

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

ー利下げ決定、一方で今後の一時停止にも含み

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: 5 会合連続利下げ

3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25年0.9%、26年1.2%、27年1.3%と予想（下方修正）
（前回12月は25年1.1%、26年1.4%、27年1.3%）
- ・インフレ率を25年2.3%、26年1.9%、27年2.0%と予想（25年を上方修正）
（前回12月は25年2.1%、26年1.9%、27年2.1%）
- ・コアインフレ率を25年2.2%、26年2.0%、26年1.9%と予想
（前回12月は25年2.3%、26年1.9%、26年1.9%）
- ・金融政策は、実質的に（meaningfully）制限的ではなくなりつつある
- ・決定は全会一致（consensus）であり、反対意見はなかった（ホルツマン総裁は棄権した）
- ・特定の経路は確約せず、不確実性は高いためこれまで以上にデータに基づき会合毎に決定する
- ・防衛やインフラ支出の増加は成長率やインフレ率の押し上げ要因となり得る

2. 金融政策の評価: 利下げの一時停止にも含み

ECBは今回の会合で、デイスインフレ過程が順調に進んでいる（on track）との前回の評価を維持しつつ、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。今年6月に利下げを開始して以降、6回目の利下げ（9月以降は5回連続での利下げ）となった。

今回の会合では、スタッフによる見通しも同時に公表されている。最新の見通しでは成長率は下方修正、インフレ率は25年が上方修正された。成長率については、不確実性の増加が投資や輸出の重しになっており、25年のインフレ率はエネルギー価格の想定が上振れたことが主因と見られる。

また、声明文では、利下げが進んだことを受けて「金融政策は、実質的に（meaningfully）制限的ではなくなりつつある」との記載が追加された。また、リスク評価も大きく修正され、関税など貿易摩擦に関する不確実性や、理事会の直前に欧州委員会が公表した防衛支出拡大策並びにドイツが公表した防衛支出に関する債務ブレーキ緩和とインフラ投資のための基金設立といったニュー

スを受けて、財政支出に関する記載が追加された。

こうした状況を受けて、質疑応答では4月以降の利下げペースや、防衛・インフラ支出に関する質問が多く見られた。ラガルド総裁はこれまで以上に不確実性が増しており、利下げのペースについては、より一層、データに基づいて会合毎に決定すると強調した。また防衛・インフラ支出の影響は、実現すれば成長率やインフレ率の押し上げ要因になるとの理事会の見解を回答する一方で、公表されたばかりであり、現時点では定量的な評価ができる段階にはないことを示した。なお、財政拡大観測を受けて、すでに欧州の金利が急上昇して反応しているが、スプレッドへの影響は限定的であり、市場の反応を受けて政策姿勢を変更するつもりはないと回答している。

今回のスタッフ見通しについては、カットオフ時点（2月19日）時点で発効されたもののみ考慮されており、その後課された関税や防衛・インフラ支出などは加味されていない。これらは、大きく見通しに影響を及ぼし、かつ不確実性の残る要因のため、ラガルド総裁が指摘するように、会合の都度、最新の状況を勘案した意思決定をせざるを得ない状況と言える。なお、現段階ではインフレ率については、エネルギー価格上振れ、財政支出の拡大という新しい上振れ要因がやや目立っているように思われる。

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

- デイスインフレ過程は順調に進んでいる (on track)
 - ✓ インフレ率は総じてスタッフが予想した通りに進展しており、また最新の見通しは前回の見通しにかなり一致している
 - ✓ スタッフの総合インフレ率見通しは年平均で25年2.3%、26年1.9%、27年2.0%である
 - ✓ 総合インフレ率の25年の上方修正は、エネルギー価格の強さを反映している
 - ✓ エネルギー・飲食料を除くインフレ見通しは年平均で25年2.2%、26年2.0%、27年1.9%である

