

経済・金融 フラッシュ

ECB政策理事会

—利上げ幅は縮小したがタカ派的内容が目立つ

経済研究部 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: 7 会合連続の利上げを決定

5月4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】

- ・ 0.25%ポイントの利上げを決定（5/10から、主要3金利すべて引き上げ）
- ・ APPの償還再投資について、7月以降は実施しない予定であることを決定

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ 標準的な利上げ幅（0.25%ポイント）に戻ることが合理的であるが、カバーすべき領域（さらなる利上げの必要性）はまだある
- ・ 0.50%ポイントが適切としたメンバーもいたが、ゼロ%が適切だとした意見はなかった
- ・ 金融政策は金融面に波及しているが、実体面への波及は確信が持てない（十分に見られない）
- ・ APPの償還再投資が停止されれば、残高は平均的には月250億ユーロずつ縮小される
- ・ APPの削減による金融引き締め効果はそれほど大きくない

2. 金融政策の評価: 利上げ幅は縮小したが、今後の利上げ継続を示唆

ECBは今回の会合で、0.25%ポイント利上げを決定した。利上げ幅は前回3月の0.50%ポイントから縮小した。これで22年7月以降、政策金利を合計3.75%ポイント上昇させたことになる。

今回の利上げの決定は、前回の声明文で提示した反応関数（①最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、②基調的なインフレ動向、③金融政策の伝達状況）をもとに、最新データに依存して判断した形となった。

質疑応答では、データを吟味した結果、利上げ幅を標準の0.25%ポイントにするものの、今後もさらなる利上げが必要であるとの判断がなされたとの発言があった。また、今回の決定においても0.50%ポイントの利上げ幅が適切としたメンバーはいなかったものの、据え置き（ゼロ%）を主張したメンバーはいなかったとした。加えて、6月の会合を待たずに、7月にAPP償還再投資停止を予定することを決定しており、利上げ幅こそ0.25%ポイントに縮小されたが、総じてタカ派的な姿勢が目立った。

実際、前回会合時に懸念が高まった金融市場の緊張については、現時点ではユーロ圏の成長率やインフレ率を大きく下押ししていないと見られる。特に、インフレ見通しについては、おおむね3

月時点のベースライン見通し（シリコンバレー銀行の破綻前に作成された見通し）から不変であるとの認識を示している。また、貸出動向調査の結果を受け、利上げが金融面に波及すると評価する一方で、実体経済面への波及はまだ確信が持てず、賃金上昇の強さや企業の利益確保など、インフレの上振れリスクへの警戒感をにじませている。金融市場の混乱を経ても、ECBがインフレ鎮静化に軸足を置いていることを再認識させる内容だったと言える。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

5月4日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- インフレ見通しは引き続き高すぎる状況が長期間続くとみられる
 - ✓ 継続する高インフレ圧力に照らして、理事会は本日、3つの主要な政策金利を0.25%ポイント引き上げることを決定した
 - ✓ 総じて、新たな入手情報は、前回の会合で共有された理事会の中期的なインフレ見通しの評価を広く支持するものとなった
 - ✓ ヘッドラインインフレ率はここ数か月で下落したが、基礎的なインフレ圧力は引き続き強い
 - ✓ 同時に、過去の利上げがユーロ圏の金融環境に強力に伝達されているものの、実体経済への伝達のラグと強さは引き続き不透明である

- 理事会の将来の決定に関して、中期的に2%というインフレ目標への回帰を速やかに達成するため、十分に制限的な水準に政策金利を設定し、必要な期間その水準で維持するつもりである
 - ✓ 理事会は、制限的な水準と期間に関して適切に決定するため、引き続きデータ依存のアプローチを続ける
 - ✓ 特に、理事会の政策金利の決定は、引き続き、最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、基調的なインフレの動向、金融政策の伝達状況によって決定する

