

2023. 10. 27

## 【ECB 政策理事会（23年10月）】

### ユーロ圏の利上げ局面は終了とみる

～PEPPの再投資停止と財政問題が今後の論点に～



経済調査部 エコノミスト  
吉川 裕也

#### ポイント

- 10月26日開催のECBの政策理事会では、主要政策金利のすえ置きを決定。総じてハト派的なスタンスが目立ち、ECBは景気の先行きへの懸念を強める一方でインフレ抑制への自信を深めている模様
- 高止まりするサービス価格に鈍化の兆しもみえることから、当研究所は2024年6月にECBが利下げを開始するとの従来からの見解を維持する
- 今会合でPEPPの再投資停止に関する議論開始は見送られたが、早晚議題となろう。域内主要国の財政状況は厳しく、長期金利上昇が今後の波乱材料となる可能性も

#### 1. 政策金利すえ置きを決定

10月26日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、主要政策金利すえ置きを全会一致で決定した（図表1）。2022年7月の会合から毎回続いた利上げはいったん打ち止めとなった。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%である。

資産買入れ政策については、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、2024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。

前回会合では声明文に、「**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ていたことから、今会合での金利すえ置きは既定路線だった。今会合の声明文にも同じ文言が残っており、ECBは当面様子見姿勢を維持するとみられる。ラガルド総裁は会見にて、今後の金利水準はデータ次第、との立場を繰り返しており、追加利上げの余地は残している。しかし、外需や個人消

（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	

（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

費は低迷し、中東の地政学リスクも浮上するなど、ユーロ圏景気の足取りは不安定化していることから、今後ハト派（景気安定重視）が勢いを増す展開が想定され、追加利上げのハードルは相当高いとみておきたい。

## 2. インフレ率は順調に低下へ

声明文は、9月EU基準消費者物価指数（HICP）の伸びが大幅に鈍化（図表2、前年比+4.3%、8月：同+5.2%）したことに言及している。高止まりするサービス価格についても、「観光・旅行関連の上昇圧力が弱まりつつある」と記載された。さらに、「ほとんどの基調的インフレ指標は継続的に鈍化している」としたうえで、利上げ効果が融資条件などに力強く反映されることにより「**需要が一段と減少しインフレ低下に寄与する**」と、今後のインフレ率低下の道筋に対して自信を示す内容となっている。新規雇用がサービス業を含め減少してきているとの指摘もあり、インフレ克服への自信を徐々に深めている様子が見える。

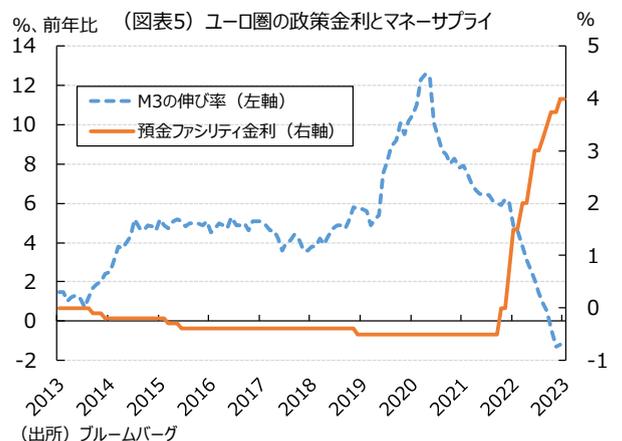
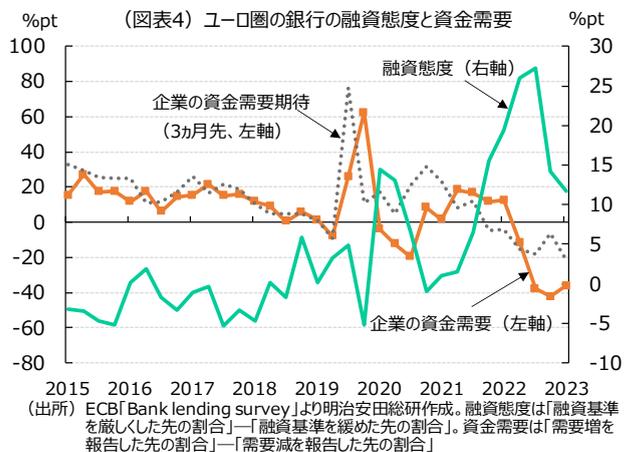
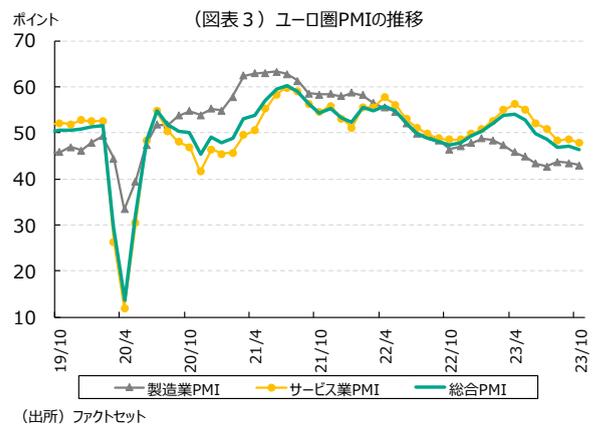
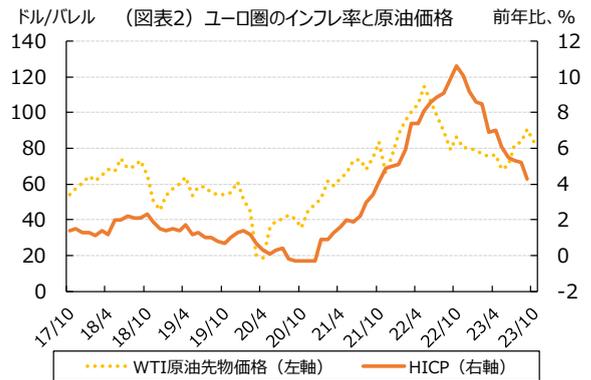
中東の地政学リスクについては、「**予見できない**」と言及するにとどまり、今のところインフレ見通しへの大きなリスクになるのかどうか判断できないと認識している模様である。9月会合では主要産油国の減産による原油価格上昇が利上げ決定の一因となったが、足もとWTI原油先物価格は80ドル台半ば/バレルで推移しており（前掲図表2）、ECBの想定（82.7ドル/バレル、2023年）付近にとどまっていることから、危機感はまださほど高まっていないようにも見受けられる。

