

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

-0.50%ポイント利上げでマイナス金利から脱却

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1. 結果の概要:0.50%ポイントの利上げを実施し、新しい分断化防止手段も公表

7月21日、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）は政策理事会を開催し、金融政策について決定した。概要は以下の通り。

【金融政策決定内容】

- ・0.50%ポイントの利上げを決定（7/27から、主要3金利すべて引き上げ）
- ・分断化防止手段である伝達保護措置（TPI）を承認、TPIは不当で無秩序な市場の変動がユーロ圏への金融政策伝達を脅かすことに対抗するために発動され事前の制約はない
- ・今後の理事会において、さらなる政策金利の正常化を進めることが適切であり、政策金利経路は引き続きデータに依存する旨を記載

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・7月に0.50%ポイントの利上げを決定したことで、6月会合での声明に記載されていた9月のフォワードガイダンスは適用されなくなる
- ・TPIについて、発動の有無や適格条件の評価については理事会の裁量、判断が含まれる

2. 金融政策の評価:6月のガイダンスを上回る利上げを決定

ECBは今回の会合で、0.50%ポイント利上げを決定し、新しい「分断化（fragmentation）」の防止手段として伝達保護措置（TPI：Transmission Protection Instrument）を公表した。

利上げ幅は、6月の声明で明記されていた0.25%ポイントよりも大幅なものとなったが、一部報道で0.50%ポイントの利上げが検討されていることが事前に伝わっていたため、まったくの想定外でもなかった。

今後の利上げについては、6月に示されたガイダンスは削除され、理事会が決める今後の政策金利経路は引き続きデータに依存するという点が強調された（なお、前回の会合では選択肢（optionality）、データ依存（data-dependence）、漸進主義（gradualism）、柔軟性（flexibility）という4つの特徴が強調されていた）。6月時点では「段階的かつ継続的な利上げ」というガイダンスとなっていたが、今回、利上げ幅を0.50%ポイントと大幅なものとしており、各会合においてインフレ動向次第で利上げ幅も決めていくという、利上げペースの加速がより意識された内容と捉えられる。

分断化防止手段については、PEPPの償還再投資に柔軟性を適用することが6月の臨時会合で

決まっており、まずはこの柔軟性を利用することが明記された。今回、新しく公表された T P I は今後、状況を見て稼働を検討するという状況にある。

T P I については、既存の国債買い切りプログラム (O M T) のように、対象国が欧州安定化メカニズム (E S M) に支援を申請しなければ発動されない手段と比較すると、 E C B が主体的に実施を決定できるため、稼働のハードルは相対的に低いと見られる (なお、ラガルド総裁は質疑応答で、 O M T はリデノミネーションリスクや国固有の問題に対処するものであり目的が異なると言及している)。ただし、明確な発動基準や条件は提示されていないため、理事会がどのような状況になれば、 T P I を発動するのかは現時点では未知数でもある。

奇しくも T P I の公表と同時にイタリアではドラギ首相の辞任が決定したことで、イタリア金利への上昇圧力が強まっている。今後、 T P I の発動がなされるのか、発動される場合にはどの程度のスプレッドまで許容されたのかなどが注目される。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

7月21日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 本日、理事会は、物価安定の責務に対する強いコミットメントに沿って、中期的にインフレ率を2%の目標に戻すための更なる重要な段階に進む
 - ✓ 理事会は3つの主要な政策金利を0.50%ポイント引き上げ、また伝達保護措置 (T P I : Transmission Protection Instrument) を承認した
- 理事会は前回の会合で示唆したよりも政策金利の大きな正常化が適切であると判断した
 - ✓ この決定は理事会により更新されたインフレリスクの評価と T P I によって提供される金融政策の効率的な伝達支援の強化に基づいている
 - ✓ これは、インフレ期待を固定し、需要環境を中期的なインフレ目標達成に適合させることを通じてインフレ率を理事会の中期目標に戻す助けになるだろう
- 今後の会合ではさらなる政策金利の正常化が適切となるだろう
 - ✓ 本日のマイナス金利からの脱却前倒しによって、理事会は会合毎に政策金利決定を行うアプローチに移行できる
 - ✓ 理事会が決める今後の政策金利経路は引き続きデータに依存し、中期的に2%というインフレ目標の達成を支援するものとなるだろう
 - ✓ 金融政策正常化の文脈において、理事会は超過流動性に対する付利 (remunerating) の選択肢について評価する
- 理事会は T P I の制定が効果的な金融政策の伝達を支援するために必要であると評価した
 - ✓ 特に、理事会は政策金利の正常化を続けるにあたって、 T P I は金融政策姿勢がユーロ圏のすべての国に円滑に伝達することを保証するだろう
 - ✓ 理事会の金融政策の単一性は、 E C B が物価安定の責務を達成するための前提条件である

