

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

—今回は利上げ、次回以降は白紙(データ次第)

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:9 会合連続の利上げを決定

7月27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（8/2から、主要3金利すべて引き上げ）
- ・最低準備預金への付利を0%に引き下げ

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・決定は全会一致でなされた
- ・9月以降の会合で利上げするか据え置くかについては白紙であり、その時点のデータにより決定する
- ・今回の会合ではバランスシート削減に関する議論はしていない

2. 金融政策の評価:9 月会合での決定はデータ次第である姿勢を強調

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4.25%ポイント上昇させたことになる。

今回の利上げは、前回6月に利上げが口頭で予告されていたこともあり、予想通りの決定となった。したがって会合の注目点は次回9月の決定（利上げ継続か据え置きか）に関する示唆であり、質疑応答でも9月会合の決定に関する質問が集中した。しかし、ラガルド総裁は9月以降の決定はその時のデータ次第であるとし、言質を与えなかった。

これまで、声明文や口頭での利上げを予告しタカ派姿勢を強調しており、また前回6月に公表された見通しは、7月利上げを行っても高いインフレ率が続くと解釈できる¹ものだっただけに、今回の会合はハト派的な要素が目立ったと言える（6月見通しは25年でも総合インフレ率、コアインフレ率ともに2%を上回り、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%まで低下しないというもの）。

なお、声明文を見る限り、景気やインフレに関する評価が大きく変わったようには思われませんが、

¹ 政策金利経路の前提は明かされていない（具体化されていない）が、7月で利上げを打ち止めした場合に近いと見られる。6月スタッフ見通しにおける具体的な前提として提示されているのは、3か月EURIBORの前提で23年3.4%、24年3.4%、25年2.9%であり、これは見通し作成時点の市場予測と整合的な数値になっている。このときの市場の政策金利見通しが、7月に追加利上げした後、9月以降は政策金利を据え置くというものだった。

質疑応答では 9 月会合での利上げ継続と一時停止についてはほぼ同等の可能性があるかのように言及されている。足もとではインフレに押し下げ要因として寄与する経済統計が目立っていることから政策委員のインフレ率見通しがやや楽観的（6 月の見通しよりインフレ低下が速やかに進む）に変化している可能性もある。

ただし、先行きの不確実性は依然として高い。実際に今後のデータによって決定内容が左右される面は大きいと見られるため、9 月会合までに公表される経済統計の注目度がいっそう高まるだろう。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

7 月 27 日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- インフレ率は低下を続けているが、依然として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
 - ✓ 前回の会合後の動向は、今年の残りにかけてインフレ率がさらに低下するという予想を支援するものであるが、長期間にわたって目標を上回った状態になると見られる
 - ✓ いくつかのデータは緩和の兆候を示しているものの、基調的なインフレ率は総じて引き続き高い
 - ✓ 過去の利上げは引き続き強力に伝達されている
 - ✓ 金融環境はさらにタイト化しており、需要もさらに抑制され、インフレ率を目標に戻すための重要な要因となっている
- 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、必要とされる期間にわたり十分に制限的な水準に政策金利を設定 (set) する (引き上げる (brought to) から表現を変更)
 - ✓ 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
- 理事会はまた、最低準備預金への付利を 0% に設定することを決定した
 - ✓ この決定により、金融政策スタンスの制御度合いを維持し、短期金融市場への政策金利決定の完全な波及を確保することで、金融政策の効果を確保する
 - ✓ 同時に、これにより適切なスタンスを講じるために準備預金に対して支払う必要がある利

息の総額を削減することで金融政策の効率性を改善させる

- 最低準備預金への付利の変更に関する詳細は後程公表される
 - ✓ (詳細には預金ファシリティ金利から0%まで低下させることと、9月20日に開始される積み期間から適用されることなどが記載されている)

(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: 4.25%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利: 4.50%
 - ✓ 預金ファシリティ金利: 3.75%
 - ✓ 8月2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: PEP P)

