

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

—弱いデータが連続利下げを後押し

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:連続利下げを決定

10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）】

- 0.25%ポイントの利下げは全会一致で決定した
- インフレに関する最新の情報はディスインフレ傾向が順調に進んでいることを示している
- インフレ見通しは、経済活動の最近の下方サプライズの影響を受けている
- インフレ見通しに対するリスクはおそらく上振れよりも下振れが大きい

2. 金融政策の評価:経済減速でインフレも下振れリスクを警戒

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。前回9月の会合時点では今回10月の利下げを予想する向きは限定的であったが、前回会合以降に公表された弱い経済指標や、インフレ率の実績データの下振れなどを受けて連続利下げに踏み切っている。

声明文や記者会見での冒頭説明においては、成長率に対するリスクが下方に傾いているという従来の判断を維持しつつ、景況感や信頼感が低く、内需回復が遅れるリスクに言及している。インフレについても、内需の弱さがインフレの下振れリスクとなる可能性に触れている。なお、冒頭説明文においては、従来からインフレリスクについて上方や下方のどちらに傾いているかを明示していないが、今会合では記者会見で、ラガルド総裁がインフレリスクについて、やや下振れリスクが大きいと考えていることを明らかにしている。

今後の政策金利の決定においては、金利経路は事前に確約しないこと、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といった、従来通りの姿勢を繰り返しており、次回12月会合の利下げについても言質を与えなかったものの、経済やインフレ率の下振れリスクへの警戒や、記者会見で利下げ決定が全会一致だったと明らかにされたこともあり、総じてハト派的な印象となった。

データ次第の姿勢に変化がないことから、引き続きインフレ率や賃金・利益・生産性といったデ

一タが注目されるが、それ以上に、景気下振れによるデシインフレの加速への警戒感が増していることから、特に景気停滞感が強いドイツを中心に、景気関連指標への注目度が高まるだろう。このまま景気回復の足取りが遅い状況が続けば、利下げペース加速の思惑も強まると見られる。

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、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、本日、特に理事会が金融政策姿勢の操作に用いる預金ファシリティ金利など3つの主要政策金利を0.25%ポイント引き下げることを決定した
 - ✓ インフレに関する最新の情報はデシインフレ傾向が順調に進んでいることを示している
 - ✓ インフレ見通しは、また、経済活動の最近の下方サプライズの影響を受けている
 - ✓ その間、金融調達環境は引き続き制限的であった

- インフレ率は、今後数か月で上昇し、その後、来年にかけて目標へ低下すると見られる
 - ✓ 域内インフレは依然として高く、賃金上昇率も高止まりしている
 - ✓ 同時に、人件費圧力は引き続き緩やかに緩和しており、一部は利益がインフレへの影響を緩衝させている

- 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
 - ✓ 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

(政策金利、フォワードガイダンス)

- 理事会は3つの主要政策金利を0.25%ポイント引き下げることを決定した(金利の引き下げを決定)
 - ✓ 預金ファシリティ金利：3.25%
 - ✓ 主要リファイナンスオペ(MRO)金利：3.40%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：3.65%
 - ✓ 24年10月23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)

- ✓ A P P 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
- P E P P 元本償還分の再投資実施 (変更なし)
 - ✓ ユーロシステムはもはや P E P P 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 P E P P の再投資を 24 年末で終了する予定である
- 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)

- (バスレスロベニア中銀総裁とスタッフへの感謝の言葉)
- (声明文冒頭に記載の政策姿勢への言及)
- 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)