- TP Iは理事会の工具箱(toolkit)に追加され、不当で(unwarranted)、無秩序な(disorderly)市場の変動がユーロ圏への金融政策伝達を脅かすことに対抗するために、発動される
 - ✓ TP Iによる購入規模は政策伝達が直面するリスクの深刻さに依存する
 - ✓ 購入における事前の(ex ante) 制約はない
 - ✓ 伝達機能を保護することで、TP Iは理事会がより物価安定の責務を効果的に達成することを可能にする
- いずれにしてもPEPPの償還再投資における柔軟性はコロナ禍に関する伝達機能へのリスクに対抗する防衛の第一線(the first line of defence)である

(政策金利、フォワードガイダンス)

- 理事会は3つの政策金利を0.50%ポイント引き上げることを決定した(利上げの決定)
 - ✓ 主要リファイナンスオペ(MRO)金利:0.50%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利:0.75%
 - ✓ 預金ファシリティ金利:0.00%
 - ✓ 7月27日から適用
- 今後の理事会において、さらなる政策金利の正常化が適切となるだろう(will be appropriate)(さらなる利上げについて記載、具体的な利上げ幅などは言及せず)
 - ✓ 本日のマイナス金利からの脱却前倒しによって、理事会は会合毎に政策金利決定を行うアプローチに移行できる
 - ✓ 理事会が決める今後の政策金利経路は引き続きデータに依存し、中期的に2%というインフレ目標の達成を支援するものとなるだろう
- (以前の利上げに関するフォワードガイダンスは削除)

(資産購入プログラム:APP、パンデミック緊急資産購入プログラム:PEPP)

- (APPの純資産購入に関する記述は、購入が終了したため削除)
- APPの元本償還分の再投資(政策の変更なし)
 - ✓ APPの元本償還分は全額再投資を実施
 - ✓ 政策金利を引き上げ、十分な流動性と適切な政策姿勢を維持するために必要な限り実施(表現を若干修正、政策の変更なし)
- PEPP元本償還分の再投資実施(政策の変更なし)
 - ✓ PEPPの元本償還の再投資は少なくとも2024年末まで実施(変更なし)

- ✓ 将来のPEPPの元本償還（roll-off）が適切な金融政策に影響しないよう管理する（変更なし）
- PEPP償還再投資の柔軟性について（柔軟性について明記）
 - ✓ PEPPの償還再投資はコロナ禍に関する伝達機能へのリスクに対抗する観点から、柔軟性を持って実施する
- （PEPP再開の可能性についての記載は削除）

（資金供給オペ）

- 流動性供給策の監視（変更なし）
 - ✓ 理事会は銀行の資金調達環境を監視し、TLTROⅢの満期が金融政策の円滑な伝達を阻害しないよう保証する（変更なし）
 - ✓ 理事会はまた、条件付貸出オペが金融政策姿勢にどのように貢献しているかを定期的に評価する（変更なし）
 - ✓ （TLTROⅢの特別条件の終了に関する記載は削除）

（その他）

- 金融政策のスタンスと柔軟性について（TPIについて言及）
 - ✓ インフレが2%の中期目標に向け推移するよう、すべての手段を調整する準備がある（「必要があれば柔軟性を組み込み（incorporating flexibility if warranted）を削除」）
 - ✓ 理事会の新しいTPIはユーロ圏全体への金融政策姿勢の円滑な伝達を保護するだろう（TPIについて新規に言及）
 - ✓ （コロナ禍における柔軟性についての記載を削除）

なお、同日（記者会見後）に公表されたTPIについての概要は以下の通り

- 理事会は本日、伝達保護措置（TPI：Transmission Protection Instrument）を承認した
 - ✓ 理事会はTPIの制定が効果的な金融政策の伝達を支援するために必要であると評価した
 - ✓ 特に、理事会は政策金利の正常化を続けるにあたって、TPIは金融政策姿勢がユーロ圏のすべての国に円滑に伝達することを保証するだろう
 - ✓ 理事会の金融政策の単一性は、ECBが物価安定の責務を達成するための前提条件である
- TPIは理事会の工具箱に追加され、不当で無秩序な市場の変動がユーロ圏への金融政策伝達を脅かすことに対抗するために、発動される
 - ✓ TPIによる購入規模は政策伝達が直面するリスクの深刻さに依存する

