

ドイセンベルク会見(2003.10)

1. 当面の金利据え置きを引き続き示唆しながら、将来の利上げ実施に一層の布石

10月2日のECB理事会では、大方の予想通り政策金利(最低入札金利2.75%)が据え置かれた。当面の金利据え置きを示唆した先月の基本姿勢から大きな変化はないが、市場に根強く残る追加利下げ観測をさらに鎮めると共に、将来の利上げに向けた布石を先月に続いて打った内容であった。

ドイセンベルク総裁によるプレゼンテーション冒頭の総括部分は、先月とほぼ同じ。(1)中期的な物価安定の見通しは引き続き良好(favourable)、(2)現在の「歴史的な低金利」は引き続き適切(appropriate)で、これが経済活動を支え続けている、というものである。当面の金利据え置きを示唆しながら、金利の「歴史的」な低さを強調することで将来の利上げを匂わせてもいる。

なお、(1)について、イッシング理事は先月12日の講演にて、「物価安定のリスクはバランスしている」と、一層明確な表現で述べているが、インフレ率の「望ましくない」下振れリスクを懸念した先月16日の米FOMC声明とは明らかにスタンスが異なる。

2. 景気回復に対する自信が一層強まる。成長リスクは「概ねバランス」

まず、経済成長について、基本シナリオ(本年後半から来年にかけて徐々に景気回復)に変化はなく、Q&Aでも「4週間前(前回理事会時)と景気回復に対する自信の度は同じ」と述べた。それでも、注意深くみれば、景気回復への自信を一層示す表現が随所に散りばめられている。

まず、サーベイ等の改善から、第3Qには既に、景気が若干よくなる(firm)兆候が認められるという。何よりも、短期的な景気リスクは「概ね(上下に)バランスされている(broadly balanced)」と、先月会見までの「ダウンサイド・リスクは(減じたが)残っている」との認識が遂に改められた。

Q&Aでは、「来年後半から末頃には、前年比成長率は潜在成長率(2~2.5%)近辺へ回復する」との見通しを示した。これは、先月の理事会以降にイッシング理事らECB諸幹部が一斉に使っている表現であり、事実上ECBの現時点での公式見解と考えてよい。

景気リスクとして先月に初めて言及された原油価格の高止まりは、その後の原油価格下落により、今回は再び削除された。OPECの減産によってその後の価格はやや戻しているが、ドイセンベルクは「理事会は若干懸念したが、大したことはない」と判断した」とQ&Aで述べている。

3. ユーロ高は当面静観、むしろ、そのプラス効果を強調

先月のG7後にユーロが対ドルで再び急上昇し、金融政策への影響も注目されたが、プレゼンではその景気に与える悪影響よりも、(1)交易条件改善による個人消費の拡大、(2)物価安定、など、むしろプラス面が強調された。また、「世界景気の回復が続いている」ため、これがユーロ高効果を相殺するとも述べている。Q&Aでは、「現在のユーロ相場は、EMUが開始された99年初と同水準」で「ここ25年間の平均値ともほぼ同じ」と、経済ファンダメンタルズに見合った均衡水準であることを示唆、「日々の相場の動きによって政策判断は惑わされない」「どんな嵐にも耐えられる」と一蹴した。

マーケット・ニュースが1日に「某ECB筋」による「ユーロが対ドルで急激な上昇をすればECBは対処する」とのコメントを流しており、市場で「ユーロ高による利下げ」観測が広がる一因となったが、これもあくまで「急激な」上昇の場合であり、5月末の高値である1.1933を早期に上抜けてさらに急上昇することでもない限り、ECBは静観する構えのようだ。

今回のプレゼンでは、中期的な世界経済のリスクとして「幾つかの地域の対外不均衡」が挙げられたが、これは、ECB含む欧州当局者が最近強調している通り、米国の双子の赤字と、日・亜(特に中国)の黒字、および、後者の為替介入を指している。ドイセンベルクはQ&Aにて、不均衡の調整(ドル安)は世界で均等に割り振られるべきと述べ、この姿勢がドバイG7声明に反映されたとしている。ドル安

調整がユーロに集中する事態を牽制したものの、その皮肉は、声明による当初の円高・ドル安が結局はユーロ高に繋がっている点であろう（ユーロの対円相場もその後は堅調）。

4. インフレ見通しは中期的に目標圏、リスクはバランス

物価（9月の消費者物価上昇率は2.1%）については、「年内は2%程度で推移した後、04年には2%未満に低下、その後は物価安定に見合った水準で推移する」「ユーロ圏の（諸機関等の）中長期的なインフレ予想は、（ECBの目標である）2%未満かつ2%近くの水準で安定している」と、先月の基本認識を踏襲した。目先は熱波効果による食品価格の上振れが懸念されるが、ユーロ高が相殺するという。

