

経済・金融  
フラッシュ

## ECB政策理事会

## ー予想通り利下げ、今後は引き続きデータ次第

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: 利下げを決定

9月12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】

- ・政策金利の引き下げを決定（預金ファシリティ金利で0.25%ポイントの引き下げ）

## 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・見通しは実質成長率を24年0.8%、25年1.3%、26年1.5%と予想（下方修正）  
（前回6月は24年0.9%、25年1.4%、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（変更なし）  
（前回6月は24年2.5%、25年2.2%、26年1.9%）
- ・コアインフレ率を24年2.9%、25年2.3%、26年2.0%と予想（24年・25年を上方修正）  
（前回6月は24年2.8%、25年2.2%、26年2.0%）
- ・0.25%ポイントの利下げは全会一致で決定した

## 2. 金融政策の評価: タカ派でもハト派でもない

ECBは今回の会合で、市場予想通りとなる預金ファシリティ金利の0.25%ポイントの引き下げを決定した（なお、3月に決定していた運用枠組み見直しの結果に基づき、その他の政策金利はスプレッドが縮小された）。今回の利下げサイクルにおいては、前々回6月の利下げに続く2回目の利下げとなる（前回7月は金利を据え置き）。

今回公表されたスタッフ見通しではインフレ見通しは変更なし、コアインフレ率はやや上昇修正、成長率はやや下方修正という内容だった。コアインフレ見通しにはサービスインフレの高止まりを反映、成長率は内需の弱さが反映された。総合インフレはエネルギー価格の低下がサービスインフレの高止まりを相殺する形となった。見通し数値は小幅に修正されたが、大きなディスインフレが着実に進み、実質所得の改善によって成長率が回復していくというシナリオに変更はなかった。金融政策への示唆としても、サービスインフレの粘着性は慎重な利下げにつながる一方、景気減速懸念の高まりは利下げを促す要因にもなり、タカ派ともハト派とも言えない内容と考えられる。

質疑応答では、今後の利下げや中立金利に関する質問が見られたが、ラガルド総裁は先行きの金融政策に関する言質は与えず、データに依存して会合毎に決定を行うこと、特定のデータではなく

様々なデータを勘案すること、中立金利は観測不可能であり都度データを見ながら確認すること、など従来のスタンスを述べるにとどまっている。

当面はこれまでと同様、データ依存のもとインフレ率や賃金・利益・生産性といった関連データ、理事会メンバーの発言に注目が集まる状況が続くだろう。

### 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、金融政策姿勢の操作に用いる預金ファシリティ金利を 0.25%ポイント引き下げることを決定した
  - ✓ 理事会の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の評価に基づいて、金融政策の引き締め度合いを一段と緩和させることが適切である
- 最新のインフレデータは総じて予想通りであり、最新のECBスタッフの見通しは前回のインフレ見通しを再確認するものとなった
  - ✓ スタッフ見通しでは総合インフレ率を年平均で 24 年 2.5%、25 年 2.2%、26 年 1.9%と見ており、6 月見通しと同じである
  - ✓ インフレ率は、エネルギー価格の前年比での急落が終わることで、今年の残りは再び上昇すると予想される
  - ✓ その後、インフレ率は来年後半にかけて我々の目標に向かって低下するだろう
  - ✓ コアインフレ率見通しは、サービスインフレが予想よりも高いことから、24 年と 25 年をやや上方修正した
  - ✓ 同時にスタッフは、コアインフレが急速に低下し、今年の 2.9%から 25 年は 2.3%、26 年は 2.0%となると予想している
- 賃金が依然として急ペースで上昇しているため、域内インフレは引き続き高い
  - ✓ しかしながら、人件費圧力は緩和しており、利益は高い賃金によるインフレへの影響を部分的に緩和している
  - ✓ 資金調達環境は引き続き制限的で、経済活動は、弱い民間消費と投資を反映して依然として低迷している
  - ✓ スタッフ見通しでは、経済は 24 年に 0.8%成長し、25 年に 1.3%、26 年に 1.5%に上昇する
  - ✓ これは先々数四半期の域内需要が弱いことを主因として、6 月の見通しよりやや下方修正された
- 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
  - ✓ 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

- 24年3月13日に公表された通り、金融政策の運用枠組みの変更が9月18日から開始される
  - ✓ 特に、主要リファイナンスオペ金利と預金ファシリティ金利のスプレッドは0.15%ポイントとなる
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利と主要リファイナンスオペ金利のスプレッドは0.25%ポイントで変更されない