- ✓ 購入における事前の制約はない
 - ✓ 伝達機能を保護することで、T P I は理事会がより物価安定の責務を効果的に達成することを可能にする
- 制定された基準を満たすことを条件として、必要となる範囲で、伝達機能へのリスクに対抗するために、ユーロシステムは流通市場から、国固有の基礎的条件 (fundamentals) に保証されない資金調達環境の悪化を経験している地域で発行された証券の購入を行う

(購入範囲 (parameters))

- T P I の購入は公的部門の証券 (E C B が定義する、中央政府、地方政府、政府機関) で、残存年数が 1 から 10 年のものに焦点が当てられる
- ✓ 必要に応じて民間部門の証券購入も検討される

(適格条件 (eligibility))

- 理事会はユーロシステムが T P I に基づいて購入を行う可能性のある地域が、健全かつ持続的な財政およびマクロ経済政策を実施 (pursue) しているかを評価するために、複数の基準項目 (cumulative list of criteria) を検討する
- これらの基準は理事会の意思決定に用いられ、対処すべきリスクや状況に応じて順次調整される
- 特に、基準には次のものが含まれる
- ✓ ① E U 財政枠組みの順守
 - ✧ 過剰財政赤字手続き (E D P : Excessive Deficit Procedure) の対象でない、もしくは E U 機能条約 (T F E U : Treaty on the Functioning of the European Union) の 126 条 7 項の下での閣僚理事会勧告に対して効果的な行動を実行していない、と評価されていない
 - ✓ ② 深刻なマクロ経済不均衡がないこと
 - ✧ 過剰不均衡手続き (E I P : Excessive Imbalance Procedure) の対象でない、もしくは E U 機能条約 121 条 4 項の下での閣僚理事会勧告に対して適正な是正措置を講じていない、と評価されていない
 - ✓ ③ 財政の持続可能性
 - ✧ 公的債務が持続可能であるか評価するために、理事会は利用可能な、欧州委員会、欧州安定メカニズム、I M F、その他機関と E C B 内部での分析を考慮する
 - ✓ ④ 健全かつ持続可能なマクロ経済政策
 - ✧ 回復・強靱化ファシリティのもとでの回復・強靱化計画で提出されたコミットメントの順守や、欧州セマスターの下での国固有の財政関連勧告の順守

(発動 (activation))

- T P I を発動するための理事会の決定は、市場や伝達指標の包括的な評価、適格基準の評価、T P I 下での購入が E C B の主目的達成において比例性 (proportionate) を満たすとの判断に基づいて実施される
- 購入は、伝達の持続的な改善、もしくは国の基礎的条件に基づいた持続的な緊迫化であるとの評価に基づいて終了する

(債権者の扱い)

- ユーロシステムは、ユーロ圏政府が発行し、T P I の下でユーロシステムが購入した債券に関して、債券の条件に従って、民間や他の債権者と同じ (パリパス) 扱いを受け入れる

(金融政策姿勢との関係)

- 適切な金融政策姿勢との潜在的な干渉を回避するために、T P I が発動する際には、理事会は T P I の購入が、ユーロシステム全体の債権残高や過剰流動性の規模に及ぼす影響に対処する
 - ✓ T P I の下での購入はユーロシステム全体の貸借対照表 (balance sheet) に恒久的な影響をもたらさず、よって金融政策姿勢にも影響しないように実施される

(P E P P の償還再投資の柔軟性)

- P E P P の償還再投資における柔軟性はコロナ禍に関する伝達機能へのリスクに対抗する防衛の第一線である

(国債買切りプログラム (OMT : Outright Monetary Transactions))

- OMT はユーロシステムの工具箱の一部である
 - ✓ 理事会は OMT が課す基準を満たす国に対して OMT を実施する裁量を維持する

4. 記者会見の概要

政策理事会後の記者会見における主な内容は以下の通り。

(冒頭説明)

- (声明文冒頭に記載の利上げと T P I への言及)
- 経済とインフレ率の状況をどう見ているかの詳細と金融・通貨環境への評価について述べたい

(経済活動)

