

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

- 12月の「予告」通り、0.50%ポイントの利上げ

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: 5 会合連続の利上げを決定

2月2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（2/8から、主要3金利すべて引き上げ）
- ・ 次回3月の理事会で0.50%ポイント引き上げ、その後の金融政策経路について評価するつもり（intends）であることを明記
- ・ 3月初からのAPP削減後、社債再投資に関してはより気候変動対応のパフォーマンスが良い発行体に強く傾斜をかけて行うことを決定

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ 経済成長見通しに対するリスクはこれまでより均衡している
- ・ インフレ見通しに対するリスクも、特に短期的には、これまでより均衡している

2. 金融政策の評価: 12月の「予告」通りの利上げ

ECBは今回の会合で、0.50%ポイント利上げを決定した。利上げ幅は前回12月の0.5%ポイントと同じく、市場の想定通りの内容だった。これで22年7月以降、政策金利を合計3.00%ポイント上昇させたことになる。

また、APPの削減について、前回12月の会合では、23年3月初から月150億ユーロのペースで減少させるという主要原則を決定していた。今回の会合で、これに加えて、社債購入の再投資部分をより気候変動対応のパフォーマンスが良い発行体に傾斜することも決定した。

前回、12月の会合では0.75%ポイントの利上げを主張するメンバーが多かったにもかかわらず、将来の利上げ姿勢を強調し、タカ派スタンスを明確に打ち出すことで利上げ幅を0.50%ポイントにしたという経緯があった（声明文に「大幅に（significantly）、安定したペース（steady pace）で引き上げ」と明記）ことが議事要旨から明らかになっている。今回の決定は12月の「予告」通り、安定したペースである0.50%ポイントの利上げとなった。

また今回は、声明文に次回3月会合で0.50%ポイントの利上げを意図（intend）している、と明記し、さらに強いコミットを示している。一方、5月以降の方針が明示されなかったため、質疑応答でも質問が相次いだ。ラガルド総裁は3月が利上げのピークと捉えてはいけないと牽制しつつも、

5月以降の具体的な利上げ幅やペースについては言質を与えず、3月以降での状況を評価して決める方針であることを強調した。

次回3月の決定も「予告」通り0.50%ポイントの利上げがなされる可能性は高いだろう。ただし、今回、景気判断やインフレ見通しのリスクについて、より均衡しているとの判断に変化している。12月の決定はタカ派主張のメンバーが多かった印象だが、今回の決定について理事会メンバーの主張や姿勢に変化があったのか、議事要旨などで明らかにされる詳細が注目される。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

2月2日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 理事会は、政策金利を大幅に (significantly)、安定したペース (steady pace) で引き上げ、十分に引き締めの水準に維持することで、2%の中期目標にすみやかに (timely) 戻す方針を維持する
 - ✓ 理事会は本日、理事会は3つの主要な政策金利を0.50%ポイント引き上げることを決定し、さらなる引き上げを行う予定 (expects) である
 - ✓ 基調的インフレ圧力の観点からは、理事会は政策金利を次回3月の理事会で0.50%ポイント引き上げ、その後の金融政策経路について評価するつもり (intends) である
 - ✓ 政策金利を引き締めの水準に維持することは、需要を抑制することで時間の経過とともにインフレを低下させ、インフレ期待が恒常的に上方シフトすることを防ぐ
 - ✓ いずれせよ、理事会の将来の政策金利決定は、引き続きデータに依存し、会合毎のアプローチ (meeting-by-meeting approach) に基づいて行う

- 理事会はまた、本日資産購入策 (APP) の下でのユーロシステムの保有証券の削減方法を決定した
 - ✓ 12月に発表したように、APPポートフォリオは3月初から6月末まで月額平均150億ユーロ削減し、その後の削減ペースは今後決定する予定である
 - ✓ 部分的な再投資は、広く、現在の慣行に沿って実施される
 - ✓ 特に再投資は、APPの各構成プログラムの償還割合に比例的に実施し、PSPではそれぞれの国や国際機関発行体の償還割合に応じて行う
 - ✓ ユーロシステムの社債購入については、再投資をより気候変動対応のパフォーマンスが良い発行体に強く傾斜をかけて行う
 - ✓ このアプローチは、パリ合意目標に沿って、ECBの物価安定の目的を損なうことなく、ユーロシステムの保有社債の段階的な脱炭素化を支援するだろう

(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 : 3.00%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利 : 3.25%

