

経済・金融
フラッシュECB政策理事会
ー既定路線となる利下げを決定

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:政策金利を0.25%ポイント引き下げ

6月6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】

- ・政策金利を0.25%引き下げ

【記者会見での発言（趣旨）】

- ・見通しは実質成長率を24年0.9%、25年1.4%、26年1.6%と予想（24年を上方修正）
（前回3月は24年0.6%、25年1.5%、26年1.6%）
- ・インフレ率を24年2.5%、25年2.2%、26年1.9%と予想（上方修正）
（前回3月は24年2.3%、25年2.0%、26年1.9%）
- ・コアインフレ率を24年2.8%、25年2.2%、26年2.0%と予想（上方修正）
（前回3月は24年2.6%、25年2.1%、26年2.0%）
- ・（利下げの決定は）1人の中銀総裁を除いた全員の意見が一致した
- ・金融政策の制限度合いを縮小する段階に入った可能性は高いが、データ依存であり、そのスピードやかかる時間には大きな不確実性がある

2. 金融政策の評価:今後の利下げやペースについての新しい情報には乏しい結果

ECBは今回の会合で、市場予想通りとなる0.25%ポイントの利下げを決定した。なお、ラガルド総裁が質疑応答で、利下げに反対した中銀総裁が1名いたことを明らかにしている¹。

利下げの決定は、会合前に多くの理事会メンバーから利下げを容認する発言が相次いでいたこともあり、規定路線だったと言える。理事会では今後の追加利下げやそのペースについての情報が注目され、ラガルド総裁の記者会見でも、追加利下げやペースに関する質問が多く見られたが、新たな情報はほとんど提示されなかった。これまでと同様、データ依存で会合毎に判断を行い、利下げのスピードやかかる時間には大きな不確実性があると言及された。

ただし、今回の会合前に公表された主要データでは、1-3月期の妥結賃金上昇率（4.7%）が10-12月（4.5%）から加速、5月のインフレ率速報値（2.6%）も市場予想を上回り4月（2.4%）から加速するなど、インフレの粘着性が懸念される結果になっていた。また、会合と同時に公表された

¹ 報道ではオーストラリア中銀総裁でタカ派のホルツマン氏が反対票を投じたとされる。

スタッフ見通しでは、3月時点から市場予測の今後の政策金利経路が引き上げられた²にも関わらず、インフレ見通しは24年と25年が上方修正された。加えて、声明文では、前回6月に追加された、「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」という利下げの条件（ガイダンス）が削除された。ラガルド総裁も、デイスインフレ過程が想定通りに進むのか今後数か月かけて判断したいとの趣旨の発言をしており、少なくとも、早期の追加利下げが視野に入っている状況ではないと言える。総じて見れば、規定路線であった利下げを実施する一方で、今後については、追加利下げを慎重に判断したいという、タカ派な色彩が強かった結果だったと言える。

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0.25%引き下げることを決定した
 - ✓ 更新されたインフレ見通し、基調的なインフレ動向、金融政策の伝達の強さに関する評価に基づき、9か月の金利据え置きの後、金融政策の引き締め度合いをやや緩和させることが適切だとした
 - ✓ 23年9月の会合以来、インフレ率は2.5%ポイント以上低下し、インフレ見通しは大幅に改善した
 - ✓ 基調的なインフレ率もまた緩和し、物価高圧力の弱まりの兆候とインフレ期待のすべての年限での低下を裏付けている
 - ✓ 金融政策は資金調達環境を制限的に保っている
 - ✓ 需要の抑制とインフレ期待の固定により、インフレ率の低下に大きく貢献している
- 同時に、ここ数四半期の進捗にも関わらず、域内インフレ圧力は強く、賃金上昇率は高止まりしており、来年にかけてインフレ率は2%目標を上回る状況が続くと見られる
 - ✓ 最新のユーロシステムのスタッフ見通しは、24年と25年のヘッドラインとコアインフレを3月見通しに比べて上方修正した
 - ✓ スタッフはヘッドラインインフレ率を年平均で24年2.5%、25年2.2%、26年1.9%と予想している
 - ✓ エネルギーと飲食料を除くインフレ率は年平均で24年2.8%、25年2.2%、26年2.0%と予想している
 - ✓ 経済成長率は24年に0.9%に上昇し、25年1.4%、26年1.6%と見込まれる
- 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
 - ✓ この目的のために、政策金利を必要とされる期間にわたり十分に制限的に維持する
 - ✓ 理事会は適切な制限水準と期間を決定するために引き続きデータ依存で、会合毎のアプローチを行う

² スタッフ見通しでは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 の前提が24年3.6%、25年2.8%、26年2.5%と3月の前提（24年3.4%、25年2.4%、26年2.4%）から引き上げられている。