- ECBの政策金利は、引き続き、金融政策姿勢に関する理事会の主要な道具である
 - ✓ 並行して、理事会はユーロシステムの資産購入策（APP）ポートフォリオの、秩序だった予測可能なペース（measured and predictable pace）での削減を続ける
 - ✓ これらの原則に則して、理事会は、23年7月にAPPの償還再投資を停止するつもりである

(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0.25%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：3.75%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：4.00%
 - ✓ 預金ファシリティ金利：3.25%
 - ✓ 5月10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（7月以降の再投資停止予定を明記）
 - ✓ APP残高は償還額を全額は再投資せず、秩序だった予測可能なペース（measured and predictable pace）で削減している
 - ✓ 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る
 - ✓ 理事会は7月にAPPの償還再投資を停止する予定である

- 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%の中期目標に戻り、金融政策の円滑な伝達機能が維持されるよう、すべての手段を調整する準備がある
 - ✓ ECBには必要があればユーロ圏の金融システムに流動性を供給する十分な手段がある
 - ✓ 加えて、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

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スタッフ見通しへの言及）

- 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)

- ユーロ圏経済は、ユーロスタットの速報値で23年1-3月期に0.1%増加した
 - ✓ エネルギー価格の低下と、供給制約の緩和、企業・家計への財政支援策が経済の強靱性に貢献した
 - ✓ 同時に、民間の国内需要、特に消費は引き続き弱かったと見られる

- 企業と家計の信頼感はこちら数か月、着実に回復しているが、ロシアのウクライナとその国民に対する不当な戦争の開始間よりは依然として低い
 - ✓ 経済の部門ごとの格差が見られる
 - ✓ 製造部門は受注残を消化しているが、見通しは悪化している
 - ✓ サービス部門は、特に経済再開により、より強く成長している

- 家計所得は堅調な労働市場から恩恵を受けており、失業率は3月に6.5%と低下し、過去最低水準を更新した
 - ✓ 雇用は引き続き伸びており、総労働時間はコロナ禍前水準を超えた
 - ✓ 同時に平均労働時間はコロナ禍前水準をやや下回っており、22年半ばから失速している

- エネルギー危機の解消に伴い、政府は強調して関連する支援策を迅速に終了させ、中期的なインフレ圧力を強め、さらに強力な金融政策での対応する事態を避けるべきである
 - ✓ 財政支援策は、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
 - ✓ この点に関連して、我々は、欧州委員会のEUの経済統治枠組み (economic governance framework) の改革法案を歓迎しており、迅速に完了させるべきである

(インフレ)

- ユーロスタットの速報値によると、インフレ率は2月の8.5%から3月に6.9%まで低下した後、4月には7.0%となった
 - ✓ ベース効果により、エネルギーインフレ率が3月の▲0.9%から4月に2.5%と、やや上昇したが、ロシアのウクライナへの戦争開始後の記録を大きく下回っている
 - ✓ しかしながら、食料インフレは引き続き強く、3月に15.5%、4月に13.6%に達している

- インフレ圧力は引き続き強い
 - ✓ エネルギーと食料品を除くインフレ率は4月に5.6%となり、3月から若干低下して、2月の水準まで戻った
 - ✓ 非エネルギー財のインフレ率は3月の6.6%から4月は6.2%となり、ここ数か月で初の

低下となった

- ✓ インフレ率は過去のエネルギー費用の上昇と供給制約が、段階的に転嫁されていることで依然として上昇している
 - ✓ 特にサービスでは、ペントアップ需要と賃金上昇も押し上げている
 - ✓ 3月までの利用可能な情報によれば、インフレ基調は引き続き高い
- 労働市場の堅調さと、労働市場の堅調さと雇用者が高インフレによる購買力低下の埋め合わせを求めていることから、賃金上昇圧力はさらに強まっている
- ✓ さらに、供給と需要のミスマッチ、高い不確実性、インフレ率が大きく変動していることを背景に、いくつかの部門では企業は利益率を上昇させることができている
 - ✓ ほとんどの長期的なインフレ期待の指標は、現在は 2%付近にあるものの、いくつかの指標は上昇しており、引き続きの注視が必要である

