

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

—今回は据え置き、次回は文字通りデータ次第か

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: 政策金利は据え置き

7月18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）】

- 最新の情報は総じて、前回の中期的なインフレ見通しへの評価を支持するものだった
- 短期的には人件費は高止まりすると見られる
- 成長率に対するリスクは下方に傾いている
- 今回の会合では、金融政策が、データ依存で、会合毎に、事前の金利経路の確約なく行われるという事項が全会一致で決定した
- データ依存だが、それは特定データ（data point）に依存することを意味しない

2. 金融政策の評価: 次回の政策決定は、文字通りデータ次第に

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。ECBは前回6月に政策金利の引き下げを決定したが、連続利下げは見送った。

声明文や冒頭説明での景気評価では、域内インフレ圧力の強さやサービスインフレの高さが続く一方で、利益の縮小がインフレ圧力の緩和に寄与していると評価しつつ、概ね前回6月のインフレ見通しを補強する内容だったとした。なお、成長に関するリスクバランス評価は「下方に傾いている」として「短期的には均衡、長期的には下方に傾いている」との前回評価からやや下方修正された。

前回6月の利下げ時にはその前の4月の会合で利下げを示唆する声明（「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」との記載）や理事会メンバーによる利下げ示唆の発言が数多くあり、積極的に利下げを織り込ませるコミュニケーションがなされた。次回9月の利下げを予測する向きもあるが、今回の会合では次回9月の利下げに対する示唆がほとんどなかったため、質疑応答で今後の利下げに関する質問もいくつか見られた。ラガルド総裁は、これまでと同様、データ依存で会合毎に判断を行い、金利経路を事前に確約しない点を強調しており、次回9月の政策判断は、（今後、理事会メンバーから示唆が増える可能性はあるもの）文字通り

データ依存の色彩が強くなるだろう。それだけに、今後発表されるインフレ率やラガルド総裁が言及する賃金、利益、生産性データ、理事会メンバーの発言への注目度は高いと言える。

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据え置くことを決定した
 - ✓ 最新の情報は総じて、理事会の前回の中期的なインフレ見通しへの評価を支持するものだった
 - ✓ 5月には一時的な要因によりいくつかの基調的なインフレ指標が上昇したが、6月はほとんどの指標が横ばい、もしくは低下した
 - ✓ 予想通り、賃金上昇率の高さによるインフレ圧力は利益で緩和されている
 - ✓ 金融政策は資金調達環境を制限的に保っている
 - ✓ 同時に域内インフレ圧力は依然として強く、サービスインフレは高く、ヘッドラインインフレ率は来年にかけて目標を上回る状況が続くと見られる

- 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
 - ✓ 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、基調的なインフレ率の動向、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

- (パンデミック緊急資産購入プログラム (PEPP) の保有削減の記載は削除)

(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 : 4.25%
 - ✓ 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%

(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)

- ✓ ユーロシステムはもはやPEPPの元本償還の全額を再投資せず、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政策姿勢への言及）
- 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）

- 最新情報では、ユーロ圏経済は 4-6 月期に成長すると見られるものの、1-3 月期よりも鈍化すると思われる
 - ✓ サービス業が引き続き回復を主導する一方、工業生産と財貿易は弱さが続いている
 - ✓ 投資指標は不確実性が高まる中、24 年の成長鈍化が示唆されている
 - ✓ 将来については、低インフレと高い名目賃金による実質所得の改善を主因に、消費が回復を支えることが期待される
 - ✓ 加えて、世界的な需要の高まりに伴って輸出も伸びるだろう

- ✓ さらに、金融政策による需要鈍化も、時間の経過にともない影響が弱まるだろう
- 労働市場は引き続き強靱である
 - ✓ 失業率は変わらず5月に6.4%とユーロ圏発足以来の最低水準を維持している
 - ✓ 雇用者数は、労働力人口と同じペースでの増加に支えられ1-3月期に0.3%成長した
 - ✓ 主にサービス部門を中心に、さらに多くの職が4-6月期には生み出されると見られる
 - ✓ 企業は高水準からではあるものの、段階的に求人を削減している
- 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EU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鍵となる要素だろう
 - ✓ 我々はEU加盟国に対して財政の持続可能性強化を求める欧州委員会のガイダンス、およびユーログループの25年に向けた財政スタンスへの声明を歓迎する
 - ✓ EU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、ディスインフレ過程が持続的に進むよう、引き続きディ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」との記載は削除