- 経済活動は鈍化している
 - ✓ ロシアのウクライナに対する不当な侵攻が成長率の重しとなっている

- ✓ 高インフレによる購買力への影響、長期化する供給制約、高い不確実性が経済に悪影響を及ぼしている
 - ✓ 企業は、一部の供給制約が緩和されているという暫定的な兆しはあるものの、供給網の高コストや混乱に直面している
 - ✓ 総じて、これらの要因は22年後半以降の見通しを大きく曇らせている
- 同時に、経済活動は経済再開、労働市場の強さ、財政支援策の恩恵を引き続き受けている
 - ✓ 特に経済の完全再開がサービス部門の支出を支えている
 - ✓ 人々は再び旅行をはじめ、観光は今年7-9月期の経済成長の助けになると期待される
 - ✓ 消費はコロナ禍期間中に積みあがった貯蓄と労働環境の強さにより支えられている
 - 財政政策は高いエネルギー価格の影響を被っている人々にとって、ウクライナでの戦争の影響を緩和する助けになる
 - ✓ 的を絞った一時的な財政手段が、さらなるインフレ圧力を助長するリスクを避けるために実施されるべきである
 - ✓ 全ての国の財政政策は、債務の持続可能性を維持し、回復を促進するために持続可能な方法で潜在成長率を引き上げることを目的とすべきである

(インフレ)

- インフレ率は6月に8.6%となった
 - ✓ エネルギー価格の高騰が再び全体のインフレ率で最も重要な要素となった
 - ✓ 市場の指標は世界的なエネルギー価格が短期的には高止まりすることを示唆している
 - ✓ 食料品価格もまた上昇し、6月には8.9%に達し、一部はウクライナ・ロシアの農作物生産者としての重要性を反映したものとなっている
- 財に関する供給制約の長期化と、特にサービス部門での回復需要も高インフレに貢献している
 - ✓ 物価上昇圧力は多くの部門に広がっており、一部はエネルギー価格の上昇が経済全体に間接的な影響を及ぼしている
 - ✓ そのため、多くの基調的なインフレ指標もさらに上昇している
- エネルギーと食料品価格から生じる圧力と、価格設定チェーン (pricing chain) におけるパイプライン圧力が続くために、我々はしばらくの間、インフレ率の望ましくない高さが続く予想している
 - ✓ 高インフレ圧力はユーロ安にも起因している
 - ✓ しかしながら、将来的には新たな混乱がない場合は、エネルギー価格は安定化し、供給制約が緩和され、政策の正常化進展とともにインフレが目標に戻ることを支えるだろう
- 労働市場は引き続き強い

- ✓ 5月の失業率は歴史的な6.6%という低さに低下した
- ✓ 求人率は、多くの部門で労働需要が強いことを示している
- ✓ 賃金上昇率はフォワードルッキングな指標によれば過去数か月、徐々に上昇しているが、全体的には抑制された状況が続いている
- ✓ 時間が経過し、経済が強くなることやキャッチアップ効果（catch-up effects）により賃金上昇が支えられるだろう
- ✓ 多くの長期のインフレ期待の様々な指標が現在は2%付近にあるが、いくつかの指標で目標を上回る修正がされており、引き続き注視が必要である

（リスク評価）

- ウクライナでの戦争が長期化していること、特にロシアからのエネルギー供給が企業や家計への配給が必要なほど混乱することは、引き続き成長への大きな下方リスクである
 - ✓ 戦争は景況感のさらなる悪化や供給制約の深刻化をもたらし、エネルギーと食料品価格を想定以上に高止まりさせる可能性ある
 - ✓ 世界的な成長鈍化もまた、ユーロ圏見通しへのリスクをもたらしている
- インフレ見通しをとりまくリスクは、引き続き上方にあり、特に短期では強まっている
 - ✓ 中期的なインフレ見通しのリスクには、持続的な経済供給力の悪化、エネルギーと食料品価格の高止まり、期待インフレ率の目標を上回る上昇、予想以上の賃金上昇がある
 - ✓ しかしながら、中期的な需要が低迷すれば価格上昇圧力も抑制されるだろう

（金融・通貨環境）

- 市場金利は、経済的・地政学的な不確実性の結果、変動が激しくなっている
 - ✓ 銀行の資金調達費用はここ数か月上昇しており、特に家計の貸出金利として転嫁されている
 - ✓ 銀行の家計への貸出量は引き続き強いが、需要の低下から減速すると見込まれている
 - ✓ 企業への貸出は、生産コストの上昇、在庫の積み増し、市場調達の依存度低下によって銀行信用への需要が引き続きあるため、堅調である
 - ✓ 同時に、投資資金の調達需要は低下している
 - ✓ 通貨量の伸び率は流動性需要の低下やユーロシステムの資産購入の減速によって、鈍化が続いている
- 銀行貸出調査では、不確実な環境下で、銀行がより顧客の直面するリスクを懸念していることから、すべての貸出カテゴリーにおいて、4-6月期は貸出態度が厳格化したと報告されている
 - ✓ 銀行は7-9月期も引き続き厳格化を続けると見込まれている