- 最新の情報は経済活動が予想よりもいくぶん弱いことを示唆している
 - ✓ 製造業生産は、夏の間、とくに変動が大きく、サーベイ調査指標は製造業が引き続き縮小

していることを示していた

- ✓ サービスについては、サーベイ調査は、夏の旅行シーズンの強さに支えられて8月に上向いたことを示したが、最新のデータではより成長は鈍っている
 - ✓ 企業は緩やかにしか投資を拡大しておらず、住宅投資は引き続き減少している
 - ✓ 輸出は、特に財で弱い
- 4-6月期の所得は上昇したが、家計の消費は予想に反して減少した
- ✓ 貯蓄率は4-6月期に15.7%となり、コロナ禍前の平均である12.9%を大きく上回る
 - ✓ 同時に最近の調査は家計支出の緩やかな改善も示している
- 労働市場は引き続き強靱である
- ✓ 失業率は8月に歴史的な低さである6.4%で横ばい推移している
 - ✓ しかしながら、サーベイ調査は雇用増加率の減速とさらなる労働需要の緩和を示している
- 我々は実質所得が上昇し、家計消費も拡大し、時間の経過とともに経済が強まると見ている
- ✓ 制限的な金融政策の効果が次第に解消されることも、消費や投資の支えになるだろう
 - ✓ 輸出も、世界的な需要増に伴い、回復に寄与するだろう
- 財政政策、構造政策は我々の経済をより生産的、競争的、強靱化させるために実施されるべきである
- ✓ 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
 - ✓ そのために、マリオ・ドラギ氏の欧州の競争力強化のための提案と、エンリコ・レッタ氏の単一市場強化の提案を、具体的かつ野心的な構造政策を伴う形で迅速に追求することが肝要である
 - ✓ 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)

- 9月のインフレ率は前年比で1.7%に低下し、21年4月以来となる低水準となった
- ✓ エネルギー価格は、前年比▲6.1%と急激に落ち込んだ
 - ✓ 食料品価格はやや上昇し、2.4%となった
 - ✓ 財インフレは引き続き停滞し0.4%となる一方、サービスインフレは3.9%にやや低下した
- 基調的なインフレ率のほとんどの指標は低下したか、変化がなかった

- ✓ 域内インフレは依然として高止まりしており、ユーロ圏の人件費圧力は引き続き強い
 - ✓ 妥結賃金上昇率は、一時金払いによる影響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、引き続き高く、また変動が大きくなると見られる
- インフレ率は、以前に急激に減少したエネルギー価格が前年比から外れることで、今後数か月で上昇すると見られる
- ✓ インフレ率は、その後来年にかけて目標へ低下するだろう
 - ✓ ディスインフレ過程は、人件費圧力の緩和と過去の制限的な金融政策が次第に消費者物価に波及することに支えられるだろう
 - ✓ 多くの長期的なインフレ期待は2%付近で推移している

(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
- ✓ 信頼感の低さによって、消費や投資が予想通りの速度で回復しない可能性がある
 - ✓ これは地政学的なリスク、例えば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によって増幅される可能性があり、エネルギー供給者や世界貿易が混乱しうる
 - ✓ ユーロ圏の輸出に対する需要の弱さに関しては、例えば、世界経済の弱さや主要経済間での貿易摩擦の激化がユーロ圏の成長率の重しになる可能性がある
 - ✓ 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
 - ✓ 世界経済が予想よりもより強く成長する、もしくは資金調達環境の緩和やインフレ率の低下が迅速な消費や投資の反発を促せば、成長率が高まる可能性がある
- 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、インフレ率は信頼感の低さや地政学的な事件によって消費や投資が予想通りの速さで回復しない、金融政策が予想以上に需要を低下させる、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)

- 短期の市場金利は、ユーロ圏経済の弱さを示すニュースや、インフレ率の低下を主因として、9月会合で低下した
- ✓ 資金調達環境は依然として制限的であるが、平均の企業向けの新規貸出金利、資金住宅ローン金利は8月にやや低下して、それぞれ5.0%と3.7%となった。

- 最新の銀行貸出調査によると、企業向けの信用基準は2年超の積極的な厳格化の後、7-9月期には変化がなかった
 - ✓ 加えて、企業向け貸出需要はここ2年で初めて増加した
 - ✓ 総じて企業向け貸出は引き続き停滞しており、8月は前年比0.8%の成長となった
- 住宅向け信用基準は主に銀行間競争が激化した結果、7-9月期に緩和した
 - ✓ 金利低下と住宅市場の改善見通しが住宅需要を強く増加させている
 - ✓ これに沿って、住宅ローン貸出はやや増加し、前年比で0.6%成長した