- APPの元本償還分の再投資(内容の変更なし)
 - ✓ APP残高は償還分を再投資しておらず、秩序だった予測可能なペース(measured and predictable pace)で削減している
 - ✓ (23年6月末まで平均月額150億ユーロのペースで削減すること、7月にAPPの償還再投資を停止することの説明は削除)
- PEP P元本償還分の再投資実施(変更なし)
 - ✓ PEP P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PEP P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)
- PEP P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PEP P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

- ✓ 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

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）

- ユーロ圏経済の短期的な見通しは、主に域内需要の弱さを背景に悪化している
 - ✓ 高インフレと金融環境のタイト化が支出を抑制している
 - ✓ これは特に製造業の生産への重しになっており、外需の弱さによっても抑制されている
 - ✓ 住宅・設備投資もまた弱さの兆しを示している
 - ✓ サービスは、特に観光など接触型の業種で依然としてより強靱性を見せている
 - ✓ しかし、サービス部門の勢いも減速している
 - ✓ 経済は短期的には弱さが続くと予想される
 - ✓ 時間の経過により、インフレ率が低下、所得が上昇、供給環境が改善することが経済回復を支援するだろう
- 労働環境は引き続き堅調である
 - ✓ 失業率は5月に6.5%と歴史的な低水準に留まっており、多くの雇用が、特にサービス部門で創造されている
 - ✓ 同時にフォワードルッキングな指標はこの傾向が今後数か月で減速し、製造業ではマイナスに転じるかもしれないことを示唆している
- エネルギー危機の解消に伴い、政府は協調して関連する支援策を迅速に終了させるべきである
 - ✓ これは中期的なインフレ圧力が加速し、さらに強力な金融政策で対応することを避けるために重要である
 - ✓ 我々は、こうした評価と平仄のとれている最近のユーログループにおけるユーロ圏の財政スタンスへの声明を歓迎する
 - ✓ 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
 - ✓ ユーロ圏のグリーン移行を支援しつつ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、またこれは次世代EUにより促進されている

- ✓ EUの経済統治枠組み (economic governance framework) の改革は年末までに迅速に完了されるべきである

(インフレ)

- インフレ率は5月の6.1%から6月にはさらに低下し5.5%となった
 - ✓ エネルギー価格は再び低下して前年比5.6%の減少だった
 - ✓ 食料品インフレは鈍化したものの、依然として高く11.6%となった
- エネルギーと食料品を除くインフレ率は6月に5.5%に上昇し、財価格とサービス価格は異なる傾向を辿っている
 - ✓ 財インフレはさらに低下し、5月の5.8%から5.5%に低下した
 - ✓ サービスインフレは、休日や旅行での堅調な消費とベース効果による押し上げを主に反映して、5月の5.0%から5.4%に上昇した
- インフレの原動力は変化している
 - ✓ 外部要因によるインフレは緩和している
 - ✓ 対照的に、賃金価格の上昇や堅調な利益率を含む、域内価格の上昇圧力がインフレ率の重要な原動力として大きくなっている
- 基調的なインフレ率について、いくつかの指標は低下しているが、過去のエネルギー価格の上昇による経済全体の物価を押し上げといった影響などを含め、総じて高い状態が続いている。
 - ✓ 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直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、あるいは世界経済が弱まり、ユーロ圏の輸出が抑制されることもまた、成長率の下押しになる
 - ✓ 逆に、労働市場が強く、実質所得が上昇し、不確実性が解消して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、ロシアの黒海穀物合意からの一方的な離脱に関連して、エネルギーや食料品価格の上昇圧力の再発が挙げられる
 - ✓ 気候変動危機の進展に照らして、天候悪化により食料品価格が予想より押し上げられる

