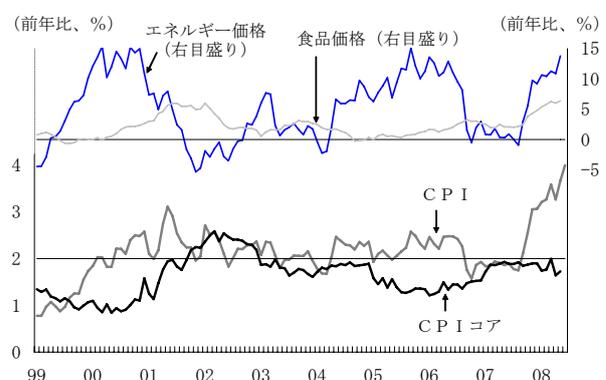
ユーロ圏では、原油・食糧など国際商品価格高騰の影響でインフレ率が安定的水準(1.7%~1.9%)を大きく上回る状態が長期化しつつあり、6月の消費者物価(CPI)速報値は前年同月比4%と一段と上振れた(図表2)。昨年夏場以降の利上げ見送りの原因となった金融システムの問題はなお解消していないが、中期的な物価の安定という使命を果たす意志を示すことが、中長期的なインフレ期待の上振れ回避に不可欠と判断したと思われる。

図表1 政策金利の推移



(資料) ECB、BOE、FRB

図表2 ユーロ圏のCPI



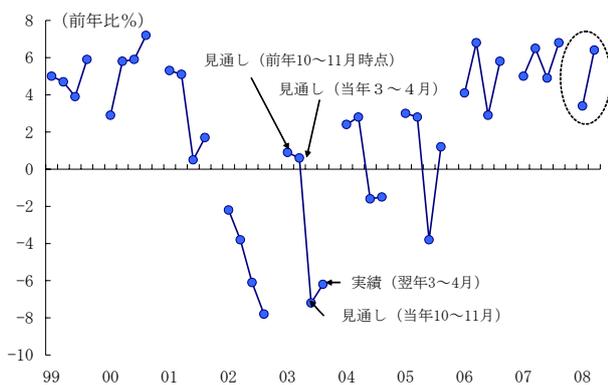
(資料) Eurostat

2、追加利上げ観測を牽制

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、インフレの景気に及ぼす悪影響を強調し、利上げの意義を強調すると同時に、現時点では連続利上げを意図していないことも明確にした。

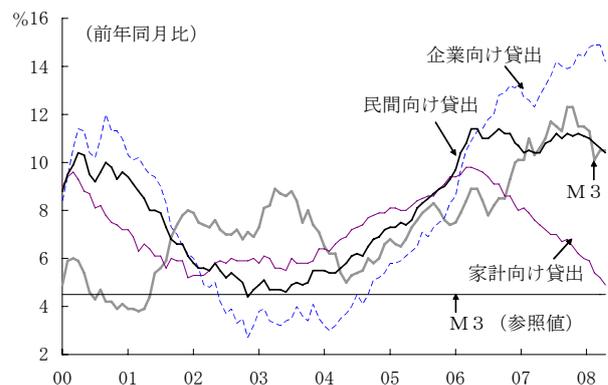
- (1) コメントの冒頭で、利上げの目的は「広範な二次的影響を抑制するため」と説明し、「中長期のインフレ期待を安定的水準に保つことで、購買力を確保し、持続的な成長と雇用につながる」との考えをあらためて表明した。
- (2) 前回利上げバイアスへの転換を示すために用いた「警戒を高めている (in a state of heightened alertness)」はコメントから削除された。質疑応答では「バイアスはない(We have no bias)」という言葉で、今回の利上げで中立姿勢に回帰したことを繰り返し、現時点では連続利上げの意図はないことを強調した。同時に、「先行きの約束はしない」として、状況変化に応じた政策転換の余地を確保した。
- (3) 経済分析では、足もとの経済指標はかなり弱いとしながら、「1～3月期の強さの反動もある」とし、「緩やかながら景気拡大は続いている (moderate ongoing real GDP growth)」、「ファンダメンタルズは健全 (sound)」との判断は維持した。「新興国の強固 (robust) な成長が輸出をサポートする」、「投資は成長を支える」という見方は維持された。設備投資計画の上方修正 (図表3)などをベースとする判断と思われる。一方、「雇用改善の効果をもってしてもエネルギーと食品価格の上昇による購買力の低下を補うことはできない」とし、個人消費のトーンは慎重なものに改めた。

図表3 ユーロ圏の設備投資計画



(資料) 欧州委員会

図表4 ユーロ圏のマネーサプライと貸出



(資料) ECB

- (4) 景気の先行きは、「不確実性は高く、下振れリスクは広がっている(preval)」という見方を維持したが、リスク要因として「一層のエネルギー、食品価格の上昇」を「金融混乱の影響」よりも先に言及、強調した。
- (5) 物価は、「2%を大きく上回る状況がかなり続き、2009年にごく緩やかに低下する」として、安定水準からの上振れが長期化するとの見方を追認した。物価の上振れリスクと

しては、「エネルギー・食品価格の上昇」とともに広範な二次的影響につながる「価格と賃金の設定」、「間接税と管理価格」を挙げた。「相対価格の変化とそれに伴う商品輸入国から商品輸出国への所得移転は受入れなければならない」、「企業と家計は行動様式の変化を求められる」という新たな表現で二次的影響を牽制した。