(結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- 次の段階について。9月時点の見通しより速やかに2%目標に到達すると聞こえるが、本日の利下げ決定は実際のギア変更を意味するのか。次回以降の数会合はすべて利下げするというのが可能性の高いシナリオなのか
 - ✓ ディスインフレ過程は進行しており、前回会合後に受け取った情報はすべて同じ方向を示しており、下方向だったため、0.25%ポイントの利下げを決定した
 - ✓ また、今後もデータ依存を続けていく
 - ✓ 12月会合までのデータを受け取り、会合毎に、その時点で決定を行う
 - ✓ 舵取りも、姿勢も、3要素も、会合毎のデータ依存性も、事前に確約しない金利経路もこれまでと同じである
- 米国の選挙について。貿易摩擦がリスクだと述べたが、トランプ氏がホワイトハウスに復帰し、関税を課すという計画が、ユーロ圏の成長やインフレ率にどのような影響を及ぼすと考えるか
 - ✓ 障壁や関税強化、世界の他の国との貿易に対して障害が追加される可能性は、明らかにマイナスとなる
- 経済見通しについて。経済が良くなさそうで、さらなる下振れについて示唆したが、0.50%ポイントの利下げをしなかったのはなぜか。議題に上がり、議論されたのか
 - ✓ 議題に上がり、議論され、チーフエコノミストのレーン氏が提案したことは、0.25%の利下げについてである
 - ✓ 最終的に、0.25%ポイントの利下げが全会一致で決定された
- 制限的な金融姿勢を維持した場合、インフレ率が下振れる可能性について議論したか
 - ✓ 上振れと下振れには双方の見解が見られるだろう
 - ✓ インフレ見通しに対するリスクには上振れと下振れの双方があるというのは明らかで、おそらく上振れリスクよりも下振れリスクが大きいだろう

- インフレ率は来年末ではなく、来年にかけて目標に到達する見込みだ。中立金利への到達も早まるのか。今後、金融政策の再調整と利下げを行うのか
 - ✓ 再調整ではなく、調整の過程にいる
 - ✓ 我々の調整は、利用できるすべてのデータに基づいて3要素のアプローチを適用して行われる

- 9月会合時には本日の利下げ可能性は低かったと見られるが、姿勢が変化した主因、少なくともそれなりの理由にドイツ経済があるのか
 - ✓ 明らかに経済状態や経済活動はインフレ率に影響を及ぼす
 - ✓ 我々は、経済活動のインフレへの影響を考慮している

- 12月にはより多くのデータが得られると述べていた。これらが同じような方向を示すのであれば、12月利下げの扉が大きく開くと解釈して良いか
 - ✓ 扉を開いたとは述べていない
 - ✓ それぞれの会合毎にデータを見ると繰り返している
 - ✓ データ依存であり、単一データ（data point）や他のものには依存していない
 - ✓ 本日の事例は、データ依存であることの好例だと考えている

- 中東の緊張がエネルギー価格に波及する可能性について言及した。中国の国内刺激策は、巨額で、内需を通じてエネルギー価格の圧力が復活し、インフレにつながる可能性があるのではないか。中東の緊張と合わせて今後数か月注視するのか
 - ✓ 中東で起きている主要な対立と恐ろしい紛争は懸念事項のひとつである
 - ✓ 我々は経済的な帰結、特に貿易への影響を見ている
 - ✓ 原油価格への影響にも注意を払っており、これは中国の質問にも関連する
 - ✓ 中国で何が起きるか、どのような刺激策が講じられるかは、原油価格などの消費価格への影響を示すものでもある
 - ✓ 我々はこれらすべての構成要素に注目している

- 経済成長について。軟着陸（soft landing）は依然としてメインシナリオなのか、そして関心がインフレ懸念から成長懸念に移行しつつあるという見方は正しいか
 - ✓ 我々が保有している情報を基にすれば、景気後退（recession）は視野に入っていない
 - ✓ あなたが言及したように、依然として軟着陸（soft landing）を見ている
 - ✓ 成長率については、インフレ率に影響を及ぼす範囲で懸念しており、インフレ率への影響のため、我々は双方に注意を払わなければならない

- 声明文の金利は依然として制限的、という文言について。中立金利が観測不可能なので、制限的であることも観測不可能な概念ではないかと考えた。理事会では制限的がどこで止まるのか

