

【ECB 政策理事会 (22 年 12 月)】

ECB は 0.5% の利上げを決定

～タカ派姿勢を強め、今後も利上げを継続～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. 利上げペースを減速

12 月 15 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)。ECB は前回理事会まで 2 会合連続で 0.75% の利上げを行なっていたが、今回政策金利の引き上げペースを減速させた。これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 2.00%、主要リファイナンスオペ金利が 2.50%、限界貸出ファシリティ金利が 2.75% まで引き上げられた。

資産買入れ策については、APP (資産買入れプログラム) で保有する資産の縮小を来年 3 月から始めることを決めた。満期償還を迎えた債券の再投資を一部取りやめ、2023 年 4-6 月期までに平均 150 億ユーロ/月減らす。その後のペースに関しては、追って決定するとした。また、次回の 2 月理事会で再投資を取りやめる資産の内訳等の詳細を公表するほか、金融政策スタンスとの整合性を確認するため、定期的に縮小ペースの再評価を行なう方針も示した。一方、PEPP (パンデミック緊急買入れプログラム) で購入した資産については再投資を継続する。

今後の利上げ方針については、最新のデータを基に理事会毎に政策金利を決めるとしつつも、「中期的なインフレ率を確実にかつ適時に目標である 2% に戻すのに十分制限的な水準に政策金利を到達させるためには、引き続き安定的なペースで大幅に引き上げる必要がある」との方針を示した。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、政策金利を「安定的なペースで大幅に引き上げる」の内容を問われ、「現時点の情報に基づけば、次回会合や、その次の会合でも 0.5% の利上げが基本線となる」と説明した。ECB は、利上げの到達地点であるターミナルレートを目途を当初は 2% 付近とされる名目中立金利としていた。今回の理事会では、ターミナルレートの水準が名目中立金利を上回ってなお引き上げられる可能性が示されており、タカ派色が強まったと考える。

(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	: +2.00%
主要リファイナンスオペ金利	: +2.50%
限界貸出ファシリティ金利	: +2.75%

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4-6月期までに平均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	
次回2月理事会で再投資を取りやめる資産の内訳等の詳細を公表	
今後も定期的に縮小ペースの再評価を実施	
・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、TLTRO III (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	
3回分の早期返済日を設定し、民間金融機関が満期日より前に資金を返済する機会を提供	

※赤字は12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

## 2. インフレ率見直しを上方修正

四半期毎に公表される ECB スタッフのマクロ経済見直しでは、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+3.4% (9月:同+3.1%) に上方修正された (図表 2)。一方、2023 年は同+0.5% (同+0.9%) に下方修正された。2024

年は同+1.9% (同+1.9%) と変わらない予測で、新たに今回発表された 2025 年は同+1.8%だった。同見直しでは、足元の景気について、「エネルギー危機や高インフレ、世界的な景気減速、金融環境のタイト化が景気を押し下げている」との認識を示した。ただ、先行きに関しては、政府の財政政策が下支え役となるほか、エネルギーの安定供給網の再構築に伴って不確実性が低下することなどから、景気後退は短期的かつ浅いものになるとしている。

失業率見直しについては、2022 年が 6.7%、2023 年は 6.9%と前回から変わらなかったものの、2024 年は 6.8% (9月:7.0%) に引き下げられた。2025 年は 6.6%で、2023 年をピークに低下 (改善) 傾向となる見直しである。2023 年は景気減速による労働需要の減少を反映し、雇用の伸びが鈍化するものの、2024 年以降は景気回復に伴って雇用は回復し、失業率は改善するとしている。

インフレ率は、2022 年が前年比+8.4% (同+8.1%)、2023 年が同+6.3% (同+5.5%)、2024 年が同+3.4% (同+2.3%) と、いずれも上方修正された。2025 年は同+2.3%と、見直し期間にかけて目標の 2%を上回る予測となっている。11 月のユーロ圏の HICP (消費者物価指数) は前年比+10.0%と、エネルギー価格の低下が寄与したことにより、2021 年 6 月以降ではじめて伸びが鈍化した (図表 3)。もっとも、食品や工業製品、サービスの価格上昇圧力が高い状態は依然として続いている。スタッフ見直しでも、これまでのエネルギー・穀物価格の上昇や、ユーロ安による仕入れコストの増加が食品などの価格を押し上げることに加え、賃金の上昇がインフレ率見直しの上振れ要因になるとしている。