(6) 流動性のリスクは、「過去数年にわたる持続的なマネーと信用の伸びは物価の上振れ圧力」となっており、「金融混乱による深刻な信用収縮は生じていない」とした上で、「中長期的な物価上振れリスク」との位置づけを維持した。4月のマネーサプライ(M3)は前年同月末比10.5%で前月と横這い、民間向け貸出は旺盛な伸びが続いた企業向け貸出の鈍化により、同10.6%から同10.4%へと前月に続き減速したが、水準はなお高いことに基づく判断と思われる(図表4)。

(7) 質疑応答で、今回の決定は全会一致であったことを明らかにした。

3. 排除できない追加利上げの可能性

トリシェ総裁がコメントの中で認めたとおり、最近の指標ではユーロ圏の景気減速が進んでいることを示すものが増えている。6月の製造業PMIは49.2、サービス業PMIは49.5と、ともに拡大と縮小の分かれ目となる50を割り込んだ。主要国の製造業PMIは、ドイツが50を上回る水準を保ちながらも53.6から52.6へと低下、フランスも49.2と50を割り込み、すでに縮小の領域にあったイタリア、アイルランド、スペインなども46.9、44.7、40.6とさらに低下した。

失業率は5月も7.2%で低位横這いであったが、失業者数は4月以降、増加に転じている。スペインの失業の増加が続く一方、独仏の失業者数減少のペースが鈍ってきているからだ。

1～3月期はユーロ圏全体としては前期比0.8%という高めの成長であったが、スペインとともに住宅ブーム後の調整過程にあるアイルランドは、マイナス0.2%、前年同期比マイナス1.5%、ポルトガルも前期比マイナス0.2%とマイナス成長に陥っている。今後は、景気の悪化が目立つ国はさらに悪化、これまで持ちこたえてきたドイツやフランスの牽引力も低下する形での、ユーロ圏の成長鈍化が見込まれる。

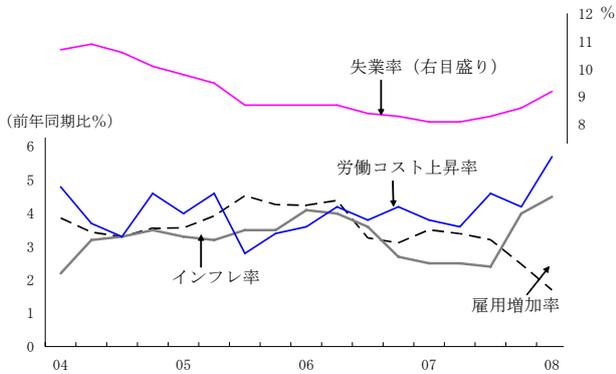
インフレ率は、原油価格が高値を更新する状況にあって、短期的には一段の上振れも見込まれる。単一通貨圏内では、「近年、競争力を喪失した国は賃金の伸びを抑制することが必要(6月政策理事会後のトリシェ総裁コメント)」で、アイルランド、スペイン、ポルトガル、イタリアなど景気悪化が目立つ国々の対外的な競争力は総じて低下している。ユーロ圏の雇用・賃金統計は速報性を欠くため、タイムリーな状況把握は難しいが、スペインでは雇用増加ペースの鈍化、失業増加と雇用悪化が進む中で、賃金上昇ペースが加速している(図表5)。ユーロ圏では、スペインを始め物価連動型の賃金設定が残っている国が少なくないため、生産性を上回る賃金の上昇が広がって、内生的なインフレに転じるリスクへの警戒は怠れない。

筆者は、国際商品価格が一段の値上がりを免れる一方、ユーロ圏の景気が全体として減速、競争圧力の働きもあって、二次的影響のリスクは低下するとの見通しから、ECBの利上げは今回1回限り、来年にかけて据え置きをメイン・シナリオと考えている^(注)。

しかし、米国経済が金融緩和により一層の悪化を免れる一方、新興大国の高めの成長が続き、国際商品価格が一段と高進して、輸入インフレが長期化、インフレ期待が高まり、賃金と物価の

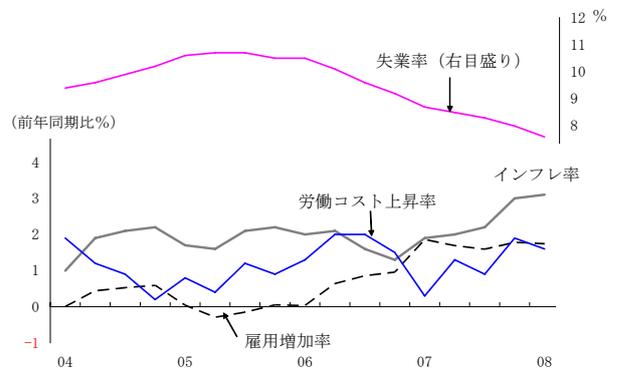
スパイラルの傾向が強まった場合には、追加利上げに踏み切らざるをえなくなると見ている。

図表5 スペインのインフレ率と雇用指標



(資料) Eurostat

図表6 ドイツのインフレ率と雇用指標



(資料) Eurostat

(注) 詳しくは Weekly エコノミスト・レター2008.6.13号「欧州経済見通し～スタグフレーション回避に軸足～」をご参照下さい。

(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はありません。