- 基調的なインフレ指標のほとんどが、インフレ率が理事会の中期的な2%目標前後に持続的に落ち着くことを示唆している
 - ✓ 域内インフレ率は依然として高く、特定部門の賃金や物価が過去のインフレ高騰に対して遅れて調整を続けていることが主因である
 - ✓ しかし、賃金上昇率は予想通り鈍化しており、利益は部分的にインフレ率への影響を緩和している

- 金融政策は、利下げが企業や家計に対する新規貸出費用を低下させ、貸出伸び率が上昇してお

り、実質的に (meaningfully) 制限的ではなくなりつつある

- ✓ 同時に、資金調達環境の緩和に対する逆風は過去の利上げが依然として信用残高に波及していることから生じており、貸出は引き続き総じて抑制されている
- ✓ 経済は引き続き課題に直面しており、スタッフは成長率見通しを引き下げ、25年0.9%、26年1.2%、27年1.3%と予想する
- ✓ 25年と26年の下方修正は、一部には紡機政策の大きな不確実性やより広範な政策の不確実性から生じている輸出の低迷と投資の弱さを反映している
- ✓ 時間が経過するにつれて、引き続き実質所得の改善と過去の利上げの効果が段階的に解消されることが需要の増加を期待する鍵となるだろう

➤ 理事会は、確実にインフレ率を中期的な2%目標で持続的に安定させると決意している

- ✓ 特に不確実性が増加する現状において、理事会は適切な金融政策姿勢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（表現を追加）
- ✓ 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

(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：2.50%
 - ✓ 主要リファイナンスオペ (MRO) 金利：2.65%
 - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：2.90%
 - ✓ 25年3月12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（内容の変更なし）
 - ✓ 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

(資金供給オペ)

- (流動性供給策の監視は貸出条件付長期資金供給オペの返済が完了したため記載を削除)

(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%の中期目標で持続的に安定し、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)

- ユーロ圏経済は 24 年 10-12 月期に緩やかに成長した
 - ✓ 25 年の初めの 2 か月では昨年のパターンが継続している
 - ✓ 製造業は、サーベイ指標は改善しているにもかかわらず依然として成長の足を引っ張っている
 - ✓ 域内および域外の双方の高い不確実性が投資を手控えさせ、競争力の課題が輸出の重しになっている
 - ✓ 同時にサービス業は強靱である
 - ✓ 加えて、消費者信頼感は依然として弱く、貯蓄率は高いものの家計所得の増加と強固な労働市場が段階的な消費の上昇を支えている
- 失業率は 1 月に歴史的な最低水準の 6.2%にとどまり、雇用者数は 24 年 10-12 月期に 0.1%上昇したと推計される
 - ✓ しかしながら、労働需要は穏健で、最新のサーベイデータは 25 年の最初の 2 か月の雇用伸び率が停滞したことを示唆している
- 不確実性が増加しており、依然に予想されていたよりも投資や輸出の重しなると見られる
 - ✓ しかしながら、高い所得と低い調達コストが成長を支えるだろう
 - ✓ スタッフ見通しによれば、貿易の緊張がさらに深刻化しない限り、輸出も世界需要の上昇を支える
- 財政政策、構造政策は我々の経済をより生産的、競争的、強靱化させるよう実施されるべきである
 - ✓ 欧州委員会の競争力コンパスは具体的な行動計画を提示しており、その提案は迅速に実施されるべきである
 - ✓ 政府はEUの経済統治枠組み (economic governance framework) に沿って持続可能な政府調達を強固にし、必要不可欠な成長を促進させる構造改革と戦略投資を優先すべきである

(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12月の2.4%、1月の2.5%の後、2月は2.4%となった
 - ✓ エネルギーインフレは、12月の0.1%と1月の1.9%の急上昇の後、0.2%に減速した
 - ✓ 対照的に飲食料インフレは12月の2.6%、1月の2.3%から2.7%に上昇した
 - ✓ 財インフレは0.6%に上昇する一方、サービスインフレは12月の4.0%、1月の3.9%から3.7%に緩和した

