

【ECB 政策理事会（22 年 7 月）】

ECB は 0.5%の利上げを実施 ～9 月理事会でも物価抑制へ向けて強気の姿勢を継続～

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. ECB は 0.5%の利上げを決定

7 月 21 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%引き上げることが決定された（図表 1）。利上げは 11 年ぶりとなる。また、金利が急上昇することで、特定国が資金調達難に陥るリスクに対処するための措置として、TPI（伝達保護措置）を新たに導入することが発表された。

ECB は、前回の 6 月理事会で、7 月に 0.25%の利上げを行なう方針を声明文に明記していたが、6 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）の伸びが前年比+8.6%と加速したことを受けて（図表 2）、利上げ幅を拡大させた。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、ウクライナ情勢を巡る混乱から短期的な物価上昇リスクが高まっていることや、TPI の導入で金融政策の波及経路を機能させるための手段が確保されたことなどを、今回の決定に至った理由として挙げた。

今後の方針については、「政策金利をさらに引き上げることが適切」としたうえで、「将来の政策金利の経路は引き続きデータに依存する」と述べ、6 月のように利上げ幅を明示することはせず、理事会毎に決める意向を示した。

2. TPI には実効性の面で課題も

新たに導入した TPI は、ユーロ圏のすべての国の債券を買入れ対象としているものの、財政状況が悪いイタリアやギリシャといった南欧諸国の大幅な金利上昇を防ぐことを念頭に置いた措置とみられる。財政状況が比較的健全なドイツと、イタリアやギリシャの国債利回りのスプレッドを見ると、足元では 2.0%ポイントを上回る水準まで拡大している（図表 3）。特に、イタリアでは、

（図表 1）ECBの主な金融政策

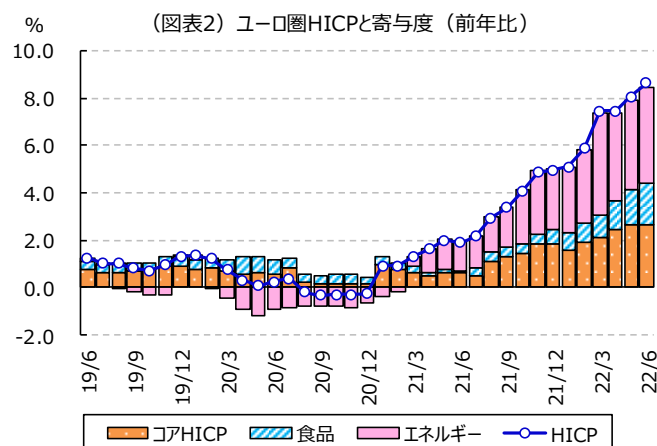
政策金利	
預金ファシリティ金利	: 0.0%
主要リファイナンス金利	: +0.5%
限界貸出ファシリティ金利	: +0.75%

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	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）の追加オペは実施せず	
優遇金利の適用期間は2022年6月で終了	

※赤字は7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



7月21日にドラギ首相が辞任を表明し、9月に前倒して総選挙が行なわれることが決定した。選挙結果によっては、財政状況がさらに悪化し、金利上昇につながる可能性がある。

もともと、TPIによる債券買入れが行なわれるためには、EUの財政フレームワークの順守、健全かつ持続可能なマクロ経済政策の実施などの条件をクリアする必要がある(図表4)。最終的な実施の決定は、理事会の裁量に任されているが、条件を巡ってメンバー間で意見の対立がみられる可能性がある。こうした点を踏まえると、実際にTPIがどこまで機能するかは現段階では不透明である。

従来のPEPP(パンデミック緊急買入れプログラム)における再投資の期間や資産クラス、対象国の調整に加えて、新たな手段を導入し、ECBがこうした問題に対処する姿勢を見せたことで、市場を一定程度牽制する効果はあるかもしれないが、実効性が今後の課題となりそうである。

