

経済・金融
フラッシュECB政策理事会
— 予想通り政策金利の据え置きを決定

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: 金利据え置きを決定

10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】

- ・変更なし

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・今回の会合ではPEPP、最低準備への付利に関する議論はしていない
- ・政策金利がピークに達したと判断するつもりはない（データ次第である）
- ・今回の決定は全会一致だった

2. 金融政策の評価: 予想通りの据え置き決定

ECBは今回の会合で、政策金利の据え置きを決定した。前回会合で追加利上げ余地が小さいことが示唆されていたこともあり、市場予想通りの結果だった。ECBは前回9月会合まで10回連続で利上げを実施しており、金利据え置きは22年6月以来の決定となる。なお、今回の会合では、24年末まで実施予定とされているPEPPの再投資の前倒し終了といった議論がされていないことが質疑応答を通じて明らかになった。

経済環境については、前回の会合以降、パレスチナのイスラム組織ハマスがイスラエルに大規模な攻撃を仕掛けたことをきっかけに中東の地政学的な緊張が高まっている。ECBは、地政学的リスクが経済に影響を及ぼし得ると言及したが、中期的なインフレ見通しについては前回9月時点と概ね変更がないと評価している。不確実性は増しているものの、金融政策運営を取り巻く環境は大きく変わっていないと言える。

引き続き先行きの不確実性が高いため、今後もマクロ経済統計の結果が注目されるが、見通し通りインフレ率が低下基調を維持すれば、ECBは当面、政策金利を維持するものと見られる。

3. 声明の概要(金融政策の方針)

10月26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、本日、3つの主要な政策金利を据え置くことを決定した

- ✓ 最新のデータは概ね前回の中期的なインフレ見通しの評価を追認するものだった
 - ✓ インフレ率は引き続き高い水準に長期間とどまると予想され、域内の価格上昇圧力は依然として強い
 - ✓ 同時にインフレ率はベース効果などで9月に大幅に低下し、多くの基調的なインフレ率は緩和を続けている
 - ✓ 理事会の過去の利上げは引き続き強力に資金調達環境に伝達されている
 - ✓ これは需要をさらに抑制し、インフレ率の押し下げに寄与している
- 理事会は、確実にインフレ率を速やかに中期的に2%という目標に戻すと決意している
 - ✓ 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、インフレ率が目標達成に重要な貢献をする水準にあると考えている
 - ✓ 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)

- 政策金利の維持 (変更なし)
 - ✓ 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%

(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 (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)

- (ストゥルナラス・ギリシャ中銀総裁とそのスタッフへの感謝の言葉)
- (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)

- ユーロ圏経済は引き続き弱い
 - ✓ 最近の情報は、製造業生産が低下を続けていることを示唆している
 - ✓ 冴えない域外需要と資金調達環境の引き締めにより、投資と個人消費への重しが強まっている
 - ✓ サービス部門もさらに軟化している
 - ✓ これは主に製造業活動の弱さが他部門に波及したこと、経済再開による押し上げ効果が解消され、高い政策金利の影響が広がっていることによる
 - ✓ 今年いっぱい、引き続き経済の弱さが継続する見込みである
 - ✓ しかし、インフレ率がさらに低下し、家計の実質所得が回復し、ユーロ圏の輸出が上向くにつれ、今後数年の経済活動は強まるだろう

- 経済活動はこれまでのところ、労働市場の強さによって支えられている
 - ✓ 失業率は8月に6.4%で歴史的な低水準に留まっている
 - ✓ 同時に労働市場にも軟化の兆しが見られる
 - ✓ 新規雇用はサービス業も含めて減速しており、経済活動の低下が次第に雇用にも波及している

- 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
 - ✓ ユーロ圏の生産余力を強化させる、次世代EUプログラムの完全な実行によっても支えられている構造改革や投資は、中期的な物価上昇圧力の削減に寄与するとともに、グリーンやデジタルへの移行を支援するだろう
 - ✓ そのためにも、EUの経済統治枠組み (economic governance framework) の改革は年末までに迅速に結論を出し、また資本市場同盟へ向けた進展や銀行同盟の完了が加速されるべきである