(リスク評価)

- 金融市場の緊張が再発し持続的であれば、予想以上に、広範囲に信用状況が緊迫化し、また景況感が悪化するため、成長率の下方リスクとなる
- ✓ ロシアのウクライナへの戦争もまた、引き続き、経済の大きな下方リスクである
 - ✓ しかしながら、最近では過去の負の供給ショックから反転しており、もし継続すれば、景況感を改善させ、現在の予想よりも経済を下支えする可能性がある
 - ✓ 引き続き労働市場が強靱であることは、家計の景況感や支出を改善させ、予想よりも高い成長率を促す可能性がある
- インフレ見通しには依然として、大きな上方リスクがある
- ✓ これは、短期的には、既存の価格転嫁圧力が小売物価を予想以上に上昇させることが含まれている
 - ✓ さらに、ロシアのウクライナへの戦争はエネルギーや食料価格を再度押し上げる可能性がある
 - ✓ インフレ期待が我々の目標を継続的に上回ること、もしくは賃金や利益率の予想以上の上昇もまた、中期的に見てもインフレ率を押し上げる可能性がある
 - ✓ 最近の賃金交渉の結果は、利益率が高い状態であれば特に、インフレ率の上方リスクである
 - ✓ 下方リスクには、金融市場の緊張が予想よりも早くインフレ率を低下させる可能性が含まれる
 - ✓ 例えば、銀行貸出のより急激な減速や、金融政策が協力に伝達されることで、需要が弱まり、特に中期的には現在の見通しよりもインフレ圧力が低くなる可能性がある

(金融・通貨環境)

- ユーロ圏の銀行部門は、前回の会合前に発生した金融市場の緊張にもかかわらず、強靱である

- ✓ 我々の政策金利の引き上げは、無リスク金利、企業や家計、銀行の資金調達環境に強力に伝達されている
- ✓ 企業や家計向けの貸出伸び率は、借入金利の上昇、信用供給の厳格化、需要の低下により弱まっている
- ✓ 最新の銀行貸出動調査は、銀行が前回の調査で予想していたよりも信用基準が総じて厳格化しており、また今後、さらに弱まるかもしれないことを示唆している
- ✓ 貸出の弱さを受け、通貨伸び率は引き続き減少している

(結論)

- (声明文冒頭に記載の利上げと、金融政策スタンスへの再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- 0.25%ポイントの利上げにペースを落とした根拠は何か
 - ✓ 反応関数である、最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通し、基調インフレ率の動向、金融政策の伝達の強さの基準をもとにデータを検証した
 - ✓ インフレ見通しは、前回のベースライン見通しにほぼ一致している
 - ✓ 基調インフレ率は依然として高い
 - ✓ 銀行貸出調査によれば、金融政策は金融面には波及しているが、次の実体面への波及は確信が持てない
 - ✓ これらを考慮すると、より標準的な利上げに戻ることが合理的であるが、カバーする領域はまだあり、我々は止まってははいない

- まだ終わっていない米国の地銀危機について。ユーロ圏への波及をどの程度懸念しているか
 - ✓ (デギンドス氏) 苦境にある米国銀行にはいくつかの特徴がある
 - ✓ 中規模、地域的、シェアの集中と特異な事業モデル、金利リスクに対して無防備であること
 - ✓ 欧州の銀行にはこうした状況はあてはまらないと見られる
 - ✓ しかし、自己満足している暇はなく、急速に取り付けが起り、銀行が空になることは驚きと言える
 - ✓ デジタルバンキングやソーシャルネットワークが新しい状況をもたらしている
 - ✓ これは近い将来、需要になると見られるため、監督・規制当局として、我々は新しい枠組みを念頭に置く必要がある

