

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

-7月の利上げも予告、タカ派姿勢を継続

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: 8 会合連続の利上げを決定

6月15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（6/21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ことを確認（5月の決定を再確認）

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ベースライン見通しに重要な変更がなければ、7月も利上げを行う可能性が高い
- ・スタッフ見通しは実質成長率を23年0.9%、24年1.5%、25年1.6%と予想（小幅下方修正）
（前回3月は23年1.0%、24年1.6%、25年1.6%）
- ・インフレ率を23年5.4%、24年3.0%、25年2.2%と予想（小幅上方修正）
（前回3月は23年5.3%、24年2.9%、25年2.1%）
- ・コアインフレ率を23年5.1%、24年3.0%、25年2.3%と予想（上方修正）
（前回3月は23年4.6%、24年2.5%、25年2.2%）
- ・コアインフレ率の上方修正は、大部分が単位労働コストの上方修正に起因している

2. 金融政策の評価: 引き続き7月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。これで22年7月以降、政策金利を合計4.00%ポイント上昇させたことになる。

今回の利上げの決定は、3月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であるが、質疑応答ではベースライン見通しに重要な変更がなければ、7月も利上げを行う可能性が高いと言及するなど、タカ派的姿勢が目立った。

実際、①に関連して今回公表されたスタッフ見通しでは、市場予想の金利を前提にして¹、25年も総合インフレ率、コアインフレ率ともに2%を上回る予想が示された（四半期ベースでも予測期間中（25年末まで）にインフレ率は2%まで低下しない）。特にコアインフレ率は大幅に上方修正されており、質疑応答でも多くの質問が見られた。ラガルド総裁は質疑応答でコアインフレ率の上

¹ スタッフ見通しにおける具体的な前提は3か月EURIBORで23年3.4%、24年3.4%、25年2.9%。

方修正の主因として、単位労働コストの上方修正を挙げ、労働市場がインフレ率の原動力として主要な一要素となっており、注視・分析していると述べている。

ラガルド総裁は、市場が想定している政策金利のピーク（ターミナルレート、市場はあと1回0.25%ポイントの利上げを想定）についての見解は述べなかったが、今回公表されたインフレ見通しには満足していないと発言、少なくとも現時点において、市場の金利想定を低いと見ていることを示唆した。ただし、インフレ圧力への警戒感を強く示す一方で、次々回9月以降の利上げ継続、あるいは一時停止に関する見解は示さなかった。

そのため、当面の注目点は9月での決定（利上げ継続あるいは一時停止）となるだろう。それまでに公表される経済指標、特にインフレ関連と賃金を含めた雇用関連指標が、今回ECBが提示したベースラインと比較してどのような推移を辿るかが注目される。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

6月15日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- インフレ率は低下しているが、高すぎる状況が長期間続くと予想される
 - ✓ 理事会は、インフレ率を中期的な2%目標に速やかに (timely manner) 戻すことを確実にすると決意している
 - ✓ そのために、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

- 本日の理事会の金利引き上げは、理事会のインフレ見通し、基調的なインフレ率、金融伝達の強さへの評価を反映したものである
 - ✓ 6月の経済見通しによれば、ユーロシステムのスタッフは総合インフレ率を23年5.4%、24年3.0%、25年2.2%と予想している
 - ✓ 基調的なインフレ圧力は、緩和しているという暫定的な兆しはあるものの、引き続き強い
 - ✓ スタッフは、過去の上振れサプライズと、雇用環境の堅調さがディスインフレに及ぼす影響を加味して、特に今年および来年のコアインフレ見通しを上方修正した
 - ◇ 現在の見通しは、23年5.1%、24年3.0%、25年2.3%に達する
 - ✓ スタッフは経済見通しをやや下方修正した
 - ◇ 現在の経済見通しは23年0.9%、24年1.5%、25年1.6%である

