

経済・金融  
フラッシュ

## ECB政策理事会

## — 声明文に利下げに関するガイダンスを明記

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: 政策金利の据え置きを決定

4月11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】

- 政策金利の据え置きを決定

## 【記者会見での発言（趣旨）】

- 理事会が、持続的にインフレ率が目標に収束するという自信を強めれば、現在の制限的な金融政策水準を引き下げることが適当
- 4月の限定されたデータでも十分に自信が強まったと考えるメンバーも数人いた
- (将来の政策金利について) 方向性はかなり明確だが、特定の経路を事前に確約することはなく、データ次第である
- (バランスシートに関して) 現在の計画されている以上の議論はしなかった

## 2. 金融政策の評価: 利下げガイダンスを明記

ECBは今回の会合で、市場予想通りとなる5会合連続での政策金利の据え置きを決定した。

前回3月の会合において、「4月に得られるデータは相対的に少なく、6月により多くのデータが得られる」との見解が示され、また今回の会合に先駆けてタカ派の委員を含む数名の委員から6月利下げを支持・容認する発言がなされていたため、今会合では6月利下げに対する示唆がどの程度あるのかが注目された。

利下げに関しては、声明文にインフレ率が目標に収束するという自信を強めることができれば利下げが適当、として利下げの条件（ガイダンス）が追加された。なお、質疑応答を通じて少数派だが今回の利下げを支持した委員も存在したことも明らかとなった。

一方で、サービスインフレの高止まりや、足もとでの中東の地政学的な緊張を背景にした原油価格の上昇、理事会直前に公表された米国のCPIのデータの上振れなどが、インフレの上振れ懸念される要素でもあるため、6月の利下げ開始との関連で質疑応答において言及された。

ラガルド総裁の回答では、データ依存の原則を強調しつつ、2%インフレ目標は全体での達成を目指しており一部の品目が高めのインフレでも利下げできること、インフレ低下は直線的ではなくデコボコしておりエネルギー価格の上昇は将来発生するベース効果なども含めて評価する必要がある

あること、インフレの性質は米国とはユーロ圏で異なること、などについて触れられた。必ずしも利下げ開始を阻むものではないことが示唆されたと言える。ECBの指摘するように6月までにはさらに多くのデータは得られるが、大きなサプライズが無い限り、6月の利下げ開始が濃厚と見られる。

一方で、声明文には、将来の政策金利経路について特定の金利経路を事前に確約しないことも盛り込まれた。質疑応答で、金融政策の「方向性はかなり明確」と言及されており、将来については段階的な利下げが行われることが見込まれるが、今会合では利下げペースについての情報は少なかった。むしろ6月理事会までに得られるデータ・情報は次々回7月の追加利下げを含めた今後の利下げペースを予想する上で注目されるものと見られる。

### 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
  - ✓ 最新の情報は前回の理事会の中期的なインフレ見通しに関する評価を総じて裏付けるものとなった
  - ✓ インフレ率は食料品や財の低いインフレ率に主導され、低下を続けている
  - ✓ ほとんどの基調的なインフレ率が緩和しており、賃金上昇率は緩やかに軟化し、企業は労働コスト増加の一部を利益によって吸収している
  - ✓ 金融調達環境は引き続き制限的であり、過去の利上げは引き続き需要を抑制し、インフレ率の押し下げに寄与している
  - ✓ しかしながら、域内インフレは強く、サービスインフレは高止まりしている
  
- 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
  - ✓ 理事会は主要政策金利の現在の水準がデフインフレ過程の新興に重大な貢献をすると考えている
  - ✓ 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とどまるよう保証する
  - ✓ もし、理事会の更新されたインフレ見通しの評価、基調的インフレ率の動向、金融政策の伝達の強さが、持続的にインフレ率が目標に収束するという自信を強めるのであれば、現在の制限的な金融政策水準を引き下げるのが適当となるだろう
  - ✓ いずれにしても、理事会は引き続き、適切な制限水準と期間を決定するためにデータ依存かつ会合毎のアプローチを続け、特定の金利経路を事前に確約しない

#### (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（変更なし）
  - ✓ 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
  - ✓ 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
  - ✓ 理事会はPEPPの再投資を24年末で終了する予定である
- 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)

- （声明文冒頭に記載の政策金利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)