- より大幅な利上げや、将来の利上げへの明確な言及を主張した人はいたか。「カバーすべき領域」という示唆は、冬に使われた「安定したペース」で「数回の利上げ」という冬の表現ほど明確ではない
- 「さらにカバーすべき領域」について、我々はまだ旅の中間地点なのか、それとも最後の直線に差し掛かっているのか

- ✓ 何人かのメンバーは 0.50%ポイントが適切とし、他のメンバーは 0.25%ポイントが適切とした
 - ✓ ゼロ%が適切とした意見はなかった
 - ✓ しかし、討議後、みなさんの前にある決定には一般的で強い意見の一致がある
 - ✓ 我々は旅の途中であり、立ち止まってははいない
- 「十分に制限的」についてももう少し詳しく教えて欲しい。IMFは先日、ターミナルレートが3.75%という見解を示した。多くのエコノミストもそのように考えている。現在のインフレ見通しを考えると、「十分に制限的」に入るのか
- 引き締め過ぎて逆行することについて。そのようなシナリオが政策の失敗と解釈されることを心配しているか
- ✓ 「十分に制限的」である魔法の数字はない
 - ✓ その答えは、そこに到達した時に分かると思う
 - ✓ 利上げの実体経済への伝達が見られておらず、完全な循環になっていない
 - ✓ 制限的な領域であることに疑問はないが、まだ十分に制限的ではない
- ECBの債券ポートフォリオ縮小の加速について。APPの償還再投資停止は、APPを最終的にゼロにすることを意味しているのか
- ✓ まず、今回は「予定」の決定であり、それをした場合でも少なくとも今後15年はかかると見られる
 - ✓ APPは時間をかけて段階的に、平均的には月250億ユーロずつ再投資されずに縮小される
 - ✓ なお、償還再投資がない場合に、パリ協定に則した投資をどのように実施するかは未決定である
- 今回の0.50%ポイントから0.25%ポイントへの変更を説得するために、バランスシートの縮小ペースの加速の見返りを与える妥協の取引があったのか
- ✓ 取引ではない
 - ✓ 市場の吸収力を前提に、この決定が合理的であり、現時点では正当であるというのが一般的な見解だった
- 銀行貸出調査について、銀行貸出の目標や信用厳格化の限界、あるいは注視している指標があるか
- クレディスイスの破綻に関連して、金融イベントがもたらす結果を計測する必要があると述べていたが、どのような指標を見ているのか。これは銀行危機と言えるのか。銀行システムに何が起きているという見解を持っているのか
- ✓ 我々の目標は1つだけで、中期的な2%目標のみである
 - ✓ UBSとクレディスイスの合併が金融危機の兆候であるという結論を出すことは、まった

くないだろう

- ✓ しかし、学びはあり、私はルールを持つことの価値を学んだと思う
- ✓ 債権者の序列を迅速に明らかにできたことは重要であり、破綻状況において超過債務を誰が負担するかを正確に知ることは、助けになる
- ✓ (デギンドス氏) 我々が見ている指標は幅広く、例えば、株価、銀行債のスプレッド、預金の変化がある
- ✓ こうした指標に見られる緊張や、金融市場の潜在的なストレスについて欧州銀行は米国銀行より明らかに優れていると結論付けている

➤ データ依存と、さらに行動するという誓いを両立させる方法を説明して欲しい。フォワードガイダンスなきフォワードガイダンスのように少し矛盾しているのではないか

- ✓ データ依存はフォワードガイダンスではない
- ✓ 我々が、よりカバーすべき領域があると信じている、と述べているのは、本日時点での判断であり、フォワードガイダンスを用いず、非常に明確に言う事ができるし、データ依存である
- ✓ これからも金融政策の反応関数の 3 つの基準を利用しながら会合ごとに (meeting-by-meeting basis) 決定を行うつもりである

➤ コアインフレ率について、コアインフレ率を注視することに疑いはないが、ECBの目標はあなたが先ほど述べたように中期的にヘッドラインインフレで 2%である。過去、コアインフレ率はヘッドラインインフレ率の良い先行指標ではなかったのに、なぜコアインフレ率を強調するのか説明して欲しい

