

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

—利上げを決定、しかし追加利上げ余地は小さい

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: 10 会合連続の利上げを決定

9月14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（9/20 から、主要3金利すべて引き上げ）
- ・ 3つの主要な政策金利は、これが十分に長い期間続けば、インフレ率が目標に速やかに回帰するために重要な貢献をする水準に到達したと考えている

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ PEPP再投資やAPP売却については議論していない
- ・ 政策金利の水準と期間のうち、焦点はより期間に移行している
- ・ スタッフ見通しは実質成長率を23年0.7%、24年1.0%、25年1.5%と予想（下方修正）
（前回6月は23年0.9%、24年1.5%、25年1.6%）
- ・ インフレ率を23年5.6%、24年3.2%、25年2.1%と予想（23-24年を上方修正）
（前回6月は23年5.4%、24年3.0%、25年2.2%）
- ・ コアインフレ率を23年5.1%、24年2.9%、25年2.2%と予想（24-25年を下方修正）
（前回6月は23年5.1%、24年3.0%、25年2.3%）

2. 金融政策の評価: 今後の利上げ余地が小さいことを示唆

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4.50%ポイント上昇させたことになる。

前回7月の会合以降、理事会関係者が今回の決定に関する示唆を与えなかったこともあり、市場は利上げと据え置き双方の予想が見られたが、利上げが決定された。

一方で、声明文では「3つの主要な政策金利は、これが十分に長い期間続けば、インフレ率が目標への回帰を速やかに達成する水準に到達したと考えている」として今後の利上げ余地が小さいことが示唆された。ラガルド総裁自身も、政策金利の焦点が、金利水準からその水準を維持する期間に移っていると発言している。

金融政策が、3つの反応関数（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「データ次第」で運営されるという原則

は変わっていないが、今後のインフレ動向が概ね今回提示された見通しに沿ったものであるならば、追加利上げに踏み切る可能性はかなり小さいと考えられる。

なお、今回提示された見通しは、前回6月からやや見直された（総合インフレ率で上方修正、コアインフレ率で下方修正）ものの、目標を超えるインフレ率が長期化する予想に変化はない（四半期ベースで総合インフレ率が2%目標まで低下するのは25年7-9月期、コアインフレ率は25年末でも2%を上回る¹⁾）。

先行きの不確実性は依然として高いと見られるため、引き続き今後のデータが注目されるが、見通しで提示されたようにインフレ低下スピードが遅い場合、「利上げ」ではなく、「高金利を維持する期間」が長期化して利下げ転換が後倒しになると見られる（ただし、ラガルド総裁は今回の会合では「期間」について具体的に議論していないと述べている）。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

9月14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
 - ✓ 目標への進捗をより強固にするために、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、理事会の最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通し、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
 - ✓ 9月のECBスタッフの経済見通しは、ユーロ圏のインフレ率は23年5.6%、24年3.2%、25年2.1%である
 - ◇ 23年および24年は上方修正、25年は下方修正した
 - ◇ 23年および24年の上方修正は主にエネルギー価格の経路が上振れたことによる
 - ✓ 基調的なインフレ圧力は引き続き高い一方、多くの指標は緩和し始めている
 - ✓ ECBスタッフはエネルギーと食料品を除くインフレ率について、23年5.1%、24年2.9%、25年2.2%に若干下方修正した
 - ✓ 理事会の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になっている
 - ✓ 金融引き締めは域内需要への影響が強まり、域外貿易環境が弱まっているため、ECBスタッフは経済成長見通しを大幅に引き下げた
 - ✓ ユーロ圏の成長率は23年0.7%、24年1.0%、25年1.5%と予想する

¹⁾ なお、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、3か月 EURIBOR の前提で23年3.4%、24年3.7%、25年3.1%となっている（見通し作成時点の市場予測をもとにしている）。

- 現在の評価に基づき、理事会は3つの主要な政策金利が、これが十分に長い期間続けば、インフレ率が目標に速やかに回帰するために重要な貢献をする水準に到達したと考えている
 - ✓ 理事会の将来の決定について、政策金利が必要とされる期間にわたり十分に制限的な水準に設定されるよう保証する
 - ✓ 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、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

