

経済・金融  
フラッシュ2月ECB政策理事会：インフレ圧力  
と周辺国不安両睨みを継続

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日に2月の政策理事会を開催、政策金利は据え置き、非標準的手段についても新たな決定は見送った。1月のインフレ率が高進し、短期的なインフレ期待も上振れているが、物価の上振れは「おおむね想定範囲内」で、中長期的には「インフレ圧力は抑制」されており「インフレ期待も安定している」として早期の利上げ観測を牽制した。

ユーロ圏の銀行のECBの資金供給への依存度は全体で見ると縮小しているが、財政と金融不安の悪循環に陥っているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの銀行はECB資金への依存状態が続いており、銀行間取引も再度縮小し始めている。「非標準的手段」の収束のペースは、首脳レベルでの決定事項が周辺国の財政と金融不安の悪循環や伝播の不安を打ち消せるかが決め手となるだろう。

**( インフレの警戒姿勢は維持も、中期的な圧力は抑制、インフレ期待も安定と評価 )**

欧州中央銀行( ECB )は3日に2月の政策理事会を開催した。事前観測のとおり、今回も政策金利は据え置き、資金供給や国債買入れなどの非標準的手段についても新たな決定はなかった。

今回、最も注目されたのは、消費者物価( CPI )上昇率が、12月の2.2%から1月は2.4%に上昇し、ECBが安定的とみなす「2%以下でその近辺」の水準からの乖離幅が広がったこと( 図表1 )や、購買担当者指数( PMI )や欧州委員会景況感指数などの主要なサーベイ調査で軒並み短期的なインフレ期待が上振れている( 図表2 )ことを受けて、インフレ警戒のトーンにどのような修正を加えるかであった。

今月の声明文では、CPIが2%を上回る期間を「2011年のほとんど」とし、前回よりも上振れの期間がやや長びくとの見方を示し、「エネルギーや商品価格の上昇が生産工程の初期の段階への圧力となっている」と二次的影響の兆候も認め、「注意深く監視する」とした。その一方、前回は「想定をやや上回る」とした物価の上振れを今回は「おおむね想定範囲内」とし、中長期的には「インフレ圧力は抑制」されており「インフレ期待も安定している」との判断を維持した。

このようにインフレ警戒の強化が見送られた結果、前回理事会後に広がった早期利上げ観測が後退、ユーロは主要通貨に対して軟化した。

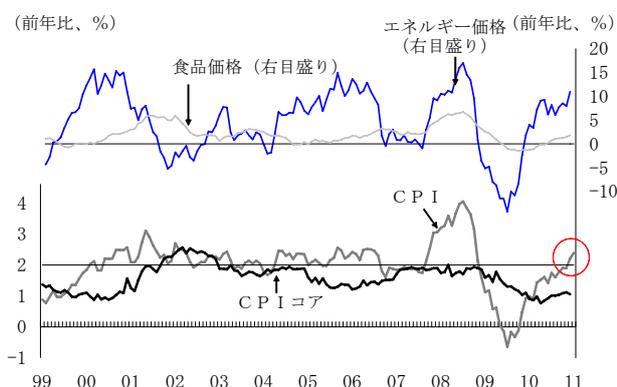
**( 一層の非標準的手段の収束を阻む周辺国 )**

トリシェ総裁は、従来から物価安定のための「金融政策(=政策金利の変更)」と証券市場プログラム(SMP)を通じた国債買入れや固定金利・無制限の資金供給など金融政策の波及経路を改

善するための「非標準的手段」は「連動しない」という立場を採っている。

うちSMPについては、ポルトガル、スペインの国債入札があった1月14日までの1週間は22億ユーロと昨年12月上旬以来の水準に膨らんだものの、直近1週間はゼロとなるなど大きくペースダウンしたことがわかっている（図表3）。現在、首脳レベルで協議を進めている欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の拡充策として国債買い入れなどが行われるようになれば、ECBはSMPを停止する、あるいは買い入れた国債を売却するなどの観測もあるが、トリシェ総裁は、今回の理事会ではこの問題については議論せず、SMPは「継続する」との見解を示すに留めた。

