

経済・金融
フラッシュ

ECB政策理事会

ー3 会合連続となる全会一致の据え置き決定

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:政策金利の据え置きを決定

10月30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）】

- ・我々は良い位置にいる
- ・今回の決定は全会一致だった

2. 金融政策の評価:新しい情報に乏しく、引き続き様子見継続の可能性が高い

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。据え置きは前回9月会合に続き3会合連続で全会一致の決定となった。なお、今回の会合では、デジタルユーロの開発を次のフェーズに進めることも決定している。

声明文での経済の評価も大きな変更はなかった。リスク評価について、前回9月時点では成長率が「より均衡している」とされたが、今回はバランスについての言及はされなかった。なお、質疑応答では、実質的に9月時点と同じであり、具体的に下方リスクが緩和された例を提示したとの趣旨を示している（具体例としては、EUと米国の貿易合意、中東の停戦合意、米中の貿易交渉の進展）。

質疑応答では、デジタルユーロや景気・リスク評価に関する質問が目立ったが、金融政策に関しては、現在が良い位置にあり、会合毎のデータ依存アプローチを行うとする従来通りの回答以上の発言はなかった。

引き続きECBの見通しに沿った推移が続く場合は、金利を変更する動機に乏しく、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

- ✓ インフレ率は引き続き、2%の中期目標付近にあり、理事会のインフレ見通しの評価は概ね不変である
- 経済は引き続き、世界的な課題の多い環境にもかかわらず成長を続け、労働市場の堅調さ、民間部門のバランスシートの健全性、理事会の過去の利下げが引き続き重要な強靱性の源泉となっている
 - ✓ しかしながら、見通しは引き続き不確実で、一部は世界的な貿易の混乱や地政学的な緊張が要因となっている
- 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
 - ✓ 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. 冒頭説明の概要

政策理事会後の冒頭説明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)

- 本日公表されたユーロスタットの速報値によれば経済は、7-9 月期に 0.2%成長した
 - ✓ サービス部門が成長を続け旅行が強く、またデジタルサービスも伸びた
 - ✓ 調査によれば、この伸びは多くの企業が I T インフラを近代化し、A I の業務への統合に向けた取り組みを強化していることを反映している
 - ✓ 一方、製造業は高い関税、依然として高い不確実性、ユーロ高により抑制されている
- 域内と域外の需要の乖離が短期的に続く見込みである
 - ✓ 経済は実質所得の上昇に伴う、支出増から恩恵を受けるだろう
 - ✓ 失業率は、労働需要が冷え込んだにもかかわらず 9 月に 6.3%と歴史的な低さとなっている
 - ✓ 家計は引き続き異例にも所得の大部分を貯蓄しつづけており、これは将来の支出増の余地を拡大している
 - ✓ インフラと防衛への政府支出の拡大や過酷の利下げが投資を下支えするだろう
- 対照的に世界的な環境は引き続き足かせとなっている
 - ✓ 財輸出は 3 月から 8 月にかけて低下し、関税引き上げを前にした駆け込みは逆転した
 - ✓ 製造業の新規輸出受注はさらに低下した
 - ✓ ユーロ圏輸出との高関税の完全な影響は時間の経過とともに顕在化するだろう
- 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の必要性を強調し、EUの主導者たちが先週のユーロサミットで野心を再確認したことを歓迎する
 - ✓ 財政・構造政策は生産性、競争力、強靭性を強化する
 - ✓ 欧州委員会の競争力強化に向けたロードマップを迅速に実施することが不可欠である
 - ✓ 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
 - ✓ 貯蓄投資同盟と銀行同盟を野心的なスケジュールで完成させ、さらなる資本市場の統合を促進させ、デジタルユーロ創設に関する規制を迅速に採択することもまた重要である
- 理事会は小売・卸売の中銀通貨をデジタル時代に適合させることにコミットする
 - ✓ この観点から、理事会は本日、デジタルユーロのプロジェクトを次の段階に進めることを決定した
 - ✓ これは、潜在的な発行への技術的な準備となり、立法が採択された場合に欧州のデジタル