(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：4.50%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：4.75%
 - ✓ 預金ファシリティ金利：4.00%
 - ✓ 9月20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(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)
- 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（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)

- 経済は引き続き、今後数か月は停滞するだろう
 - ✓ 今年上半期は概ね停滞しており、最近の指標は 7-9 月期も弱含んでいることを示唆している
 - ✓ ユーロ圏の輸出需要の低下と金融引き締めの影響が、住宅・設備投資を抑制し、成長が鈍化している
 - ✓ サービス部門は、これまでのところ堅調だったが、現在は軟化が見られる
 - ✓ 時間の経過とともに、インフレ率が低下、賃金は上昇、労働市場も強いため、実質所得は上昇すると見られ、経済活動の勢いは上向くだろう
- 労働市場はこれまでのところ、経済活動が低迷しているにも関わらず堅調さを維持している
 - ✓ 失業率は 7 月に 6.4%の歴史的な低水準に留まっている
 - ✓ 雇用者数は、4-6 月期に 0.2%成長し、伸びの勢いは鈍化している。
 - ✓ サービス部門は 22 年中盤以降、雇用成長の主要な原動力となってきたが、現在の成長は弱まっている
- エネルギー危機の解消に伴い、政府は引き続き関連する支援策を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
 - ✓ 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、次世代 E U プログラムの完

全な実行によっても支えられている政策は、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) の改革は年末までに迅速に完了され、また資本市場同盟へ向けた進展も加速されるべきである

(インフレ)

- インフレ率は7月に5.3%に低下したが、8月の速報値は同じ水準にとどまった
 - ✓ この低下の中断は7月に比較してエネルギー価格が上昇したことによる
 - ✓ 食料インフレは3月のピークから低下したが、8月は依然として10%近い高さとなっている
 - ✓ 今後数か月は、22年秋の記録的な価格急騰により前年比伸び率が低下するため、インフレ率の低下要因となるだろう
- エネルギーと食料品を除くインフレ率は7月の5.5%から8月には5.3%に低下した
 - ✓ 財インフレは、供給環境の改善やこれまでのエネルギー価格の下落、供給網の上流における物価高圧力の緩和、需要の低下を受けて、7月の5.5%から8月には4.8%に低下した
 - ✓ サービスインフレは5.5%にやや低下したが、休暇や旅行での支出の強さや、高い賃金上昇率を受けて、高い伸び率が維持されている
 - ✓ 4-6月期の労働コストの域内インフレへの寄与は、部分的には生産性の低下を要因にして、上昇する一方、利益の寄与は22年初以降では初めて低下した。
- 需給がより均衡し、過去のエネルギー価格の上昇が解消するにつれ、多くの基調的なインフレ指標は低下を始めている
 - ✓ 同時に域内のインフレ圧力は引き続き強い
- 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。
 - ✓ しかし、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)

- 成長率に対するリスクは下方に傾いている
 - ✓ 金融引き締めの影響が想定よりも強力に生じる、あるいは例えば中国のさらなる減速によって世界経済が低迷すれば成長率はより低下するだろう
 - ✓ 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、エネルギーと食料品価格への上昇圧力の再燃がある
 - ✓ 天候悪化、より広範な気候変動危機の進展は食料品を予想よりも押し上げる可能性がある

- ✓ 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
- ✓ 対照的に需要の低迷、例えば金融政策の強い伝達や域外経済の悪化が起きれば、特に中期的には物価上昇圧力が低下するだろう

(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
 - ✓ 貯蓄者の翌日物預金から高金利の定期預金への切り替え、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、銀行の資金調達コストは再び上昇した
 - ✓ 平均の企業向け貸出金利と住宅ローン金利は7月も上昇し、それぞれ4.9%および3.8%となった
- 信用動向は、さらに軟化した
 - ✓ 企業向け貸出伸び率は前年比で6月の3.0%から7月には2.2%まで低下した
 - ✓ 家計向け貸出もまた6月の1.7%から1.3%に鈍化した
 - ✓ 3か月前比年率では、家計向け貸出が0.8%減となり、ユーロ発足以来最大の縮小となった
 - ✓ 貸出が低下し、ユーロシステムのバランシートが縮小するなか、M3の前年比伸び率は6月の0.6%から7月には▲0.4%に低下し、史上最低となった
 - ✓ M3は3月前比年率では1.5%減となった

