2023.3.17

【ECB政策理事会（23年3月）】

金融不安が高まるなか0.5%の利上げを決定

～今後はよりデータに依存したアプローチを強化～

経済調査部　エコノミスト　前田　和孝

1．金融不安が高まるなか、0.5%の利上げを決定

3月16日開催のECB（欧州中央銀行）の政策理事会では、主要政策金利を0.5%引き上げることを決定した（図表1）。0.5%の利上げは3会合連続となり、これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が3.00%、主要リファイナンスオペ金利が3.50%、限界貸出ファシリティ金利が3.75%まで引き上げられた。

先週、米国でシリコンバレー銀行など複数の銀行が破綻したことに加え、欧州でもクレディ・スイスの経営不安が表面化するなど、金融システムリスクへの警戒感が急速に高まった。こうしたなか、市場の事前予想では、ECBが今回の会合で利上げペースを減速させるとの見方が強まっていたが、上昇が続く物価の抑制を優先し、0.5%の利上げを決めた。声明文では、「ユーロ圏の銀行セクターは、強固な資本と流動性を有しており、強靭である」とし、「金融政策の円滑な伝達を維持するため、必要に応じてユーロ圏の金融システムに流動性を供給するための手段を用意する」との考えが示された。また、クレディ・スイスに関しては、スイス国立銀行から最大で500億スイスフラン（約7.1兆円）の与信枠を確保したことが発表されており、こうした動きも0.5%の利上げを後押ししたと考える。

（図表1）ECBの主な金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　　：＋3.00%
主要リファイナンスオペ金利：＋3.50%
限界貸出ファシリティ金利　：＋3.75%

資産買入れ
・APP（資産買入れプログラム）の買入れ
債券の買入れは2022年7月1日に終了
償還された債券の再投資を一部取りやめることを通じて、資産の縮小を2023年3月より開始
2023年6月末までに平均150億ユーロ/月の資産を縮小し、それ以降の縮小ペースについては追って決定
今後も定期的に縮小ペースの再評価を実施
償還された債券の再投資は、APPを構成する4つのプログラムにおける償還割合に比例配分
社債の買入れに関しては、気候変動対策を推進する発行体への傾斜を大きくする
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ
債券の買入れは2022年3月末に終了
償還された債券の再投資は2024年末まで実施（期間、資産クラス、対象国は柔軟に変更）
・TPI（伝達保護措置）を導入

民間金融機関への資金供給オペレーション
2022年11月23日以降、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の適用金利を変更

※赤字は3月政策理事会での変更点

（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

一方、今後の利上げに関しては、「政策金利を安定的なペースで大幅に引き上げ、中期的なインフレ率を適時に目標である2%に戻すのを確実にするため、十分制限的な水準を維持する」との文言が声明文から削除され、「経済・金融データに基づく物価見通しの評価、基調的なインフレ率の動向、金融政策の伝達の強さを勘案したうえで決定する」と、よりデータに依存したアプローチを強化する方針を示した。

資産買入れ策については、APP（資産買入れプログラム）で保有する資産を6月末までに平均150億ユーロ/月減らし、その後のペースに関しては追って決定する方針を維持した。PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）

で買い入れた資産については、今まで通り全額再投資を行なう。

２．インフレ見通しは下方修正

今回の会合では、同時にECBスタッフのマクロ経済見通しが公表された。なお、同見通しが作成されたのは3月上旬で、金融システム不安が生じる前であることを割り引いて見る必要がある。

（図表2）ECBスタッフ見通し

失業率以外は前年比	3月見通し			（前回）12月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
実質GDP成長率	1.0	1.6	1.6	0.5	1.9	1.8
失業率	6.6	6.6	6.6	6.9	6.8	6.6
インフレ率	5.3	2.9	2.1	6.3	3.4	2.3