- ✓ 複数のインフレ指標を見て、インフレ動向がどのようになりそうなのかを理解しようとしている
- ✓ 我々の目標はヘッドライン率であり、戦略見直しで合意し、人々にとって重要なものである

➤ 食料品のインフレについて最悪期を過ぎたかどうか、多くの人が関心を持っている。そのような印象はあるか

- ✓ 「もちろんこれからも下がり続ける」と言えれば良いのだが (それはできず)、下がったことが観測されたのみである
- ✓ 商品価格が低下したのは事実であり、最終消費者まで波及することを願っている

➤ FRBが利上げを止めても、ECBが利上げを続けるというのがあなたのベースラインシナリオなのか

- ✓ 米国経済がどのように展開しても、その規模や金融市場の深さに鑑みれば、世界に波及する
- ✓ しかし、我々は目標があり、旅の途中であり、目標現時点でカバーすべき領域がある

- ✓ 今後数週間、数か月においてFRBがどのような決定を下しても、もちろん様々な変数を考慮しつつ、目標に集中するつもりである
 - ✓ 例えば為替に影響が及ぶなど波及効果は考慮するが、FRBに依存することはない
- QTやTLTRO満期が金融政策姿勢に加える引き締め効果の見積もりはあるか、何ポイントの利上げに相当するのか
- ✓ APPの縮小の引き締め効果について、数値をコミットしたくないが、あまり大きなインパクトはないと言えば十分だろう
 - ✓ 厳密な数値を提供することはできるが、それほど大きくない
- あなたは旅が続いており、止まっていないと繰り返している。フィンランド、リトアニア、スペインではより高い金利に多くの家計が苦しみ、支出を削減しなければならない。利上げの際にどのようにこれらを考慮するのか
- ✓ 我々は、フィンランドからポルトガル、バルト三国からスペインまで変動金利での契約を保有する家計があり、我々が決定した利上げの結果、返済のために苦しんでいることを認識している
 - ✓ 一部の国では特別な措置や対策を実施し、いくつかの金融機関は返済猶予や延期を提供している
 - ✓ 私は現時点で、どの時点の利下げもコミットすることはしない
- 来週の日本でのG7 会合について。欧州の立場からこの会合で何を話題として提供する予定なのか
- ✓ 欧州の同僚とともに新しい総裁とともに新しい方向に向かっている日本から学びたいと考えている
 - ✓ 私が就任した際に開始した戦略見直しから得た学びを彼と共有できたらうれしい
 - ✓ カナダ、日本、米国の同僚に、欧州が引き続き強靭性を発揮し、協力して運営する力があることを引き続き証明するつもりであると説明したい
- 量的引き締めについて、QTについてよりカバーすべき領域があるのか、それともAPPの償還再投資の終了がQTの終了なのか理解したい。例えば、PEPPにも着手するのか、あるいは債券売却を行うのか、それが、QTが金融引き締め的手段としてどれだけ重要なのかを理解する助けになる
- ✓ QTについては、7月1日に実施する予定は、APPの償還再投資に関連したもののみである
 - ✓ PEPPの再投資については24年まで何もしないというフォワードガイダンスがある
- TLTROについて、欧州の銀行システムが頑健で強靭であり、米国の銀行危機が終わったとしてもなお、TLTROは変な時期に終わる。6月の5000億ユーロの返済をやり過ぎせるか心

配しているか

- ✓ TLTROに関しては何の驚きもない
- ✓ 銀行に返済の加速、前倒しの機会を提供したことで、1兆ユーロを超える残高が発生するという崖効果 (cliff effect) を避けられたと考えている
- ✓ 驚きではなく、期日が到来して返済が実施される
- ✓ 中央銀行が流動性供給を行うのは通常の仕事で、我々は常設ファシリティを有しており、それが再び利用されても驚かない
- ✓ 過去に何か起きた際に実証してきたように、新しい発明をすることもできる

(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。