- ✓ 預金ファシリティ金利：2.50%
- ✓ 2月8日から適用

(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の元本償還分の再投資（内容の変更なし）
 - ✓ APPの元本償還分は23年2月末まで全額再投資を実施
 - ✓ その後は償還額を全額は再投資せず、APP残高は秩序だった予測可能なペース（measured and predictable pace）で削減させる
 - ✓ この削減は23年6月末まで平均月額150億ユーロのペースとなり、その後については、今後決定する予定
- PEPP元本償還分の再投資実施（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（変更なし）
 - ✓ 理事会は引き続きPEPPの償還再投資について、コロナ禍に関する金融政策の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

(資金供給オペ)

- 流動性供給策の監視（変更なし）
 - ✓ 銀行が貸出条件付長期資金供給オペ下での借入額の返済を行うなか、理事会は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

(その他)

- 金融政策のスタンスとTPIについて（変更なし）
 - ✓ インフレが2%の中期目標に戻るよう、すべての手段を調整する準備がある
 - ✓ 伝達保護措置（TPI）は、ユーロ圏加盟国に対する金融政策伝達への深刻な脅威となる不当で（unwarranted）、無秩序な（disorderly）市場変動に対抗するために利用可能であり、理事会の物価安定責務の達成をより効果的にするだろう

なお、同日の会見後、APP削減方法の詳細が公表された。声明文で言及されていない詳細は以下の通り

- 再投資額はAPPの各構成プログラム、つまり、公的部門購入プログラム（PSPP）、資産担保証券購入プログラム（ABSPP）、カバードボンド購入プログラム第三弾（CBPP3）、

公的部門購入プログラム（CSPP）の償還割合に比例的に実施する

- 民間部門プログラム（ABSPP, CBPP3, CSPP）について、各プログラムにおける購入額をより適切に管理するために、発行市場（primary market）からの購入は部分的な再投資を開始する前に終了する予定である
 - ✓ そのため、部分的再投資中は、ユーロシステムは流通市場（secondary market）からの購入に焦点を当てることになる
 - ✓ しかしながら、気候変動対応で良いパフォーマンスの非金融機関企業の発行体とグリーン社債は引き続き発行体市場からの購入を続ける

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）

- （クロアチアのユーロ圏加入への歓迎の言葉）
- （声明文冒頭に記載の利上げAPP削減への言及）

- 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）

- ユーロスタットの速報値では、ユーロ圏経済は22年10-12月期に0.1%成長した
 - ✓ 12月のスタッフ見通しを上回ったものの、経済活動は22年半ばから急激に鈍化しており、短期的には弱い状況が続くと見られる
 - ✓ 世界経済活動の鈍化と地政学的な不確実性の高まり、特にロシアのウクライナとその市民に対する正当化できない侵攻が、引き続きユーロ圏の成長に対する逆風となっている
 - ✓ 逆風は、高いインフレ率と資金調達環境のタイト化とあいまって、支出や、特に製造業部門の生産を鈍化させている

- しかしながら、供給網の制約は緩やかに緩和しており、ガス供給はより安定、企業は依然として、大きな受注残への対応をしており景況感が改善している
 - ✓ 加えて、サービス部門の生産は、経済再開の影響と余暇活動への需要の強さから維持されている
 - ✓ 賃金上昇と最近のエネルギー価格上昇率の下落は、人々が高インフレによって経験した購買力の低下を軽減している
 - ✓ これは、消費の下支えになるだろう
 - ✓ 総じて、経済は予想よりも強靱であり、今後数四半期も回復が見込まれる

- 失業率は12月に6.6%で歴史的に低い水準が維持されている

- ✓ しかしながら、求人の伸び率は低下していると見られ、失業率は今後数四半期のうちに上昇すると見込まれる
- 政府のエネルギー価格高騰の影響から経済を守るための措置は一時的で対象を絞り、エネルギー消費抑制のインセンティブを維持するよう適切に設計されるべきである
 - ✓ 特に、エネルギー危機の深刻さが軽減していることから、エネルギー価格の低下にあわせて、協調してこれらの措置から速やかに脱却を始めることが重要となっている
 - ✓ これらの原則を満たさない措置は、中期的なインフレ圧力を強め、より強力な金融政策で対応する必要を求められる
 - ✓ さらに、EUの経済統治枠組み (economic governance framework) に沿って、財政政策は我々の経済をより生産的にし、高い公的債務を段階的に削減させる方向に向かうべきである
 - ✓ ユーロ圏の、特にエネルギー部門での、生産余力を強化させる政策は、中期的な物価上昇圧力の削減に寄与するだろう
 - ✓ この点に関して、政府は次世代EUの下での投資や構造改革を速やかに実行すべきである
 - ✓ EUの経済投資枠組みの改革は迅速に完了されるべきである