可能性がある

- ✓ 継続的にインフレ期待が我々の目標を上回ること、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
- ✓ 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、広範囲の金融環境に強く伝達されている
 - ✓ 一部はECBの貸出条件付長期資金供給オペ(TLTRO)の段階的廃止を受けて、短期から中期の無リスク金利は前回の会合以降に上昇し、銀行の資金調達コストは高まっている
 - ✓ 銀行が良く準備をしていたため、6月の大規模なTLTROの返済は円滑に完了した
 - ✓ 企業貸出と住宅ローンの平均貸出金利は5月に上昇し、それぞれ4.6%と3.6%になった
- 銀行貸出調査によれば、高い借入金利、関連する支出計画の削減によって、信用需要は4-6月期に急減した
 - ✓ さらに企業や家計への貸出基準はさらにタイト化し、銀行は顧客の直面するリスクへの警戒感を高め、リスク許容度も低下している
 - ✓ 金融環境のタイト化は住宅購入を困難にし、投資の魅力を引き下げており、住宅ローンへの需要は5四半期連続で減少している
- こうした背景を受けて、前年比の貸出は6月に減速し、企業向けで3.0%、家計向けで1.7%となり、4-6月期の前期比年率ではそれぞれ0.0%と▲0.2%となった
 - ✓ 貸出の弱く、ユーロシステムのバランスシートが削減されるなか、広義の通貨成長率は前年比で0.6%に低下し、4-6月期の前期比年率では▲1.1%となった

(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))

- 9月のガイダンスがないということから、理事会は次回の追加利上げ、利上げ停止、すでに金利がピークに達しているということが等しくありうる(open)ということか
 - ✓ 今回の決定は全会一致で決定された
 - ✓ 9月およびその後の会合における決定は、白紙(open mind)である
 - ✓ データによる決定は月によって異なり、利上げするかもしれないし、据え置くかもしれない、

9月の決定は確定的ではない

- 最低準備預金の付利引き下げの決定には、どれだけ中銀損失への懸念が影響したのか
 - ✓ 我々には金融政策の実行を可能な限り効率的にする義務がある
 - ✓ 我々が支払う利息をゼロに削減することで、金融政策はより効率的になる

- 金融政策決定のタイムラグへの懸念と、インフレへの影響について。記録的なペースでの金融引き締めが実施されているので、利上げの影響を見るにはまだ少し待たなければいけないという議論がある。これに関する議論はどうなっているか。
 - ✓ 金融政策の伝達には、2段階の過程がある
 - ✓ 1つ目は金融環境への伝達、2つ目は金融環境から経済への伝達
 - ✓ 1つ目の段階については明らかに伝達されており、2つ目の段階もまた伝達が始まっている

- バランスシートの削減を加速させることに関する議論をしたかを教えて欲しい。もししていないなら、年後半の論点となるのか
 - ✓ 我々はバランスシート削減に関する議論はしていないが、バランスシートが削減されているという事実は明らかに認識している

- 前回の会合では、一時停止は考えていないと述べた。今日も同じ発言を繰り返すか
 - ✓ 我々はデータ依存の段階に来ており、スタッフによる新しい見通しも作成される予定である
 - ✓ 2回公表される新しいデータを確認し、どの程度伝達が進んだかの情報を考慮して、利上げか据え置きかを定める
 - ✓ 利下げをするつもりがないという事は保証できる

- 理事会の多くの同僚が利上げについて、足りないリスクはやりすぎることのリスクを上回ると繰り返しているが、これに同意するか
 - ✓ 支持するかについては残念ながら回答できない
 - ✓ 同僚が見解を示すことについては構わないし、あれこれ展開させるのも自由だ

- 金融の安定性について。欧州の商業用不動産について懸念事項だと考えているか
 - ✓ (デギンドス氏) 金融安定レビューを見れば明らかなように、商業用不動産とその価格下落には大きな注意を払ってきた
 - ✓ 様々な主体が商業用不動産市場に参加しているが、主にはノンバンクであり、この点に注目して過去には分析も行った
 - ✓ 今後も注視を続けるつもりである

- 賃金と物価のスパイラルについて詳しく教えて欲しい
 - ✓ 賃金と利益率の動向を見る限り、2次的効果（second round effect）は少なくとも現時点では見られておらず、そのリスクが強まっている兆しはない
 - ✓ しかしインフレに関してはサービスインフレが難問であり、注視している