(インフレ)

- インフレ率は8月の水準から9月にはほぼ1%ポイント低下し、4.3%となった
 - ✓ 短期的にはさらに低下が進むと見られるが、昨年秋のエネルギー価格と食料価格の高騰には前年比の比較から外れていく
 - ✓ 9月の低下は広範囲にわたっている
 - ✓ 食料インフレは、歴史的な水準よりも依然として高いものの、再び減速した
 - ✓ エネルギー価格は前年比で4.6%落ち込んだが、直近では再上昇しており、地政学的な緊張により、予測が困難になっている

- エネルギーと食料品を除くインフレ率は8月の5.3%から9月には4.5%に低下した
 - ✓ この低下は、供給制約の改善とエネルギー価格下落の転嫁が進んだこと、金融引き締めの影響が需要や企業の価格設定力に及んできたことによる
 - ✓ 財とサービスのインフレ率はそれぞれ4.1%と4.7%と大幅に落ち込み、サービスインフレはベース効果による押し下げが見られた
 - ✓ 観光や旅行関連の価格上昇圧力も軟化している

- 多くの基調的なインフレ指標は低下を続けている
 - ✓ 同時に、賃金上昇の重要性が高まっていることを反映し、域内物価の上昇圧力は依然として強い

- ✓ 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、いくつかの指標は引き続き上昇しており、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
 - ✓ 金融政策の効果が予想以上に強く生じれば成長率が低下する可能性がある
 - ✓ 世界経済のさらなる低迷もまた成長率の重しになり得る
 - ✓ ロシアの正当化されないウクライナとの戦争、およびイスラエルに対するテロ攻撃を発端とする悲劇的な紛争は地政学的リスクの主要要因である
 - ✓ これは企業や家計の景況感の低下と将来に対する不確実性を上昇させ、成長率がさらに鈍化するかもしれない
 - ✓ 逆に、労働市場の強さが予想以上に続けば、実質所得が上昇し、家計や企業の景況感がより改善し支出を増加させる可能性があり、世界経済が予想以上に強く成長する可能性もある
- インフレ率の上方リスクには、エネルギーと食料品価格の上昇がある
 - ✓ 地政学的な緊張の高まりは短期的にエネルギー価格を押し上げる可能性があり、中期的な見通しをより不透明にしている
 - ✓ 異常気象、気候変動危機の進行がより拡大していること、は予想以上に食料品価格を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、世界的に地政学的なリスクが高まるなかで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)

- 長期金利は、他の先進国の長期金利上昇を反映して、前回の会合以降、大幅に上昇している
 - ✓ 我々の金融引き締めは引き続き、広範囲の資金調達環境に強く伝達されている
 - ✓ 企業の資金調達コストはより上昇し、企業向け貸出金利と住宅ローン金利は8月には再び上昇してそれぞれ5.0%および3.9%となった
- 最新の銀行貸出調査によれば、高い借入金利は設備投資計画や住宅購入の削減に関連して、7-9月期の信用需要を大きく落ち込ませた
 - ✓ さらに、企業および家計に対する信用基準がより厳格化した
 - ✓ 銀行はより顧客の直面するリスクに対して懸念を高めており、自身の受け入れるリスクを消極化させている
- こうした背景により、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7月の2.2%から8月には0.7%、9月には0.2%まで大幅に低下した
- ✓ 家計向け貸出伸び率は引き続き低迷しており、8月には1.0%、9月には0.8%に減速している
- ✓ 貸出が低迷し、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8月には▲1.3%となりユーロ発足以来の最低を記録、9月には▲1.2%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))