- 同時に、理事会の過去の利上げは、金融環境に強力に伝達され、経済にも段階的に影響が生じている
 - ✓ 借入費用は急激に上昇し、貸出伸び率は減速している
 - ✓ 金融環境のタイト化は、さらなる需要鈍化とあいまって、インフレ率が将来、目標に向かって低下する理由となる

- 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3つの政策金利を設定し、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、理事会の金利決定は、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

➤ 理事会は7月で資産購入策の下での償還再投資を停止することを確認した

(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:4.00%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利:4.25%
 - ✓ 預金ファシリティ金利:3.50%
 - ✓ 6月21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
- 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(内容の変更なし)
 - ✓ 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と現在実施されているその返済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 T P I について（一部修正）
 - ✓ 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
 - ✓ 加えて、伝達保護措置（T P I）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
 - ✓ 「E C B 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」との記載は削除

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直しへの言及）
- 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）

- ユーロ圏経済はここ数か月停滞している
 - ✓ 昨年 10-12 月期と同様、23 年 1-3 月期も、民間および公的支出が減少するなか、経済は 0.1% 縮小した
 - ✓ 短期的には、経済成長率は引き続き弱い、インフレ率が低下し、また供給制約が緩和されることに伴って、今年にかけて強くなるだろう
 - ✓ 経済の各部門の状況は不均一である
 - ◇ 製造業は、世界的な需要の低迷とユーロ圏の金融環境がタイト化するなかで引き続き低迷する一方、サービス業は引き続き強靱である
- 労働市場は引き続き強さの源泉になっている
 - ✓ 数百万もの雇用が今年 1-3 月期に追加され、失業率は 4 月に 6.5% と歴史的な低水準にある
 - ✓ 平均労働時間もまた上昇しているが、コロナ禍前の水準よりも幾分低い状態に留まっている
- 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よう計画されるべきである
 - ✓ 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

- ✓ EUの経済統治枠組み (economic governance framework) 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によると、インフレ率は4月の7.0%から5月には6.1%まで低下した
 - ✓ この低下は広範にわたる
 - ✓ エネルギーインフレは4月に上昇したが、5月には再び下降トレンドに戻り、マイナスとなった
 - ✓ 食料インフレは再び低下したが、引き続き12.5%と高水準にとどまる
- エネルギーと食料品を除くインフレは5月5.3%と4月の5.6%から低下、2か月連続で低下している
 - ✓ 財インフレはさらに低下し、4月の6.2%から5.8%となった
 - ✓ サービスインフレは、5.2%から5.0%とここ数か月で初めての低下した
 - ✓ 基調的なインフレ率の指標は引き続き強いが、いくつかには暫定的な緩和の兆しが見られる
- 過去のエネルギーコストの上昇は、依然として経済全体の物価を押し上げている
 - ✓ 経済再開にかかるペントアップ需要もまた、特にサービス部門において、インフレ率を押し上げている
 - ✓ 賃金上昇は、部分的には一時的な手当てを反映して、インフレ率の源泉としての重要性を増している
 - ✓ 1人当たり雇用者報酬は1-3月期に5.2%上昇、妥結賃金は4.3%上昇した
 - ✓ 加えて、いくつかの部門では、特に需要が供給を超過したことで、企業が利益を比較的高水準に維持している
 - ✓ 長期のインフレ期待に関する多くの指標は、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、引き続き注視が必要である

(リスク評価)

- 経済成長とインフレ見通しには引き続き大きな不確実性がある
 - ✓ 成長率への下方リスクには、ロシアのウクライナへの正当化できない戦争や、地政学的な緊張が広範囲に増加すること、それらにより世界的な貿易が断片化する可能性が、ユーロ圏経済の重しになる
 - ✓ 金融政策の効果が予想以上に強力に働くこともまた、成長率の下押しになる
 - ✓ 金融市場の緊張は、金融環境の予想以上のタイト化と景況感の低下をもたらす可能性がある

