

【ECB 政策理事会（23 年 5 月）】

ECB は 4 会合ぶりに利上げ幅を縮小

～コアインフレ高止まりで今後も利上げは継続へ～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. 4 会合ぶりに利上げ幅を縮小

5 月 4 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 0.25%引き上げることと決定した（図表 1）。4 会合ぶりに利上げ幅を縮小させ、これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 3.25%、主要リファイナンスオペ金利が 3.75%、限界貸出ファシリティ金利が 4.00%まで引き上げられた。5 月 2 日に公表された 1－3 月期のユーロ圏の銀行貸出調査では、銀行の貸出基準が厳格化し、企業の資金需要も減少していた。一方、4 月のユーロ圏の総合 HICP（消費者物価指数）が前年比 +7.0%と前月から伸びが拡大したほか、コア HICP も同 +5.6%と高止まりしている（図表 2）。ラガルド総裁は、「インフレ見通しは長く、高すぎる状態が続いている」ことを、0.25%の利上げに至った理由として挙げた。

声明文では、「理事会は現在の市場の緊張を注意深く監視しており、ユーロ圏の物価と金融の安定を維持するために必要に応じて対応する準備がある」や、「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、強靱である」といった米国発の金融不安への対応に関する文言が前回から削除された。実際、3 月上旬に米国で複数の銀行が破綻した直後には、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。米国では、ファーストリパブリック銀行が 5 月 1 日に破綻するなど、金融不安が依然としてくすぶり続けているものの、欧州に波及する事態には今のところ至っていない。前回の 3 月会合時と異なり、ECB が緊急で流動性供給などの対応を実施する可能性や、ユーロ圏の銀行システムの強靱さを示すことで市場の動揺を落ち着かせる必要性が薄れたことから、

（図表 1）ECBの主な金融政策

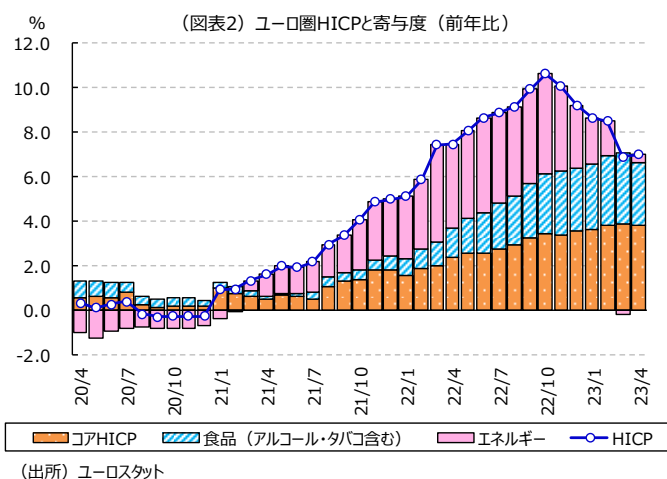
政策金利	
預金ファシリティ金利	： +3.25%
主要リファイナンスオペ金利	： +3.75%
限界貸出ファシリティ金利	： +4.00%

資産買入れ	
・APP（資産買入れプログラム）	
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	
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）	
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	

※赤字は5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



これらの文言を削除したと考えられる。

これまでの利上げの影響については、「過去の利上げの効果はユーロ圏の金融環境には力強く伝達されているものの、実体経済に対するラグや伝達の強さは依然として不確実なままである」との認識を示した。今後の金融政策の方針に関しては、データに依拠したアプローチを継続するとした一方で、「中期的なインフレ率を目標である 2%に適時に戻すのを確実にするため、政策金利を十分に制限的な水準に引き上げ、必要な限りその水準を維持する」とし、利上げサイクルが終了した後も、当面は政策金利を高い水準にとどめる考えを示した。

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 2023 年 6 月末まで平均 150 億ユーロ/月減らした後、7 月には全額再投資を停止することを決めた。2023 年後半の APP における保有資産の償還予定額は総額 1,487 億ユーロとなっている。月によって償還金額は異なるものの、単純平均で 248 億ユーロ/月の資産を縮小する形となる。なお、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. 基調的なインフレ率が高いとの見方を維持