- 最近の経済の弱さや、ガザ地区での戦争は今日の議論でどのような役割を果たしたか
 - ✓ 状況を注視している
 - ✓ エネルギー価格や経済主体の景況感への間接的・直接的な影響など、経済的な結論に関心を払っている
- P E P Pの再投資終了や最低準備の引き上げに関する議論はあったか
 - ✓ P E P Pも、最低準備への付利も今回の会合では議論していない
- 「十分に長い期間」とはどのくらいの長さなのか、利下げを考えるきっかけは何か、インフレ率が2%なのか2.5%なのか3%なのか。これは市場の関心でもあると思う
 - ✓ データ次第である
 - ✓ 利下げを考える時期については議論していないし、議論は完全に時期尚早である
- 利回りについて、ユーロ圏や他地域で上昇していると述べているが、これはおそらく米国のことだろう。金利上昇や、潜在的な分断化リスクについて懸念しているか
 - ✓ ある種の外部の引き締めはユーロ圏経済のファンダメンタルズとは直接的な関係はないが、長期金利に影響が及ぶため引き締め要因となる
 - ✓ 我々も考慮している波及効果であり、他の要因とともにインフレを低下させる
- 過去の利上げが資金調達環境に強く伝達されていると述べたが、どの程度の影響が实体经济やインフレ率に及んでいるのか
 - ✓ 金融政策の特に銀行部門への影響を目にしている
 - ✓ 金融政策には通常、伝達のラグが存在する
 - ✓ スタッフの評価では实体经济への影響は今後も続き、前提では23年末から24年1-3月期まで続く
- エネルギーコストについて。例えば中東の紛争の結果、エネルギーコストの更なる上昇が起き

た場合に、どのように反応するのか理解したい。最近のインフレの教訓としてすぐに反応するのか、2次的効果（second round effect）を待つ余裕があるのか

- ✓ 現在の経済状況は、高インフレに見舞われた時とは完全に異なり、政策金利は4%の水準で雇用は強いが軟化しつつある
- ✓ これらの要因をすべて考慮した上でエネルギーコストの上昇がGDPとインフレに及ぼす影響を見る必要がある

➤ スプレッドの拡大について。スプレッドの拡大、特にイタリアについて議論したか。イタリアのスプレッドは現在2%ポイントを超えている。また、これはECBにとって問題ない水準なのか、大幅な拡大なのか

- ✓ インフレ率を2%に戻すための裁量的手段は金利であり、これを使用している
- ✓ また、我々は金融政策がユーロ圏全体に適切に伝達するようにしなければならない
- ✓ そのための適切な手段はすべて用意している

➤ ギリシャについて。ギリシャ国債はECBでは正常に戻ったのか。すべての購入政策で、それが再稼働された際には適格になるのか。また、ギリシャ経済が正常に戻るという確信はあるか。つまり、債務問題が発生する以前のAやA+という格付に戻るのか

- ✓ 現在、稼働している購入政策はPEPP下の再投資のみである
- ✓ APPは再投資を実施していないので、どの国が適格でどの国が非適格かは問題にならない
- ✓ ギリシャはPEPPの下で、当時決定された特別免除により適格とされた
- ✓ 良いニュースはこの免除が無意味になったことであり、例外を設けずにPEPPのもとで適格となる
- ✓ ギリシャ経済はコロナ禍前よりも高い位置にある
- ✓ 比較は低俗だが、ギリシャにいるので例外的に述べると、ギリシャは他の国と比較して非常に優れている

- ✓ （ストゥルナラス・ギリシャ中銀総裁）ギリシャ経済はコロナ禍前よりも約10%高く、成長率はユーロ圏平均より大幅に高く、スプレッドは通常の範囲にある
- ✓ 総じて、総裁の述べたように成功談と言える
- ✓ A+の格付に戻るまでにやるべきことが多くあることは否定しない

➤ 中央銀行の損失について。今週、リクスバンクがバランスシートを修復するために800億クローネが必要になると警告した。ユーロ圏の中央銀行も同じような資本注入が必要となるのか

- ✓ 中央銀行ごとに置かれている状況は異なるので、具体的なことには立ち入らない
- ✓ ユーロシステムとして、ECBとして我々の使命は1つで、それは物価の安定であり、我々は損失を補填し利益を計上することを目的とはしておらず、損益計算書によって導かれるような決定は間違っていると言える

- P E P Pの再投資について。理事会のメンバーから再投資の終了を前倒しする可能性があることと述べられたことに対する見解は
 - ✓ 今回の会合ではP E P Pについて議論していない