（インフレ）

- インフレ率は5月の2.6%から6月には2.5%に低下した
 - ✓ 食料インフレは6月に2.4%となり5月から0.2%ポイント上昇する一方、エネルギー価格は引き続きおおむね横ばいだった
 - ✓ 6月の財インフレとサービスインフレは変わらず、それぞれ0.7%と4.1%だった
 - ✓ いくつかの基調的なインフレ指標は5月に一時的な要因で上昇したが、6月はほとんどの指標が横ばい、もしくは低下した
- 域内インフレは引き続き高い
 - ✓ 賃金も過去の高インフレを埋め合わせるため、依然として高止まりしている
 - ✓ 1-3月期には減速したものの、高い名目賃金と生産性の弱さが単位労働コストの押し上げに寄与している
 - ✓ 賃金調整のずれの特性と一過性の支払の寄与が大きく、短期的には人件費は高止まりすると見られる
 - ✓ 同時に、1人あたり雇用者報酬の最近のデータは、来年にかけて賃金上昇率が緩和するという最新の調査が示す期待に沿った動きとなっている
 - ✓ 加えて、1-3月期には利益が縮小し、高い単位労働コストのインフレへの影響を相殺して

おり、調査では利益は短期的に引き続き弱いことが示唆されている

- インフレ率は、一部はエネルギー価格に関連したベース効果によって、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、過去のインフレ高騰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下方に傾いている（「短期的には均衡、長期的には下方に傾いている」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)

- 6月の政策金利引き下げが短期市場金利に円滑に波及する一方、広範な資金調達環境はやや変動が大きくなっている
 - ✓ 資金調達費用は、我々の過去の政策金利引き上げが伝達経路に波及を続けているため、引き続き制限的である
 - ✓ 資金借入の平均金利は企業向けで5月に5.1%に低下、住宅ローンは引き続き3.8%だった
- 借入への信用基準は引き続き厳格化している

- ✓ 最新の銀行貸出動向調査では、企業向け貸出金純は4-6月期にやや厳格化する一方、住宅ローン向けはやや緩和した
- ✓ 企業の借入需要はやや低下する一方、家計の住宅ローン需要は22年初以来の伸び率となった

➤ 総じて、信用動向は引き続き弱い

- ✓ 企業や家計への銀行貸出は5月に前年比0.3%に成長し、前月からわずかに上昇した
- ✓ M3で計測される広義通貨は5月に1.6%となり、4月の1.3%から上昇した

(結論)

➤ (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

(質疑応答 (趣旨))

➤ 域内物価圧力がまだ高いと言及されたが、賃金、利益、生産性に関する議論で最大の懸念は何か、9月に追加利下げするためにはどのようなデータを得る必要があるのか

- ✓ 域内インフレは高く、私がWPPと呼ぶ賃金(wage)、利益(profit)、生産性(productivity)に大きく左右されると考えている
 - ◇ 名目賃金は購買力低下を補うために今年、大幅に上昇している
 - ◇ 多くの調査や企業電話調査、特にSAFE調査の公表によれば、賃金上昇傾向は25年に大幅に低下し、26年にはさらに低下することが示唆されている
 - ◇ 生産性は23年10-12月期には▲1%、現在も▲0.6%と低水準で回復も限られている
 - ◇ 我々は需要の回復に伴う消費の増加により、保持されていた雇用者が財生産やサービス部門の需要に反応する形で生産性が上昇することを期待している
 - ◇ 6月にはやや改善しており、さらに需要が回復することを期待したい
 - ◇ 利益は23年末と比較して反転し、単位利益がマイナスに転じた
 - ◇ つまり、物価へのキャッチアップとその他の要因による人件費上昇を追加的に吸収した

- ✓ 私は、データに依存するが、それは特定データ (data point) に依存することを意味しない

➤ 財政政策について。ユーロ圏の一部の国が大幅な財政赤字で財政健全化が遅れていることは、2%への回帰を難しくし、場合によっては金融安定における問題になると懸念しているか