主権を支えるものとなる

- ✓ 決定の詳細は別のプレスリリースで公表されている

(インフレ)

- インフレ率は、9月の前年比で2.2%と8月の2.0%から上昇した
 - ✓ これは主にエネルギー価格の低下が小幅になったことが主因である
 - ✓ エネルギー価格は8月の▲2.0%から9月は▲0.4%に上昇した
 - ✓ 一方、食料インフレは8月の3.2%から9月には3.0%に緩和した
 - ✓ エネルギーと食料を除くインフレ率は2.4%で8月の2.3%から上昇、サービスインフレは3.1%から3.2%に上昇し、財インフレは0.8%で変わらなかった
- 基調的なインフレ指標は我々の2%の中期目標と整合的である
 - ✓ 企業利益が回復する一方、人件費は生産性の上昇と賃金上昇率の緩和によってさらに穏健になっている
 - ✓ ECBの賃金トラッカーや賃金期待調査のようなフォワードルッキングな指標は今年の残りと26年上半期の賃金伸び率が鈍化することを示している
- ほとんどの長期のインフレ期待の指標は2%近くで推移しており、我々の目標付近での安定化を支えている

(リスク評価)

- 夏のEUと米国の貿易合意、中東で発表された停戦合意、本日の米国と中国の貿易交渉の進展の公表は成長率への下振れリスクを緩和するものである
 - ✓ 同時に世界的な貿易環境は供給網を混乱させ、輸出を鈍化させ、消費や投資の重しになる可能性がある
 - ✓ 金融市場の景況感が悪化すれば金融調達環境が厳格化し、リスク回避姿勢が強化され、成長につながる可能性がある
 - ✓ 地政学的な緊張、特にロシアの正当化されないウクライナへの戦争は引き続き主要な不確実性である
 - ✓ 対照的に予想よりも防衛・インフラ投資への支出が多ければ、生産性を強化する改革とともに成長率が押し上げられる可能性がある
 - ✓ 企業の景況感改善が民間投資を促進させるかもしれない
 - ✓ 景況感は地政学的な緊張の解消や貿易の混乱が予想よりも迅速に解消されることでも改善し、経済活動が活発化する可能性がある
- インフレ率を取り巻く見通しは、引き続き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
- ✓ 金融市場の変動が大きくなり、リスク回避姿勢が強まると、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、重要鉱物の供給を制限し、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、自然に対する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)

- 前回の我々の会合以降、市場金利は概ね変化がなかった
 - ✓ 我々の過去の利下げは引き続き企業への貸し出し金利を低下させており、8 月には 3.5% となった
 - ✓ 一方、市場ベースの負債発行コストは 8 月に 3.5% となり、こうした負債の価格設定の基準となる金利も相対的に安定している
- 銀行の企業への貸し出しは 8 月の 3.0% から 9 月には 2.9% にやや鈍化した
 - ✓ 同時に社債発行残高は年換算で 3.3% に鈍化した
 - ✓ 我々のユーロ圏の最新の銀行貸出調査によれば、企業向けの信用基準は 7-9 月期に緩やかに厳格化し、銀行は顧客の直面するリスクをより懸念している
 - ✓ 企業の信用への需要はやや増加した
- 新規の住宅ローンへの金利は年初からほぼ横ばいで 8 月に 3.3% となった
 - ✓ 住宅ローン貸出伸び率は、7-9 月期にさらなる需要の伸びがなく、信用基準も変化がないなか 8 月の 2.5% から 9 月に 2.6% に上昇した
- M3 で計測される広義の通貨は上半期の 3.8%、8 月の 2.9% から 9 月に 2.8% に鈍化した

(結論)

- (声明文冒頭に記載の決定に再言及)

(質疑応答 (趣旨))

