

【ECB 政策理事会 (22年9月)】

ECB は 0.75% の大幅利上げを実施

～少なくとも年内はタカ派姿勢を継続か～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. ECB は 0.75% の大幅利上げを決定

9月8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0.75%引き上げることが全会一致で決定された(図表1)。0.75%の利上げは、ユーロの導入以来はじめてとなる。シュナーベル専務理事をはじめとするタカ派のメンバーが、事前に大幅な利上げを示唆するなか、理事会が近づくにつれ、市場でもECBが同幅の利上げを行なうとみる向きが多くなっていた。8月のユーロ圏のHICP(消費者物価指数)の伸びが前年比+9.1%と、前月に続いて過去最高を更新したことも踏まえれば(図表2)、今回の決定は概ね直前予想の範囲内だったと言える。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「インフレ率はあまりにも高く、長期間にわたり目標を上回って推移する可能性が高い」としたうえで、今回の決定は、「現時点の極めて緩和的な政策金利の水準から、インフレ率を中期的な目標である2%に、確実かつ適時に戻すための水準への移行を前倒しで行なうもの」と解説した。また、今後については、「今後数回の会合で、需要を抑制し、インフレ期待の持続的な上方シフトを阻止するために金利をさらに引き上げる」との方針を示した。

記者会見では、利上げの到達地点であるターミナルレートの水準について尋ねる質問が多く挙がったが、ラガルド総裁は具体的な言及を避けた。前回の理事会後には、「利上げペースを速めたとしても、ターミナルレートに変更はない」としていたことを踏まえると、足元で、インフレ率を目標となる2%に収束させるために、ターミナルレートの引き上げを検討している可能性がある。ECBは物価抑制に向けて強い姿勢で臨むことを改めて示

(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	: +0.75%
主要リファイナンス金利	: +1.25%
限界貸出ファシリティ金利	: +1.50%

資産買入れ	
・APP(資産買入れプログラム)の買入れ	2022年7月1日に終了
償還された債券の再投資は継続	
・PEPP(パンデミック緊急買入れプログラム)の買入れ	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	

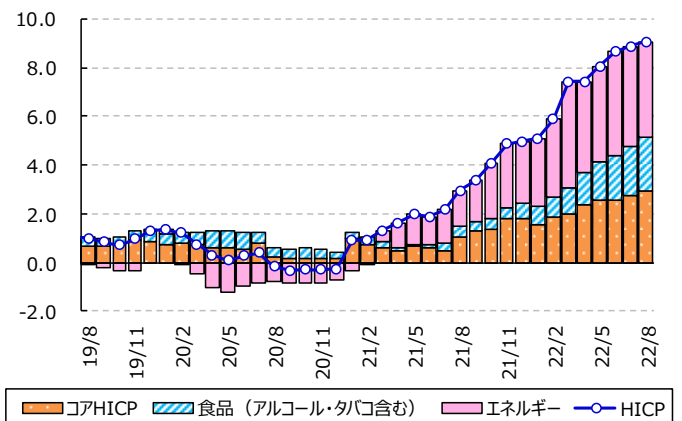
  

民間金融機関への資金供給オペレーション	
2022年以降、TLTROⅢ(条件付き長期資金供給オペレーション第3弾)の追加オペは実施せず	
優遇金利の適用期間は2022年6月で終了	

※赤字は9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

(図表2) ユーロ圏HICPと寄与度(前年比)



(出所) ユーロスタット

し、タカ派色をより一層強めた感が強い。

## 2. インフレ率見通しを上方修正

四半期毎に公表される ECB スタッフのマクロ経済見通しでは、ベースラインシナリオにおける 2022 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率が前年比+3.1% (6月:同+2.8%) に上方修正された (図表 3)。コロナからの経済活動再開などにより、年前半の景気が予想を上回って回復したことが寄与した。一方、2023 年は同+0.9% (同+2.1%)、2024 年は同+1.9% (同+2.1%) に引き下げられた。声明

