

2023. 9. 15

【ECB 政策理事会（23年9月）】

10 会合連続の利上げを決定

～当面政策金利はすえ置かれると予想～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 9月14日開催のECBの政策理事会では、主要政策金利を0.25%引き上げることを決定。域内景気弱含みへの配慮とインフレ懸念を天秤にかけた難しい判断だったとみられる
- 利上げの主因は原油高。雇用者報酬の鈍化予想を受けてコアインフレ率見通しは下方修正され、基調的な物価動向は落ち着いていく方向に
- 輸出の低迷などで実質GDP成長率見通しは下方修正された。域内景気の足取りは不安定であり、追加利上げのハードルは相当高いとみる

1. 10 会合連続の利上げを決定

9月14日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会では、主要政策金利を0.25%引き上げることを決定した（図表1）。これで利上げは10会合連続となり、主要政策金利は預金ファシリティ金利が4.00%、主要リファイナンスオペ金利が4.50%、限界貸出ファシリティ金利が4.75%まで引き上げられた。

資産買入れ策については、資産買入れプログラム（APP）で保有する資産の再投資は引き続き全額停止となる。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）で買入れた資産については、24年末まで全額再投資を行なう、との従来からの方針が維持された。

声明文には、「**主要政策金利は、それが十分長期間にわたって維持されるならば、インフレを目標に戻すために大きく寄与できる水準に到達した**」との文言が追加され、利上げ停止の可能性が示唆された。もっとも、ラガルド総裁は会見で、今後の金利水準はデータ次第と繰り返し述べ、追加利上げの可能性に含みを残した。理事会の議論の内容については「**金利すえ置きを主張する参加者もいたが、**

（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	: +4.00%
主要リファイナンスオペ金利	: +4.50%
限界貸出ファシリティ金利	: +4.75%

資産買入れ	
・資産買入れプログラム（APP） 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月より開始し、6月末まで平均150億ユーロ/月の資産を縮小 2023年7月に再投資を停止	
・パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP） 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）	
・伝達保護措置（TPI） 財政基盤の弱い加盟国の国債利回り上昇による域内格差を是正する債券買入れ措置	

民間金融機関への資金供給オペレーション	
・条件付き長期資金供給オペレーション第3弾（TLTRO III） 銀行による返済が進み、段階的に縮小傾向	

※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

過半数の参加者は利上げを支持した」となっており、意見が真っ二つに割れた模様である。筆者としては、ユーロ圏景気の足取りは不安定であり、今後ハト派（景気安定重視）が勢いを増す展開が想定されることから、追加利上げのハードルは相当高いとみておきたい。

2. 原油高を反映し、インフレ率見通しを上方修正

今回の会合では、ECB スタッフのマクロ経済見通しが公表された。まず、インフレ率は、2023年が前年比+5.6%（6月：同+5.4%）、2024年が同+3.2%（同+3.0%）といずれも上方修正された（図表2）。主要産油国の減産などで原油先物価格が上昇に転じ、ECBの原油価格見通しが上振れたことが主因とみられる。

コアインフレ率の見通しは、2023年が前年比+5.1%（6月：同+5.1%）、2024年が同+2.9%（同+3.0%）と、2024年が下方修正された。雇用者報酬の見通しは、2023年が前年比+5.3%と6月予測から横ばい、2024年が同+4.3%（同+4.5%）と下方修正されており、賃金上昇率の上振れリスクが低下したことが、コアインフレ率見通しの主たる下方修正要因とみられる。

したがって、ECBが9月会合での利上げに踏み切った主因は原油高であり、もし、原油先物価格が安定的に推移していたら、利上げ見送りの可能性が高かったと考えられる。基調的な物価動向を示すコアインフレ率の見通しが安定してきたことから、原油価格の一段の上振れがなければ、当面ECBは政策金利をすえ置くとみる。

3. GDP見通しを下方修正、輸出と投資が冴えない

2023年のユーロ圏の実質GDP成長率については、前回6月の前年比+0.9%から同+0.7%へ、2024年6月の同+1.5%から同+1.0%へ下方修正された（図表3）。