(インフレ)

- ユーロスタットの速報値では、ドイツはユーロスタットの推計値が利用されているが、1月のインフレ率が8.5%となった
 - ✓ これは12月の数値より0.7%ポイント低く、主にエネルギー価格が急減したことによる
 - ✓ 市場の指標では、前回の会合時に予想されていたよりも、エネルギー価格は先々数年間、かなり低いと予想されている
 - ✓ 食料インフレは14.1%と高く、食料生産に関する過去のエネルギー価格や原材料の高騰が消費者物価に転嫁されている
- インフレ圧力は引き続き高く、一部には一部は高いエネルギー費用の影響が経済全体に広がった結果と言える
 - ✓ エネルギーと食料品を除くインフレ率は1月に5.2%に留まり、エネルギーを除く財のインフレ率は6.9%に上昇、サービスのインフレ率は4.2%に低下した
 - ✓ その他の基調的なインフレ率の指標は引き続き高い
 - ✓ 政府のエネルギー価格高騰から家計を補償する措置は、23年のインフレ率を鈍化させるが、措置が失効すれば、インフレ率は上昇するだろう
 - ✓ 同時に、これらの措置の規模は、エネルギー価格の動向に依存し、インフレ率への影響は特に不確実である
- 供給の制約は緩やかに軽減しているが、ラグがあるため、依然として財インフレを押し上げている

- ✓ コロナ禍による行動制限の緩和も同様であり、ペントアップ需要の効果は弱まっているものの、特にサービス部門において価格上昇の原動力となっている
- 賃金上昇率は、労働市場のひっ迫感に支えられ、加速しており、高いインフレへのキャッチアップ (catch-up) が、賃金交渉の主題になっている
 - ✓ 同時に、最近の賃金動向は12月のスタッフ見通しに概ね沿ったものとなっている
 - ✓ ほとんどの長期インフレ期待の指標が現在は2%付近にあるが、引き続き注視している

(リスク評価)

- 経済成長見通しに対するリスクはこれまでより均衡している
 - ✓ ロシアのウクライナとその市民に対する正当化できない侵攻は、引き続き経済に対する重大な下方リスクであり、エネルギーや食料価格が再び上昇する可能性がある
 - ✓ 世界経済の減速が予想より深刻化すれば、ユーロ圏の成長への追加的な重しになる可能性がある
 - ✓ 加えて、コロナ禍が再び激化し、供給制約が再発すれば回復が妨げられる
 - ✓ しかしながら、エネルギーショックが予想よりも早期に解消し、ユーロ圏企業はより早期に厳しい国際環境に適合するかもしれない
 - ✓ これは、予想よりも高成長する支えになるだろう
- インフレ見通しに対するリスクも、特に短期的には、これまでより均衡している
 - ✓ 上方リスクとして、価格転嫁圧力が小売価格を短期的に押し上げる可能性がある
 - ✓ 加えて、中国の予想よりも強い回復が商品価格や外需を押し上げる可能性がある
 - ✓ インフレ期待の目標を上回るような永続的な上昇や、予想を上回る賃金上昇が中期的にもインフレ率を押し上げる可能性がある
 - ✓ 下方リスクとして、足もとのエネルギー価格の下落が、持続的であるならば、予想よりもインフレ率の鈍化スピードが急速になるかもしれない
 - ✓ このエネルギー価格の下方圧力は基調的なインフレ圧力の動向もまた弱める可能性がある
 - ✓ さらに、特に中期的には、需要の減速が予想以上に物価上昇圧力の低下に寄与するかもしれない

(金融・通貨環境)

- 金融引き締めを受けて、市場金利はさらに上昇し、民間部門への信用コストより増加している
 - ✓ 企業への銀行貸出はここ数か月で急激に減少した
 - ✓ これは部分的には在庫投資需要の弱さに起因する
 - ✓ しかし、銀行貸出調査によれば、設備投資による借入需要の弱さや、銀行貸出金利の上昇と信用基準のかなりの厳格化もまた観察される
 - ✓ 家計借入は引き続き弱く、これは貸出金利の上昇と信用基準の厳格化、住宅ローン需要の

急減を反映したものである

- ✓ 貸出の減速を受けて、通貨伸び率は、翌日物預金を含む多くの流動性指標において、急激に鈍化しており、定期預金へのシフトにより補完されている部分は一部分にとどまっている

(結論)