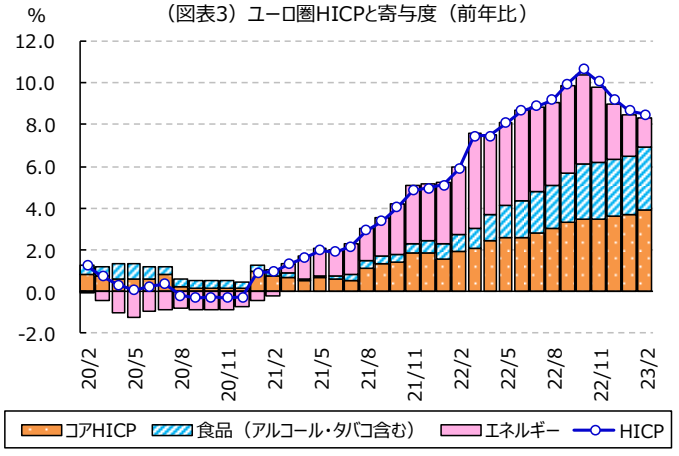
（出所）ECB　　単位：%

成長率見通しに関して、2023年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比＋1.0%と、前回12月の同＋0.5%から上方修正された（図表2）。一方、2024年は同＋1.6%（12月：同＋1.9%）、2025年は同＋1.6%（同＋1.8%）に引き下げられた。同見通しでは、先行きの景気について、エネルギー価格の低下や、世界的な供給のボトルネックが解消されたことで実質所得が改善するほか、堅調な労働市場が下支え役となり、2023年半ばにかけて景気は回復傾向で推移するとの認識を示した。しかしながら、ECBによる利上げの効果が実体経済に波及することや、政府の財政政策による下支えがなくなることが、中期的には景気の重石になるとしている。

失業率見通しについては、2023年が6.6%（12月：6.9%）、2024年は6.6%（同6.8%）に引き下げられた。2025年は6.6%で前回から変わらず、見通し期間を通して横ばいでの推移が続く予測である。雇用の伸びは鈍化に向かうものの、短期的には景気後退リスクが低下していることなどから、解雇者が大きく増加することはないとの考えを示している。

インフレ率は、2023年が前年比＋5.3%（同＋6.3%）、2024年が同＋2.9%（同＋3.4%）、2025年が同＋2.1%（同＋2.3%）と、いずれも下方修正された。ユーロ圏の2月の総合HICP（消費者物価指数）は前年比＋8.5%と、エネルギーの寄与が低下したことから、4ヵ月連続で伸びが鈍化した（図表3）。一方、食品・アルコール・タバコ、エネルギーを除く工業製品、サービスといった品目の価格上昇は続いており、コアHICPは同＋5.6%と、前月から伸び幅を拡大させた。今後もエネルギーの寄与は低下に向かうとみられるものの、食品は原材料コストの上昇分を転嫁するまでに時間差が生じることから、当面は高めの伸びが続くと予想される。また、賃金上昇に伴ってサービス価格も上昇が見込まれる。スタッフ見通しでも、足元のエネルギー価格の低下と、ユーロ高によるコアHICPの押し下げ効果が顕在化するのは、予測期間の後半になるとの認識を示している。

（図表3）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）



（出所）ユーロスタット

３．5月会合も利上げ継続がメインシナリオだが

今回の理事会で、ECBは、前回会合の声明文で明記した通り0.5%の利上げを決めた。前述したスイス国立銀行によるクレディ・スイスへの与信枠の提供や、大手11行による米国のファーストリパブリック銀行への支援表明など、金融システム問題の収束を図るための迅速な行動がとられており、今後、比較的早期に金融システム不安が沈静化に向かう可能性はある。今回の理事会後の記者会見でも、デギンドス副総裁が「欧州の銀行は自己資本比率が高いほか、流動性バッファーも厚く、米国の金融機関に対するエクスポージャーは限定的」と述べるな

ど、欧州の銀行システムの頑健さを強調する場面が多く見られた。

一方で、声明文で「金融市場の緊張を注意深く監視する」との文言が追加されたほか、今後の利上げに関して、よりデータに依存するアプローチを強化する意向が示されるなど、ECB が先行きの不透明感を意識している様子もうかがえる。スタッフ見通しでは、インフレ率の予測が引き下げられたものの、依然として 2025 年まで ECB の物価目標である 2%を上回る推移が続くとしている。基調的なインフレ率が当面の間、高止まりする可能性が高いことを踏まえると、次回の 5 月会合でも利上げ継続がメインシナリオとなるが、金融システム不安が続くようであれば、利上げ見送りの可能性も否定できない。ECB は引き続き難しい判断を迫られる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411