#### (政策金利、フォワードガイダンス)

- 理事会は預金ファシリティ金利を0.25%ポイント引き下げることと決定した(金利の引き下げを決定、運用枠組み見直しにもとづくスプレッドの縮小も実施)
  - ✓ 預金ファシリティ金利は理事会が金融政策姿勢の操作に用いる金利である
  - ✓ 加えて、24年3月13日の運用枠組み見直しで公表された通り、主要リファイナンスオペ金利と預金ファシリティ金利のスプレッドは0.15%ポイントとなる
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利と主要リファイナンスオペ金利のスプレッドは0.25%ポイントで変更されない
    - ◇ 主要リファイナンスオペ(MRO)金利：3.65%
    - ◇ 限界貸出ファシリティ金利：3.90%
    - ◇ 預金ファシリティ金利：3.50%
    - ◇ 24年9月18日から実施

#### (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(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、経済見通し、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)

- 経済は1-3月期の0.3%成長の後、4-6月期は0.2%成長となり、我々の最新の見通しを下回った
  - ✓ 成長は、主に純輸出と政府支出からもたらされた
  - ✓ 民間域内需要は弱く、家計消費は低下し、企業は設備投資を縮小し、住宅投資は落ち込んだ
  - ✓ サービスが成長を支える一方で、工業と建設業はマイナス寄与となった
  - ✓ サーベイ指標によれば、回復は引き続き向かい風に直面している
- 我々は、時間の経過とともに、実質所得の上昇が家計消費の増加を促し、回復が進むと予想している
  - ✓ 制限的な金融政策が段階的に緩和される効果も、消費と投資を支えるだろう
  - ✓ 輸出も、引き続き世界需要の回復が進むにつれて、成長に寄与するだろう
- 労働市場は引き続き強靱である
  - ✓ 失業率は概ね変わらず、7月は6.4%となった

- ✓ 同時に雇用者数の伸びは、1-3 月期の 0.3%から 4-6 月期には 0.2%に減速した
  - ✓ 最近のサーベイ指標では労働需要のさらなる緩和が示されており、求人率はコロナ前の水準まで低下した
- 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
- ✓ マリオ・ドラギ氏の欧州の競争力の将来に関する報告書とエンリコ・レッタ氏の単一市場の強化に関する報告書は、喫緊の改革の必要性とそれを実現するための具体的な提案を実施している
  - ✓ EUの修正された経済統治枠組み (economic governance framework) が完全に、透明性を持って、遅延なく実行されることは、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
  - ✓ 政府は財政・構造政策の中期計画 (medium-term plans for fiscal and structural policies) において、この方向に向けた力強い一歩を踏み出すべきである

### (インフレ)

- ユーロスタットの速報値によると、インフレ率は 7 月の前年比 2.6%から 8 月には 2.2%に低下した
- ✓ エネルギー価格は前月の前年比 1.2%増から 3.0%の下落となった
  - ✓ 財インフレとサービスインフレは逆方向に動いている
  - ✓ 財インフレは 7 月の 0.7%から 0.4%に低下する一方、サービスインフレは 4.0%から 4.2%に上昇した
- 基調的なインフレ率のほとんどの指標は、概ね 7 月は変化がなかった
- ✓ 域内インフレは 6 月の 4.5%から 4.4%にわずかに低下し、賃金を主因とする強いインフレ圧力がある
  - ✓ 妥結賃金上昇率は引き続き高く、いくつかの国で一時金払いによる影響が大きいこと、賃金調整が不連続に実施されるという特性から、今年の残りにかけて変動が大きくなるだろう
  - ✓ 同時に総じて人件費の伸びは緩和している
  - ✓ 1 人あたり雇用者報酬の伸びは 4-6 月期に 4.3%の伸びとなり、4 四半期連続で減速、ECB スタッフの見通しでは、来年はさらに大幅に低下する
  - ✓ 生産性は低迷しているものの、単位労働コストは 1-3 月期の 5.2%から 4-6 月期には 4.6%となりそれほど強くなかった
  - ✓ スタッフは単位労働コストが、賃金上昇率の低下と生産性の回復に伴って引き続き見通し期間にわたって低下すると予想している
  - ✓ 最後に、利益は高い人件費によるインフレへの影響を部分的に相殺し続けている