（結論）

- 要約すれば、インフレ率は引き続き望ましくない高さであり、しばらくの間我々の目標を上回

り続けると見られる

- ✓ 最新のデータは成長鈍化を示しており、22年後半以降の見通しを曇らせている
- ✓ 同時に、この鈍化はいくつかの支援材料で軽減されている

➤ 理事会は本日、政策金利の引き上げを決定し、T P I を承認した

- ✓ 今後の会合では、政策金利のさらなる正常化が適切になるだろう
- ✓ 将来の政策金利経路は引き続きデータ依存で、中期的なインフレ率の2%目標達成を助けるものになるだろう

➤ 我々はインフレ率が2%の中期目標に向け推移するよう、すべての手段を調整する準備がある

- ✓ 理事会の新しいT P Iによって、我々が高インフレに対処する姿勢の調整を続けることで、ユーロ圏全体への金融政策姿勢の円滑な伝達を保護するだろう

(質疑応答 (趣旨))

➤ フォワードガイダンスと前倒し利上げが9月会合に対して意味することについて、以前、インフレ率が低下する兆しがなければ0.50%ポイントの利上げをすとしていたが、どうなるのか

- ✓ (明確な回答なし)
- ✓ 7月の0.25%ポイントの利上げに固執するかどうかのメリットとデメリットを議論し、マイナス金利からの脱却に向けた大きな段階に進むことが適切であると判断した

➤ イタリアについて、政治的不確実性により利回りが上昇しているが、市場に対するメッセージはあるか。T P I は潜在的な状況悪化 (escalation) を防ぐのに十分なのか

- ✓ T P I の下ではすべてのユーロ圏加盟国が適格となる可能性がある
- ✓ 理事会は、適格基準に基づき、市場変動が不当で無秩序なものかに基づき、その国が適格なのか、T P I を発動するのかを決定する

➤ イタリアについて、市場の反応には明確な理由があるなかで、T P I の条件であるように市場の反応は不当であるとして、イタリアの債権を購入する方法はあるのか

- ✓ 市場の変動が不当であるか否かを評価するために、理事会は複数の指標を考慮し、不当なのか無秩序なのかについて決定する

➤ 9月の決定について、9月に0.25%を超える利上げを目論んでいるか

- ✓ 6月の会合での0.25%ポイントの利上げガイダンスは9月のガイダンスと結びついている
- ✓ 7月に0.50%ポイントの利上げを実施したため、9月のガイダンスも適用されなくなる
- ✓ 声明に明記したように、今後の金融政策決定は毎月 (month by month)、段階的に (step by step)、データに基づいて (data-dependent basis) 行われる
- ✓ 9月の決定は、その時点のデータと経済見通しに基づいて実施される

- ECBの金利決定は中長期的に、個人投資家にどのような影響を及ぼすのか。より具体的には市場にいる一般人にどのような影響があり、その人達のお金がどうなるのかを知りたい
 - ✓ 明らかに、銀行からの借入費用は増加する
 - ✓ 小売部門、消費者、すべての経済主体にとって有益であるのは、物価安定が提供されるためである

- T P Iで購入は実施されるときには公表されるのか、また不胎化されるのか、されるとすればどのようにされるのか
 - ✓ 私たちの適用する公表原則や規則に準じて公表される
 - ✓ T P Iを発動する時は、適切な金融政策姿勢に干渉しないようにし、ユーロシステムの金融政策の債券ポートフォリオ、超過流動性の額に影響を及ぼさないように行う
 - ✓ より具体的な方法の詳細、不胎化やその他の方法については説明するつもりはない

- 20年3月にあなたは、スプレッドを縮小することは役割でないと言ったが、T P Iはスプレッドを縮小することを意味するのではないか、それは政治的な不確実性の結果としてイタリアで見られる借入コストの上昇に対処するために使われるのではないか
 - ✓ T P Iは不当な市場変動がユーロ圏の金融政策の伝達に深刻な脅威をもたらす場合に発動される
 - ✓ また、既存手段として、P E P Pの償還再投資はコロナ禍の結果生じた分断化リスクに対処するために利用される
 - ✓ OMTはリデノミネーションリスクや国固有の問題で生じる伝達障害に対処するために利用される