- (声明文冒頭に記載の利上げとA P Pの削減、金融政策スタンスへの再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- 本日の決定に関する議論の雰囲気について教えて欲しい、より長期間のコミット、より消極的な姿勢、何も言わないといった要望があったか
- 3月にその後の政策経路を決めるとき、それは利上げのペースのみを問題にしているのか、それともその時点で利上げのピークに到達しているという可能性も含めているのか
 - ✓ 0.50%ポイントの引き上げを意図している、したの強い文言と言える。絶対的で取消不能で、無条件のコミットメントではないが、強い言葉と言える
 - ✓ 今回の決定は、12月に表明したコミュニケーションと一貫しており、今回の0.50%ポイントと3月の0.50%ポイントの意図は、本日、非常に多数の合意 (very, very, large consensus) として到達している
 - ✓ これは3月でピークに達したということの意味するわけではない
 - ✓ カバーすべき領域があり、まだ終えていないので経路 (course) を維持するために、予測に基づいて、水準やペースを評価する必要があるということ在意図している
 - ✓ 我々が意思疎通するにあたっては、完全な同意はなく、議論があったが、金融政策の声明については総じて議論の中身が反映されて、非常に多数の合意を得ている
- ダボス会議で、(ラガルド総裁に) 懐疑的な人たちに姿勢を改める必要があると述べたが、市場は再びあなたを懐疑的に見はじめていて、この決定でも金融環境がやや緩和しており、期待は低下している。今日は懐疑的な人たちに何というか。「カバーすべき領域があり、まだ終えていない」というのは、3月以降に利上げがあることを意味するのか
 - ✓ 基調的なインフレ率を見ると、あらゆるシナリオが3月の0.50%の利上げを保証するように見える
 - ✓ 率直に言えば、会合毎にデータに基づいて決定するが、十分に強力なデータがあり、2%の到達から十分に離れているとすれば、強力な方法で意図を伝えることは完全に正当化される
 - ✓ 疑うべきではないとしているのは、中期インフレ率を2%に到達させるという我々の決意であり、十分に制限的な領域に移行するために十分な利上げを行うとした決意である
 - ✓ 制限的な領域で中期的に2%の物価目標に戻るため、長くとどまるということも疑うべきではない

- 特に不動産部門のような部門における、急激で大きな利上げという政策の負の副作用について議論しているか、これはまた銀行のバランスシートや消費に対してどのような意味を持つか
 - ✓ 資金調達環境のタイト化、貸出金利の上昇は、金融政策を良く伝達していると言える
 - ✓ 金利の影響や金融システムの安定には注意を払っているが、我々の目的はインフレ抑制である
 - ✓ 副次的な影響は生じるし、銀行に関して言えば、それは避けられない

- QT（量的引き締め）について、それにより何を達成したいと考えているのか、効果的な金融政策手段としてこれを加速させるという議論はあったか
 - ✓ 我々の主要手段は金利であり、バランスシートの正常化は、役に立ってはいるが、主要手段ではない
 - ✓ 12月には予測可能で秩序だったペースというアプローチを伝え、今回は、それに単純さ（simplicity）と中立性（neutrality）という原則を付け加えたと思う

- 12月から3月までの0.50%ポイントという行動がほぼ決定されたなかには、各中銀総裁間での妥協があったと言えるか、規則性という重要な観点からは、5月もこのペースを続けると言えるか
 - ✓ あらゆる決定は妥協の産物であり、理事会の美はすべての中銀総裁が、我々が行っている根拠、分析、難しい経済学的な仕事について情熱を持っている点である
 - ✓ 妥協はゲームの規則であり、それは我々が責務に注力している責務を弱めるものではない
 - ✓ 我々はまだ終えておらず、経路（course）に留まる必要があることを認識している

- 多くの分野で企業や従業員が給料の引き上げを求めている、これに対するメッセージはあるか、また、どの時点でこれらの引き上げが、インフレ定着リスクの危険性を生むのか
 - ✓ 賃金はインフレの重要な側面であり、出来る限り分析しようとしている
 - ✓ 議論や交渉において重要なのは、インフレがどうなるのかについての将来を見据えたアプローチ（forward-looking approach）であり、当事者間が議論した賃金の傾向を認めるために、我々がどれだけ素早く2%に戻せるのかということである

- 現在のインフレ動向のなかでもっとも懸念しているものは何か、米国の経済環境とどう違うのか
 - ✓ 明らかにエネルギーに注目しなければならないし、まだ高すぎる
 - ✓ 我々は賃金についても注意深く見ている
 - ✓ 我々は財政措置も見えており、23年予算の一部として決定された措置を多く見ている
 - ✓ そのうちのいくつかは再調整が試みられるだろう
 - ✓ 必ずしも米国と比較する必要はないと思うが、国際環境も考慮する必要がある
 - ✓ 12月に中国当局がゼロコロナ政策から脱し、経済再開をしたことによる結果が生じると思われる