- このデフレーション過程は人件費圧力の解消と過去の制限的な金融政策の影響が消費者物価に波及することに支えられるとみられる
  - ✓ 長期のインフレ期待の多くの指標は2%近くとなっており、市場で観測される指標は7月の会合以降、その水準に近づいている

### (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
  - ✓ 世界経済の軟化や主要経済圏による貿易摩擦の激化といったユーロ圏輸出に対する需要の低さ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
  - ✓ 金融政策引き締め効果がラグをもって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、世界成長見通しの低迷とインフレ圧力懸念の後退を主因として、7月の会合以降、大幅に低下した
  - ✓ 夏場の世界市場の緊張は、一時的にリスクの高い市場における金融調達環境の厳格化につながった
- 総じて、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
  - ✓ 新規の企業向け金利と住宅ローン金利は平均でそれぞれ7月に5.1%と3.8%で高止まりしている
- 需要が低迷するなか、信用伸び率も低迷している



- ✓ 企業向け銀行貸出は7月に0.6%の伸びで6月から低下、家計向け貸出は0.5%にやや上昇した
- ✓ M3で計測される広義通貨は7月に2.3%となり、6月と同じであった

#### (結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

#### (質疑応答 (趣旨))

- 0.25%ポイントの引き下げか、0.50%ポイントの引き下げかについて。なぜ0.25%ポイントだったのか
  - ✓ 決定は全会一致だった
  - ✓ 通常実施しているように、3つの鍵となる基準に照らしてデータを見ることによって明確に示している
- 将来について、FRBが利下げを行おうとしており、マクロ経済見通しは依然より悲観的となっている。インフレは戻りつつある。年末までにさらに0.50%ポイントの利下げを行うと予想する市場は正しいか
  - ✓ 我々は引き続きデータに依存している
  - ✓ 我々は会合毎に決定を行う
  - ✓ 我々の経路は、方向としては低下していくことが明らかだが、回数(sequence)も幅(volume)も事前に決まっていない
  - ✓ また、データ依存とは特定のデータ依存ではなく、あらゆる指標を見ている
- 10月会合まであと5週間である。3月の言葉を借りれば、来る10月17日には多くのことを知ることができるか、それとも少ししか知ることができないのか
  - ✓ 10月17日まで5週間というのは、過去の間隔と比べると比較的短い
  - ✓ 我々はデータに依存し、会合毎に決定を行う
  - ✓ 特定の日付に関するいかなる確約もするつもりはない
  - ✓ 経路は全く事前には決定していない
- ECBが何年もの間擁護している銀行の国境を超えた統合について。ユニクレディットがコメルツ銀行の株式を取得して、それが実現しつつあるように思われる。ECBはこの現象を歓迎しているか
  - ✓ 個別機関に関するコメントはしていない
  - ✓ 我々には、監督機関であるSSM(単一監督メカニズム)による明確な手続きがあり、関係監督機関が規制要件を完全に認識し、従うと確信している
  - ✓ 数週間のうちに、多くの当局が望んできた国境を超えた統合の過程が進むことは興味深い

- 金利をしばらくの間、十分に制限的にする必要があると述べた。E C Bはもはや十分に制限的でなくなるまで何回の利下げができるのか。いわゆる中立金利と呼ばれるものはどこにあると考えているか
  - ✓ 十分に制限的にするまで、制限的にする
  - ✓ 25 年の下半期にインフレ率が目標に到達するというベースラインの見通しを基準に、ベースラインの変化を観察し、どの程度利下げを続けるべきか、十分に制限的なのかを決定する
  - ✓  $r^*$ は観測不可能な概念であるため、考えを述べるつもりはない
  - ✓ それに近づけば、より良く知る事ができるだろう
  - ✓ スタッフは  $r^*$ に関する非常に優れた論文を発表し、かつてより上昇している可能性がある」と指摘するが、私がそれを支持している訳ではない
- 利下げの効果について。課題の大半ではないとしても、少なくとも一部は構造的な問題であるなか、利下げはユーロ圏経済をどの程度押し上げるのか
  - ✓ 明らかに決定と、実際に影響が感じられ経済に反映されるまでには時間差がある
  - ✓ 我々が現在観測しているのは、およそ 2 年近く前の引き締めの方針の影響である
  - ✓ GDP との関係では、ピークに達したと考えているが、影響は続いており、下向きの影響が続くとみられる
  - ✓ また、ドラギレポートが指摘する構造改革と実践的な提案は、欧州がより強くなるために役立つだけでなく、中央銀行が金融政策でより良い結果を出すことにも役立つ
- インフレ率が目標を下回るリスクについて懸念しているか。フランスでは、INSEE（フランス国立統計経済研究所）が 12 月にインフレ率が 1.6%になると予想しており、原油価格はコロナ禍以降で最低である。これはリスクか
  - ✓ ユーロ圏ベースでの仕事をしているため、国固有の問題には回答しない
  - ✓ 我々は、このリスクには明らかに注意を払わなければならない、それは目標が 2%安定である理由であり、戦略見直しで提示したように中期的には対称でなければならない、引き続き完全に妥当である
  - ✓ エネルギーは物価を上昇させると同時に下落させる要因でもある
  - ✓ これは外生的な問題で、再び変動する可能性があり、そのことに備える必要がある
- マリオ・ドラギ氏の報告書について。金融政策やE C Bの責務への影響はあるか
  - ✓ ドラギレポートやレターレポートの提案のいくつかは、単一市場を達成し、競争力を改善させるという補完的なもので、我々が特に懸念していることに直接関連している
  - ✓ 特に単一市場同盟については、理事会が強い見解を有しており、意見も公表している
  - ✓ マリオ・ドラギ氏の報告書にはE C Bの責務を修正すべきとの提案は見られなかった
  - ✓ 我々はこの責務を果たすつもりである
  - ✓ マリオ・ドラギ氏の提案は多くが構造改革と関連している



