

パパデモス会見 (2003.9.)

1. 追加利下げの可能性はほぼ消える。将来の利上げに向けた布石も

9月4日のECB理事会にて、政策金利(最低入札金利2.0%)は大方の予想通り据え置かれた。(ドイセンベルク総裁の代役を務めた)パパデモス副総裁の会見では、基本姿勢に大きな変化はなかったものの、7月・8月と強まっていたタカ派的なスタンスを一層進める内容であった。

まず、冒頭の基本認識として、(1)現行の政策金利は引き続き適切(appropriate)、(2)中期的な物価見通しは引き続き良好(favourable)、と、先月の表現が踏襲され、当面の金利据え置きを強く示唆した。

さらに、「歴史的に低金利が経済活動をサポートしている」との表現も、7月会見に続き登場。現在の低金利が異例との認識を示し、将来の利上げに向けた布石を打ち始めたと解釈される。7月は「ダウンサイド・リスクから守っている」と続くものだったが、今回は純粋に景気回復方向を評価している。

Q&Aではさらに、「今後の利下げについての議論はなかった」と言明した。筆者は既に追加利下げ見通しを放棄しているが、その可能性はほぼ完全に消えた。

2. 景気見通しは一層強気に。当面のダウンサイド・リスクは大幅に減少

景気動向について、先月8月号の月報では「景気が2003年後半に徐々に回復、2004年には一層拡大すると見込む理由が一段と強まってきた」と、景気回復期待をそれまでになく強い表現で示した。今月は、諸サーベイの一層の回復や金融市場の動き(株価と長期金利の上昇)を指摘、上記の景気シナリオ(+スタッフ見通し)を踏襲しながら、さらに幾つかの一層の強気認識を盛り込んだ。

まず、年後半の景気について、これまでの「徐々に回復(recover gradually)」から「上向き始める(upturn to start)」と微妙に上方修正。また、先月までは企業のリストラ努力を雇用削減など景気へのダウンサイド・リスクとして捉えていたが、今月はむしろ競争力や収益性の向上を通じて景気回復に寄与すると前向きに評価、「低金利」効果と併せて投資を上向かせると期待した。これまでのユーロ高についても、交易条件改善やインフレ抑制で個人消費に好影響を与えると改めて評価した上で、輸出に与える悪影響は海外(特に米国)景気回復によって相殺されると述べている。外需のみならず内需の回復も評価している点を、Q&Aでも強調した。

景気のダウンサイド・リスクは消えていないとし、特に石油価格の高止まりについて今回初めて懸念を表明したものの、ダウンサイド・リスク自体は「減じた(have declined)」と言明、先月月報の「若干減じたかもしれない(may have slightly declined)」から表現がかなり明快になった。しかも、ダウンサイド・リスクは主に長期的なものとの認識も示しており、当面の景気下振れリスクは最早あまり懸念していない模様。さらに、Q&Aでは「アップサイド・リスクもある」とまで述べている。

3. 物価は中期的に安定。デフレ議論は姿を消し、FEDとの違いも明白

物価については、短期的には石油価格高止まりの影響を指摘しながらも、中期的には「引き続き良好」な見通しにあると、最近の基本認識を踏襲した。HICPIインフレ率は、年内は2%程度(+)で推移した後、2004年には2%未満に低下し、安定するとの大枠見通しは変わらない。ECBのスタッフ見直し改訂の内容についても触れられたが、インフレ率の来年の予想レンジ(6月時点で0.7~1.9%)は同じとしながら、レンジ内で上方修正のイメージという。

6月にはデフレ・リスクも考慮していたが、既にデフレ議論はすっかり姿を消している。「2%未満、かつ2%近く」というECBのインフレ目標に見合った水準で世の中の中期インフレ見通しも安定してきている点を、パパデモスは今後の金融政策との絡みでも再三強調した。

米FOMCは8月12日の声明で「インフレ率が望ましくない低い水準に落ちるリスクが、今後当分

の間は主要な懸念事項となりそうだ」と述べ、日銀と同様にデフレ・リスクに配慮した低金利政策を当分続ける姿勢を市場に示した。しかし、ECBの声明のどこにもこのようなメッセージはない。