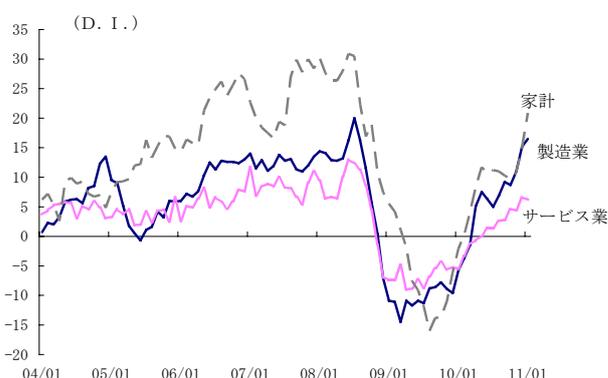
図表1 ユーロ圏  
インフレ率



(資料) Eurostat

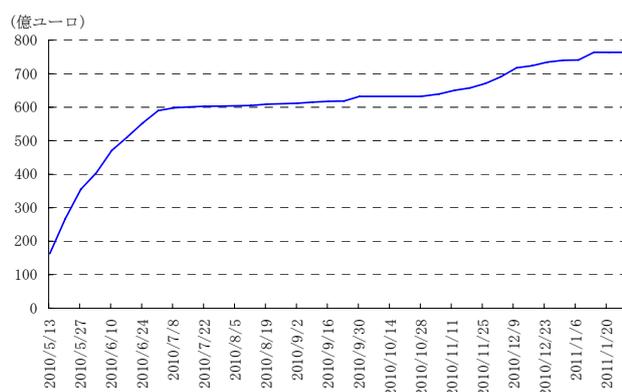
図表2 ユーロ圏

家計、製造業、サービス業のインフレ判断DI



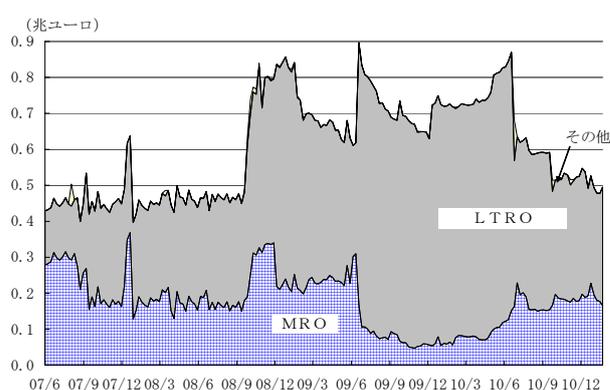
(資料) Eurostat

図表3 ECBの国債買い入れ残高



(資料) ECB

図表4 ECBの資金供給残高



(注) MRO=主要リファイナンス・オペ（1週間）、  
LTRO=長期リファイナンス・オペ（1カ月以上）

(資料) ECB

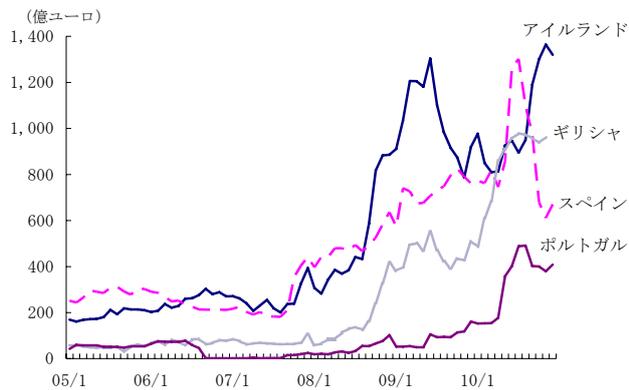
資金供給については次回、3月3日の政策理事会で4～6月期の条件を決定する予定であり、金融政策変更の布石となるECBのスタッフ経済見通しにおけるインフレ見通しの内容と共に注目

されよう。

ECBによる資金供給の残高は、2010年中の半年～1年の資金供給の収束もあって徐々に減少しており、リーマン・ショック以前の水準に近づきつつある（図表4）。しかし、財政と金融不安の悪循環に陥っているアイルランド、ギリシャ、ポルトガルの依存状態は続いている。スペインはピーク比では大きく縮小しているが、平時に比べると高い水準に留まっている。ユーロ圏のGDPに占めるシェアでは2割に満たない周辺4カ国がECBの資金供給残高に占める比率は6割以上に上っている。（図表5）。今月の政策理事会の声明文のマネー分析のパートでは、ユーロ圏の銀行のバランス・シートについて前回の「おおむね安定している」という評価を「直近のデータによれば銀行間取引の削減により再び縮小しつつある（図表6）」に変更しており、ユーロ圏の金融システムにはなお緊張が残っているとの認識が伺われる。

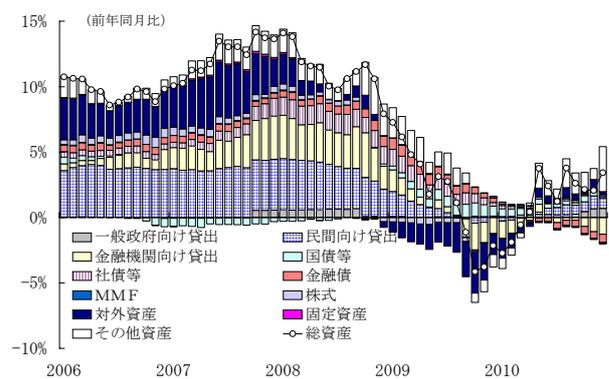
EFSFの拡充問題は、2013年半ば以降にこれを引き継ぐESM（欧州安定メカニズム）の機能や新たな経済ガバナンスのルールと合わせて4日のEU首脳会議で議論され、3月24日～25日の首脳会議で決着を目指すことになる。ECBの政策金利変更のタイミングは、中核国の景気回復力と内生的なインフレ圧力次第だが、「非標準的手段」の収束のペースは、首脳レベルでの決定内容が周辺国の財政と金融不安の悪循環や伝播の不安を打ち消せるかが決め手となるだろう。

図表5 周辺国に対するECBの資金供給残高



（資料）各中央銀行

図表6 ユーロ圏銀行の資産残高増減寄与度



（注）2010年12月のその他資産の拡大はドイツがデリバティブズの計上方式を変更したことによるもの

（資料）ECB

（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。