

経済・金融  
フラッシュ

## ECB政策理事会

―「様子見する良い位置」で約1年ぶりの据え置き

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: ほぼ1年ぶりの政策金利据え置き

7月24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）】

- ・今回の決定は全会一致だった
- ・市場が可能性のある金利経路の見通しを求めていることは分かるが、現在の状況下では事前の経路提示はできない
- ・我々は様子見をする良い位置にいる

## 2. 金融政策の評価: 「様子見をする良い位置」との評価を維持

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（預金ファシリティ金利は2.0%で維持）を決定した。据え置きの決定は24年7月以来であり、これまで24年9月以降は7回連続での利下げしていた。

声明文は簡素になり、インフレ率が目標通りに推移している一方で、非常に不確実な状況が継続していること、政策決定は引き続きデータ依存で、会合毎のアプローチで実施することなどが示された。なお、金融政策決定に際して、これまで、①インフレ見通し、②基調的インフレ率の動向、③金融政策の伝達の強さ、を考慮するとされていたが、今年6月にかけて実施された戦略見直しにおいて従来以上にリスク評価にも力を入れると判断されたことを受けて、①インフレ見通しに関してはリスク評価も考慮することが明示された。

質疑応答では、市場で年後半にあと1回の利下げが織り込まれていることもあって、追加利下げの有無や時期に関する質問が多くみられたが、ラガルド総裁は不確実性が高い状況下であるとして先行きの政策については触れず、「様子見をする良い位置にある」との評価を維持した。

不確実性の主因は関税政策を巡る状況であるが、関税自体のインフレ率への影響は「インフレ圧力かデフレーション圧力か」という最終的なネットの結果は現時点では確定できない」とし、また関税交渉が早期に決着した場合でも、不確実性の解消が消費者や企業に歓迎されるだろうとする一方で、インフレ率や政策金利への影響については触れなかった。関税交渉に進展があっても、政策判

断には実際の経済やインフレ率への影響の見極めが必要だと見られる。次回9月会合までには、複数の経済データが明らかになり、また関税交渉も何らかの進展があるだろうが、景気やインフレへの影響が明らかな内容でなければ、インフレへの影響を見極めるために、次回会合でも様子見姿勢が継続する可能性が高いと考えられる。

### 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、本日、3つの主要政策金利を維持することを決定した
  - ✓ インフレ率は現在、2%の中期目標にある
  - ✓ 最新のデータは概ね理事会の以前のインフレ見通しに沿っている
  - ✓ 域内物価圧力は緩和を続けており、賃金上昇率もより鈍化している
  - ✓ 部分的には理事会の過去の利下げを反映して、経済は今までのところ世界的に困難な局面において強靱さを見せている
  - ✓ 同時に、特に貿易の混乱のために非常に不確実な環境が続いている
- 理事会は、確実にインフレ率を中期的に2%目標で安定させるよう決意している
  - ✓ 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（「特に異例の不確実性がある現状において」の文言を削除）
  - ✓ 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とそれを取り巻くリスク、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維持することを決定した（金利の据え置きを決定）
  - ✓ 預金ファシリティ金利：2.00%
  - ✓ 主要リファイナンスオペ（MRO）金利：2.15%
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：2.40%

#### (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およびPEPP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

#### (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（「持続的に」の文言を削除）

- ✓ 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）

- 1-3 月期の経済は予想以上に強く成長した
  - ✓ これは、一部は関税引き上げ前の企業による輸出前倒しによる
  - ✓ しかし、消費や投資の強さもまた成長を促した
- 最近の調査は総じて製造業とサービス業双方の緩やかな拡大を示している
  - ✓ 同時に関税引き上げや引き上げ予想、ユーロの上昇、地政学的な不確実性の持続が企業投資の躊躇につながっている
- 労働市場は強く、実質所得の上昇と民間部門のバランスシートの健全性が引き続き消費の支えとなっている
  - ✓ 失業率は5月に6.3%とユーロ導入以来の低水準付近にある
  - ✓ 資金調達環境の改善が、住宅市場を含む域内需要を支えている
  - ✓ 時間が経過するにつれ、防衛・インフラ関連の公的投資の拡大もまた成長の支えになるだろう
- 今まで以上に、理事会は、現在の地政学的環境において、ユーロ圏とその経済を早急に強化することが重要だと考えている
  - ✓ 財政・構造政策は、経済をより生産的に、競争力を持ち、強靱化する必要がある
  - ✓ 政府は、公的資金調達の持続可能性を確保し、成長強化のための構造改革と戦略投資を優先する必要がある
  - ✓ 明確で野心的な予定表をもつ貯蓄・投資同盟、銀行同盟の完成、潜在的なデジタルユーロ導入の法律枠組みの迅速な作成も重要である
  - ✓ 理事会は、ユーログループによる公的支出の効率性や質、構成の改善にコミットしたこと  
を歓迎し、欧州当局による世界貿易の相互利益を維持するための努力を支援する