議論をはじめたのではないか。制限的はどこで止まり、どこで緩和的がはじまるのかの見解を教えてください

- ✓ 我々にとって、現在が制限的であることに疑問の余地はない
- ✓ 中期的かつ持続的に2%の目標に、まだ達していないことにも疑問の余地はない
- ✓ 中期的かつ持続的な目標を確実にするためには、我々はさらに待つ必要がある

➤ 冒頭説明で更新されたインフレ見通しの評価に言及している。これは9月の見通しを指しているのか、理事会内で9月以降に更新されたのか。更新されたのであれば、インフレ見通しの実際の更新についてもう少し教えて欲しい

- ✓ 我々の現時点でのインフレ評価は、入手可能なすべての数字に基づいており、現在のインフレ率の見解と、今後の潜在的な影響を導いている
- ✓ 12月の予測作成の際には、厳密、厳格に実施され、公表される
- ✓ インフレ率は間違いなく、先ほど言及したようにディスインフレの軌道にのっている

➤ ECBはインフレ率の急激な低下に驚いて、9月にはまったく予想されていなかった利下げに踏み切ったのか

- ✓ 1.7%のインフレ率を予想していたが、予想していなかったかは定かではないが、アナリストや予想を仕事にしている人たちや市場を見ると、今回の数字には皆、少し驚いていたように思う
- ✓ ディスインフレの過程が順調に進んでいるという自信を高めたことは確かである
- ✓ ただし、我々はデータ依存であり、単一のデータ (data point) には依存していない
- ✓ H I C Pが1.7%でコアが2.7%だから決定した訳ではない
- ✓ 我々には一連の情報やデータが必要である

➤ 数か月前にインフレ率の首の骨を折るとユーロ圏の人々に約束したことに関連して。あなたは、インフレ率が再び上昇するという事実や、サービス部門や食料価格や普通の人々が懸念しているものを見た時、首の骨を折ったと言えるか

- ✓ 首の骨が完全に折れたわけではないが、折れかかっている

➤ 昨夜の理事会で行った、招待国であるスロベニアの経済発展に関する興味深いスピーチに関して。スロベニアの興味深い発展から他の国が学べることがあるか、再度簡単にまとめて欲しい

- ✓ スロベニアの美しい例を用いて伝えたかった主要なメッセージは不確実性の時代には2つの選択肢があるということである
- ✓ 諦めて苦しむか、落ち着いて不確実性を好機と捉えるかであり、これはスロベニアが独立し、インフレと戦い、経済的に回復した際に行ったことである
- ✓ 2つ目の教訓は、(経済が) 拡大し繁栄した際には広く分配する必要であることで、特に情報格差 (digital divide) のリスクがある時代においては、そうである
- ✓ 困難な時こそ、自制する必要がある、改革を推し進める必要がある、統合と確信を続ける

必要がある

- 利下げをしても金融調達環境が引き続き制限的であるという点は、今回の決定や議論でどれほど重要だったか
 - ✓ 中期的な 2%目標を達成することへの自信を持てるまでは、引き続き制限的であることが必要だと確信している

- 最近の経済的なサプライズは、12月の成長率見通しの大幅下方改定につながるか
 - ✓ 12月の見通しがどうなるかを本日伝えることはできない

- ユーロ圏の景気後退を予想していないと述べたが、少なくともドイツには懸念されるデータがある。ユーロ圏が景気後退に陥る可能性はまだあるのか
 - ✓ 加盟国のひとつが大きく、困難な状況に直面しているとしても、ユーロ圏全体が同じ状況に直面するとは限らない
 - ✓ 現時点で、ユーロ圏の景気後退 (recession) は見ていない

- 財政健全化と、政府の財政赤字削減や公的債務削減の必要について。IMFも数日前に同じことを述べている。財政健全化に失敗した場合の市場のリスクは何か
 - ✓ 我々は、必要とされる財政健全化と、成長改革の投資の適切な均衡とバランスを確認するような財政統治枠組みを保有している
 - ✓ 加盟国がガードレールを守り遵守するのであれば、活動する上で適切な環境だと考えている

- 銀行統合について。ユーロ圏では大きな議論がある。均衡統合はユーロ圏にとって世界市場で競争力を強める好機になると考えているか
 - ✓ こうしたプロジェクトをどのように進めるかは、銀行自身が決めることである

(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。