- 多くの基調的なインフレ指標は我々の2%の中期目標への持続的な回帰を示している
 - ✓ 域内インフレは、サービスインフレと近い動きをしており、1月に下落した
 - ✓ しかしながら、賃金や一部のサービス物価は過去のインフレ高騰に対して大幅に遅れて依然として調整を続けているため、引き続き高止まりしている
 - ✓ 同時に最近の賃金交渉は人件費圧力の緩和が継続していることを示している

- エネルギー価格が上振れるという仮定により、25年のスタッフ見通しの総合インフレ率は上昇修正された
 - ✓ 同時にスタッフは、人件費圧力のさらなる緩和と過去の金融引き締めが引き続き物価の重しとなるため、コアインフレ率は鈍化を続けると見ている
 - ✓ 多くの長期のインフレ期待は2%付近で推移している
 - ✓ これらの要因すべてがインフレ率の目標への持続的な回帰を支えるだろう

(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
 - ✓ 貿易の緊張が深刻化すれば、輸出の低迷や世界経済の弱体化によってユーロ圏の成長が下押しされるだろう
 - ✓ 世界的に貿易政策に関する不確実性が継続していることが投資を減少させる可能性がある
 - ✓ 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のような地政学的な緊張は引き続き主要な不確実性となっている
 - ✓ 金融政策引き締めの効果がラグをもって予想以上に長く続けば成長率が低下する可能性がある
 - ✓ 同時に、資金調達環境の緩和やインフレ率の低下が域内の消費や投資回復を加速させれば、成長率が高まる可能性がある
 - ✓ 防衛やインフラへの支出増加もまた成長を押し上げる可能性がある

- 世界的な貿易摩擦の増加がユーロ圏のインフレ見通しにさらなる不確実性をもたらしている
 - ✓ 全般的に貿易の緊張が深刻化すれば、ユーロの減価と輸入コストの上昇をもたらし、イ

インフレ率の押し上げ圧力になる可能性がある

- ✓ 同時に関税が高くなった結果、ユーロ圏の輸出への需要が低下し、また他の国々で過剰に生産されたモノがユーロ圏への輸出に振り向けられれば、インフレへの下押し圧力が生じるだろう
- ✓ 地政学的緊張はエネルギー市場、消費者景況感、設備投資に関連し、両面のインフレリスクをもたらす
- ✓ 異常気象や気候変動危機の展開が、食料品価格を予想以上に上昇させる可能性もある
- ✓ 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
- ✓ 防衛とインフラへの支出が増加することで、総需要を押し上げインフレが上昇する可能性がある
- ✓ しかし、金融政策が予想以上に需要を低下させれば、インフレ率は下方のサプライズとなるかもしれない

(金融・通貨環境)

- ユーロ圏の市場金利は1月会合以降に低下していたが、ここ数日は財政政策見通しが修正されたことを受けて上昇している
 - ✓ 我々の利下げは企業や家計の借入コストを段階的に低下させており、貸出伸び率は上昇している
 - ✓ 同時に過去の金利引き上げが依然として信用残高に波及していることが金融調達環境の緩和に対する逆風となっており、総じて貸出は抑制されている
- 企業向けの新規貸出平均金利は12月の4.4%から4.2%に低下した
 - ✓ 対照的に市場ベースでの企業の負債発行費用は3.7%と12月の水準より0.2%ポイント上昇した
 - ✓ 同期間で、家計の新規住宅ローン金利は3.4%から3.3%に低下した
- 銀行の企業への貸出伸び率は、毎月の新規貸出量が緩やかなもと、12月の1.7%から1月には2.0%に上昇した
 - ✓ 企業による負債性証券発行は前年比3.4%に上昇した
 - ✓ 住宅ローン貸出は引き続き緩やかに上昇しているが、全体としては低調で前年比1.3%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))