## (インフレ)

- インフレ率は前年比で5月の1.9%から6月には2.0%となった
  - ✓ エネルギー価格は6月に上昇したが、依然として1年前よりは低い
  - ✓ 食料インフレは3.1%まで緩和した
  - ✓ 財インフレは6月に0.5%に低下する一方、サービスインフレは5月の3.2%から3.3%にわずかに上昇した
- 基調的なインフレ率の指標は総じて2%の中期目標と整合的である
  - ✓ 労働コストは緩和を続けている
  - ✓ 1人あたり雇用者報酬の前年比は10-12月期の4.1%から1-3月期には3.8%に鈍化した
  - ✓ 生産性上昇率の強い伸びと合わせて、単位労働コストの伸びは低下した
  - ✓ E C B 賃金トラッカーや企業、家計、専門家の賃金予想の調査を含むフォワードルッキングな指標は賃金上昇率の更なる低下を示している
- 短期的なインフレ期待は、5月および6月に低下し、それまでの上昇傾向から逆転した
  - ✓ 長期のインフレ期待のほとんどが引き続き2%付近にとどまっており、我々の目標近辺でのインフレの安定化を支えている

## (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
  - ✓ 主要なリスクは、さらなる世界的な貿易の緊張激化と関連する不確実性による輸出の鈍化と、投資・消費の抑制である
  - ✓ 金融市場の景況感悪化は資金調達環境の厳格化をもたらす可能性があり、リスク回避姿勢を強め、企業や家計の投資・消費意欲を低下させるだろう
  - ✓ 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
  - ✓ 対照的に貿易と地政学的な緊張が速やかに解消されれば、景況感が改善し経済活動が活況となる可能性がある
  - ✓ 防衛やインフラへの支出増加は、生産性向上改革とともに、成長を押し上げる可能性がある
  - ✓ 企業景況感の改善が民間投資を刺激する可能性もある
- インフレ率を取り巻く見通しは、世界的な貿易政策の変化が激しい環境のため、通常よりも不確実性が高い
  - ✓ ユーロ高によりインフレ率が予想以上に低下する可能性がある
  - ✓ 加えて、仮に関税引き上げによる、ユーロ圏の輸出需要の低下や、生産過剰となった国々が輸出先をユーロ圏に変更することで、インフレ率が低下する可能性がある
  - ✓ 貿易の緊張は金融市場の変動やリスク回避姿勢を強めるため、内需の重しとなり、低イ

ンフレをもたらす可能性がある

- ✓ 対照的に、世界的な供給網の分断化は輸入物価の押し上げや、域内経済の供給制約を助長させ、インフレ率を上昇させる可能性がある
- ✓ 防衛とインフラ支出の増加もまた中期的なインフレ率を上昇させる可能性がある
- ✓ 異常気象や気候変動危機がより広がることで、食料品価格が予想以上に上昇する可能性もある

### (金融・通貨環境)

- 市場金利は前回の会合以降、特に償還期限が長いものが上昇した
  - ✓ 同時に我々の過去の利下げは引き続き企業の借入コストを低下させている
  - ✓ 企業向け新規の貸出金利は4月の3.8%から5月には3.7%に低下した
  - ✓ 市場ベースでの負債発行コストもまた3.6%に低下した
  - ✓ 5月の企業向けの貸出は2.5%に鈍化、企業の負債発行は3.4%に上昇した
- ユーロ圏の最新の銀行貸出調査によれば、4-6月期の企業向けの貸出基準は総じて変化がなかった
  - ✓ 銀行が顧客の直面する経済的リスクを懸念して信用基準を厳格化する一方、貸出機関間での競争激化がこれを概ね相殺した
  - ✓ 一方、金利の低下を受けて企業の信用需要は緩やかに増加したが、依然として世界的な不確実性と貿易の緊張を背景に慎重姿勢は維持された
- 平均の新規住宅ローン金利は年初から概ね変化がなく、5月は3.3%だった
  - ✓ 住宅ローン貸出伸び率は、需要が大きく上昇する一方で信用基準が4-6月期に緩やかに厳格化されるなか、5月は2.0%に上昇した
- 我々の過去の利下げは引き続き企業の借入コストを低下させている
  - ✓ 企業向けの新規の貸出金利は平均で3月の3.9%から4月には3.8%に低下した
  - ✓ 市場ベースでの企業の負債発行コストは3.7%で変化がなかった
  - ✓ 企業向けの銀行貸出は引き続き緩やかに上昇しており、3月の2.4%から4月には2.6%に上昇する一方、社債発行は停滞した
  - ✓ 新規の住宅ローン化示唆し金利は4月平均3.3%と横ばいで、住宅ローン貸出伸び率は1.9%に上昇した