- ✓ 特に金利の決定は経済・金融データに照らしたインフレ見通し、基調的インフレ率の動向、金融政策の伝達の強さへの評価に基づいて行う
 - ✓ 理事会は、特定の金利経路を事前に確約しない
 - ✓ 「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」との表現は削除
- 理事会は本日、ユーロシステムのパンデミック緊急資産購入プログラム（PEPP）による保有証券を、下半期に月あたり平均 75 億ユーロ削減することを確認した
- ✓ PEPPの保有削減の方法は、資産購入プログラム（APP）とほぼ同様である

（政策金利、フォワードガイダンス）

- 政策金利の引き下げ（利下げの決定）
- ✓ 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%
 - ✓ 24年6月12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
- PEPP元本償還分の再投資実施（内容に変更なし）
- ✓ 理事会は、PEPPの元本償還について、24年6月末まで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
 - ✓ 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)

- 5 四半期の停滞の後、ユーロ圏経済は 24 年 1-3 月期に 0.3%成長した
 - ✓ サービス部門が拡大し、製造業は低水準で安定する兆しを見せている
 - ✓ 我々は賃金の上昇と交易条件の改善が実質所得を押し上げ、経済が回復を続けると見ている
 - ✓ 数四半期は、世界的な財・サービス需要の拡大に伴う輸出の強さも成長を支えるだろう
 - ✓ 金融政策も、需要の抑制度合いは次第に小さくなるだろう
- 雇用者数は今年 1-3 月期に 0.3%上昇し、50 万の職が生み出され、サーベイ調査では短期的な成長が続くことが示唆されている
 - ✓ 失業率は 4 月に 6.4%とやや低下し、ユーロ圏発足以来の最低水準にある
 - ✓ 企業は、以前よりは少ないものの、引き続き多くの求人を出している
- 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、これは中期的な潜在成長力の向上とインフレ圧力の削減に寄与するだろう
 - ✓ 効率的、迅速かつ完全な次世代E Uプログラムの実行、資本市場同盟と銀行同盟完成に向けた進捗、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
 - ✓ E Uの修正された経済統治枠組み（economic governance framework）が遅延なく完全に実行されることは、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
 - ✓ （「政府は、デシインフレ過程が持続的に進むよう、引き続きデシ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」との記載は削除)

(インフレ)

- ユーロスタットの速報値によればインフレ率は5月に前年比2.6%と4月の2.4%から上昇した
 - ✓ 食料インフレは2.6%に低下した
 - ✓ エネルギーインフレは、1年間の前年比マイナスの後、0.3%上昇となった
 - ✓ 財インフレは5月には低下を続け0.8%となった
 - ✓ 対照的に、サービスインフレは大幅に上昇し、4月の3.7%から4.1%となった
- ほとんどの基調的インフレ率はデータが取得できる最新の4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
 - ✓ しかしながら、域内インフレは引き続き高い
 - ✓ 賃金は依然として高い上昇率を見せており、過去のインフレ高騰を補填している
 - ✓ これは1-3月期の妥結賃金の上昇に見られたように、賃金交渉の段階的な性質と、一時金支払の影響で、労働コストは短期的には変動しやすくなっている
 - ✓ 同時にフォワードルッキングな指標は、賃金上昇率が今年にかけて緩和していくことを示している
 - ✓ 利益は単位労働コストの大幅な上昇を一部吸収しており、インフレ圧力を軽減させている
- インフレ率は、エネルギー価格に関連したベース効果も含めて今後数か月は現在の水準前後で変動すると見られる
 - ✓ その後来年後半にかけて、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短期的には均衡、長期的には下方に傾いている（「引き続き下方に傾いている」から修正）
 - ✓ 世界経済の軟化、主要経済圏による貿易摩擦の激化がユーロ圏の成長の重しになるだろう
 - ✓ ロシアの正当化されないウクライナとの戦争や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、また世界的な貿易を混乱させるかもしれない
 - ✓ 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
 - ✓ インフレ率の低下が予想よりも迅速に進み、景況感の改善と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