- 今後について。金融政策が実質的に制限的ではなくなりつつあると述べている。これは、利下げのペースを落とす、もしかしたら4月に一時停止するかもしれないという意味か。このよう

なシナリオについて本日の会合で議論したか

- ✓ これは軽微な変更ではなく、一定の意味を持つ変更である
- ✓ 我々は静的な評価から、より進化的なアプローチに移行している
- ✓ 利下げを始めてから 1.5%ポイントという旅程を考慮し、その結果、実質的に制限的ではなくなりつつあるという事実を認めている

➤ 財政政策に関連して。防衛支出拡大、ドイツではインフラについてもかなり思い切った転換が行われようとしている。市場の大きな反応も見られる。理事会は経済や金融政策にこれがどのような変化をもたらすと見ているか

- ✓ 2つの見解があり、ひとつはこれが進展中であり、注意深くならなければならない
- ✓ どのように機能し、タイミング、資金調達について理解することで、成長やインフレ率への採取的な影響度合いの結論や評価を引き出すことができる
- ✓ 結論を下すことはできないが、理事会では欧州の成長を支え、経済を押し上げるだろう点は明らかになった

➤ 実質的に制限的ではない金融政策姿勢について。貸出は依然として減少している。企業は借入や投資を控えているように見えるが、何がECBの金融政策姿勢を制限的でないようにしているのか

- ✓ 銀行貸出調査をもとにした評価では、ここ数四半期と現状を比較すると前月対比で貸出は増えている
- ✓ 借入は力強く、強固で、堅調な水準ではないが、確実に増加している

➤ 4月にあるかもしれない一時停止について。不確実性を考慮すると、域内インフレが頑固に高いと見られるなかでは、さらなる賃金データを入手できるまで待つべきなのか

- ✓ 我々は事前に金利経路を確約しない
- ✓ 過去の金融政策の声明文でも見られた文だが、不確実性の水準に鑑みて、より一層妥当なものとなっている
- ✓ 理事会全体の総意として、事前の経路を確約しないし、おそらくより一層データに依存することになるだろう

➤ 過去に向かう先は明確で、ペースやタイミングのみが問題だと述べた。過去にはインフレ率が今年にかけて目標に到達するとの言及もあったが、今はなくなった。本日も繰り返されなかった。本日の利下げの背景にはどの程度の総意があったのか

- ✓ 決定は全会一致 (consensus) であり、反対意見はなかった
- ✓ ただし、1名ホルツマン総裁は棄権した

➤ ロシアの資産に関して。欧州ではそれらの資産を差し押さえるという政治的要求が高まっていると思われる。これは法的な前例となるだろう。その場合、準備通貨としてのユーロの地位へ

の影響はどのように考えるか

- ✓ ECBが議論することではないが、どのような決定が下さるにしても国際法の根拠が他の投資家にとって重要だと確信している

➤ 旅のスピードに疑問はあるが、方向性は明確だという以前の主張について。今日の視点から見ても方向性は明確なのか、一方向しかないのか

- ✓ 我々はデータに機敏に反応しなければならない
- ✓ データが適切な金融政策が利下げと示すなら、利下げをする
- ✓ データが適切な金融政策は利下げではないと示すなら、一時停止する

➤ 最近の市場の反応について。借入コストは財政のニュースに反応して上昇した。ユーロ圏の政府債務の緊張が再燃する懸念はあるか

- ✓ 我々はここ 24 時間の市場動向で政策姿勢を変更するつもりはない
- ✓ 利回りには大きな変化があったが、スプレッドの変化は非常に限られていた
- ✓ これは伝達効果の堅牢性と欧州国際の堅牢性に関するひとつの回答だと考える