- ✓ 世界的な経済成長の弱含みもまた、ユーロ圏経済の重しとなる
 - ✓ しかしながら、労働市場の強さと不確実性の解消が人々や企業の景況感を改善させ、支出を増加させれば、予想よりも成長率が高まる可能性がある
- インフレ率の上方リスクには、ロシアのウクライナへの戦争に関連して、エネルギーや食料品価格の上昇圧力の再発がある
- ✓ 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（profit margin）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
 - ✓ 多くの国における最近の賃金交渉の結果も、インフレ率の上方リスクに追加される
 - ✓ 対照的に、金融市場の緊張が再発すれば、予想よりも早くインフレ率が低下する可能性がある
 - ✓ 需要の低迷、例えば金融政策が強く伝達されれば、特に中期的には物価上昇圧力が低下するだろう
 - ✓ 加えて、エネルギー価格の減少と、食料インフレの低下の他の財・サービスへの転嫁が現在の予想よりも急速に進めば、インフレ率も速く低下するだろう

（金融・通貨環境）

- 我々の金融引き締めは引き続き、無リスク金利や広範囲の金融環境に反映されている
- ✓ 銀行の調達環境はタイト化しており、企業や家計向けの信用コストは高まっている
 - ✓ 4月の貸出金利はここ10年で最も高い水準に達しており、企業向け貸出で4.4%、住宅ローンで3.4%となっている
- これらの高い借入金利、信用供給環境のタイト化、借入需要の低下は、今後の信用動向をさらに弱めるだろう
- ✓ 企業向け貸出の成長率は、4月に前年比4.6%となった。
 - ✓ 前月比成長率は、昨年11月以降の平均でマイナスになっている。
 - ✓ 家計向け貸出の成長率は、4月に前年比2.5%となり、前月比成長率はごくわずかな伸びである
 - ✓ 銀行貸出の弱さとユーロシステムのバランスシート削減が広範に通貨成長率を低下させており、4月は前年比1.9%となった
 - ✓ 前月比成長率は、昨年12月以降の平均でマイナスになっている。
- 我々の金融政策戦略に沿って、理事会は金融政策と金融安定の相互関係について詳細な評価を実施した
- ✓ 金融安定の見通しは、前回22年12月の評価以降、引き続き厳しい状況にある
 - ✓ 金融環境のタイト化は、銀行の資金調達や、貸出残高に対する信用リスクの費用を上昇させている

- ✓ 最近の米国の銀行システムの緊張といった要因は、システミックリスクの上昇と短期的な成長への重しになる可能性がある
- ✓ その他の金融部門の強靱さへの重しになっている要因は不動産市場の悪化であり、借入コストの上昇と失業率の上昇で、さらに増幅される可能性がある
- ✓ 同時にユーロ圏の銀行は強い資本と流動性を有しており、これらの金融安定リスクを軽減させている
- ✓ マクロプルーデンス政策は、金融のぜい弱性増加に対抗する最善の手段であり続ける

(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))

- 6週間前、あなたはかなり似たガイダンスを声明文で提供した。記者会見では、カバーすべき領域があり立ち止まらない、と述べた。本日、似たガイダンスをするなかで、記者会見でも同じコメントをするつもりがあるか
 - ✓ はい、カバーすべき領域がある
 - ✓ ベースライン見通しに重要な変更がなければ、我々は7月も利上げを続ける可能性が高い
- F R Bの一時停止 (pause) から得られる教訓は何か。E C Bは自身の政策があり、F R Bを模倣する必要はない。しかし、F R Bの一時停止の背景には多くのものがある。金融引き締めの効果の評価する必要がある。そのため、あなたは同じような理由でE C Bが一時停止をすることを考えているか。過去の見通しの間違いに焦点をあてることで、E C Bの政策の間違いにつながるリスクはないか
 - ✓ 我々は、一時停止については考えていない
- コアインフレ率が実際に低下するなかで、一時停止やスキップ (skip) が9月に実施されるには、何が必要なのか。何が起きる必要があるのか
- 金融市場について。あなたは、強力にタイト化していると述べている。金融環境のタイト化に関して、何をもちょう十分であると考え直すのか
 - ✓ 我々が注目するのは、インフレ見通し、基調的なインフレ動向、伝達の強さ、の3つの要素である
- 25年のインフレ見通しが上方修正されたことについて、どのように警戒しているのか。これは、少なくとも最近まで一般に予想されていた3.75%のターミナルレート (政策金利ピーク) が十分でないということを意味するのか
 - ✓ インフレ見通しについて、我々が満足していないことは容易に判断できると思う
 - ✓ それが今日の決定の理由あり、ベースライン見通しに重大な変更が無ければ7月もまた利上げをするだろうとしている理由である