- ロシアからのガスが冬までに完全に遮断される可能性がより高まっている、あなたは下方リスクに言及したが、いくつかの研究ではこれは不況とエネルギー価格のさらなる上昇を引き起こす。この場合、金融政策は再び緩和されるのか、E U Cの反応はどのようなのか
 - ✓ ノルドストリーム1を通じたガス供給に関する状況は明らかに考慮される要因となっている
 - ✓ 欧州委員会が決定したエネルギー計画に関する節約、連帯、在庫に関する声明もまたインフレ率、成長率と関係するため考慮される
 - ✓ これらには非常に注意を払っている
 - ✓ 不況に関しては、我々の6月の見通しでも、欧州委員会の先週の見通しでもベースラインのシナリオは今年も来年も不況にはならない、ただし見通しは曇っている

- ドラギ政権の崩壊についてどの程度心配しているか、イタリアは次世代E Uの大部分を占め、ユーロ圏の成長をけん引しているが、政治危機によって中断される可能性があるが、ユーロ圏全体の見通しを脅かすことになるか
 - ✓ E C Bは政治問題に対しては特定の立場を示さない

- 少なくともここ 10 年では国債利回りの上昇が政治危機を引き起こしてきた。イタリアの自傷的な政府危機、政治的な理由で発生する利回りの上昇について、不当な国債利回りの上昇だと見なすことができるのか
 - ✓ 各地方の資金調達環境の違いは合法的に生じる可能性があり、国固有のマクロ経済情勢の違いによってこうしたことは過去に発生したことがある
 - ✓ そのため、理事会は、決定を行う際に国が適格基準を満たしているかを評価する
 - ✓ まず、市場と伝達指標を包括的に評価し、次に適格基準の評価を行い、そして T P I が E C B の主目的に対して比例性を有するかを判断する

- 14 年前のあなたの前任者は利上げが周辺国を痛めつけるという議論に対して、「その議論はしない (don' t buy that argument)」と述べたが、いまはその議論をしているのだろうか
 - ✓ 通貨同盟には内在する (inherent) リスクがあり、特にユーロ圏では大きなショックが分断化リスクをもたらし、市場において不当な自己実現的変動が発生する可能性がある
 - ✓ この障害は様々な原因で発生するため、いくつかの手段を持っている

- スペイン政府が、銀行に対する臨時利益 (windfall profit) に課税することを発表した。彼らは金利が上昇したために実施したと説明しているが、何か意見はあるか
 - ✓ 税金に関する詳細が分からないと意見を述べるのは難しい
 - ✓ 我々の銀行課税に対する過去の意見は、税金により信用拡大や信用成長が毀損されるべきではないということ、また家計や企業に対する資金調達環境の厳格化は回避されるようにすべきということ

- 5 週間前のフォワードガイダンスに対し、今回の利上げは予想されたものより大きかった、ユーロ圏の通貨環境はそれほど早く悪化したのか、それとも T P I の合意が予想を上回る行動を可能にさせたのか
 - ✓ フォワードガイダンスから逸脱した理由は 2 つある
 - ✓ 1 点目はインフレの上振れリスクが顕在化したこと
 - ✓ 2 点目は金融政策の伝達に関する懸念が、P E P P の償還再投資の柔軟性適用と理事会が全会一致で強力な T P I の支援を決めたことで、対処されていること

- 正常化に向かって進んでいるとのことだが、E C B にとって正常な金利水準は何か
 - ✓ 0.25%ポイントから 0.50%ポイントになったことは、ターミナルレートの変更を意味しない
 - ✓ また、それが正常化に速く到達することを意味するかについては、会合毎のデータに依存して調整される
 - ✓ 中立水準については、現時点では分からない

- 歴史的な瞬間だと思うか、個人的にマイナス金利の時代が終わって良かったと思うか
 - ✓ 2つの点で歴史的な瞬間だと思う
 - ✓ 1点目は、理事会の25人全員が連携してT P I を支援したこと
 - ✓ スタッフが膨大な量の作業を行い、各国中央銀行における専門知識が結集した委員会のすべてのメンバーが懸命に働き、留保なしで同じ見解に到達したことは、少なくともE C B 総裁の観点からは非常に満足できる瞬間だと思う。
 - ✓ 2点目は、マイナス金利から脱却することは、インフレ率を低下させ物価安定のために我々がしようとしていることを説明する上で、理解してもらう助けになること