- インフレ率は賃金や利益が予想以上に上昇すれば、上振れする可能性がある
 - ✓ インフレ率の上方リスクはまた、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
 - ✓ 加えて、異常気象や気候変動危機の展開が、食料品価格を上昇させる可能性もある
 - ✓ 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4月会合以降、上昇している
 - ✓ 我々の過去の政策金利引き上げが金融システムに波及することで、資金調達コストは、制限的な水準で横ばいとなっている
 - ✓ 企業向けの新規貸出金利と新規住宅ローン金利は、4月は変わらず、それぞれ5.2%と3.8%だった
- 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4月には0.3%と前月からやや低下した
 - ✓ 家計向けの貸出は引き続き前年比0.2%となっている
 - ✓ M3で計測される広義通貨は4月に1.3%となり、3月の0.9%から上昇した
- 我々の金融政策戦略に沿って、理事会は金融政策と金融安定の相互関係を包括的に評価した
 - ✓ ユーロ圏の銀行は引き続き強靱である
 - ✓ 経済見通しの改善は金融の安定性を促進させたが、地政学的なリスクの高まりが存在している
 - ✓ 世界的な金融環境の予期しない厳格化が、金融・非金融資産の再評価をもたらし、広範な経済に悪影響を及ぼす可能性もある
 - ✓ マクロプルーデンス政策は、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る
 - ✓ 現在実施されている措置、あるいは間もなく発効する措置は金融システムの強靱性を維持する助けになるものである

(結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- インフレ見通しを引き上げると同時の利下げはおそらくより説明が必要だろうし、利下げの事前確約が早すぎたのではないかという疑問が生じる

- ✓ 本日の会合はノルマンディー上陸作戦から 80 年という日で、犠牲になった人々に敬意を表することから始まった
 - ✓ 利下げの決定は、我々がフォワードルッキングであり、過去数か月にわたって将来の経路への自信を高めることができたことから決められた
 - ✓ 22 年 7 月から 23 年 9 月までの 4.5%ポイントの利上げ、その後本日までの据え置き、という段階でインフレ率は半減してきた
 - ✓ 22 年 10 月にはピークの 10.6%、23 年 9 月には 5.2%、現在は 2.6%である
 - ✓ また、予測の信頼性と強靱性も非常に考慮した
 - ✓ 25 年 10-12 月期の予測値を見ると、9 月、12 月、3 月、6 月の予測には 0.1%ポイントの変動しかない
- 市場では今年中に 0.65%ポイントの利下げが予測されているが、市場はほぼ正しいのか
- ✓ インフレ見通し、基調的なインフレ率、金融政策の伝達という 3 つの基準のもと、データに依存し、会合毎に決定する
 - ✓ 市場は市場がすべきことを行い、我々は我々がすべきことを行う
- あなたは、3 月には 4 月にはもう少し、6 月にはより多くのことが分かると述べた。今も同様に、次の会合までには少し、その次の会合までにはより多くのことが分かるという状況にあるのか。また、主要指標の公表日といくつかの会合予定が重なっていることから、これらの会合がより重要だという議論がある。これに同意するか
- ✓ 会合と我々の決定、そして特定データの公表日は完全に同期している訳ではない
 - ✓ 将来の決定を裏付けるような、ディスインフレ経路を確認するには十分なデータが必要になる
- 3 月の ECB ウォッチャー会議の講演で言及した、縮小 (dialling-back) 段階に入ったのか。一連の利下げを期待すべきなのか、今回の利下げで終わりなのか
- ✓ 縮小段階に入った、と進んで言う事はできない
 - ✓ 我々は進んでいる経路への確信をもとに決定しているが、今後数か月はディスインフレ仮定にあるという確信を常に持つために、データやそのデータの分析が必要になる
 - ✓ 縮小段階である可能性は非常に高いが、データ依存であり、そのスピードとかかる時間には大きな不確実性がある
- チーフエコノミストは、今年の政策金利は引き続き制限的である必要があるが、ECB としては最高水準からは脱却したい、と述べている。これはどういう意味か。ECB がどの程度利下げすれば十分に制限的ではなくなるのか
- ✓ 0.25%の利下げ後でも我々は制限的である
 - ✓ 実質金利の点で見れば 9 月より制限的である
 - ✓ チーフエコノミストのレーン氏が示しているのは、ある程度、制限度合いを取り除くとい

