

経済・金融  
フラッシュECB政策理事会  
－PEPP保有残高の削減予定を公表

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: PEPP保有残高の削減スケジュールを公表

12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】

- ・24年下半年から、PEPP保有残高を月あたり平均75億ユーロずつ削減し、24年末でPEPPの償還再投資を終了する予定である

## 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・今回の会合では利下げについて議論していない
- ・見通しは実質成長率を23年0.6%、24年0.8%、25年1.5%、26年1.5と予想（下方修正）  
（前回9月は23年0.7%、24年1.0%、25年1.6%）
- ・インフレ率を23年5.4%、24年2.7%、25年2.1%、26年1.9%と予想（下方修正）  
（前回9月は23年5.6%、24年3.2%、25年2.1%）
- ・コアインフレ率を23年5.0%、24年2.7%、25年2.3%、26年2.1%と予想  
（前回9月は23年5.1%、24年2.9%、25年2.2%）

## 2. 金融政策の評価: 政策金利は予想通りの据え置きを決定

ECBは今回の会合で、市場予想通りとなる政策金利の据え置きを決定した。金利据え置きは22年10月に続き、2会合連続の決定となる。

なお、今回の会合では、従来、「少なくとも24年末まで実施」とされていたPEPPの償還再投資の前倒しスケジュールが示された。具体的には24年下半年から償還再投資をおよそ半分に削減（PEPPの保有残高を月額平均75億ユーロずつ削減）し、24年末で償還再投資を完全に終了するというものになる。事前に償還再投資のスケジュールを公表することは、APPの償還再投資削減と同様であり、予見可能性のある「秩序だった予測可能なペース」での縮小ということになる。

今回の質疑応答ではこのPEPPに関連した質問や、理事会前日に米FOMCにおいて利下げ時期の議論が始まっていることが明らかになったこともあって、利下げに関する質問が多く見られた。

PEPPについては、償還再投資の柔軟化が分断化リスクへの対応策として22年6月以降に用いられてきたが、現在、分断化リスクは見られておらず、正常化のタイミングとしては適切であるとの認識を示した。

利下げについては米FRBと異なり、ECBは今回の会合では利下げの議論はしておらず、「ガードを下げるべきではない」として、市場の利下げ期待をけん制した。合わせて、今回公表した経済見通しにおいて、積極的な利下げを織り込む市場金利を前提<sup>1</sup>に、24年のインフレ率の低下スピードがかなり緩やかになること（2%まで低下するのは25年以降の予想）、24年前半に賃金や企業動向などのデータが豊富に得られるため、それを見極める必要があるとの趣旨の発言がされている。

なお、金融政策はあくまで政策金利が主要手段であり、PEPPの保有残高削減とは独立に政策金利は決定されるとしている。

ユーロ圏では実際のインフレ率が大幅に低下しているため、引き続きこれらのデータが注目されるが、ECBは来年初の賃金・利益データなどを重視していることから、予想外の大幅低下が見られない限りは、政策金利については当面は現状の水準を維持し、様子見姿勢を続けると見られる。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

今回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
  - ✓ ここ数か月インフレ率は低下しているが、短期的には再び一時的な上昇が見込まれる
  - ✓ ユーロシステムスタッフの最新のユーロ圏見通しは、インフレ率が来年にかけて緩やかに低下し、25年に理事会の2%目標に到達すると予想されている
  - ✓ スタッフは年平均のヘッドラインインフレ率を23年5.4%、24年2.7%、25年2.1%、26年1.9%と予想している
  - ✓ 9月のスタッフ見通しと比較して、23年および特に24年を下方修正した
  
- 基調的なインフレ率はさらに鎮静化した
  - ✓ しかし域内のインフレ圧力は、主に単位労働コストの強い伸びのために、引き続き高止まりしている
  - ✓ ユーロシステムスタッフは年平均のエネルギーおよび飲食料を除くインフレ率を、23年5.0%、24年2.7%、25年2.3%、26年2.1%と予想している
  