➤ さきほどの質問に関して。説明を端的に言えば、あなたの回答は旅の方向性はもはや明らかでないということか

- ✓ 先ほどかなり手の込んだ回答をしたのは、状況が白黒つけがたく単純ではないからである
- ✓ 我々は今まで以上にデータに依存し、会合毎に決定していく
- ✓ 2%目標の到達時期に注意を払っている方のために補足すると、スタッフ見通しでは 25 年の終わりではなく、26 年初となっている
- ✓ これはエネルギー価格が影響している

➤ インフラと防衛支出の潜在的な増加が成長率とインフレ率の押し上げになると指摘したことについて。理事会では、今後、どちらの方が潜在的により影響するとの議論があったか。政府が計画しているこれまでに分かっていることを踏まえて、あなたの見解はどうか

- ✓ 我々のスタッフは素晴らしい仕事をし、機敏でもあるが、これらの発表はここ 24 時間で行われたもので、欧州の GDP 成長率への寄与や、インフレ率への影響を特定できる状況にはない
- ✓ 我々はもしすべてが機能すれば成長を押し上げるだろうと信じているが、大きなものであり、決定され、議会を通過し、実行される必要があり、正直なところまだこれからであり、今後数日から数週間は注意を払い、それから経済に与える影響や、それがどのように分配されるかを予測する必要がある

➤ あなたは過去に金融政策と財政政策は種々の支出に連携して機能すべきだと述べた。この投資には緩和的な金融政策を携えるべきか

- ✓ 我々は、厳格に物価の安定という責務を守るつもりである

- ✓ もし、質問の趣旨が、我々が資金調達に取り組みに参加するかどうかということであれば、それはECBの目的ではない
- 不確実性とリスク、特に地政学的なものについて。メルツ氏が数日前に述べたように「なんでも (whatever it takes)」する状況にあると考えているか
 - ✓ 私が言うことではない。その表現が適切であるかは政治指導者の判断による
- 量的引き締めについて。ECBはかなり前からQTを実施しており、あなたの比喩を使えば、冷や水を注いでいる。TLTROの返済が止まり、APPとPEPPの保有も止まった。QTは利下げサイクルの間も続き、市場がタイト化し、長期金利が急上昇している現在も行われている。理事会はQTの金融政策および実質的に制限的でないという状況にたいし、この影響を考慮し、定量化しているのか
 - ✓ 我々は元来、これらを金融政策の一部とはみなしていない
 - ✓ これは、舞台裏で動いているものであり、かなり早い段階から周知していた
 - ✓ 我々が最近使用し、今後の原動力にもなる主要な金融政策手段は金利であり、QTではなく、その他の資金調達プログラムでもない
 - ✓ 我々は半実仮想を用いて計算しようと作業しており、大きな影響があるとは認識されていない
- デジタルユーロについて。トランプ政権はFRBの中央銀行デジタル通貨のプロジェクトを停止し、FRBはデジタルドルについて4年間は保留にされる可能性がある。ECBとデジタルユーロの計画にとっては一種の絶好の機会に見える。米国の変化を踏まえ、ECBの立場はどうか。ECBはデジタルユーロの発行をどのように進めるのか
 - ✓ 最終的にはデジタルユーロを寝かせるのではなく、実現させるよう注力している
 - ✓ しかし、他の関係者、欧州委員会、欧州理事会、欧州議会が立法手続きを完了させなければ動き出すことはできない
- 本日の議論と合意、摩擦について。現在の経済あるいは中期的な見通しについてより多様な見解があるのか
 - ✓ 我々はかなり、広範囲にわたり、情熱的に活発な議論を行った
- ここ数週間を踏まえた上で、依然として関税や通商に関しては交渉が望ましいと考えているか、それともある程度の強硬姿勢を示すべきか
 - ✓ 個人的な見解としては、強い立場から交渉を行うべきである
 - ✓ 関税、特に報復措置を伴う場合には、良いことはなく、すべてを考慮すればマイナスの影響があることは分かっているためである

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料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。