- ✓ 関連当局が真摯に受け止め、構造改革への道筋が見えてくることを非常に期待している
- サービスインフレについて。最新データは再び上昇した。これをどの程度懸念するか。またコアインフレ率の見通しを若干引き上げた点について、今後のリスクをどう見ているか
  - ✓ サービスインフレは4.0%から4.2%に上昇したが、多くの要素は低下経路を辿っており、パック旅行 (holiday packages) や保険料といった一部の品目が上昇している
  - ✓ 賃金、利益、生産性を注視しており、サービスインフレが低下方向に向かうとの自信を与えてくれるものである
  - ✓ 賃金の伸びがより緩やかになり、利益がより賃金上昇を吸収し、循環的な生産性上昇が見られることで、サービスインフレは現在よりも低下することになるだろう
- ドラギレポートについて。ECBはドラギ氏の提案の実施を促すために、金融政策を調整するつもりはあるか
  - ✓ 構造改革は中央銀行の責任ではなく、各国政府に責任がある
- ドイツ経済がこれほど減速することを予想していたか、また、これはあなたの見通しやリスクバランスにどのように反映されているか
  - ✓ ドイツ経済の減速はブンデスバンクにより予想され、またECBでも予想していたし、ユーロシステム全体で共有されている
- ウニクレディトとコメルツ銀行について。すべての健全性要件 (prudential requirements) とバッファを遵守した上で、汎欧州銀行が誕生することはユーロ圏全体の産業にとって肯定的だと考えるか
  - ✓ 汎欧州銀行はかなりの数、存在していると考えている
  - ✓ 国境を超えた2つの大きな機関の統合については、規制の観点から検討されるもので、銀行同盟が達成されれば、国境を超えた合併を期待する人の多くを満足させるだろう
- 預金金利の決定は全会一致であったことを強調しているが、全会一致でなかった他の決定があったのか
  - ✓ (明確な回答なし)
  - ✓ 我々は、最新データやスタッフによって提供された分析について広範な議論を行った
- 見通しについて。一方では、インフレ見通しは変更せず、他方では弱い域内需要を要因として成長見通しを修正しており、これはインフレの主要な要因ともなる。これはどのようにつつまが合うのか
  - ✓ ヘッドラインインフレは修正していないが、コアインフレは24年と25年を0.1%ポイント引き下げた
  - ✓ エネルギー価格が大きな低下圧力となりヘッドラインインフレに恩恵をもたらした

- ✓ 成長率見通しの下方修正は、インフレが大幅に低下し、所得が増加しはじめたのに、回復期待があった消費が回復しなかったことによる
- スペイン銀行の新総裁であるエスクリバ氏を迎えての第一印象を教えてください。また、理事会に対してどのような貢献を期待するか
  - ✓ 他の総裁同様、非常に有益な貢献をした
  - ✓ 他の総裁が理事会のテーブルを囲む際と同様、スペインの状況に触発された個人的見解を述べるだけでなく、欧州的な側面を持つことを期待している

---

(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。