- 金融政策の伝達の勢いに、ハマスとイスラエルの戦争という不確実性が加わったため、E C Bの見通しは楽観的すぎると考えられるのではないか
 - ✓ 次回12月の会合で新しい見通しを作成し、完全にデータに基づいて数値を改定し、上方あるいは下方修正する予定である

- 銀行貸出調査について、何度か言及されたように、経済は基本的には停滞している。これはリスクなのか。伝達は遅いが、行き過ぎたと心配しているか
 - ✓ 3つの政策金利が十分に長い期間維持されれば、中期的に2%の目標に戻るのに必要となる重要な貢献をすると考えている

- 金利の上昇について。金利上昇は、金融調達環境が引き締まるので金融政策の伝達を助けるという見方がある。一方で、金融安定へのリスクとなるという議論もされている。どちらの意見にも賛成するか。また将来的に正しいバランスを見つけることが難しくなると考えられるか
 - ✓ (デギンドス副総裁) 2週間程度で金融安定レビュー(F S R)を公表する予定であり、ユーロ圏の金融安定リスクについて記載している
 - ✓ 金利上昇についてはかなり注視している
 - ✓ 過去に指摘し、近い将来にも引き続き指摘できるリスクは、様々な種類の資産価格がかなり高いということである
 - ✓ これらの資産評価額は、金融資産だけではなくて、不動産市場についても、金利上昇により重要な調整をもたらす可能性がある
 - ✓ 同時に、高金利は主にノンバンクの金融仲介機関に影響を及ぼす要因になる可能性がある

- 言及ギリシャ国債が適格となった現在、A P Pに含まれるのか。再投資を再開すると仮定したらどうか
 - ✓ 仮定の話はしたくない

- かつては貯蓄が重要な概念だったが、ギリシャのようなユーロ圏の多くで預金金利はほとんどゼロでありインフレ率よりも低い一方、貸出金利は急激に上昇している。これに対するコメント、および状況を変えるためにできることは何か
 - ✓ 我々の仕事は銀行やその他の機関自身が資金調達をする際の金利を設定することである
 - ✓ ユーロ圏のいくつかの国で発生しているこの課題は、各国当局や消費者自身の力、競争当局によって解決策がもたらされるものであり、E C Bや各国中銀が行動できる分野ではない

- 任期の前半を終えようとしていることについて。この4年間で後悔していることはあるか、また特に誇りにしていることはあるか
 - ✓ 後悔していることはない
 - ✓ 時には意見が異なるが、使命を達成しようとする共通の思いがあり、質の高い議論や意見交換、異なる見解を提示して、互いに納得させようとし、なんとか結論を出す
 - ✓ これは大切にすべきことで、反対意見のために人々が無意識に不合理な方向に進む世界においては、至宝である

- スペインでは、政権を樹立しようとしている政党が銀行に対する課税延長について提案したが、この税が公表された際、ECBは反対意見を発表している。この論点に対する意見は
 - ✓ (デギンドス副総裁) この種の課税は、貸出や信用増加や銀行の支払能力を損ねるものであってはならない、というのが我々の良く知られた評価である
 - ✓ リトアニア、スペイン、イタリアの承認されたケースにはそのような処方箋が含まれていた

- 一部の人は、現在の利上げサイクルがピークに達したと推測している。今日の決定はそのように解釈できるのか、それとも扉は開かれているのか
 - ✓ ピークに達したと判断するつもりはない
 - ✓ データ次第であり、会合ごとに3つの基準、インフレ見通し、基調的なインフレ率、金融政策の伝達の強さを評価する

- 本日の議論について教えて欲しい。前回会合の議論からは理事会の異なるグループ間の相違が、過去と比較して拡大している印象を受ける。この解釈は正しいか
 - ✓ 全会一致で決定がなされており、一般的には相違が拡大したとは言えないだろう
 - ✓ 金利据え置きという重要な決定においては、すべての中銀総裁と理事会メンバーで全般的な合意がされた

(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。