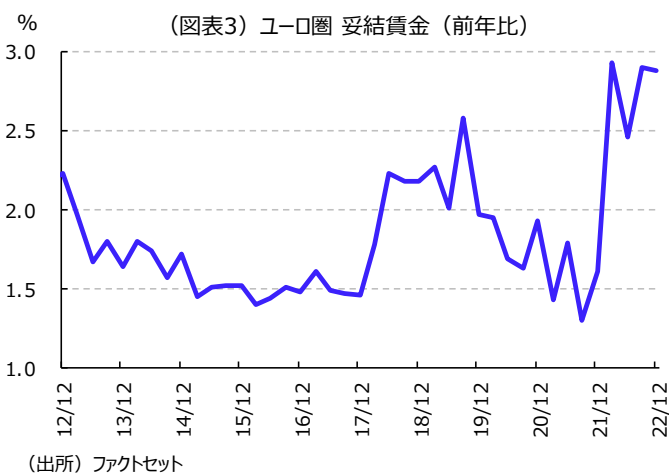
声明文では、足元の景気について、ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比+0.1%だったことを踏まえ、「エネルギー価格の低下や供給のボトルネックの緩和、企業や家計に対する政府の財政政策が景気回復に寄与したものの、個人消費をはじめとする内需は弱いままである」との認識を示した。先行きに関しては、堅調な労働市場が景気の押し上げにつながる可能性がある一方で、金融市場の緊張が持続する場合には想定以上に信用状況が引き締まることから、成長率見通しの下振れリスクになるとした。

足元のインフレ率については、「過去のエネルギーコストの上昇と、供給のボトルネックによる影響が物価を押し上げている」としたほか、「経済活動の再開に伴うペントアップディマンドや、賃金上昇によって特にサービス価格は上昇傾向が続いており、基調的なインフレ率は依然として高い水準となっている」と、容認しがたい水準との認識を示した。先行きについては、銀行融資の縮小や金融政策の効果発現に伴う需要の減少が、中期的には物価上昇圧力の低下につながる可能性があるとした。一方、短期的には、これまでの供給制約等による小売価格の上昇や、インフレ期待の持続的上昇、賃金、企業利益率の想定以上の増加が物価の上振れリスクになるとの見解を示した。

3. 複数回の利上げがメインシナリオか

今回の理事会で、ECB は主要政策金利を 0.25%引き上げ、利上げペースを減速させた。金融不安に関しては、理事会後の記者会見でデギンドス副総裁が、「デジタルバンキングやソーシャルネットワークが預金取り付けの要因となり得る」と警戒感を示す一方で、特異なビジネスモデルを特定地域で展開する中規模クラスの銀行や、金利リスクに対して脆弱な銀行は、欧州には見当たらないと述べるなど、現段階では米国の問題が欧州に波及する可能性は低いとの見解を示している。

銀行貸出の厳格化や企業の資金需要の減少など、ECB によるこれまでの利上げの効果が始まってはいるものの、インフレ率は依然として高止まりが続いている。ユーロ圏の妥結賃金を見ると、10-12 月期は前年比+2.9%と、高い伸びになっている（図表 3）。物価高が続くなか、ユーロ加盟国では賃上げを巡る労使交渉が行な



われているほか、政府による最低賃金の引き上げも実施されている。今後、エネルギーの物価上昇率に対する寄与は低下に向かう一方、賃金上昇に伴うサービス価格の上昇は続く可能性が高い。食品価格も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見込まれる。

ラガルド総裁は、今回の理事会では利上げ幅に関し、50bp と 25bp を主張するメンバーはいたものの、すえ置きを主張するメンバーはいなかったと述べた。理事会後も、フランス中央銀行のビルロワドガロー総裁や、リトアニア中銀のシムクス総裁が今後の複数回の利上げを支持する発言を行なっている。金融不安が欧州に波及するようであれば、利上げが見送られる可能性も否定できないが、今後、ECB は主要政策金利を 6 月と 7 月に 0.25% ずつ引き上げるというのがメインシナリオである。

※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