（デフレ懸念が強まった）6月の月報で示されたECBスタッフ予想では、04年のインフレ率予想がレンジ平均1.3%となっていたが、ドイセンベルクはこれが現在はやや上方修正されていると認めた。

すなわち、インフレの「中期見通しはECB目標の範囲内」で「リスクはバランス」ということだ。

市場の一部で残る「景気回復でも、物価安定と下振れリスクに鑑みて追加利下げ」との観測は、従って当たらない。米FED（特にバーナンキ理事だが、グリーンズパン議長も）には、「日本の経験からの教訓」から、「デフレ・リスクがあるならば、例え僅かなものでも先制的に対処すべき。間違えれば後で直せばよい」との考え方があがるが、イッシングECB理事は1日の講演等で「デフレ・リスクが実際に高まってきた時点で対処すればいい話」と説明している。

5. 貸出の高い伸びと、独・仏・伊の安定協定軽視姿勢に一層の懸念

さらに、先月と同様、以下の二点に関してタカ派的な姿勢を一層強めた。

まず、「マネーの高い伸び（M3伸び率：8月8.2%）」について、（不透明等による）ポートフォリオ・シフト等の影響によるため、現在の景気低迷時には懸念材料とはならないとの見解を引き続き示したものの、民間向け貸し出しの伸びが「上向く兆候（先月は「比較的力強い伸びが続いている」）」にあるとし、景気が顕著に回復してくれば「中期的なインフレ圧力となり得る（同「懸念材料となり得る」）」と、先月よりも懸念のトーンを強めている。そして、その要因の一つとして低金利も挙げられている。実際、特に周辺国（スペイン、ギリシャ、アイルランド）では貸し出しは二桁の伸びを続けており、景気過熱の様相すらみせている。

このマネー高止まりの件でイッシング理事が「これがインフレに繋がりに出したなら、ECBはインフレ抑制（利上げ）に動くかも」と1日の講演で述べたと伝えたFT報道は誤解であるとイッシング自らが伝言を託したとのことで、早期利上げはさすがになさそう。ただ、先月の会見ではパパデモス副総裁（一時はイッシングとの確執も伝えられた）がやはりマネーの高い伸びを懸念する見解を示しており、市場の一部がいう「（マネー重視の）イッシングの個人的見解」でもなさそうだ。

一方、フランスが減税強行と04年の赤字目標超過を盛り込んだ新予算を発表したこともあり、安定・成長協定の柔軟運用を進める大国の姿勢に「深刻な懸念（serious concern）」を持っていると、改めて警告した。この問題に今回のプレゼンは二段を割いており、懸念の強さを示している。

5. 来年末頃に25~50bpの利上げ実施へ

ECBの現在のスタンスを整理すれば、「景気は回復見通しで、来年後半頃には潜在成長率を回復、リスクは上下にバランス」「インフレは中期的にECB目標程度で推移する見通しで、リスクはやはりバランス」「現在の金利は歴史的な低水準で、貸出とマネーサプライの急増など弊害も強まっている」ということになる。なお、当方の成長とインフレの見通しは、現在ではECBと概ね一致してきた。

01年以降の潜在成長率以下での景気低迷により、GDPギャップが拡大している。「インフレ圧力は今後数年間抑制される」とのことで、早期利上げはなかろう。ただ、潜在成長率（2~2.5%）とインフレ目標（2%）からテイラー・ルール的に考えれば、中期的な適正金利は4%程度。成長とインフレが来年には適正（トレンド）水準に回帰する目処が立ってきたことで、現在の2%という「歴史的に低金

利」はやはりある程度の修正が必要ということのようだ。

当方の現在の見通しは、潜在成長率を回復する来年末頃に小幅（25～50bp）の利上げが実施されるというもの。以前の見通しに比べ、利上げ前倒しシナリオをメインとしており、リスクはさらなる前倒し。米FEDのデフレ・リスクに配慮した現在の姿勢はその頃でも続いているとみているため、米国に先立った利上げとなる、一方、一時的に成長率が上向いても累積的なGDPギャップは残る（しかも、05年の景気は若干の減速を見込んでいる：この点は、さらなる回復を想定しているECBと異なる）ため、それ以上の利上げは予想していない。一層の利上げ実施は06年以降となる見通しだ。

（追記）トリシェ新総裁でも政策スタンスは変わらず

なお、今月はドイセンベルク総裁による最後の会見。来月からはトリシェ新総裁が会見を取り仕切る。「次期総裁へのアドバイスは？」との質問に対し、ドイセンベルクは「私がやったようにやれ」と満面の笑みで応じた。実際、総裁交代による政策スタンスの変化は、少なくとも短期的には見込まれない。

（2003.10.3. U F J 総合研究所 投資調査部 中沢 剛）