### (結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

### (質疑応答 (趣旨))

- ユーロの為替レートに関する質問。同僚のデギンドス副総裁は、シントラで1.20を超える水



準は複雑になる可能性があるとした。あなたの評価は。いつから複雑になりユーロ高になるデフレ効果が懸念されるようになるのか

- ✓ 我々は為替レートを目標にしていない
- ✓ 為替レートはインフレ見通しに関係するため、注視している
- ✓ 副総裁は「我々はインフレ見通しに為替レートを考慮する」と最近述べており、為替レートに関するメッセージは完全に一致している

➤ 関税について。米国との 15%の取引はベースラインとして考慮されているのか。この取引はユーロ圏の成長に十分となる不確実性の軽減となるのか

- ✓ 昨日の新聞で特定の終結に近づいているとの報道があったが、近づいているのであって、終結に至ったわけではない
- ✓ 本日の決定の基準となるベースラインは、我々の 6 月のベースラインであり変わっていない
- ✓ しかし、日々のニュースにも対応している
- ✓ 解決が早ければ早いほど、我々が対処しなければならない不確実性は軽減され、我々を含むすべての経済主体に歓迎されるだろう

➤ 反応関数について。将来の決定に関してインフレ見通しを取り巻くリスクに基づくことを追加した。この追加の必要性について説明して欲しい

- ✓ 戦略見直しを実施した結果、リスク評価を拡充、強化し、おそらくさらに焦点をあてる必要があると判断された
- ✓ 不確実性が高い時期のため、強化されたリスク評価に焦点をあてる非常に良いタイミングであった

➤ 声明に関する質問。今までの経済の強靱性を強調している。この強靱性は、6 月のベースラインシナリオに織り込まれている秋の追加利下げの必要性を軽減するのか

- ✓ 1-3 月期の驚くべき 0.6%成長は、部分的にはアイルランドが貢献している
- ✓ しかし、外れ値の多いアイルランドを除いても、消費や投資が増加している
- ✓ 今後数か月で明らかになる要素が多いため、経済に与える影響を評価するために、我々の現在の仕事は、今後何が起こるか見て、第一にまず待つことである

➤ 目標を下回るリスクについて。あなたの同僚やエコノミストの見解では、下振れの議論が強まっているように思われる。今回の議論で、これに関するものはあったか。目標を下回るリスクはここ 6 週間で増加したか

- ✓ 我々は最新データで 2%の中期目標にあることを思い出してほしい
- ✓ 実際の見通しでは、26 年にはベース効果などの結果によって下振れするとされている
- ✓ しかし、言及された同僚の発言と同様、我々はわずかな乖離で動くつもりはない
- ✓ 下振れを特に懸念する総裁は、2・3 人いる

