

# トリシェ E C B 総裁会見 (2004.1.)

## 1. 冒頭でユーロ高について言及。先月までのインフレ警戒トーン強化が今回は逆転

1月8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:2.0%)の据え置きが決定された。ただ、トリシェ総裁の会見では、インフレ警戒トーンが次第に強まっていた先月までとは打って変わり、最近の急速なユーロ高進行を懸念する姿勢が随所で示された。

冒頭では、現在の政策スタンスが「適切(appropriate)」であるとの決まり文句を述べ、当面の金利据え置きを示唆した。その上で、景気回復が進んでいると指摘、その判断に根本的な変化がないとも述べている。しかし、それに続き、この冒頭の部分で為替(ユーロ)相場について言及があった。

まず、「最近の為替相場動向(ユーロ高)が輸出に幾らかの抑制効果(some dampening effects)を及ぼそう」としながら、基本的には「輸出は世界経済のダイナミックな回復の恩恵を引き続き受けよう」としている。後の部分にもある通り、そこで輸出(景気)の回復シナリオは変わらないが、ただ、このユーロ高効果(競争力への悪影響)は世界景気回復によって「一部」相殺されようと述べるのみで、ユーロ高効果は最早無視できないとの認識が示されている。

また、冒頭の部分では続いてインフレに関し、輸入物価がユーロ高で「幾らかより良好(somewhat more favourable)」になろうとした上で、これで「(全体的な)インフレ・リスク抑制に貢献しよう」と述べている。中期的な物価見通しが「良好(favourable)」との従来の文言は先月の会見で外され、インフレ懸念の(若干の)高まりを示していたが、輸入物価面に限定しながら一部復活したことになる。

## 2. 最近の急速なユーロ高進行は好ましくないとのスタンスを明確化

昨年末から再開されたユーロ高について、先月段階では、少なくともトリシェ総裁やイッシング理事など主流派は「世界の中央銀行は強く安定した通貨を目指している」などの原則論を強調することで、これを静観する姿勢を示していた。ECBは1.05~1.20ドル/ユーロ程度が中期的な均衡相場と考えているとされるが、これを若干上回る程度であれば騒がないのを良しとしてきた。しかし、短時間で1.25をも超え1.30へ一気に迫る勢いをみせたことで、さすがにECB内でも懸念が強まったようだ。

象徴的であったのが、ブンデスバンク伝統派の流れを汲むシュタルク同副総裁の変節。ユーロ相場が1.2台前半にあった昨年末段階では「ユーロ高は問題ない」と静観していたが、1.3に迫る勢いをみせた今月7日には「ユーロ高は景気回復を阻害するかもしれない」と姿勢転換した。

Q & Aでも、トリシェ総裁は先月の「強く安定した通貨を目指す」との原則論から、今月は「金融の安定一般を重視」とのみ指摘、「過度の相場変動や過度の荒れ相場(excessive volatility or excessive turbulence)は特に好まない」と述べた。具体的な目標相場や許容変動幅への言及は避けながらも、少なくとも最近の急速なユーロ高は好ましくないとの認識を明確に示した。

その意味で、今回の会見は多少の口先介入的な性格もあったと言えよう。

## 3. しかし、根本は「ドル安」であり、利下げや市場介入の意図は全くなし

もっとも、介入の積極姿勢をいよいよ強める日銀=財務省と比べれば、その差はやはり大きい。より明確なユーロ高懸念発言(+ )を期待していた一部市場関係者からは失望の声も上がっており、ユーロ相場は再び上昇している。

トリシェが今回も強調したように、為替相場はECBが政策判断をする際の、経済・金融分析中の「一要素」に過ぎない。最近のように大幅な相場変動をみせた場合、成長と物価見通しにある程度影響を及ぼすのは当然のことだ(cf. 昨年末のスタッフ経済見通しは1.17ドル/ユーロを前提)。ただ、現状では、成長や物価のシナリオに根本的な変化をもたらすほどでもないとの認識。さらに、「(為替変動と政策対応とを機械的に結び付けるような)(連立)方程式や規則体系に囚われることはない」と、先月に続い

て念を押した。

そこで、一部が主張するようなユーロ高対策の利下げや市場介入も、現状ではほとんどあり得ない。景気回復シナリオそのものに基本的な変化はなく、また、石油高や食品高が進む中では、ユーロ高は物価安定のためある意味で歓迎すべき点すらあるためだ。現行金利が「適切」というコメント自体、現状での利下げを念頭に置いていない点を強く示したものである。