- 昨日、パウエル議長は経済のデフレーション過程が始まったと述べた。欧州はそこからどの程度離れているのか
- あなたは、インフレ率の上昇は主にエネルギーに関係していると言ったが、それは、ECBの行動の結果によって下がるものではないということの意味しているのか、中期に2%としているが、中期とは何か
 - ✓ 金融政策は強力でも効果的でもない、というにはほど遠い
 - ✓ 銀行貸出調査を見ても分かる通り、間違いなく機能している
 - ✓ しかし、高インフレの大部分はエネルギー価格の高騰による供給ショックにより引き起こされていたことも事実であり、ガス価格と電力コストに生じる影響を上手く把握できなかった
 - ✓ エネルギー要素に注意を払う必要があり、我々は他のインフレ要素への価格転嫁の状況を注視している
 - ✓ しかし、大規模かつ無条件でデフレーション過程が始まっているとは言えない
- インフレ見通しに関するリスクが12月よりも均衡していると述べたが、それは将来の金利経路にとってどれだけ重要となるか、またこれは理事会で議論となったか、異なる見解はあったか
 - ✓ 我々はリスクが対称であるとは考えていないが、12月よりは均衡している
 - ✓ 理事会の各国中銀総裁は、分析し、理解し、可能な限り根拠のある結論を導くことに興味を抱いており、特定の段落については議論されなかった
- 銀行貸出調査について、中期的な信用収縮リスクを見ているか
 - ✓ インフレ率を削減し、2%に戻そうとしている観点からは、銀行貸出調査への影響はある意味で効率的かつ必要なものだと考えている
- T P Iに関連して、債券市場の混乱リスクを見ているか
 - ✓ 現時点でT P Iを利用する必要性は見えないが、必要があれば使用する
- 投資家と金融市場はECBが5月の会合までに利上げを停止すると見ている、データ次第であることは承知しているが、この期待は正しいか間違っているか
 - ✓ 金利を十分引き締め水準まで上げる必要があるが、現在はそこに到達しておらず、基調的なインフレ圧力が明らかにあることに鑑みると、3月にも到達しないだろう
 - ✓ 次に何が起きるかは、カバーすべき領域の広さにより、カバーすべき領域はあるだろうがデータに依存する
- 12月にはECBは2月に0.50%ポイント、3月におそらく0.50%ポイントの利上げ、もしかしたら5月にもあるかもしれない、と言っていたが、今は5月についてどうみているか12月

と比べて可能性は低下しているか

- ✓ 声明で述べているのは、状況を評価し、我々の見通しに照らして政策金利経路を判断することであり、0.50%ポイントかもしれないし、0.25%ポイントかもしれない、必要とされるだけ実施する

➤ ESG債はグリーンウォッシングと切り離せないが、気候変動パフォーマンスの良い発行体に債券購入を傾けることで暗に生じるレピュテーションリスクの増加をECBはどのように管理しようとしているか

- ✓ リスク管理は必要であり、出来る限り、明確で、区別され、透明性のある情報と開示情報を用い、再投資対象となる企業による移行計画をよく理解し、彼らのフットプリントをよく理解する
- ✓ それらと、自身や信頼できる専門家による分析を基に、ポートフォリオの方向付けをこれまで以上に強く傾斜して行う
- ✓ グリーンウォッシングは加担すべきでないため、注意深く実施する

➤ 財政措置に関して、あなたは再調整すべきだと言ったが、本当に食料インフレが14%の状況で停止するのが正しいのか、エネルギー価格は確かに下落しはじめているが、多くの家計はまだ傷ついているのではないか

- ✓ 財政は、かなり広範囲に議論した話題なので、ぜひ皆さんに理解を深めて欲しい
- ✓ 防御 (shields) を取り除くというのではなく、より単純に防御が依然よりも必要とされていないという事実に注意を向けて欲しいということである
- ✓ これが我々の政府に対する主張 (advocacy) であり、昨日ユーログループ議長と特に議論した内容である

➤ あなたの経路は基本的に軟着陸 (soft landing) と整合的なのか、成長率はすでにゼロ近傍で、インフレ率は低下しているが、あなたの実施してきた利上げが経済に波及するには数か月かかるため、行きすぎる危険性があるのか、それとも軟着陸となりそうなのか

- ✓ 我々は成長率がマイナスの領域に突入していないことを祝うべきだと思う
- ✓ 基調的インフレ要素は強く、頑丈で、動いていない、そのため、我々は仕事をする必要があり、使命を果たす必要がある

(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。