- ✓ 重要なのは中期の目標である
- 6週間前に公表されたシナリオ、特により悲観的なものについて、これは報復措置が講じられた場合でも全体ではディスインフレであると示唆されていたと見られる。この点について理事会でコンセンサスがあるか、あるいはディスインフレではなくインフレになりそうだという議論が依然としてあるか
  - ✓ インフレ圧力かディスインフレ圧力かという最終的なネットの結果は現時点では確定できない
  - ✓ 分析し、考慮すべき影響の非常に複雑な組み合わせになるためである
  - ✓ 不確実性が多くあり、それらは認識している
  - ✓ 我々は注視し、考慮し、できる限りモデル化するが、現時点ではどの要因が優勢になるのか、結論はでていない
- 関税と金利において、F R Bでは関税が無ければ利下げした点について。パウエル議長はシントラで「関税のために据え置いた」と発言した。E C Bの本日の決定は関税があるから据え置いているのか説明して欲しい
  - ✓ 私の同僚であり友人であり、尊敬するセントラルバンカーが据え置きのために用いた表現は適切だと考える
  - ✓ E C Bも金利を据え置き、様子見（wait-and-watch）の状況にある
  - ✓ 現在の状況下でどの程度早期に不確実性が解消されるのかの判断は分かれている
  - ✓ 不確実性の大部分は貿易、関税、非関税障壁により引き起こされている
- トランプ大統領はドルペッグの決済用ステーブルコインに関するG E N I U S法の成立について、米国の国際金融での優位性を確固たるものにし、金融技術の偉大な革命であり、ドルの地位を強固にするものとした。しかし、金融政策の面では、ステーブルコインが成長して数兆にもなると、ステーブルコインをペッグするために米国の財務省短期証券（Tビル）が多く使われるために、短期金利に影響するのではないかという懸念もある。そのため、金融政策や中銀に及ぼす影響への大きな議論となる。金融政策手段のこうした革新について、これらの懸念を共有しているか教えて欲しい
  - ✓ 第一のポイントは、法的枠組みにより、これらの手段のリスク、恩恵、見込みを理解する手助けになるということ
  - ✓ 第二のポイントは、結果がどうなるかについて明確で良い理解を引き出すにはまだ早いということ
  - ✓ 第三のポイントは、我々は欧州でどうするかに焦点をあてなければいけないということ
  - ✓ 我々は域内において、我々の通貨を保護、保持するために必要な措置をすべて講じる必要がある
  - ✓ 我々はデジタルユーロの開発に焦点をあてており、できる限り短期間でデジタル形態の主権通貨を提供できるようできることを行っている

- シュナーベル氏の数週間前のインタビューについて。彼女はさらなる利下げのハードルが高いと述べた。この見解に同意するか、異なる見解を持っているか
  - ✓ それぞれの参加者が自身の好みと見解を持っている
  - ✓ この機関の美点は多様な見解を許容し、その見解の表現も許容することにある
  - ✓ 私の総裁としての仕事は理事会メンバーのすべての見解を集約し、職員の仕事、見通し、提案をもとに可能な限り多数派の見解として引き出すことである
  - ✓ 今回の金利据え置き決定は全会一致で決定された
  - ✓ また、声明文におけるリスク評価についてもメンバー間で広く共有された
  
- アナリストが指摘するように、早期に貿易の緊張が解消された場合、ユーロ圏で問題となるのは次の利下げの時期よりも、次の利上げの時期になるということについて。現在、この見方は適切だと考えるか、それとも不適切か
  - ✓ 貿易の緊張が早期に解消されれば、消費者、投資家、企業の意思決定の重しになっていた不確実性が一部解消される
  - ✓ それは関税の結果をモデル化し、予想する助けにもなる
  - ✓ 異なる動きにつながるかは、未来が示すことであり、我々は何も排除しない
  
- 準備預金が過剰な状況から十分な状況に低下するまで1年を切っている。銀行が準備預金の減少に対処できる状況を喜ばしく思っているか。ECBは銀行間市場にストレスの兆しが生じた際の手段を備えていることを喜ばしく思っているか
  - ✓ 流動性に関しては、まず、システム内に依然として十分な量がある
  - ✓ 2兆ユーロを超えており、流動性が限定的という表現は適切ではないと考えている
  
- 戦略見直しについて。何人かのアナリストは量的緩和策（QE）のハードルが増したと述べている。これに同意するか。これは来年の運用枠組み（operational framework）の評価に影響するか
  - ✓ 質問が先走りすぎているので、答えられない
  - ✓ 運用枠組みの見直しは26年であり、その時に対応する
  
- 欧州議会でデジタルユーロを担当する欧州人民党（EPP）の法律家であるナバロッテ氏は今週のポリティコ紙へのインタビューでデジタルユーロは銀行に行動を迫る核の脅威だと述べた。この意見に同意するか
  - ✓ 私のかかなり単純なデジタルユーロの理解は、デジタルの現金であるということだ
  - ✓ 完全に一致している訳ではないが、それが本質である
  - ✓ デジタルの現金が核爆弾だと主張するのは、少し大げさだと思う
  
- 時期は異なるが市場はさらに1回の利下げを予想しており、特に6月の見通しでも前提になっ



ている点についてどう考えるか

- ✓ 市場は市場がすべきことをし、我々は我々がすべきことを行う
- ✓ 我々は今後数か月で発生する荒波やリスクに対処するための良い位置にいる
- ✓ 我々の共通の決意は、インフレの 2% の中期目標を維持すること、会合ごとに決定すること、データに依存することであり、前もって決まった経路はない
- ✓ 市場が可能性のある金利経路の見通しを望んでいることは理解するが、現在の状況下ではそれは不可能である
- ✓ 我々は様子見をする良い位置にいる

---

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。