また、市場介入にしても、ECBは Bundesbank の伝統もあり、そもそも原則論的にこれを嫌っている。勿論、2000年9月のG7協調ユーロ買い介入のように、必要な際にはこれを行う用意はあるが、当時に異なりユーロ相場はファンダメンタルズから大きく乖離していない。また、ただでさえ高いマネーサプライの伸びをさらに高める懸念もある。さらに、ユーロ全面安により国際的なユーロ買いの協調を取り付けやすかった2000年と異なり、現在は(1)日銀はユーロ高・円安そのものは恩恵とみている、(2)英や加の対ユーロ相場は概ね安定している、点が問題。米も大統領選挙で政治的に微妙だ。

そもそも、ユーロの過度な(経済的に不合理な)独歩安が問題であった当時と異なり、現在の本質はドル安。その背景には米国の「双子(三つ子?)の赤字」があるのであり、このマクロ的不均衡を解消しない限り、介入や金利操作では問題の解決にならないとの認識がECBには強い。

実際、ECBは以前から世界経済の中期リスクとして(特に米国やアジアの)マクロ的不均衡を挙げていたが、今月は特にこの点を強調、暗に米国(等)を指しながら「持続可能なマクロ政策と構造改革」を求めている。ECBとして「ボールは米国にある」と強く宣言したわけだ。

#### **4. やはり夏に50bpの利上げ実施へ**

ユーロ高の影響から、全体的にインフレを警戒するトーンは弱まっており、市場の利上げ観測は取り合えず大きく後退しよう。

例えば、短期的なインフレの「上方硬直性(inertia)」との表現や、「今後のインフレ率低下は以前の予想より遅く小幅」などのコメントは、今月は姿を消した。基本認識としては、インフレ率は短期的には2%近辺で上下した後、年内には下落し、その後は「物価安定に見合った水準(1.7~1.9%程度)」で推移するというものである。基本的なシナリオそのものが変わったわけではないが、先月の「金融市場のインフレ関連指標が上振れ」のようなコメントが消えるなど、インフレ上振れ「リスク」のトーンがかなり弱まった点は間違いない。さらにトリシェはQ&Aにて、「ユーロ高は多少のディスインフレ輸入になる」とすら述べている。

しかし筆者は、今夏の50bp利上げシナリオを維持する。まず、中期的な物価安定見通しは賃金安定やユーロ高効果などが「前提」で、これは「条件付き」であると強く強調されている。ユーロ相場については、従ってさらなる急激なユーロ高のリスクもあるわけで、その場合は筆者も利上げ見送り(or利下げ)の可能性を否定しない。

ただ、既にユーロ高や円高は一時的な限界にきている模様。特に日本は介入姿勢を一層強くみせており、今回は欧州も限定的ながらこれに加わった。また、欧・日とも、年末の景気指標には若干の陰りもみえている。そこで、1.30ドル/ユーロや105円/ドルを(早期に)達成した後は、米国の景気回復などドルにポジティブな面が市場でより注目され、春~夏頃までは一時的にドルが持ち直す(1.1ドル/ユーロ台程度?)場面が来よう。最終的(来年春頃)には1.40ドル程度までユーロ高が進むと引き続き考えているが、当面は一時的に「ユーロ安」とみなされる場面すらやってくると想定される。

また、「短期的な物価上振れ要因」とされる食品や石油価格上昇、間接税や公共料金引き上げについても、以前のような「一時的な特殊要因(熱波、イラク情勢等)による」との但し書きが先月から消えており、その中期的性格が次第に暗示されてきている。特に石油価格は、依然として上振れが続く。

何よりも、マネーの上振れに引き続き懸念が示されている。M3の伸び率は11月には前月の8.1%から7.4%に低下したものの、依然として参照値の4.5%を大幅超過している。さらに、民間向け貸し出し(同:5.1% 5.6%)や信用の伸びが再び上向いてきており、今回の導入演説でもその点について久々

に明言があった。そこで、この「過剰流動性が景気の顕著な回復後も残っているならば、中期的なインフレ圧力に結びつき得る」との認識が引き続き示されている。

景気そのものは、ユーロ高効果が本格化するのは年後半以降で、当面は海外景気回復や、過去のユーロ高の交易条件改善（ラグ）効果の方が重要とみられるため、年央頃までは回復基調が続くと考えられる。

従って、今後も景気回復が続く一方、ユーロ高が一時的に小康状態（調整）となり、インフレ率が安定圏ながらも高止まりで推移するとして、ECBは現在の「低水準の金利（今月の冒頭表現）」を部分的にも是正すべく、夏（7月？）頃に50bpの利上げを実施すると引き続き予想する。

**（2004.1.9. UFJ 総合研究所 投資調査部 中沢 剛）**