- 過去の利上げは引き続き、経済へ強力に伝達されている（資金調達環境へ（into financing conditions）から経済へ（to the economy）に修正）
  - ✓ 金融調達環境の引き締めりは、需要を抑制し、インフレ率の押し下げに寄与している
  - ✓ ユーロシステムスタッフは短期的に経済成長が停滞すると予想している
  - ✓ その後は、インフレ率の低下と賃金上昇を受けて実質所得が上昇、外需も改善することから経済は回復すると見込まれる
  - ✓ ユーロシステムの見通しは23年0.6%、24年0.8%から25年および26年は1.5%に上昇するとしている

<sup>1</sup> 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3.6%、25年2.8%、26年2.7%となっている（9月の前提では23年3.4%、24年3.7%、25年3.1%だった）。

- 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、この金利決定は、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
  
- 主要な政策金利は金融政策姿勢を定める主要な手段である
  - ✓ 理事会はまた、本日、ユーロシステムのバランスシートをさらに正常化を進めることを決定した
  - ✓ パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の下での償還証券からの再投資は、24年上半期まではすべて実施する
  - ✓ 24年下半期は、PEPP保有残高を月あたり平均75億ユーロずつ削減する予定である
  - ✓ 理事会は24年末でPEPPの償還再投資を終了する予定である

#### （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
  
- PEPP元本償還分の再投資実施（段階的な削減を決定）
  - ✓ 理事会は、PEPPの元本償還について、24年上半期は全額の再投資を続ける（変更）
  - ✓ 24年下半期にはPEPP保有残高を月額平均75億ユーロ削減する予定である（変更）
  - ✓ 理事会はPEPPの再投資を24年末で終了する予定である（変更）
  - ✓ （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、との記載は削除）

- P E P 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 P E P 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 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）

- ユーロ圏経済は主に在庫の減少によって 7-9 月期にわずかに縮小した
  - ✓ 金融調達環境のタイト化と外需の停滞は短期的に経済活動の重しになり続けると見込まれる
  - ✓ 建設業と製造業の見通しは特に悪く、これら 2 部門は高金利の影響を最も受けている
  - ✓ サービス業の活動もまたここ数か月で軟化している
  - ✓ 製造業活動の弱まりが波及し、また経済再開の影響が解消されたことで、幅広く金融調達環境タイト化の影響が生じている
- 労働市場は引き続き経済を支えている
  - ✓ 失業率は 10 月に 6.5% となり、雇用者数は 7-9 月期に 0.2% 伸びた
  - ✓ 同時に経済の低迷が労働需要を弱めており、企業はここ数か月求人減少させている

- ✓ 加えて、多くの人が職に就いているものの、総労働時間は7-9月期に0.1%減少した
- 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) の改革に迅速に結論を出すことは重要である
  - ✓ 加えて、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)

- インフレ率は過去2か月間低下を続け、11月はユーロスタットの速報値で前年比2.4%となった
  - ✓ この低下は広範囲に及ぶ
  - ✓ エネルギーインフレはさらに下落、食料インフレもまた低下しているが総じて引き続き高い状況にある
  - ✓ 今月はインフレ率がエネルギー価格のベース効果による押し上げのために上昇すると見られる
  - ✓ 24年は、ベース効果によるさらなる押し上げと、エネルギーショックの影響を抑制するための財政措置の縮小によってインフレ率がよりゆるやかに低下すると見られる
- エネルギーと食料品を除くインフレ率は過去2か月でおよそ1%ポイント低下して、11月には3.6%となった
  - ✓ これは、供給制約の改善、過去のエネルギーショックの影響の解消、金融引き締めの影響が需要や企業の価格決定力に作用したことを反映している
  - ✓ 財とサービスのインフレ率はそれぞれ2.9%と4.0%とそれぞれ低下した
- すべての基調的なインフレ指標は10月に低下したが、主に生産性が低下するなかで賃金上昇率が高いため域内インフレの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%付近にあり、市場観測のいくつかの指標は高い水準から低下している