(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))

- 一般的な質問として、議論はどのようなものだったか。会合前、タカ派にもハト派にも機会があった。どのように妥協に至ったのか
 - ✓ 一部の(a few)メンバーは一時停止を希望したが、大多数(solid majority)は我々の先ほど読んだ決定に合意した
 - ✓ ベースラインシナリオを過去に実施してきた手段の影響について、深く議論した
- これはハト派的利上げ(dovish hike)、つまり利上げサイクルの完了なのか、それともドアは空いているのか
 - ✓ 適切な政策金利の制限的な水準と期間については、引き続きデータ依存のアプローチで決定される
 - ✓ 特に、インフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達状況の評価に基づく
- 資産購入策について。PEPP再投資は2024年で変わらないのか。もしそうでないなら、APPについて何か議論する予定か。国債の売却について議論の予定があるか

- ✓ 我々は政策金利を中期的な 2%目標到達のための主要手段と見なしている
 - ✓ PEPPプログラムに関して、再投資やフォワードガイダンスについて議論していない
 - ✓ APPの資産売却に関する議論は何もしていない
- ユーロ圏の成長率見通しについて。7-9 月期と 10-12 月期の景気後退を予想しているか、そうでないなら四半期ベースでの数値はプラスが続くのか
- ✓ 成長率見通しについて 23 年を 0.9%から 0.7%に、より重要な点として 24 年を 1.5%から 1.0%に修正した
 - ✓ ただし、0.5 の 4 分の 3 については 23 年に生じたゲタ (carry over) である
 - ✓ 見通しに基づけば、5 四半期にわたる非常に成長が低迷する時期にあり、終わりに近づいている
 - ✓ 23 年下半期に予想されていた回復は様々な理由から後倒しになっている
- あなたは、現在の金利水準は、十分な期間維持されれば、インフレに対応するために重要な貢献をすると述べた。理事会では十分な期間、あるいは少なくとも金利をピークに据え置く期間について議論したか
- ✓ 十分 (な期間) については議論しておらず、それはデータに依存する
- 最近のシントラでの講演では、ECBは近い将来、金利がピークに達したと言える可能性は低い、としていた。今回、この点についてさらに強くほめかす決定に至った理由は何か
- ✓ シントラから変化はしていない
 - ✓ 我々は、今がピークだとは言っていない
 - ✓ 十分制限的な水準、および期間の双方が重要である
 - ✓ ただし、焦点がより期間に移行していくだろうことは明らかである
- ジャクソンホールで、あなたは、ECBは国民からの信認を維持しなければならないと言った。どのようにECBの信認を評価しているのか
- ✓ 私の信認の定義は、責務の達成である
 - ✓ 信認とは、我々の中期的な 2%目標への速やかな到達であり、それに向けて必要なことはすべて行うということである
- リーマンショックから 15 年が経過したが、危機以降の欧州の銀行システムは安全なのか。シャドバンキングはどうか
- ✓ (デギンドス氏) 銀行はより強靱になっている
 - ✓ 3 月の米国やクレディスイスで発生したようなイベントは欧州銀行に影響を及ぼさなかった
 - ✓ その後のストレステストでも、欧州銀行は非常に厳しいシナリオにも耐え、強靱であることが示された