文では、経済見通しについて、「第 3 四半期は観光業が景気を下支えする」との認識を示した。ただ、堅調な労働市場や、政府による財政政策が引き続き景気の下支え役となる一方、物価高が支出と生産の抑制要因になるとみられるほか、主要国の金融引き締めによる需要減少や、交易条件の悪化などもあって、「今年の残り期間で景気は大幅に減速する」との考えを示した。

失業率見通しについては、2022 年が 6.7% と、前回から 0.1% ポイントの改善 (低下) となった。一方、2023 年は 6.9% (6月:同 6.8%)、2024 年は 7.0% (同 6.7%) に引き上げられ、年を追うごとに悪化 (上昇) する見通しが示された。インフレ率は、2022 年が前年比+8.1% (同+6.8%)、2023 年が同+5.5% (同+3.5%)、2024 年が同+2.3% (同+2.1%) と、いずれも上方修正された。声明文では、足元の物価動向に関して、エネルギーコストの上昇により、食品をはじめとする多くの品目に物価上昇圧力が広がっており、ユーロ安がこれに拍車をかけているとの認識を示した。先行きに関しては、「目先は原油価格が落ち着きを取り戻す一方で、ガスの卸売価格は高水準での推移が続くことが予想される」としたほか、「労働市場が堅調に推移していることに加え、インフレ率の上昇に連動する形で、賃金の伸びが上昇する可能性がある」と警戒感を示した。

今回のスタッフ予想では、ベースラインシナリオに加えて、ダウンサイドシナリオが公表された。当該シナリオは、ロシアからの天然ガスおよび石油のユーロ圏への供給が完全に途絶し、かつガスの代替供給源にアクセスできる余地がほとんどない状況を前提としている。この前提を置くと、ベースラインシナリオと比べて、インフレ率は上振れし、2023 年の実質 GDP 成長率はマイナスになる見通しである。ノルド・ストリーム 1 経由でのロシアからの天然ガス供給は、定期修理やオイル漏れを理由に 8 月 31 日以降停止している。現段階では、再開時期は未定となっており、このまま天然ガスの供給停止が長引けば、電力不足への懸念が一層高まり、企業の生産や設備投資の下押し圧力になる可能性が高いほか、エネルギー価格の高止まりを背景とする物価高で個人消費も停滞することが予想される。仮に、今後天然ガス供給が再開されたとしても、ロシアの意思一つで供給量が絞られる状況が当面続くことを考えれば、ダウンサイドシナリオが現実となる可能性も否定できない。

## 3. 少なくとも年内はタカ派姿勢を継続すると予想

ラガルド総裁が記者会見で、「金融政策でエネルギー価格を引き下げることにはできない」と認めたように、供給サイドに起因する物価上昇を金融政策で制御するのは難しい。加えて、ロシアに絡んだエネルギー問題に見舞われているユーロ圏は、他の国よりも景気の下振れリスクが大きい。ただ、それでも ECB は、2 会合連続で政策金利を引き上げることを決めた。天然ガス価格は引き続き高止まりする可能性が高く、ユーロ圏景気には下押し圧力がかかった状態が続くとみるが、今回、ECB が利上げ幅を拡大したことを踏まえると、少なくとも年内はタカ

(図表 3) ECB スタッフ見通し

	9月見通し						(前回) 6月見通し		
	ダウンサイドシナリオ			ベースラインシナリオ					
	失業率以外前年比	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023
実質GDP成長率	2.8	-0.9	1.9	3.1	0.9	1.9	2.8	2.1	2.1
失業率	-	-	-	6.7	6.9	7.0	6.8	6.8	6.7
インフレ率	8.4	6.9	2.7	8.1	5.5	2.3	6.8	3.5	2.1

(出所) ECB

単位: %

派姿勢に変更はないと見込まれる。ECBは、主要政策金利を次回10月の理事会で0.75%、12月に0.50%引き上げると予想する。

※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