- ✓ 我々は、財政ガバナンス枠組みの一連の規則を支持、合意したすべての加盟国が、これらの規則と原則を実際に適用することを強く支持する

➤ 9月の潜在的な金利変更について。すべてが現状通りで、見通し通りの指標となった場合、9月には利下げがなされるのか

- ✓ 本日の決定は全会一致であり、決定はデータ依存で、会合毎に、事前の金利経路の確約な

く、行われるというものだった

- ✓ 9月の決定は開かれており (open)、今後発表されるすべてのデータに基づいて決定される

- 現在、米国から聞かれる高関税とさらなる貿易摩擦の可能性について。インフレ再燃という効果の観点からも理事会で議論されているのか
 - ✓ 分断化 (segmentation)、断片化 (fragmentation) から生じるリスクに関しては理事会内部でも議論する予定である
 - ✓ 明らかに関税が維持されるか引き上げられるかは重要である
 - ✓ 輸出は回復の主要な原動力の一部であるため特に重要と言える
 - ✓ 将来、誰がどのような政治的決定を行うにせよ、注視する領域である

- 今回の決定は全会一致とのことだが、将来の利下げやその利点について誰か議論したか
 - ✓ 理事会では1日目に多くの討論、議論を行い、意見を出し、2日目にチーフエコノミストのレーン理事が政策提案をする
 - ✓ 今回は、全員がレーン理事の提案を支持した
 - ✓ これは3つの主要金利の据え置き、会合毎のデータ依存性、事前の金利経路の確約がないことが含まれる

- 25年後半のインフレ目標達成について、6週間前よりも自信は増しているか、少なくなっているか
 - ✓ 我々は今後の数週間から数か月、追加の (特定データではなく) データを様々な角度、形から詳細に分析する段階にあると考える
 - ✓ より多くのデータが、もし実際に、現在進んでいるデイスインフレ過程を裏付けるものであれば、我々の自信はさらに強まるだろう

- 本日、フォンデアライエン氏が新しい5年の責務に選出された。パリでは政治的に大きな切が立ち込めており、比喻を用いればシンクロナイズドスイミングで見られるような動きとは程遠い。この点に照らして、フォンデアライエン氏の選出についてコメントをもらえるか
 - ✓ フォンデアライ委員長の今朝の声明は、我々は議論の最中のことであるのでコメントするつもりはない
 - ✓ 現時点では、大差で再選されたことに祝意を示したい
 - ✓ もちろん、欧州レベルでの提案は、非常に注視していく

- 耳にしたかもしれないが、最近の調査におけるECBスタッフの約40%が燃え尽き症候群に苦しんでいるという事実が、金融政策の過程全体、過去2日の会合だけでなく、それまでの過程も含めた過程を妨害していると感じるか
 - ✓ 80から90%とは言わないが、職員の大多数がECBで働くこと、欧州の同胞の利益のために働くという使命に高いモチベーションを有している

- ✓ 彼らの多くが非常に多くの仕事をしていることに留意する必要がある、もちろん多くのプログラムを用意している
 - ✓ またそのような仕組みを強化してきた
 - ✓ 例えば、ECB総裁に就任して以降、内部告発制度を導入し、今年初めにメディエーターを採用し、リーダーシップやモチベーションを高めるだけでなく励ますことの重要性を理解するためのワークショップを数多く開催したい
 - ✓ 今後も、こうした取り組みを続けるつもりだ
- 仮に賃金上昇が予想通りに減速しない場合、ECBはどの程度の経済減速、需要鈍化が必要だと考えるか
- ✓ 各国中央銀行が公表している数字を信じるならば、25年と26年の前半には2%目標に完全に合致する数字に戻ると見ている
 - ✓ 我々の前提に対する多くの証拠や、モデル主導と経験則の双方による将来への多くの理解があるため、すべて完全に間違っているという仮定は受け入れられない
 - ✓ もし間違っていたら、通常すべきことをするつもりだ
 - ✓ 速やかに2%目標に戻るために、データに基づいて再評価し、決断を下し、制限的な行動を続け、必要があればさらに制限を強める
- トランプ氏が11月の大統領選挙前の世論調査で優勢だが、もし彼が勝利した場合、欧州のインフレ率と成長率にはどのような影響があるか
- ✓ 政治的な展開について推測はしない
 - ✓ もちろん、その結果としての、例えば、関税引き上げや、ユーロ圏外における貿易や金融で強く結びついている国の政策については考慮する必要がある
 - ✓ 明らかに、特に米国の金融市場の大きさを考慮すれば、米国の展開がEUやユーロ圏にどのような結果をもたらすかについて注意深く評価されるだろう
- 域内インフレ圧力は依然として強く、サービスインフレは高く、ヘッドラインインフレ率は来年にかけて目標を上回る状況が続くと見られるとの文章について。新しくはないが、なぜ利下げを見送ったかはよくわかる。金利の確約経路なしに将来を見た場合、この文のどこに利下げのヒントを見出すべきか。利下げの軌道に乗っていると安心させるためには何を変えるべきか
- ✓ 私たちがディスインフレの過程にあり、正しい方向を向いている確信し、自信を強めるためには今後数週間か数か月間に入手できるすべてのデータ、指標を見る必要がある
- ユーロ圏の銀行貸出調査について、信用は弱すぎるのか、もう少し詳しく教えて欲しい。制限的な領域にあるので、資金調達環境の正常化が弱すぎるのか。私にはしばらくの間、制限的な領域にとどまり続けるように感じられる
- ✓ 企業と家計で少し違いがある
 - ✓ 企業では金利が下がったが、信用需要は極めて低い