4. マネー拡大と安定協定違反に対する警戒姿勢も一層強める

さらに、将来の利上げを示唆するような内容が、他にも幾つか加わってきている。

まず、高い伸びを続けるマネーサプライ（M3：7月前年比+8.5%）について、暫く前からみせ始めていた「必要以上の流動性」との警戒姿勢を改めて示した。そして、低金利によって民間向け貸し出しの伸びが年初から比較的「力強い（robust）」伸びを続けていると、懸念のトーンを一層強めた。実際、スペインやアイルランド等では住宅ローンが二桁の伸びを続け、バブル的な様相すら呈している。マネー拡大は短期的なインフレ圧力にならないとしながらも、「景気が顕著に回復した後にもこのような過剰流動性が残るならば、懸念材料になり得る」との警告が、今回初めて登場している。

一方、財政政策についても「強い懸念」をもってみていると言明した。独・仏・伊が財政赤字拡大の下で減税計画を進め、特にフランスが安定・成長協定の赤字GDP3%ルールを来年度も無視する姿勢をみせていることに対し、トリシェ仏中銀総裁（ECB次期総裁）は強く批判する書簡をシラク仏大統領に送りつけてもいる（もともと不仲ながら、総裁就任の恩人でもあるシラクに対し、名刺代わりの挑戦状？）。パパデモスも、財政政策は経済に様々な効果を及ぼし、これが金融政策判断にも影響を与えると説明しており、将来的に利上げの一要因となる可能性を示唆している。

5. 2004年末～2005年初に25～50bpの利上げ実施へ。前倒しリスクは高まる

筆者も、EMUの今年の成長率は0.5%に留まるとみているものの、秋口を底に景気回復が進み、来年は2.0%まで上向くと、見通しを一層上方修正している。特に、一時はデフレ懸念が強まったドイツの状況が著しく好転したとの認識だ。インフレ率は、概ね1%台後半で安定するとの見方。

追加利下げは最早問題外で、将来の利上げが不可避になったとみる。

金利先物市場は早くも来年初までの25bp利上げを織り込んでいるが、これはさすがに行き過ぎ。2001年以降の低成長でGDPギャップが拡大、景気回復によっても容易に埋まらず、ディスインフレ圧力が当分残るためだ。今回の導入演説でも、「物価上昇圧力は今後数年間抑制されよう」と結論付けている。

もっとも、これはFOMCのようなデフレ「リスク論」というより、1%台後半というECB目標に沿った水準で安定しそうという「楽観論」の性格が強い。これで「現在の金利水準は適切」ということは、当面（今後数ヶ月）の金利据え置きを強く示唆するものであるとしても、その後の利上げを排除するわけではない。

2%というレポ金利は（ビスマルク時代以来の）「歴史的な低金利」で、ファツィオ伊中銀総裁に言わせれば「恐慌時の金利水準」。テイラー・ルールの発想では、適正実質金利（潜在成長率程度）2～2.5% + インフレ目標2%（弱）= 4%程度が中期的な適正金利である。物価が中期的に目標近辺で安定し、成長率も徐々に上向いてくるのであれば、この適正水準に「戻す」動きが日程に上ってくる筈だ。

米FEDや日銀がインフレ率の安定を「事後的」に確認する姿勢をみせているとすれば、ECBはこれまで通り「先制的（forward-looking）」に利上げの時機を探ることとなる。その場合、（ただでさえFEDからの独立心が旺盛な）ECBがFEDに先んじて利上げを実施したとしても、何ら違和感はない。そもそも、今後の欧州の景気回復は、これまでになく内需主導色が強いものとなりそうだ。

今のところ、当方のメイン・シナリオは2005年初の25bp（場合によっては50bp）利上げ。しかし、今回の会見からも、2004年秋頃への前倒しリスクは一層強まっているようだ。

（2003.9.5. U F J 総合研究所 投資調査部 中沢 剛）