- 有名な「良い位置」というマントラ (真言) について。ユーロ圏の民間経済活動はそれほど良い状況ではない。財政余力を控除すれば、経済はそれほど良いようには見えない。民間経済活動が持ち上がらないなかでも、政策姿勢は良い位置と言えるのか
 - ✓ 金融政策の観点から、我々は良い位置にいると言える
 - ✓ 良い位置が固定されている訳ではないが、良い位置にとどまるために必要なことは行う

- ✓ 7-9 月期の 0.2%成長率の成長率はコンセンサスを上回っており、不満を述べるつもりはない
- AI と労働市場への影響について。パウエル F R B 議長は AI が米国の労働市場に与える影響を注視すると述べた。ユーロ圏にも影響するには時間を要するかもしれないが、このトピックに関する議論はあったか
 - ✓ 企業の電話調査では企業が積極的に投資を進めており、デジタルへの移行が意識されている
 - ✓ 経済にどのような影響が及ぶかは今後の見極めが必要で、動向を注視していく
- 良い位置だが固定された場所ではないという政策について。3 回の据え置きの後、将来の利下げの可能性は利上げの可能性と同じ程度にあるのか
 - ✓ 良好な位置にとどまるため、必要な措置についてデータに基づき、会合毎に行っていく
- リスクについて。上方リスクと下方リスクについて羅列したが、バランスについては述べなかった。少なくとも成長率については全体的にバランスがとれているのか、あるいは以前よりバランスしているのかについての考えを知りたい。インフレについてはどうか。
 - ✓ 前回 9 月の声明において、成長リスクはよりバランスし、その幅が狭まったと述べた
 - ✓ 今回は下振れリスクの一部が後退したことを具体例として挙げた
 - ✓ インフレについては同様ではなく、上振れリスクと下振れリスクを見ている
- 成長率の下振れリスクが後退したことは、リスクバランスが上向きに転じたことを示唆するのか。そのような議論はあったか。なぜ下振れリスクについて反映させなかったのか
 - ✓ 毎回、よりバランスしていると繰り返し強調することはできない
 - ✓ そのために、下振れリスクの一部が緩和されたことを明記した
- イタリアの銀行について。イタリアの銀行は融資の際に政府保証を用いる。これは、相対的に大きな利益をもたらす。政府は一時的に課税でその利益の一部を徴収している。政府が融資を保証しながら、利益の一部を徴収するメリーゴーラウンドのような仕組みは金融の安定性と公的資金調達にどのような影響を与えるのか
 - ✓ (パネッタ総裁) 課税により金融の安定性に影響を及ぼすことはない
 - ✓ 銀行は高い収益性を有しており、課税額は利益の限定された部分のみに課せられている
 - ✓ 課税の特性については、最終の立法を確認してコメントしたい
- デジタルユーロについて。このプロジェクトに対する批判として、デジタルユーロが問題を探している解決策であると欧州議会でも報告されている。この目的は市場主導の解決策、あるいはよりよい規制で達成される可能性が高いと見られるが、この批判にどのように反応するか
 - ✓ 通貨は公共財だと考えている