うことで、我々は制限水準を緩やかにしている

- データの重要性について。あなたはこの会合の前に 1-3 月期のデータ、特に賃金データの重要性を強調し、緩和することを望んでいた。緩和は見られず、賃金データは加速し、ほぼ最高水準となった。なぜ、利下げを行うのに十分だったのか
- 今年後半に賃金が緩和すると予想しているが、追加利下げの間に実際に緩和することを確認する必要があるか
 - ✓ デysinフレの経路が実際に実現することを確認していく過程にはデコボコがある
 - ✓ 賃金だけではなく、複数のデータを見ていく
 - ✓ 賃金トラッカーが記録している交渉や様々な合意はストックで見ると高い水準だが、現在行われているフローで見るとは、伸びが低下している
 - ✓ 賃金は独特で多くの要素を含んでいるため、簡単ではなく、キャッチアップ、社会保障費用、賃金ドリフトと呼ばれるもの、残業代、低賃金と高賃金の格差など、多くの項目が含まれる
 - ✓ 我々は分析するために、これらすべてのデータと情報を組み合わせている
 - ✓ その結果、賃金が高止まりしていることに疑問の余地はないが、低下経路にもある
 - ✓ 24 年末にかけて賃金が低下し、25 年には大幅に下がるという我々の想定を今後数週間から数か月で検証する必要がある
- より多くのデータが必要になることを考えると、理事会の金利の決定は見通しが利用できる会合が適していると思うか
 - ✓ まず見通しについては、我々の見通しではなく、スタッフによる見通しである
 - ✓ スタッフ見通しは、意思決定を行う上で非常に役立つものだが、それは見通しの会合時のみで決定することを意味しない
 - ✓ 常にデータに依存している
 - ✓ ただし、明らかに見通しの会合時には多くのデータが得られる
- 理事会の政策金利の将来経路について意見が割れたか。今回の決定は全会一致だったか
 - ✓ (今回の決定は) 1 人の中銀総裁を除いた全員の意見が一致した
 - ✓ 今後について、我々の経路がデータに依存し、会合毎に決定されるという点については全会一致で異論はなかった
- 数か月前、あなたはユーロ圏の人々の前で、理事会がインフレの首を折ることを決心していると約束した。首は折れたといえるか。現在のデータや見通しを見て、疑問を抱く人もいると思うが、どう考えるか。会議前には今回の決定が正しい時期に行われたのかという疑問が多く効かれ、インフレが正しい軌道に載っているか疑問視する向きもある。欧州議会の投票が始まっているが、欧州機関に対する批判も多く見られる。E C B がインフレ対策に真剣に取り組んでいないという印象を持つ人がいるかもしれない時期にこれらの決定を行うことは本当に適切

なのか

- ✓ 我々は極めて真剣にインフレと戦っていると保証できる
- ✓ 我々のインフレを抑制し、物価の安定を取り戻すという決意に疑問の余地はない

- B B V Aがサバデル買収に成功した場合の、スペイン銀行の集中度とそれにより発生することについてどう思うか。競争や金融安定への問題となる可能性はあるか
 - ✓ (デギンドス副総裁) 我々はまだ確定していない取引について詳しく述べたり、コメントしたりはしない
 - ✓ 我々は合併や銀行持ち分の取得といった種類の取引について評価を行うが、この評価は健全性や支払い能力の問題に基づいて行われる
- 今の状況下で、中立金利が現在どのような位置にあるのかより明確にしてもらえるか
 - ✓ 中立金利については、特定の数値を示したり、中立金利やそのレンジを特定したりすることを機械的に控えている
 - ✓ 預金ファシリティ金利が4%から3.75%に移行しても中立金利付近ではなく、道半ばである
- 利下げに賛成しなかった中銀総裁はより大幅な利下げと据え置きのどちらを求めているのか。可能であれば議論を教えて欲しい
 - ✓ 特定人物に関する審議のプライバシーであり、それはできない
 - ✓ あなたはすぐにその人物を特定し、彼から情報を得ることができるだろう
 - ✓
- クロアチアから来たが、クロアチアの5月のインフレ率は4.3%でベルギーに次いで2位である一方、前期の成長率は3.9%とユーロ圏で最も高かった。本日の決定は、我々のリスクとなるのか。何を期待しているのか。ユーロ圏全体に影響を及ぼす決定で、インフレ率が本当に低下すると予想することは難しい
 - ✓ E C Bの立場からすれば、ユーロ圏全体のデータを見る必要があり、特殊性に踏み込むことができない
 - ✓ 我々は乖離に留意する必要がある、実際に近々公表する予定だが、収れん報告書を発行し、乖離を特定し、各国がどの程度収れんしているかをまとめている
 - ✓ ディスインフレ過程は継続し、すべての加盟国に適用されると信じているが、ペースと加盟国間の一貫性については課題となる
 - ✓ 大きな課題にならないことを願っている
- フランスのマクロン大統領はE C Bの責務を経済成長と気候保護に拡大しようと提案している。これに対する見解は
 - ✓ 我々は物価安定の責務が金融政策戦略の確固たる指針と境界を提供していると信じてい

る

- ✓ 我々には、それを変更する必要性や権限、能力はない
- ✓ また、物価安定を提供し、持続的な投資に予測可能性を与えることは、我々が気候変動との闘いに関連してできる様々な貢献のひとつであることは確かである

- シュナーベル氏のドットプロットを公表するという提案に対するあなたの見解に興味がある。
このアイデアを支持するか
 - ✓ ドットプロットは興味深い概念だと述べるまでにしておきたい

(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。