- 1-3 月期の経済活動は引き続き弱い
  - ✓ サービス支出は底堅い一方で、製造業企業は需要の弱さに直面しており、特にエネルギー集約型産業において生産は停滞している。
  - ✓ サーベイ調査はサービス産業にけん引され今年にかけて緩やかに回復することを示唆している
  - ✓ この回復はインフレ低下の結果としての実質所得の上昇や、賃金上昇、交易条件の改善によって支えられると見られる
  - ✓ 加えて、ユーロ圏の輸出成長率は、世界経済の回復と財支出へのシフトに伴う形で先々数四半期にわたって回復するだろう
  
- 失業率はユーロ圏発足以来の最低水準にある
  - ✓ 同時に労働市場のひっ迫は、雇用主が求人広告を減らす形で引き続き緩やかに低下している
  
- 政府は、デイスインフレ過程が持続的に進むよう、引き続きデイスインフレの過程が持続的に進むよう、エネルギー関連支援策を終了させるべきである
  - ✓ EUの修正された経済統治枠組み (economic governance framework) の遅延のない実行は政府の財政赤字と債務比率を持続的な基準に引き下げる助けになるだろう
  - ✓ 国家の財政政策、構造政策は我々の経済をより生産的にし、競争力を向上させるために実施されるべきであり、これは中期的なインフレ圧力の削減に寄与するだろう
  - ✓ 欧州レベルの効率的かつ迅速な次世代EUプログラムの実行と、単一市場 (Single Market) の強化はイノベーションの促進とグリーンやデジタル移行への投資を増加させる助けになるだろう
  - ✓ 3月7日に理事会が声明文で強調したように、銀行同盟と資本市場同盟の完成への断固かつ具体的な努力はこれを達成するために必要な巨額の民間投資を動員する助けになるだろう

## (インフレ)

- インフレ率は低下を続け、ユーロスタットの速報値によれば2月の前年比2.6%から3月には2.4%に低下した
  - ✓ 食料インフレは2月の3.9%から3月には2.7%に低下し、エネルギーインフレは2月の▲3.7%から3月には▲1.8%となった
  - ✓ 財インフレは3月に再び低下し、2月の1.6%から3月に1.1%となった
  - ✓ しかしながら、サービスインフレは3月に4.0%と高止まりしている
  
- ほとんどの基調的インフレ率は2月に低下し、価格上昇圧力が緩やかに解消されているという

構図を裏付けるものとなった

- ✓ 域内インフレは引き続き高く、23年10-12月期の賃金と単位利益は予想ほど強くなかったが、単位労働コストは高止まりしており、一部には生産性上昇率の弱さを反映している
- ✓ 最近の多くの指標が賃金上昇率のさらなる軟化を示している

- インフレ率は、今後数か月は現在の水準前後で変動し、その後来年には、労働コストの低下と制限的な金融政策効果、エネルギー危機やコロナ禍の影響が解消されることで、目標に向けて低下すると見られる
  - ✓ 長期のインフレ率は総じて安定しており、ほとんどが2%近くになっている

### (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、また世界的な貿易が混乱することで、成長率がさらに鈍化するかもしれない
  - ✓ インフレ率の低下が予想よりも迅速に進み、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、特に中東における地政学的緊張の高まりがエネルギー価格や運送費用を短期的に上昇させ、世界貿易を混乱させることが含まれる
  - ✓ インフレ率はまた、賃金が予想以上に上昇し、利益率がより強固になることで押し上げられる可能性がある
  - ✓ 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、予想外に世界経済が悪化することで低下する可能性がある

### (金融・通貨環境)

- 市場金利は3月の会合以降、総じて安定しており、広範な資金調達環境は制限的な状況が継続している
  - ✓ 企業向け貸出金利は、1月の5.2%から2月には5.1%までやや低下した
  - ✓ 住宅ローン金利は1月の3.9%から2月には3.8%となった
- 最新の企業貸出調査によれば、24年1-3月期は、依然として高い借入金利とそれに関連して投資計画が削減されることが、貸出需要の減少をもたらしている
  - ✓ 貸出信用基準は引き続き厳しく、企業向け貸出はやや厳格化、住宅ローンはやや軟化した

- こうした背景から、信用動向は引き続き弱い
  - ✓ 銀行の企業向け貸出は前年比で1月の0.2%から若干加速し、2月には0.4%となった
  - ✓ 家計向け貸出伸び率は2月には前年比0.3%で変化がなく、M3で計測される広義通貨は2月には0.4%のわずかな成長となった

