

【ECB 政策理事会（22年10月）】

ECB は 2 会合連続で 0.75% の利上げを決定

～12月理事会で利上げペースは減速の可能性～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. 2 会合連続で 0.75% の利上げを決定

10月27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0.75%引き上げることを決定した（図表1）。0.75%の利上げは、前回の9月理事会から2会合連続となる。これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が1.50%、主要リファイナンスオペ金利が2.00%、限界貸出ファシリティ金利が2.25%まで引き上げられた。9月のユーロ圏のHICP（消費者物価指数）の伸びが前年比+9.9%と、過去最高を更新し続けていることも踏まえれば（図表2）、今回の利上げ幅は概ね市場予想の範囲内だった。

民間金融機関への資金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）の条件を変更することを決定した。適用金利をオペ利用時から返済時までの預金ファシリティ金利もしくは主要リファイナンスオペ金利の平均とするこれまでの条件から、11月23日以降は、同日から満期日あるいは早期返済日までの預金ファシリティ金利もしくは主要リファイナンスオペ金利の平均とする。TLTROⅢについては、オペを通じて低利で借り入れた資金が民間金融機関の与信を拡大させ、インフレ率を押し上げる可能性が指摘されていた。今回の条件変更により、マイナス金利を含む11月22日までの政策金利は計算から除外されるため、民間金融機関の借り入れ金利が上昇することとなる。ECBが金融引き締めに移行するなかで、金融政策の伝達経路を阻害しないようにする。加えて、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する。また、民間金融機関がECBに預ける最低準備金に対する付利金利を12月21日より

（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	: +1.50%
主要リファイナンスオペ金利	: +2.00%
限界貸出ファシリティ金利	: +2.25%

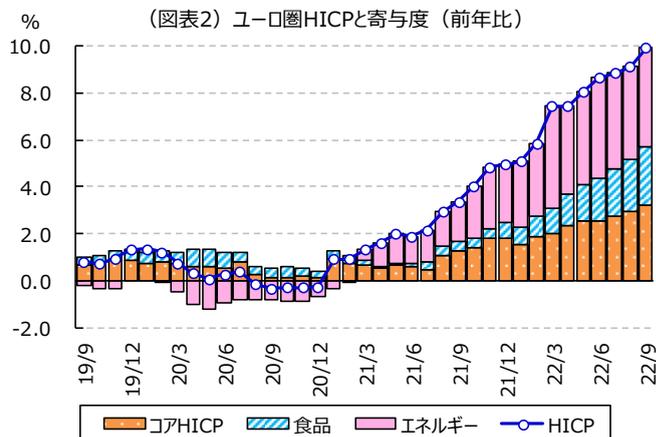
資産買入れ	
・APP（資産買入れプログラム）の買入れ	2022年7月1日に終了 償還された債券の再投資は継続
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ	2022年3月末に終了 償還された債券の再投資は2024年末まで実施（期間、資産クラス、対象国は柔軟に変更）
・TPI（伝達保護措置）を導入	

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、TLTROⅢ（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10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



（出所）ユーロスタット

り、主要リファイナンスオペ金利から預金ファシリティ金利に変更する。

今後の利上げ方針については、最新のデータを基に会合毎に政策金利を決めるという方針は従来から変わらなかったものの、前回の声明文に記載されていた「今後数回の会合で、需要を抑制し、インフレ期待の持続的な上方シフトを阻止するために金利をさらに引き上げる」との文言が削除され、「中期的なインフレ率を確実にかつ適時に2%に戻すために、政策金利をより引き上げる」とした。今回、「今後数回の会合で」との文言が削除されたことで、ECBがより早期に利上げサイクルを終了させる可能性が示唆された。

また、資産買入れ策について、APP（資産買入れプログラム）で保有する資産の売却に関する議論を次回の12月の理事会で開始するとした。

## 2. 景気見通しは下振れ

声明文では、足元の景気について、「ユーロ圏の経済活動は第3四半期に大きく減速した可能性が高く、今年の残り期間と、来年の初めにはさらに弱まることが予想される」とした。先行きに関しては、エネルギーや食料価格が予想以上に高止まりする可能性があるほか、世界景気の減速がユーロ圏景気の足枷になると見込まれることなどから、短期的には下振れリスクが大きいとした。

雇用環境に関しては、「第3四半期の労働市場は引き続き堅調である」としたものの、今後は「景気減速により、失業率は幾分か上昇するとみられる」との認識を示した。

足元のインフレ率については、従来通り、「エネルギーコストの上昇が経済全体に波及し、より多くのセクターで価格上昇圧力が高まっている」とした。また、「供給のボトルネックは徐々に緩和しつつあるものの、時間差を伴ってインフレ率の上昇に寄与している」としたほか、「ユーロ安がインフレ圧力の高まりに拍車をかけている」、「堅調な労働市場が賃金の伸びを支えている」などの認識を示した。先行きに関しては、中期的にはエネルギーと食料価格の高止まりのほか、賃金やインフレ期待の持続的な上昇が、インフレ率上昇のリスク要因となり得ると警戒感を示した。

## 3. 12月理事会で利上げペースは減速の可能性

次回12月の理事会では、同時にECBの新たなスタッフ見通しが発表されるが、声明文におけるリスクバランスを見る限り、インフレ率は上方修正、実質GDP成長率は下方修正となる可能性が高いとみている。ロシアからのノルド・ストリーム経由での欧州向けの天然ガス供給は、8月末に定期修理に入った後、設備不良やパイプラインに新たな損傷が見つかるなどしたことから停止している。ユーロ圏加盟国は、天然ガス枯渇のリスクに備えてロシア以外からの調達を進め、在庫をEUが掲げる目標を上回るペースで積み上げている。足元では、天然ガス価格は落ち着きつつあるが（図表3）、厳冬になる可能性も踏まえれば、先行きは予断を許さない状況が続く見込みである。

ラガルド総裁は記者会見で、当初利上げの到達地点の目途としてきた名目中立金利に関する具体的な言及は避けたものの、フランス中央銀行総裁のビルロワドガロー氏など、理事会メンバーのこれまでの発言を鑑みると、その水準は2%付近とみられる。今回の理事会で、預金ファシリティ金利が1.50%に引き上げられ、着実に同水準に近づいている。ラガルド総裁は、今後も利上げを進める意向を示すと同時に、景気の下振れリスクと、これ



までの利上げの効果が顕在化するまでのタイムラグを考慮に入れると述べた。ECB が中立金利以上に政策金利を引き上げる可能性はあるものの、フォワードガイダンスの「今後数回の会合で」との文言を削除したことなども踏まえると、今回の理事会で ECB のタカ派姿勢はややトーンダウンしたと考える。ECB は次回 12 月の理事会では、利上げペースを減速させるとみており、主要政策金利を 0.50%引き上げると予想する。

※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