- 市場では盾 (shield) と呼ばれている T P I について、盾はすべての国を守ることができるが、複雑でもあると見ている。国が盾を必要とした際にどれだけ早く、起動させる (trigger) ことができるか、また、軌道すればその国は必要なだけ守られるのか
 - ✓ それほど複雑ではない
 - ✓ T P I についてプレスリリースが公表されるが、すべての詳細が提示されているわけではなく、発動の有無や適格条件の評価については理事会の裁量、判断が含まれる
 - ✓ これは、我々のチームによって記録的な速さで開発されており、適格基準、発動、草案などいつでも迅速に行動することができる

- T L T R O について、銀行はT L T R O が修正される可能性を懸念しているが、そういったことは議論されたか
 - ✓ 声明文に「金融政策正常化の文脈において、理事会は超過流動性に対する付利の選択肢について評価する」という文を載せている
 - ✓ 我々は正常化の過程にあり、ある方向で上手くいったことを特定し、分析し、他の方向に向かう際には適切に対処される必要がある

(参考)

ECBの金融政策ツール

金融政策ツール	概要	20年3月以降の変更点	
伝統的	公開市場操作	<p>2022年8月までの適格担保拡大(2020/4/7、2020/12/10に期間延長)</p> <ul style="list-style-type: none"> -ACC(追加償還債)プレミアムワークの拡充(政府保証付貸付の担保採用、銀行社内格付の採用、ACC貸出報告の簡素化) -最小担保額の引き下げ(25000→0ユーロ) -1金融機関の無担保償還の受入上限引き上げ(2.5→10%) -ギリシャ国債を担保とする場合の最低償還条件の緩和 -担保評価のヘアカット率を一律20%削減 <p>2022年8月までの最低償還条件緩和(2020/4/22、2020/12/10に期間延長)</p> <ul style="list-style-type: none"> -2020/4/7時点で適格(BBB-水準以上)であればBBB水準を割らない限り採用 -ABSは2020/4/7時点で適格(A-水準以上)であればBBB+水準を割らない限り採用 -待発発行する証券に対して有効 -ヘアカット率は(格下げ後の)実際の格付から算出 <p>2021年1月からSDGe達成と利率が連動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22)</p> <p>適格担保要件の緩和を延長(2021年9月→2022年6月)(2020/12/10) 上記担保要件の緩和は段階的な正常化を予定(2022/3/24) 炭素排出量の多い企業の担保シェアを制限(2022/7/4)</p>	
	MRO (主要リファイナンス・オペ)	週1回、適用金利:0.00%	
	LTRO (長期リファイナンス・オペ)	<ul style="list-style-type: none"> ・月1回、適用金利:MRO金利 ・コロナ対応として2020年3月18日から6月10日まで週1回追加実施(BLTRO、済) ・貸出期間は、満期2020年6月24日(TLTRO III 4回目の返済日) ・貸出上限なし(金額割当) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(=現在▲0.5%) 	2020/3/12公表
	FTO (微調整オペ)	・為替スワップ等	
	常設ファシリティ		
	限界貸出ファシリティ	適用金利:0.25%	
	預金ファシリティ	適用金利:▲0.50%(超過準備のうち、法定準備額×6を超える額に付利)	
	準備預金制度	満期2年未満の負債:1% 満期2年以上の負債:0%	
	フォワードガイダンス	・理事会が決める今後の政策金利経路は引き継ぎデータに依存し、中期的に2%というインフレ目標の達成を支援するものとなるだろう	<p>購読見直しを受けて変更(2021/7/22) 若干変更(2022/3/10) 利上げ条件のフォワードガイダンスは削除(2022/6/9) 利上げ経路のデータ依存を明記(2022/7/22)</p>
	APP(資産購入プログラム)	<ul style="list-style-type: none"> ・新規購入終了 ・元本償還分は再投資 ・SDGe達成と利率が連動する債券も購入(2021/1~) 	<p>年末までの購入総増額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDGe達成と利率が連動する債券も購入(2020/9/22) 4-6月期、7-9月期の増額を決定(2021/12/16、月額200億ユーロから増額) 5月、6月の購入総額小を決定(2022/3/10、4-6月期の月額400億ユーロから減額) 7月1日での終了を決定(2022/6/9)</p>
