

【ECB 政策理事会（22 年 6 月）】

ECB は 11 年ぶりの利上げへ

～年後半にかけてタカ派姿勢が強まる可能性も～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. 7 月理事会で 25bp の利上げ方針を示す

6 月 9 日開催の ECB（欧州中央銀行）の政策理事会では、APP（資産買入れプログラム）における資産買入れを 7 月 1 日で終了することを決めた。また、次回の 7 月理事会で主要政策金利を 25bp 引き上げ、9 月も追加利上げを実施する方針を示した（図表 1）。その後の会合では、最新のデータに基づいて漸進的かつ持続的に金利の引き上げを行なう意向も声明文に明記された。民間金融機関への資金供給オペレーションに関しては、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第 3 弾）における優遇金利を予定どおり 6 月で終了させる。

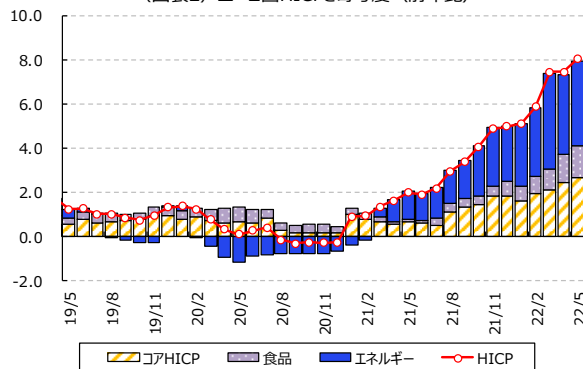
先月、ラガルド総裁は ECB ホームページ内のブログで、資産買入れの終了に加えて、7 月の政策金利引き上げや 9 月でのマイナス金利解除の方針をすでに示しており、今回の決定は概ねこの内容を踏襲した形となった。5 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）が前年比+8.1%と、伸び幅を前月から拡大させたこともあって（図表 2）、市場では 7 月における 50bp の利上げを予想する向きもあったが、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「ECB にとっても 11 年ぶりの利上げであり、すでに政策金利の引き上げを行なっている他の中央銀行の例を見ても、まずは漸進的に進めることが望ましい」と述べ、25bp の利上げが適切との判断に至ったとした。もっとも、中期的なインフレ率が高止まり、もしくは上昇する場合には、9 月の理事会で、より大きな政策金利の引き上げが必要になるとしており、今後、25bp を超える利上げを実施する可能性も示唆した。

ECB の金融引き締めを織り込む形で、足元のユーロ圏主要国の債券利回りは上昇傾向で推移している。ドイツとイタリアをはじめとする南欧諸国の利回り格差は拡大基調にあり（図表 3）、財政状況の悪い一部の国の金利が急上昇することで資金調達難を招くリスクが高まりつつある。記者会見では、こうしたリスクへの対応を問う質問が出たが、ラガルド総裁は、これまでどおり PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）における再投資の期

（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	: ▲0.5%
主要リファイナンス金利	: 0.0%
限界貸出ファシリティ金利	: +0.25%
※7月理事会で25bp引き上げ、かつ9月理事会でも引き上げの方針を明示	
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	
償還された債券の再投資は2024年末まで実施	
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6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

間や資産クラス、対象国を柔軟に調整する方針を示した。また、必要であれば、新たな手段を用いて対応することも示唆したが、具体的な内容についての言及はなかった。

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、2022 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+2.8%（3月：同+3.7%）、2023 年は同+2.1%（同+2.8%）に下方修正される一方、2024 年は同+2.1%（同+1.6%）に引き上げられた（図表 4）。声明文では、短期的な景気見通しについて、「エネルギー価格の上昇や交易条件の悪化、不確実性の増大、高インフレの可処分所得に対する悪影響が、景気の抑制要因になると予想される」としたほか、「ウクライナにおける戦争と中国での行動制限措置によって、再びサプライチェーンの混乱が生じており、生産活動の下押し圧力となる」との認識を示した。もっとも、労働市場の強さや政府による財政政策などが下支え役となり、しばらくすれば景気は再び持ち直すとの見方も示している。

失業率見通しは、2022 年は 6.8%と、前回から 0.5%ポイントの改善（低下）となった。2023 年、2024 年もそれぞれ 0.4%ポイント、0.3%ポイント改善し、良好な雇用環境が続くとの見通しを示している。