- 9月会合に関して、利上げあるいは一時停止の可能性について、本日時点では、立証責任はインフレ見通しの改善にあるのか、あるいは状況が悪化しなければ十分なのか
 - ✓ 立証責任はデータにあると思う
 - ✓ 我々はデータを入手して、それを評価する

- スペインのヘッドラインインフレ率は責務に沿ったものであり、労働環境もここ10年で最も過熱している。利上げ停止には、こうした環境がユーロ圏全体で起こることを期待しているのか、それとも失業率の増加が必要なのか
 - ✓ インフレ率が依然として高く、長期間続くと見られている加盟国もある
 - ✓ そのため、我々は全体の数値に注意を払っている
 - ✓ 我々の希望はインフレ率が中期的に2%に低下することであり、最大の責務である
 - ✓ FRBと異なり、2つの責務は負っていない

- 金融引き締めがユーロ圏の弱さにどの程度寄与していると考えているか
 - ✓ すでに述べたように、金融環境段階では多くが伝達されているが、経済段階ではまだそれほどではない

- 利上げを停止するためには、9月での成長率見通し引き下げやインフレ率見通し引き下げという観点から、何が必要になるか
 - ✓ 9月に発表される見通し関連では、多くのデータや考慮事項があり、事前に回答することは出来ない

- 近い将来の利上げ停止を示唆している。これは、利上げ停止期間にQTが加速することを意味しているのか。これは理事会におけるハト派とタカ派のある種の取引（trade-off）となるか
 - ✓ 現在の状況下における主要な手段は金利である
 - ✓ そのため、金利とQTの間における取引はない

- 最近のいくつかの経済指標は予想よりも弱く、ECBが利上げをしすぎることを警戒するエコノミストもいて、彼らはさらなる我慢が必要だと考えている。これに対する回答は
 - ✓ やりすぎることは、我々が考えていることではない
 - ✓ 我々はやるべきことをする必要があり、現在は利上げである
 - ✓ 近づいていることは認識しており、机には利上げの継続と一時停止の選択肢がある

- ECBの新しいスコアリング制度の下でのグリーンボンド購入がほぼ止まっていると環境活動家は批判している。ECBが気候変動対応に貢献できるという観点について、約束しすぎたのではないかと
✓ 我々はパリ協定のコミットメントを堅持しており、2023年を通じてパリ協定に沿う手段・方法を検討する予定である

- 将来の決定に関する立証責任はデータあると述べた。どのようなデータが与えられれば、一時停止することができるのか、特に今後数か月で利上げを停止させるデータとは何か。コアインフレなのか、ユーロ圏経済の下振れやそれに関する懸念かと
✓ すべてのデータが重要になる
✓ 9月会合までの2回公表されるインフレデータのすべてを確認する
✓ ECBの公表するインフレ見通しと、24年・25年のインフレ率は我々にとって非常に参考になる

- 米国とユーロ圏の比較について。ユーロ圏のほうがわずかに高く、同じようなコアインフレ率の下で米国はECBより大幅に金利を引き上げた。前職のIMFは今週、ECBはまたカバーすべき領域があると述べたが、これに同意するか。利上げについてもっとやるべき仕事があると考えているかと
✓ 米国のインフレと欧州のインフレは、財政、労働市場、エネルギーといった異なる要因によって引き起こされ現在の数値となっている
✓ カバーすべき領域があるかについては、現時点では言えない

- インフレとの闘いについて、インフレ脱却に近づいているとの欧州市民に伝えるメッセージはあるか。今回の声明はコメントには何か良い情報があるかと
✓ 我々は前進しているが十分ではない

- ユーロ圏の銀行貸出調査への評価について、過去20年間見られなかったような需要データだったと思うが、その影響について理事会で議論し、決定に影響したかと
✓ 銀行貸出調査については、注視しており議論も行った。
✓ 貸出の減少は我々が議論してきた伝達要素のひとつであり、需要については特に企業において明らかに生じている

(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。