- ✓ ターミナルレートについてはコメントするつもりはない
- ✓ 我々が分析・検討する原動力はターミナルレートではなく、2%インフレという究極の目的地である

- 労働市場の強さと賃金がインフレ率に及ぼす影響について。2%のインフレ目標達成は、現在のよう低い失業率のまま達成できるのか。それとも上昇する必要があるのか
 - ✓ 労働市場がインフレの原動力の主要な一要素となっているため、多くの時間を割いた
 - ✓ 雇用が増え、平均労働時間が増え、賃金が上昇する一方で、生産が停滞しているというの
はかなり異常である
 - ✓ つまり、単位労働コスト (unit labour cost)、換言すれば生産性の問題が明らかにインフレに影響を及ぼしている
 - ✓ 我々は、引き続き、労働市場という、重要な役割を果たしている謎 (enigma) の全体を注視し分析するつもりである
 - ✓ 特に、我々の経済における大部分の役割を果たしている多くのサービス業は労働集約的であり、賃金は重要な役割を担っている

- コアインフレの修正がかなりの強さで驚いた。その理由について詳しく教えて欲しい。すべて賃金や賃金見通しなのか、他の理由があるのか
 - ✓ 多くは単位労働コストに起因している
 - ✓ 残りは、過去の上振れサプライズであり、3月の見通し作成以降に発表されたデータに基づいたスタート地点の変更である

- 本日の決定について。全会一致だったのか、議論の雰囲気をもう少し教えて欲しい
 - ✓ かなり調和の取れた議論があり、ととても優れた徹底的な経済議論があった
 - ✓ 非常に幅広いコンセンサス (very, very broad consensus) があった

- ECBはラグ効果を認識しているか。何が経済への伝達を遅らせているのか。何を注視しているのか
 - ✓ ラグがあることは認識している。
 - ✓ ラグの時間は、教科書的な標準では18から24か月の間、もしかしたら、それよりかかるとされているが、それほどではない
 - ✓ 今回は前例がなく、例外的な状況なので非常に注意深く監視する必要がある

- 目標について。見通しによれば、今後3年ではインフレ目標を達成しない見込みである。何人かのエコノミストはこの目標はもはや妥当でなく、3%が新しい2%になると提案している。これに対する意見は
 - ✓ 我々は2%に到達するつもりである
 - ✓ 我々は目標に到達し、目標に留まることを確信したい