### (リスク評価)

- 成長率に対するリスクは引き続き下方に傾いている

- ✓ 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や世界貿易の更なる減速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、および中東での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将来への景況感を低下させ、成長率がさらに鈍化するかもしれない
  - ✓ 実質所得の上昇が予想以上に支出を増加させること、世界経済が予想以上に強く成長することが成長率を押し上げる可能性がある
- インフレ率の上方リスクには、地政学的緊張の高まりがエネルギー価格を短期的に上昇させること、天候要因が食料品価格を上昇させることが含まれる
    - ✓ インフレ率はまた、期待インフレ率が我々の目標を上回ること、もしくは賃金や利益率が予想以上に上昇することでインフレ率を押し上げる可能性がある
    - ✓ 対照的に、インフレ率は金融政策が予想以上に需要を低下させること、もしくは、最近高まっている地政学的なリスクを含めて予想外に世界経済が悪化することでインフレ率が低下する可能性がある

#### (金融・通貨環境)

- 市場金利は前回の会合以降に大幅に低下し、それはスタッフ見通しにも反映されている
  - ✓ 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
  - ✓ 貸出金利は、10月に企業向け金利が5.3%に、住宅ローン金利が3.9%に再び上昇した
- 借入金利の上昇、借入需要の低下、貸出供給の厳格化を受けて、信用動向はさらに落ち込んでいる
  - ✓ 企業向け貸出は10月に前年比で0.3%低下、家計向け貸出もまた前年比で0.6%の上昇となったが停滞している
  - ✓ 貸出の停滞とユーロ圏のバランスシート縮小を受けて、M3で計測される広義の貨幣は縮小した
  - ✓ 10月には前年比1.0%の減少となった
- 金融政策戦略に従い、理事会は金融政策と金融安定の相互関係について詳細に評価した
  - ✓ ユーロ圏の銀行は強靱性を示している
  - ✓ 資本比率は高く、これまで利益率を上昇させてきた
  - ✓ しかし、金融安定性の見通しには、金融調達環境がタイト化し、成長が低迷し地政学的緊張が存在するなか、引き続きぜい弱性が残されている
  - ✓ 特に、銀行の資金調達コストが予想以上に上昇し、多くの借り手が借入の返済を進めた場合、状況は悪化し得る
  - ✓ 同時に、金融市場が秩序だった反応をすれば、経済に対する悪い影響は総じて抑制されるだろう

- ✓ マクロプラウデンス政策は引き続き、積みあがる金融のぜい弱性に対応するための最善の手段であり、また金融システムの強靱性の維持に寄与する手段である

### (結論)

- (声明文冒頭に記載の利上げとPEPPの削減、金融政策スタンスへの再言及)

### (質疑応答 (趣旨))

- 将来の市場が予想する政策金利経路について、特にFRBは昨日、来年3回の潜在的な利下げがあることを示した。ECBはどう考えているか。
  - ✓ 我々はデータに依存しており、時間に依存している訳ではない
  - ✓ 我々はガードを下げるべきではない
  - ✓ 理由の1点目は11月23日のカットオフ日における市場の予想政策金利経路を前提にしたインフレ見通し
  - ✓ 2点目は基調的インフレ率のうち、域内インフレがほとんど動いておらず、その要因を理解することが必要となっている
  - ✓ 賃金や企業の利益率が重要な要素だが、24年、特に前半には豊富なデータが得られる
- PEPPについて、PEPPの償還再投資の早期の停止は利下げの前提条件なのか、
  - ✓ PEPPの決定については大多数のメンバーの合意があった
  - ✓ 24年末の停止には全員が問題ないとし、何人かが、残高の開始をより早くあるいは遅くすることを好んだ
  - ✓ これはバランスシートの正常化であり、実施するには良い時機である
  - ✓ 分断化 (fragmentation) はほとんど見られておらず、APPの残高縮小は市場が吸収している
  - ✓ PEPPは背後で行われるものであり、PEPPで何が合ったとしても金利が主要な手段として独立して用いられる
- 昨晚、パウエルFRB議長は、利下げが視野に入っており議論の一部であると述べた。ECBにとっても同じか。誰かがある時点における利下げとそれをどのように行うかについて議論したか。
  - ✓ 利下げについてはまったく議論していない
- 2-3週間ほど前にあなたが述べたことについて。今後数四半期は政策金利を変更しないだろうと言った。今日もその見解を維持しているか、あるいはもはやその見解を維持しないようなデータの展開があったか。
  - ✓ 引き続きデータに依存し、会合毎に決定を行っていく
- 金利見通しについて。あなたは上半期に賃金やインフレ動向のデータが揃うと言及した。偶然