TLTRO III (貸出条件付長期資金供給オペ)	<ul style="list-style-type: none"> ・2019年9月25日から2021年12月まで10回実施 ・貸出期間は、3年 ・貸出条件は、非金融向けもしくは住宅以外の個人向け ・金利 ・貸出金利:主要リファイナンス・オペ金利(=現在0.00%)の平均 ・償還金利:預金ファシリティ金利(=現在▲0.50%)の平均 ・2020年6月24日から2022年6月23日までは上記金利に▲0.50%したものの平均(また償還金利の場合は、平均が▲1%を超える場合▲1%を適用) ・償還金利の適用条件(21/6/24-22/6/23の期間は①で判定、それ以外は②③のいずれか) ①2020年10月1日から2021年12月31日の貸付額が基準対比0%以上 ②(7回目オペまで対象)2020年3月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比0%以上、もしくは2019年4月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比1.15%以上 ③もしくは2019年2月末の基準高に對し、各入札の上限なし、累計95% ・貸出上限は2019年2月末の基準高に對し、各入札の上限なし、累計95% ・早期返済は、貸付1年後から可能(2021年9月開始) 	<p>金利を▲0.50%引き下げ(2020/4/30、3/12決定の▲0.25%から追加引き下げ) 償還金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限を緩和(各入札10%→一律、累計90→95%) (2020/3/12) 早期返済可能時期を前倒し(2→1年後)(2020/3/12) 適格担保要件・最低償還条件は公開市場操作欄に記載の通り</p> <p>実施期間の延長(21年3月24日まで→21年12月)(2020/12/10) 金利引き下げの適用期間の延長(21年6月23日まで→22年6月23日まで) 貸出上限の引き上げ(50→55%) (2020/12/10)</p>	
非伝統的	PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	<ul style="list-style-type: none"> ・新規購入終了 ・民間部門、公的部門ともに対象 ・APP対象資産は購入可能 ・ギリシャ国債も購入可能 ・公的部門の対象年限は70日以上31年未満 ・PSPPの購入上限は適用しない ・出資比率に応じた割合を購入 ・ただし、期間・資産クラス・国の柔軟化が可能 ・元本償還部分は少なくとも2024年末まで再投資 ⇒柔軟性付与 ・SDGe達成と利率が連動する債券も購入(2021/1~) 	<p>2020/3/18公表</p> <p>規模拡大(7500億→1兆3500億ユーロ)(2020/6/4) 期間延長(少なくとも2020年末→少なくとも2021年6月末)(2020/6/4) 元本償還分の再投資について明示(2020/6/4) 2021年1月からSDGe達成と利率が連動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 規模拡大(1兆3500億→1兆8500億ユーロ)(2020/12/10) 期間延長(少なくとも2021年6月末→少なくとも2021年3月末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2022年末→少なくとも2023年末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2023年末→少なくとも2024年末)(2021/12/16)</p>
	OMT (国債買切りプログラム)	<ul style="list-style-type: none"> ・「EFSF/ESMマクロ経済調整プログラム」「予防的プログラム」の形態 ・EFSF/ESMプログラムの履行が条件 ・購入上限なし ・発行市場での購入も想定 ・満期1-3年の購入が中心 ・不胎化実施 	
	TPI (伝達保護措置)	<ul style="list-style-type: none"> ・不当で無秩序な市場の動きがユーロ圏への金融政策伝達を脅かす場合に発動 ・購入規模は無制限(政策伝達が重なるリスクの深刻さに依存) ・購入時の事前制なし ・購入範囲 ・公的部門の証券(必要に応じて民間部門の証券購入も検討) ・残存年数が1から10年のものが中心 ・適格基準 ①EU財政枠組みの順守 ②深刻なマクロ経済不均衡がないこと ③財政の持続可能性 ④健全かつ持続可能なマクロ経済政策 ・発動は市場や伝達指標の包括的な評価、適格基準の評価、TPI下での購入がECBの主目的達成において比例性を満たすとの判断に基づき実施 ・購入終了は、伝達の持続的な改善、もしくは国の基礎的条件に基づいた持続的な緊迫化と評価された場合 ・パリパスを受け入れる ・ユーロシステム全体の償還力や流動性の確保に及ぼす影響に対処 ・ユーロシステム全体のバランスシートに影響しないよう実施される 	2022/7/21公表

(注) 伝統的、非伝統的等の区分は筆者の見解にもとづく。
太字は新型コロナウイルスの影響が拡大した後(2020/3/12以降)に変更・新設された主な政策。下線は今回の政策理事会で変更された政策(資料)ECBより筆者作成

(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。