2023年のGDP下方修正の主因は輸出の低迷（6月：同+2.7%→9月：同+1.3%）である。世界貿易量の予想が下方修正されており、主要輸出先である中国景気の減速が背景とみる。2024年のGDP下方修正の主因は総固定資本形成の大幅鈍化である。こちらは、足元の輸出低迷に加え、インフレ高進による買い控えなどを背景とする鉱工業生産の落ち込みにより、企業の新規投資需要が縮小していることを反映していると考えられる。

先行きの景気については、インフレ鈍化による実質所得回復で個人消費が持ち直す見込みであることや、世界景気の回復で輸出が徐々に改善する見通しであることから、2023年を底に回復基調をたどると想定されている。

失業率見通しについては、2023年6.5%（6月：6.5%）、2024年は6.7%（同6.4%）となり、2024年上方修正（悪化）された。雇用者数の伸びも鈍化する見込みで、「これまで堅調だったサービス業についても今後鈍化傾向になる」とECBは指摘する。

（図表2）ECBスタッフ見通し（1）

	9月見通し			（前回）6月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
原油価格以外前年比						
インフレ率	5.6	3.2	2.1	5.4	3.0	2.2
インフレ率（エネルギー）	▲1.3	5.6	1.4	▲3.1	2.9	1.4
コアインフレ率	5.1	2.9	2.2	5.1	3.0	2.3
雇用者報酬	5.3	4.3	3.8	5.3	4.5	3.9
原油価格（ドル/バレル）	82.7	81.8	77.9	78.0	72.6	70.4

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数
（出所）ECB

単位（原油価格以外）：%

（図表3）ECBスタッフ見通し（2）

	9月見通し			（前回）6月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
失業率以外前年比						
実質GDP成長率	0.7	1.0	1.5	0.9	1.5	1.6
個人消費	0.3	1.6	1.6	0.2	1.9	1.5
総固定資本形成	1.7	▲0.4	1.4	1.5	1.1	2.1
輸出	1.3	2.5	3.1	2.7	3.4	3.2
輸入	0.3	2.5	3.1	1.4	3.4	3.2
世界貿易量	0.2	3.2	3.3	1.3	3.4	3.4
失業率	6.5	6.7	6.7	6.5	6.4	6.3
雇用者数	1.2	0.2	0.2	1.3	0.5	0.4

※世界貿易量は、ユーロ圏以外の国の輸入量の加重平均値
（出所）ECB

単位：%

4. 域内各国の景気に温度差、懸念されるドイツの先行き

今回の利上げは、域内景気の弱含みへの配慮とインフレ懸念を天秤にかけた難しい判断だったとみられる。ユーロ圏の主要政策金利は域内史上最高水準まで引き上げられたものの、実質 GDP 成長率は 2023 年を底に回復していく見通しが示されるなど、今のところ ECB はソフトランディングを想定している。域内景気は急速な利上げに耐えられる、との見立てであるが、会合結果発表後、ユーロ/ドルは下落しドイツ 10 年債利回りは低下するなど、市場は景気への懸念を強めている。

域内各国の景気には温度差がある。欧州委員会の夏季経済見通し(9/11 発表)によると、実質 GDP については、観光などが堅調なフランス(5 月時点:前年比+0.7%→9 月:同+1.0%)やスペイン(同+1.9%→同+2.2%)が上方修正される一方で、輸出の低迷などでドイツ(同+0.2%→同▲0.4%)はマイナス成長へと下方修正された。翌日物金利スワップ(OIS)市場からは、2024 年の夏場に ECB が利下げに踏み切ることが示唆されているが、域内最大の経済大国であるドイツの苦境は鮮明であり、今後さらに状況が悪化するようであれば、利下げの時期が早まる可能性もあろう。

当研究所では 6 月の利下げ開始をメインシナリオと置くが、逆に、原油先物価格などの動向次第ではタカ派(物価安定重視)が相応の勢力を維持するシナリオも残されており、その場合は追加利上げの可能性も出てくる。この点、主要産油国の生産・価格政策の動向を引き続き注視する必要がある。

※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