### (結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

### (質疑応答 (趣旨))

- あなたは、制限が緩和されるには自信を強める必要があると言った、また特定の政策金利経路は事前に確約しないとも言った。次回6月の会合までに自信があなたの言う水準まで到達すると考えているか。また、今日すでにその時が来たと考える同僚がいたのか知りたい。
  - ✓ 6月にはより多くのデータと多くの情報、新しい予測を知ることができ、予測はそれが完成するまでに公表された情報が反映される
  - ✓ データに依存している
  - ✓ 全ての情報、データ、予測を見て、インフレ率が持続的に目標に戻るのか、その結果として十分に自信が強まったのかを判断する
  - ✓ 4月の限定されたデータを基に十分に自信が強まったと考えるメンバーも数人 (a few) いたが、大多数の総裁が考える、6月のより多くのデータを得てから自信を強めることが望ましいとの意見で合意した
  
- ユーロ圏のために政策を決定すると言うだろうことは承知しているが、この24時間ほどのサプライズだった米国のインフレ率の上振れデータとその反応を受け、ECBの将来の政策金利経路に関する考えは変わったか
  - ✓ 私はデータ依存であり、FRB依存ではないと述べてきた
  - ✓ これらの数字はFRBからではなくCPIからであり、6月に公表される予測に組み込まれる予定である
  - ✓ 米国は大きな市場であり、経済規模も大きく、主要な金融センターであるため、すべての事実は予測に反映される
  
- FRBに関して、FRBが利下げをしなかった場合、ユーロドルの為替相場にも影響が見られるだろう。ユーロ相場がパリティ以下に低下することにどの程度懸念しており、またインフレに対してはどう見ているか
  - ✓ 他の中央銀行が何をしようとして、何をしようとしていないのか推測するつもりはない
  - ✓ 物価安定への影響、輸入インフレやその他に関するインフレへの影響といったことは考慮され、注視され、また予測に組み込まれる
  - ✓ 我々は為替相場を目標にしておらず、為替についてのコメントはしない

- 政策手段であるバランスシートを現在の計画よりも早く削減しようという議論をしたか
  - ✓ (バランスシートに関して) 現在の計画以上の議論はしなかった
  
- インフレ率は21-22年に上昇して世界的な現象になったが、ECBは当初、ユーロ圏にはそれほど広がらない、ユーロ圏のインフレ率が米国ほどには上昇しないと予想してきた。今回は異なり、インフレ率のさらなる低下に抵抗する米国は違うとする理由は何か
- 6月に条件が満たされるという自信について、1か月前のECBウォッチャー会議で講演したときから弱まったか、そうではないか
  - ✓ 講演で述べたことはすべてではないかもしれないが、大部分は今でもあてはまると考えている
  - ✓ ユーロ圏のインフレ率の性質は米国のインフレ率の性質とは異なる
  - ✓ 主因が異なり、財政政策が異なり、米国の消費者の消費が異なり、投資が異なるため、2つのインフレ率が同じであるとの仮定を用いて結論を出すことはできない
  - ✓ 我々は、自身の管轄するユーロ圏に焦点を当てなければならず、海外経済で起きたことを考慮はするものの、ユーロ圏で起きることが米国で起きることの鏡とは仮定しない
  
- 大西洋両岸の乖離について。予想される金融政策の乖離が現実になった場合、ECBは米国のより制限的な金融環境からの波及効果によってより金融緩和をしなければならないのか、それとも為替市場がユーロ圏のインフレ率の潜在的な上昇圧力となるため、少ない緩和となるのか
  - ✓ 緩和が多いのか少ないのか、データを入手して分析するまでは、いずれの経路も事前に確約することはできない
  
- エネルギー市場について。ここ数週間で原油価格がおおよそ10%上昇した。これはどの程度の懸念であるのか、6月の利下げから脱線する可能性もあるか
  - ✓ ここ数週間、数か月で展開されるエネルギー価格の変動は、比較対象の基準としてふるまう
  - ✓ これまでのインフレ率の低下は直線的ではなく、25年半ばに向けインフレ率が目標値まで現在の水準前後で変動するだろう
  - ✓ エネルギー価格はこの観点から重要となる
  
- ECBが特定の金利経路を確約しないことについて。経路の時期、例えば制限的な時期から過去で述べたような正常化の時期といったことを期待することができるのか
  - ✓ 特定の時期に縛られることはない
  - ✓ 方向性はかなり明確だが、特定の経路を事前に確約することはなく、データ次第である
  