## 3. 足もとの景気は軟調も、来年以降回復へ

声明文では、「**ユーロ圏の景気は弱い**」との認識が維持された。外需が冴えないのに加え、金融引き締めが投資と消費の重荷になっていることから、年内いっぱい低空飛行が続くという見通しである。ラガルド総裁が質疑応答で購買担当者景気指数（PMI）の弱さにふれたり（図表3）、PEPPの再投資停止に向けての議論開始が今会合では見送られたりと、ECBは目先の景気動向をかなり慎重にみている様子が見える。

一方、インフレ率の低下に伴い実質所得が上昇していくため、向こう数年間にわたって景気は回復していくとの楽観的な中期見通しも示された。

ECBの銀行融資担当者調査によると、ユーロ圏の銀行の融資態度は依然厳しく、企業の資金需要は事前予想を下回る状況が続いている（図表4）。厳しい融資態度と低調な資



金需要により、ユーロ圏のマネーサプライの伸びはマイナスに転じており、利上げが本格的に景気を冷やし始めている様子が見て取れる（図表5）。実際、8月ユーロ圏小売上高は前月比▲1.2%と、大幅減となった。S&P グローバル発表のPMIは好不況の境目である50を下回る状況が続いている。

足元の経済指標を見る限り、7-9月期GDPは前期比マイナスになる可能性も否定できない。ECBは9月会合にて2023年の実質GDP見通しを前年比+0.7%、2024年については同+1.0%としたが、次回会合（12/14の予定）にて下方修正となる可能性が高い。

#### 4. ソフトランディングを想定も、財政問題がリスク要因

今会合では総じてハト派（景気安定重視）的なスタンスが目立った。ECBは景気の先行きへの懸念を強める一方で、インフレ抑制への自信を深めている。今後、中東の地政学リスクが深刻化し原油価格が大幅に上昇するのでもない限り、追加利上げはないとみておきたい。景気の現況判断は弱いとはいえ、域内実質GDPは2023年を底に回復していく見通しは維持されており、ECBは依然ソフトランディングを想定している。

一方、先行きのリスク要因としては財政問題も無視できない。コロナやウクライナ紛争への対応などを通じ、主要国の財政赤字は膨らんでおり（図表6）、多くの国で財政赤字の対GDP比がEUの安定成長協定（▲3%以内）をオーバーしている。財政出動余地は限られるとみられ、政府に景気を下支えする余力は乏しい。特にイタリアの財政状況が厳しく、イタリアの10年国債利回りは5%近辺まで上昇、独伊スプレッドは拡大傾向にある（図表7）。PEPP（図表8）の再投資停止に関する議論開始は今会合では見送られたものの、タカ派（物価安定重視）による再投資停止の要求は強く、次回会合以降は議題となる可能性が高い。将来的な国債市場の需給悪化を懸念して、イタリアなどの国債利回りがさらに上昇するリスクがある。金利の域内格差是正のための「伝達保護措置（TPI）」が2022年7月に設置されてはいるものの、現状では発動要件が厳しく、機能するかどうか疑わしい。この点、発動要件緩和に向けた議論の進展が期待される。

今回の会合結果を受けて、金利スワップ市場が織り込むECBの利下げ開始時期は2024年7月から6月に前倒しされた。当研究所では、ECBの利上げ局面はすでに終了となり、2024年6月から利下げを開始する、との従来からの見解を維持する。

※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