3. 景気下振れと物価上昇の両方のリスクが共存

声明文では、足元の景気について、「高いインフレ率の購買力に対する影響や供給制約、不確実性の増大などによって、経済活動は減速している」とした。先行きに

関しては、力強い労働市場や財政政策、観光需要が景気の下支え役になるとしつつも、物価高など複数の要因が2022年以降の見通しに影を落としているとの見方を示した。

インフレ率については、「エネルギー価格が、依然として全体のインフレ率における最も重要な要素となっている」とした。加えて、ロシアによるウクライナ侵攻の影響で食料価格が上昇しているほか、工業製品やサービス部門など幅広いセクターで価格上昇圧力が高まっているとの認識も示した。

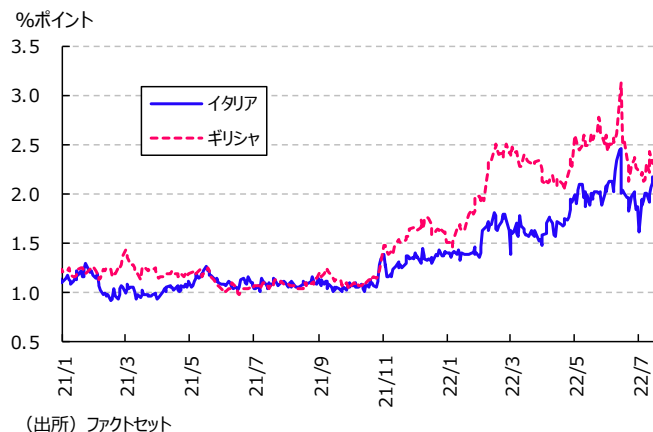
リスクバランスの項目では、「ウクライナでの戦闘の長期化によって、ロシアからのエネルギー供給が滞る可能性も考えられ、景気の下押しリスクとなり続ける」とした。また、「インフレ見通しに対するリスクは引き続き上向きで、特に短期的には強まっている」との見方を示した。

ウクライナ情勢は膠着状態が続いている。ノルド・ストリーム1の定期修理に伴い、7月11日から止まっていたロシアから欧州向けの天然ガスの供給は昨日再開されたものの、依然として輸送能力の約40%にとどまっている。今後、ロシアが欧米諸国による経済制裁の報復としてガス供給をさらに絞ることも考えられ、天然ガス価格が高騰するリスクは引き続き残る。こうした状況を受けて、EUは来春までガス使用量を15%削減することを加盟国に提案している。ECBは景気下振れと物価上昇の両方のリスクを天秤にかけながらの難しい判断を迫られる。

4. 9月理事会でも0.5%の利上げを予想

次回9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。前回6月に公表した見通しでは、ベースラインシナリオのインフレ率は、2022年が前年比+6.8%、2023年が同+3.5%、2024年は同+2.1%の予

(図表3) イタリアおよびギリシャの対ドイツ10年国債スプレッド



(図表4) TPIの概要

買入れ対象資産	満期まで1～10年の公的部門発行の債券 (適切であれば、民間部門発行の債券買入れも検討)
実施条件	(1) EUの財政フレームワークの順守 (2) 深刻なマクロ不均衡がないこと (3) 財政の持続性があること (4) 健全かつ持続可能なマクロ経済政策を実施していること
実施と終了の判断	市場関連指標の評価および実施条件への合致、ECBの主要目的の達成に沿っているかに基づき実施を判断 金融政策の波及経路の改善および各国のファンダメンタルズの評価に基づき終了を判断
金融政策スタンスとの関係性	TPIにおける買入れは、ユーロシステム全体のバランスシート、および金融政策スタンスに影響を与えないような形で実施

(出所) ECB公表資料より明治安田総研作成

測となっていた。四半期ごとの予測を見ると、4－6月期は同＋7.5％で、すでに実績（同＋8.0％）との乖離が発生している。天然ガス価格が高止まりしていることを踏まえると、次回のスタッフ見通しにおいて、少なくとも2022年、2023年のインフレ率の予測は上方修正される可能性が高い。供給サイドに起因する物価上昇を金融政策で制御するのは難しいが、ECBは今回0.5％の利上げを決め、物価抑制に向けて強気の姿勢を示した。TPIの導入も今後のこうした姿勢を後押しするだろう。ECBは、次回の9月理事会でも0.5％の利上げを実施すると予想する。

※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