- ✓ 金融安定の観点からは、ノンバンクにより多くの脆弱性がある
 - ✓ 我々も注目している
- ユーロ圏経済の苦悩を助長し、不況を悪化させていると非難している人々に何と言うか
- ✓ 我々はインフレ率の低下を継続させ、強化させたい
 - ✓ それは景気後退を引き起こしたいのではなく、インフレや物価高の影響を受けている人々、最も恩恵が少ない人々のために物価の安定を望んでいるためである
- 各国中央銀行とECBは、今後数年で巨額の損失を出すと見込まれているか。この点は議論に影響を及ぼしているか。ECBの決断に影響を及ぼしているか
- ✓ 影響はない
 - ✓ 我々の目的と責務は物価の安定である
 - ✓ 利益を稼ぐことではない
- データ依存と長期に維持することが互いに合致しないのではないかと、これらは矛盾しているのではないかと、さらに成長が鈍化した際に利下げする準備はあるのか。換言すれば、もし十分に制限的であったとしたら、それは利下げを意味するのではないかと
- ✓ データ依存は、十分に制限的な水準、およびその水準にとどまる期間の双方に適用される
 - ✓ そのため、この2つの要素を同一文に含めることは矛盾しない
- 不動産市場の問題はどの程度ECBに影響しているのか
- ✓ インフレ抑制のための政策金利の水準と金融引き締めは現在の不動産市場全般の苦境の一因となっている
 - ✓ 気付いていないわけではない
 - ✓ 我々は特定部門を維持・支援するために動いているわけではない
- 金融政策の伝達のペースと強さについての評価を聞きたい。家計向け貸出の縮小が最も早かったと述べた。金融政策の伝達は好ましい速さなのか、速すぎたのか、強すぎたのか、あるいは十分に遅いのか
- ✓ 現在の利上げサイクルは過去のものより金融環境に速く伝達しているという証拠がある
- かつて、あなたは企業が人件費の上昇を吸収する限り、賃金は上昇を続けるという可能性について述べたが、この可能性を考え始めているか。あるいは賃金が低下し、利益が元に戻るリスクはあるのか
- ✓ 利益面を見ると、利益単価は依然として伸びているが、初めて減速した
 - ✓ これは賃金上昇を可能にするために、利益が縮小されるという見通しを裏付ける
- 住宅市場について。あなたは政策金利の引き上げが住宅市場を冷やすと述べた。しかし、全体

の成長はどれだけ低迷しているのか。システミックリスクはどれほどあるのか。リスクがあるにもかかわらず、どのように本日利上げを行うという結論に至ったのかを教えて欲しい。どのように、「結局利上げが必要だ」という結論に達したのか

- ✓ 我々は、「目標への進捗をより強固にするために、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選んだ」と述べている
- ✓ 可能な限り速やかに行い、そうすることで見通しの信頼度の高さを支え、目標に向かう進捗を強固にしたいと考えている
- ✓ (デギンドス氏) 不動産市場については2つの異なる状況がある
- ✓ 住宅市場については、価格の鈍化が見られ始めている
- ✓ 商業用不動産については、コロナやテレワークと関連して、金融引き締め依然から価格が鈍化していた
- ✓ 不動産ファンドには商業用不動産に大きなエクスポージャーを持つものがある
- ✓ これは我々が注視し、細かく監視する必要があるものである

➤ 24年の大幅な下方修正に関連して、理事会が景気後退の可能性についてどれほど懸念しているか教えて欲しい。特にイタリアのように経済活動の多くを銀行に依存している経済ではどうか

- ✓ 経済活動が資金調達に依存するのはどの国でも同じであり、欧州ではイタリアに限らず、多くは銀行が担っている
- ✓ 我々は非常に低成長を経験している
- ✓ 来年の成長率を1.5%から1%に引き下げたのは、4分の3が現在の低成長に起因している
- ✓ 困難な時期は今であり、回復が24年にずれ込んでいる

➤ 食料インフレ率が気候変動に関連した悪天候のために上昇するかもしれないリスクに言及した。これは22年にすでに発生している。具体的に再発する兆候はあるのか、またインフレ率に影響する可能性はあるのか

- ✓ 食料インフレが低下し続けることを望んでいるが、こまだかなり高い構成要素である
- ✓ 我々はすべての構成要素を注意深く見ており、一部は不安定で、一部は上昇傾向あり、価格に影響を及ぼすものとなる
- ✓ 我々は、世界の動向に照らして、適切な影響を認識するために、見通しの作成ごとに評価する必要がある

➤ 金融引き締めの際して、パリ協定に沿った運営をどのように行うかについて、ECBの進展があったのか

- ✓ 昨年10月以降に傾斜プログラムを実施してきており、改善と修正を行った
- ✓ 我々は23年末までにパリ協定を順守していると真剣に伝えることができる
- ✓ しかし、引き続きパリ協定を順守し続けるために、さらなる手段を検討する必要がある
- ✓ スタッフによる選択肢の提案作業が予定されている

(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。