- ✓ この二つの要素が金融政策の原動力となる
- カナダ銀行が利上げを再開し、その理由として中立金利の想定が以前より上昇したからだとした。同じような考えを持っているか。これは、利上げを継続し、さらなる利上げについて示唆する理由となるか
 - ✓ 我々は、ある意味、中立金利がどこかを考える必要はない
 - ✓ 我々は、目標を達成するための場所にはいない
- E C Bは、利上げの一時停止を行う際には特定の会合にする、例えばF R Bが昨日一時停止したように、見通しを公表する際に行う、といったことを考えているか
 - ✓ 一時停止、スキップについては、まったく議論しておらず、やるべきことがあるために考え始めてもいない
- 本日、あなたは必要な限り制限的な水準に維持することを繰り返し確認した。インフレ率が25年でも2%を超えているなら、制限的な金利は長期化すると見られる。同時に、理事会は、経済活動を不必要に害すること避けたいとすることについて、どの程度懸念しているのか。政策の結果、どの程度成長が弱まると見ているのか
 - ✓ (明確な回答なし)
 - ✓ 我々は目的地に到達する確信を得られるまで、必要な限り制限的にするつもりである
 - ✓ 25年に2.2%という数値は、満足のいくものではなく、速やか(timely)でもない
- 6月について。T L T R Oの4770億ユーロの返済が予定されており、E C Bのバランスシートの1日の削減としては最も大きく、歴史的な月である。6月はA P Pの償還再投資が実施される最後の月でもある。これらの2つの前例のない事象はE C Bの金融・通貨環境のタイト化にどの程度の影響を及ぼすのか
 - ✓ 返済はそれより巨額になるはずだったが、我々は1兆ユーロを超える巨額の返済による崖効果を回避するための措置を講じた
 - ✓ 銀行はこの状況に対応するための調達計画を作成している
 - ✓ 万一に備えて、M R OやL T R Oといった通常手段が、必要な場合は利用可能である
 - ✓ A P Pの部分的な再投資を数か月経験しており、市場ではよく吸収されている
 - ✓ 金額に鑑みれば、円滑に吸収されると信じるに足る理由がある
 - ✓ もちろん最新の注意を払うつもりである
- あなたは、賃上げの問題に触れた。欧州議会での演説では、企業利益の問題に触れた。これら双方を考慮した時に、特に両者がすでに金利が高すぎると批判を始めるなかで、両者がより穏健になりはじめることについて、どれほど確信を持っているか
 - ✓ 企業と労働者は、インフレを助長しより強力な金融政策を求めることにならないような合意を見出せる、というのが我々の想定である

- コアインフレ率の深刻さと持続性について少し困惑している。理事会はこの強い持続性をどこに見出しているのか教えて欲しい
 - ✓ 単位労働コストに大きく関係している
 - ✓ 我々はサービスが引き続き強く成長率と信じているため、今後数か月はインフレの高い数値が続くと見られる

- 賃金についてかなり強いメッセージを発信しており、少し怯えている。3月以降、インフレスパイラルのリスクは上昇しているのか
 - ✓ 賃金について、2次的効果 (second round effects) は見られていない
 - ✓ インフレに対応して企業と労働者がともに完全な補償を求める、いわゆるしっぺ返し (tit-for-tat) は避けなければならない、これは明らかに2次的効果をもたらす可能性がある

- 見通しについて。25年が受け入れられないのであれば、速やかに (timely manner) というには24年にインフレ率の2%が見られる必要があるのか。何が、速やかに、となるのか
 - ✓ 2%に戻るタイミングは早ければ早いほど良い
 - ✓ また、私たちは現実的でなければならない、行うことには慎重でなければならないが、決意をもって粘り強く行う必要がある

- 賃金がインフレ率に大きな影響を及ぼすと言う一方で、賃金と物価のスパイラルはないと言っている。明確には理解しがたい。どうしてこうした結論になるのか教えて欲しい
 - ✓ 単位労働コストがコアインフレ見通しの修正の原因になっており、そうした予測を立てているのと同時に、我々が非常に懸念している、2次的効果を引き起こすような賃金と物価のスパイラルは見られていない

- 金融市場はバランスシートの削減の影響を感じていないと言及した。7月以降、さらに削減を加速させる余地はあるのか
 - ✓ 6月末にはTLTROの償還がある
 - ✓ APPは償還再投資を停止する
 - ✓ これが決定したすべてである
 - ✓ 例えば、PEPPは24年まで再投資を続け、必要であれば柔軟性を適用する
 - ✓ これを変更する予定はない

(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。