にもその時期にPEPPの再投資が減速する。この頃は政策金利の見方を変更し、利下げが適切な時期かを判断するのに適切な時期であると考えているか

- ✓ 24年上半期に、特に雇用面での多くのデータを受け取るだろうことは事実である
- ✓ 我々の賃金トラッカーで補足されている雇用者の50%は労働協約が再交渉され、あらたな条件とおそらく賃金が合意されると考えている
- ✓ 企業の財やサービスでも取引条件や価格は暦年の最初の数か月で更新されることが多い
- ✓ しかし、それで終わりではなく、引き続き24年に明らかになる多くのデータに注意を払うつもりである

➤ 冒頭説明分について、政府は財政支援を制御すべきであり、そうでなければ金融政策をより緊縮化する可能性がある」と述べている。これは特定の国を念頭にしたものか

- ✓ 特定の国を念頭にしたものではなく、財政支援、特にエネルギー価格の上昇を補填するような裁量的政策はきっぱり終了すべきという原則を念頭にしたものである

➤パウエルFRB議長の昨晚のコメントについて。彼は現行水準の金利を長く続けすぎることのリスク、高金利を長期間続けすぎることの過ちを犯さないことに焦点を置いていると述べた。この懸念を共有するか

- ✓ ユーロシステムのスタッフが作成した見通しに基づき、今はガードを下げるべきではないと考えており、我々にはやるべきことはまだ残っており、金利据え置きという形をとるべきだと信じている

➤市場の期待や価格が異なっている点について。現在の市場価格は、ECBが来年3月以降6回の利下げをすると見ているが、これについて妥当であると思うか

- ✓ 直接的な回答はもちろんできない
- ✓ スタッフの見通し、基調的インフレ率、金融政策の伝達の強さの3つの基準を見ていると言いたい

➤いくつかの国が景気後退(recession)に突入しようとする一方、見通しでは成長の加速を見ていることについて。景気後退や事態が悪化するリスクは、本日の決定に対してどの程度考慮されているのか

- ✓ まず、特定の国ではなくユーロ圏全体を見れば、ベースラインで景気後退と見ていない。
- ✓ 我々の使命は景気後退を起こすことではなく、中期的に2%の物価目標を到達することであり、物価の安定と定義される
- ✓ マクロ経済データや全体の状況を考慮するが、使命の達成ために動いている

➤PEPPについて。あなたは過去にPEPPの償還再投資の柔軟性は分断化リスクに対する裁量的手段であると述べた。また、さきほど良い時機であるとも述べた。これは、分断化リスクがもはや懸念ではないという、大きなニュースに聞こえるが、これに関して補足はあるか



- ✓ P E P Pの再投資が実施されている限りは柔軟性を有しており、6 月末までは 100%の再投資に、24 年末までは 50%の再投資に適用される
  - ✓ P E P Pは目的を果たしたと信じている
  - ✓ コロナ禍が収束し、もはや緊急時ではなくなり、分断化のリスクが見られない現在は、バランスシートの正常化が歓迎される
  - ✓ 仮にリスクがあった場合には、利用できる手段があり、その場合には、使命である適切な伝達のために利用することを躊躇しない
- ドイツ政府では、例えば炭素税引き上げを含む節約策が通過した。これは、ユーロ圏の見通しにどれだけ影響するのか
- ✓ 時期尚早であり、ドイツによるこの決定は昨日発表された
  - ✓ 我々の見通しにはこれらの数値は含まれていない
  - ✓ 我々は見通しに含め、その影響がどの程度か理解するつもりである
- 正しく理解しているならば、来月の比較的しぶといインフレは賃金と利益が原動力となるだろう。これは賃金と物価のスパイラルといったリスクがまだ存在することを意味するのか
- ✓ 賃金と利益については、E C Bも各国中銀も注意深く見ている
  - ✓ 単位利益の寄与は 2.4%から現在は 1.4%まで低下しており、これが持続的であることが確認されれば、インフレにとっては良いニュースとなる
  - ✓ しかし、これが起きていると判断するのに十分な情報はまだ得られていない

---

(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。