- ✓ これは原因を探すプロジェクトではなく、欧州が自らを守り、独自の通貨で取引を行う能力を体現するものである
 - ✓ 中央銀行は公共財の管理者であり、中央通貨はデジタル形態を持たねばならない、なぜなら我々は誰もが紙幣を必要とする時代とは異なる時代に進んでいるからである
- 欧州の銀行、イタリアの銀行を含む各行はデジタルユーロ導入のコストについて警告しており、公共インフラの場合と同様にコストがECBの資産を上回る可能性も示唆している。ユーロシステムはこうしたコストを削減する選択肢を検討しているか。銀行がこれらのコストを消費者に転嫁する可能性を懸念しているか
- ✓ (パネッタ総裁) コスト面に関して、利益を議論する前に費用を議論するのは賢明ではない
 - ✓ ユーロ圏の銀行はユーロ圏のデジタル決済活動の3分の1を占めるにすぎない
 - ✓ デジタルユーロインフラが構築されれば、ユーロ圏の銀行がこのレールを利用して欧州レベルで競争できるようになる
 - ✓ コストをだれが負担するのかについては決済市場による競争状況次第である
 - ✓ デジタルユーロ導入で競争が激化すれば、コストは消費者に転嫁できなくなるだろう
- 金融政策の伝達は通常、6-9 か月かかる。前回の利下げから4 か月が経過しているが、金融環境はやや引き締まっている。伝達は何らかの形で阻害されていると懸念されているか。そのため、良い位置ではないと考えているか。伝達についてどのように考えているか
- ✓ 政策伝達の状況を見る限り、伝達は効率的かつ迅速に行われていると確信している
- 成長と不確実性について。いくつか好材料はあるが、成長見通しに関するあなたが述べたような前向きなコメントは本当に正当化されるのか
- ✓ 良いニュースがあるときに、否定的なコメントをする方が常に流行することは理解している
 - ✓ しかし、良いニュースがあるときには、それを認めてその影響を見極めなければならない
- 理事会でのインフレリスクに関する議論について、もう少し詳しく教えてほしい。最近、一部の理事は上方リスクを懸念し、他のメンバーは下方リスクを懸念しているように見えたが、現在の立場はどうか
- ✓ より楽観的な見方をする人とより悲観的な見方をする人の区別はあり、タカ派とハト派に分類することもできるだろう
 - ✓ ただし、今回の会合では決定は全会一致だった
- 今朝発表されたGDPデータは7-9 月期の停滞を示していたが、イタリア経済と財政状況についてどう評価しているか
- ✓ (パネッタ総裁) GDP統計は概ね予想通りで、我々の見通しを実質的に変更するもので

はない

- ✓ 全体としては、ここ 2・3 年は多くの人が予想していたよりもはるかに回復力のある経済となっている
 - ✓ 近年ほとんど注目されなかった変化はイタリアの国際金融純資産の変遷で、純債権国となった
 - ✓ 経常赤字だったが、現在は持続的な黒字を計上している
- 認識に間違いがなければ、E C B が良い位置に滞在するために、必要なことは何でもするというのは新たな主張ではないか。すでに 2 度発言されているが、どのようなことを想定しているのか。なぜこの点を強調する必要があると考えたのか
- ✓ 意図的に繰り返したわけでも、特定のメッセージを伝えなかったわけでもない
 - ✓ 中期的にインフレ率が 2% の目標に安定することの決意以上の解釈の余地はない
- 欧州の排出量取引制度について。次は 27 年に予定されており、E C B はインフレ見通しが一時的に 0.3% ポイント程度上昇すると想定している。遅延の可能性が議論されているが、金融政策の観点からどのように考えているか。もし遅延し、27 年のインフレ率が大幅に目標を下回る結果となった場合は、利下げが正当化されるのか
- ✓ E T S 2 の導入遅延予想について、過度に解釈すべきではない
- 欧州では公的通貨、具体的にはデジタル通貨が将来の決済の重要な特徴となる環境にある。一方で、米国ではステーブルコインや暗号資産の推進、中央銀行デジタル通貨の禁止が進んでいる。私の理解では何らかの形で世界レベルでの調和を図る合意に達することが重要である。ワシントンの I M F 会合から戻ったばかりだが、このプロセスは現在どの段階にあるのか、米国政府との何らかの調整に向けた交渉はどの段階にあるのか
- ✓ まず、E C B およびユーロシステムとして我々はイノベーションに非常に注意を払い、強く支持している点を主張する
 - ✓ デジタルユーロやその他の選択肢について、このシステムから恩恵をうけるサプライヤー、業者、銀行は、我々が責任を負うこの公共財へのイノベーションを望んでいる
 - ✓ また、我々は民間通貨の形態、通貨とは言えない特定の金融商品が導入され、担保され、安全性が確保されるための規制枠組みについても注意を払っている

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。