ベースラインシナリオに加えて、前回同様、ダウンサイドシナリオも公表された。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直しである。

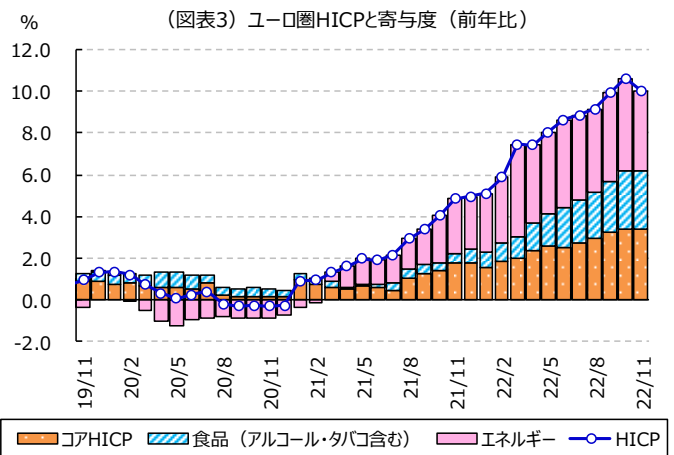
欧州の天然ガスの貯蔵率は例年を上回るペースで積み上がっており、今冬に天然ガスが枯渇する事態は避けられる見通しだが、たとえ今冬を乗り越えられたとしても、来年十分な在庫を確保できるかは不透明である。冬の需要期を過ぎた後、来春のガス貯蔵率は例年に比べて低い水準となる可能性が高い。ロシアからの供給が再開する見込みが薄いことに加え、今年は中国の景気減速に伴うガス需要の減少で、供給側が欧州に LNG (液化天然ガス) を振り向けやすい環境にあった点なども踏まえると、来冬に向けてのガス調達は、困難を極める可能性が高い。ベースラインシナリオの先行きの成長率見直しは、かなり強気な印象を受ける。

(図表 2) ECBスタッフ見直し

	12月見直し							(前回) 9月見直し				
	ダウンサイドシナリオ			ベースラインシナリオ				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	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP成長率	-0.6	0.2	2.0	3.4	0.5	1.9	1.8	-0.9	1.9	3.1	0.9	1.9
失業率	-	-	-	6.7	6.9	6.8	6.6	-	-	6.7	6.9	7.0
インフレ率	7.4	3.6	2.0	8.4	6.3	3.4	2.3	6.9	2.7	8.1	5.5	2.3

(出所) ECB

単位: %



(出所) ユーロスタット

### 3. 今後も利上げは継続

今回の理事会で、預金ファシリティ金利が2.00%に引き上げられ、ECBの政策金利は2%近辺と言われる名目中立金利を上回る領域に入りつつある。ただ、インフレ率が依然として二桁の高い伸びとなっていることや、フォワードガイダンスで政策金利を「安定的なペースで大幅に引き上げる必要がある」との文言を追加したことも踏まえると、今後も利上げは継続されるだろう。一方、スタッフ見通しでは、2022年10-12月期、2023年1-3月期と2四半期連続のマイナス成長が見込まれている。ECBは、今回の理事会でタカ派色を強めた感が強いが、それぞれ事情が異なる国の利害を調整しながら金融政策を実行せざるを得ないことから、景気への配慮を求める理事会メンバーの意見は無視できないと考える。前回理事会で決めたTLTROⅢにおける民間金融機関への貸出資金の早期返済や、APPでの再投資停止といったバランスシートの縮小を同時並行で実施することも考えれば、ECBは主要政策金利を2023年2月、3月にそれぞれ0.50%、5月に0.25%引き上げ、利上げサイクルを終了させると予想する。

※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