インフレ率は、2022 年が前年比+6.8%（3月：同+5.1%）、2023 年が同+3.5%（同+2.1%）、2024 年が同+2.1%（同+1.9%）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、新たな供給のボトルネックや、サービス部門を中心とする需要回復が価格の押し上げ要因となっているとし、「価格上昇は様々なセクターに広がりつつあり、基調的なインフレ率は上昇している」との認識を示した。

リスク評価については、ウクライナでの戦争継続に伴うエネルギー供給の混乱が、景気の下振れリスクであるとした。また、中期的なインフレ見通しに対しては、エネルギーと食料価格の高止まりや、目標を上回るインフレ期待、賃金上昇がリスクになるとの見方を示した。前回の理事会から認識に変更はないものの、引き続き景気下振れと物価上昇の両方のリスクが共存する状況が続くとの見解である。

今回のスタッフ見通しでは、2023 年にかけて実質 GDP 成長率が下方修正されたほか、インフレ率はすべての見通し期間で引き上げられた。特に、インフレ率は 2024 年まで ECB の目標である 2.0%を上回る予想であり、インフレ率が見通し期間の終了より十分に前もって目標に到達し、残りの見通し期間も持続的であるなどとするフォワードガイダンスで示されている利上げの条件を満たすものとなっている。

3. 賃金上昇でタカ派姿勢が強まる可能性も

5 月のユーロ圏のインフレ率は、過去最高の伸びとなった（前掲図表 2）。内訳を見ると、エネルギーの寄与度が引き続き高く、物価上昇の 5 割近くを説明できる。ただ、価格上昇は、食料をはじめ広範囲に広がりつつある。ECB は、かねてから域内の賃金上昇率の低さを理由に、FRB（米連邦準備制度理事会）や BOE（イングランド銀行）が金融引き締めを急ぐなかでも、これまで比較的慎重な対応をとってきた。しかしながら、2022 年 1-3 月期の妥結賃金は前年比+2.8%と、コロナ感染拡大前のピークである 2019 年 7-9 月期の伸びを上回った（図表 5）。

（図表 3）独伊スプレッド（10年国債金利差）の推移



（図表 4）ECBスタッフ見通し

	6月見通し			（前回）3月見通し		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	2.8	2.1	2.1	3.7	2.8	1.6
失業率	6.8	6.8	6.7	7.3	7.2	7.0
インフレ率	6.8	3.5	2.1	5.1	2.1	1.9

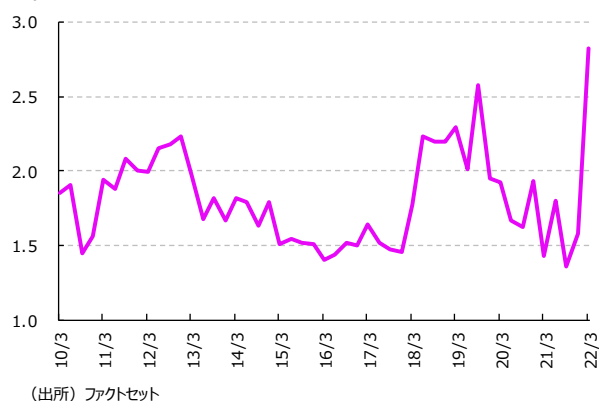
（出所）ECB

単位: %

HICP の上昇に対するサービス価格の寄与も徐々に上がってきている。賃金上昇圧力が高まってきていることで、今後は、タカ派の理事会メンバーから引き締めプロセスを速めるよう求める声が大きくなると予想される。ロシアとウクライナに絡む地政学リスクの影響を受けるユーロ圏は、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 は今のところ 2024 年にかけて 2%を超える成長率を見込んでいる。エネルギー価格だけでなく、賃金も上昇しはじめていることを考えれば、ECB は、利上げによって景気後退に陥るリスクは低下しつつあるとの認識を持っているとみられる。ECB は 9 月理事会

で、50bp の利上げを実施すると予想する。その後、年内に開催される 2 会合では、漸進的かつ持続的に金利の引き上げを行なう意向を声明文に明記したことや、年後半にかけてインフレ率が鈍化する見込みであることから、25bp ずつ政策金利を引き上げというのがメインシナリオである。

(図表5) ユーロ圏 妥結賃金の推移 (前年比)



※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