- ✓ 住宅ローンの金利に変化はないが、住宅ローン需要には増加が見られる
 - ✓ 企業側については、投資動向と関連し将来の回復につながるためより詳しく見ていきたい
- 前回の記者会見で、あなたは利下げ過程 (dialling back process) にいる可能性が高いと述べた。今、この可能性は強くなっているか
- ✓ 我々はデフインフレ軌道に乗っている一方、同時に域内インフレ圧力は引き続き強く、賃金、利益、生産性の相互関係はその経路に不確実性を生み出している
 - ✓ 「一方では、他方では、」という状況のため、今回の会合では何も決定せず、今後の会合ではデータを観察、分析して我々が軌道に乗っているのかの確信を強めることができるかを決定する
- スペイン中銀の新総裁が不在の現状についての見解を知りたい。任命されないまま9月を迎えると見ているか
- ✓ (デギンドス副総裁) 本日は、スペイン中銀を代表してデルガド副総裁が出席した
 - ✓ 彼女はよい代表であり、自分の主張を述べ、ラガルド総裁が言及した全会一致の決定の一部となった
 - ✓ スペイン中銀総裁の選出はスペイン政府に権限がある
 - ✓ スペイン政府は次回の会合までにだれかを任命すると明言している
 - ✓ 次回の会合までに新しいスペイン中銀総裁が任命されることを希望しているが、政府の建言である
- 成長について。これが理事会にとってより大きな課題になっているなら、あなたのプロセスにも影響を及ぼすように思われる
- ✓ 成長は明らかに我々が注意深く見ているものであり、我々は回復を観察している
 - ✓ 「好循環」と呼んでいる、サービス業の雇用の多さとサービス消費により支えられているサービス業が主導する回復と言える
 - ✓ また、将来の見通しを持つために役立つのは投資水準で、我々は注意深く見ており、依然として弱く、厳しい資金調達環境や企業が経験する不確実性がその要因と言える
 - ✓ 我々の回復がどこからきているのかを注意深く観察し続けるつもりである
- 今は夏で、読書の季節である。次のラウンドで何をすべきか、次に再検討する可能性の高い分野についての考えを新たにするために、あなたの読書リストには2021年の戦略見直しが含まれているのか
- ✓ 戦略見直しをするのではなく、戦略見直しの評価を行う
 - ✓ まもなく開始され、25年後半には結果が出る見込みである
 - ✓ インフレ目標は議論されず、ドットプロットも議論対象外である
- インフレ率はEU諸国で大きく異なる。例えばフィンランドやイタリアでは1%を割っている。

そして実際には利下げが必要である。E C B理事会にとって一部の国のインフレ率が高すぎる
こと、そして成長のためには利下げが必要であることはどれほど大きな問題なのか

- ✓ それがユーロ圏の魅力である
- ✓ 我々はユーロ圏全体のために決定を行っており、国家や加盟国に基づいた特定の意思決定
をできないことを把握している。

(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。