- TPIについて。いくつかの国が過剰財政赤字手続き (excessive deficit procedures) の対象になる可能性があるため、市場に小さな緊張が生じ始めているかもしれない。TPIの適格性の第一基準に過剰財政赤字手続きが言及されているが、この事象のTPIへの影響はどの程

度か

- ✓ 非常に明確な公表文が示されている
- ✓ 過剰財政赤字手続きは我々が適格性を評価する上での4つの要素のうちの1つであり、その特定部分で示されている代替条件であり、理事会により考慮される

➤ 予算政策について。ドイツはすでに予算政策を制限的にしており、イタリアやフランスもまた公的赤字が予想よりも拡大していたので、制限的にしなければならない。こうした制限的な政策はECBの将来の利下げを加速させるかもしれない要因になるのか

- ✓ 財政面については、金融政策声明に含まれている、政府は引き続きデysinフレ過程が持続的に進行するようエネルギー関連支援策を終了させるべきである、とのコメントに限定したい
- ✓ 今朝の理事会ではヴァルディス・ドンブロウスキ氏が同席するという特権に恵まれ、修正された経済統治枠組みの欧州議会での採決が今期末までに行われるだろうことを確認した
- ✓ 政府がその枠組みの中で運営されることが期待され、かつ金融政策の観点からも指針となる原則で助けになることから、良いニュースである

➤ サービスインフレはかなり粘着的である。過去5か月ほぼ横ばいであり、基調的な勢い(momentum)は現在加速している。ECBはサービスインフレが4%付近にとどまったとしても6月の利下げを理論的に行えるのか

- ✓ 速やかに、インフレ率が持続的な2%目標に戻るために必要な決定を下すにあたって、すべてが2%に戻るまで待つつもりはない
- ✓ いくつかの項目がやや高い状況になるだろうことは避けられない
- ✓ 我々はすべてを見て判断し、その判断に基づいて自信が十分かを決定する

➤ インフレを取り巻くリスクバランスに関する理事会の議論について少し教えて欲しい。あなたの同僚の何人かはリスクバランスがより均衡していると提案している。あなたはどのような立場か

- ✓ インフレに関するリスクについて熱心な総裁が1・2名いることは承知しているが、我々はインフレに関しては、常にそうした評価を避けようとしてきた
- ✓ 歴史的に我々は、上方なのか下方なのか概ね均衡しているのかは、経済活動に関して決定しており、インフレ率に関してではない
- ✓ 原則として、リスクを上向かせる要素と下向かせる要素を特定することを好んでいる
- ✓ 不確実性の水準を見ると、インフレとの関係において、これは正しいアプローチだろう

➤ 原油価格についての追加質問。今後のインフレ率に関連して、どの程度の上昇懸念があるのか

- ✓ 我々は主に先物価格を基に評価を行っている
- ✓ また、先物価格がどのように動くのかも見ている



- ▶ あなたが言及した銀行貸出調査について。そこから主に何が得られるか。企業からの需要が減っているか、住宅ローンや消費者ローンはやや持ち直しているのか
  - ✓ 銀行貸出調査は有益だが、あくまでのサーベイ調査である
  - ✓ ハードデータとしては顧客向けの金利や貸出残高もある
  - ✓ 銀行貸出調査だけを見れば、銀行が企業向け貸出需要はやや低下し、家計向けはやや高いことを期待していることが見て取れる
  - ✓ 貸出残高を見れば企業向け貸出残高は大きくはないが持ち直し、家計向けも前月から横ばいではあるが、やや持ち直している
  - ✓ 法人向け貸出と家計向け貸出の双方で借り手に提示される金利はやや低下している
  
- ▶ もし現在のインフレ率が需要ショックではなく供給ショックから生じている場合、再び 3%を超えるかもしれない場合、インフレ率のどの程度の変動が許容されるか。先ほど言及したように前回のインフレ急上昇は供給ショックから始まった
  - ✓ 重要なのはデータであり、予測である
  - ✓ 供給ショックに直面した場合、ベースラインに埋め込まれたデコボコからどの程度乖離しているのか見る必要がある
  - ✓ しかしデコボコはあり、線形ではない
  
- ▶ 公的赤字の幅は私が思い出せる限り、縮小している。制限的な金融政策が大きな緊張を生むことなく実施できたことは喜ばしいか、それとも赤字拡大の動機付けになることを恐れているか
  - ✓ 勝利していないし祝ってもいないが、インフレ率の低下を観察し、ディスインフレ過程が進行中であり、我々が採用している金融政策が、これまで大きく貢献していることは我々に安心感を与えている

---

(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。