

2023. 6. 16

【ECB 政策理事会（23 年 6 月）】

2 会合連続で 0.25%の利上げを決定

～物価見通しを引き上げ、利上げ継続へ～



経済調査部 エコノミスト

前田 和孝

1. 0.25%の利上げを決定

6 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 0.25%引き上げることを決定した（図表 1）。これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 3.50%、主要リファイナンスオペ金利が 4.00%、限界貸出ファシリティ金利が 4.25%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）で保有する資産を 2023 年 6 月末まで平均 150 億ユーロ/月減らした後、7 月に全額再投資を停止する方針を確認した。2023 年後半の償還予定額は総額 1,486 億ユーロとなっており、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。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。

ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、2 四半期連続のマイナスとなったものの、インフレ率は依然として高い伸びが続いており、ECB は今回利上げを継続することを決めた。声明文では、「インフレ率は低下してきているものの、高すぎる状態が長く続くと予測される」との見方が示された。前回会合の声明

文では、これまでの金融政策の効果に関し、「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」としていたが、今回の会合では、「過去の利上げが金融環境に力強く伝達され、経済全体に徐々に影響を及ぼしている。借入コストは急上昇し、融資の伸びは鈍化している。金融環境の引き締めは需要を減少させ、インフレ率を目標に向けて低下させる主要な要因となる」と、実体経済にも効果が浸透しつつ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、これまでと変わらず、データに依拠したアプローチを継続するほか、「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、政策金利を十分抑制的な水準に引き上げ、

（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	: +3.50%
主要リファイナンスオペ金利	: +4.00%
限界貸出ファシリティ金利	: +4.25%

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、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

※赤字は6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

必要な限りその水準を維持する」との方針を示した。

2. 物価見通しを上方修正

今回の会合では、同時に ECB スタッフのマクロ経済見通しが公表された。まず、2023 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率については、前回 3 月の前年比+1.0%から同+0.9%へ、2024 年が同+1.6%から同+1.5%へ小幅下方修正された（図表 2）。2025 年は同+1.6%ですえ置かれた。スタッフ見通しでは、ユーロ圏景気は年始にやや落ち込んだものの、足元では底堅さを維持しているとの認識が示された。先行きについては、ECB の金融引き締め効果が実体経済に波及するほか、財政政策による下支えが徐々になくなることが重石になるものの、エネルギー価格の低下や外需の回復、実質所得の改善などによって、今後数四半期の景気は回復傾向で推移するとした。

失業率見通しについては、2023 年が 6.5%（3 月：6.6%）、2024 年は 6.4%（同 6.6%）、2025 年は 6.3%（同 6.6%）にいずれも引き下げられた。見通し期間を通して横ばいでの推移が続くとの予測から、徐々に低下していく予測へと修正された。雇用者数は、労働力人口の増加に伴って高い伸びが続いており、今後も増加傾向で推移するとの認識を示した。

インフレ率は、2023 年が前年比+5.4%（同+5.3%）、2024 年が同+3.0%（同+2.9%）、2025 年が同+2.2%（同+2.1%）と小幅上方修正された。ユーロ圏の 5 月の総合 HICP（消費者物価指数）は前年比+6.1%、コア HICP が同+5.3%といずれも前月から鈍化したものの、依然として高い伸びが続いている（図表 3）。スタッフ見通しでは、今後エネルギー価格は低下傾向が続くほか、食品価格の上昇ペースは緩やかなものになるものの、労働コストの上昇が物価上昇の牽引役になるとの見方を示している。コアインフレ率の予測は、2023 年が同+5.1%（同+4.6%）、2024 年が同+3.0%（同+2.5%）、2025 年が同+2.3%（同+2.2%）と、エネルギーの寄与が低下する一方で、賃金の伸びが予測期間の大半において過去平均を大きく上回ることを反映し、総合指数以上に修正幅が大きくなっている。

3. 利上げは今後も継続

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「ベースラインに重大な変更がない限り、7 月も政策金利を引き上げる可能性が極めて高い」と述べており、次回会合では利上げ継続が既定路線となる。焦点は 9 月会合に移ることになるが、ECB は銀行融資の伸び鈍化など、金融政策の効果が徐々に実体経済に波及しはじめているとの認識を持つ一方で、これまで同様、コアインフレの高止まりを懸念している。今回は、物価見通しが上方修正されたが、ラガルド総裁は修正理由の大部分は単位労働コストに起因するとしている。ユーロ圏の 1-3 月期の単位労働コストは前年比+5.8%と、5 四半期連続で伸び幅が拡大している。1-3 月期の妥結賃金が同+4.3%と約 30 年ぶりの高い伸びとなるなど、賃金の上昇傾向が続いていることを踏まえれば、単位労働コストには引き続き上昇圧

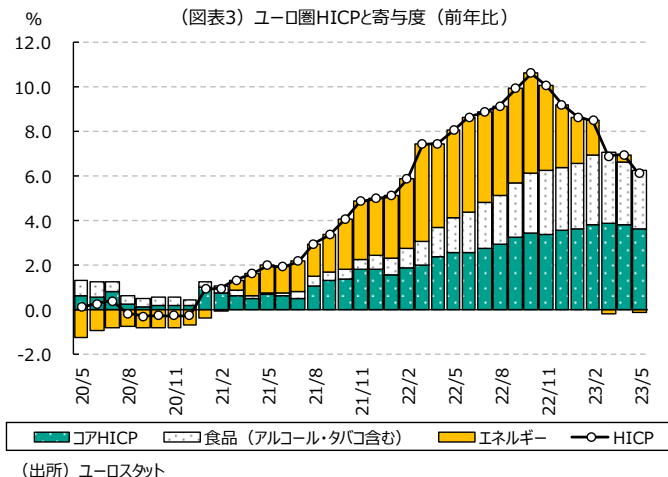
（図表2）ECBスタッフ見通し

	6月見通し			（前回）3月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	0.9	1.5	1.6	1.0	1.6	1.6
失業率	6.5	6.4	6.3	6.6	6.6	6.6
インフレ率	5.4	3.0	2.2	5.3	2.9	2.1
コアインフレ率	5.1	3.0	2.3	4.6	2.5	2.2

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数
（出所）ECB

単位：%

（図表3）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）



力がかかりやすく、コアインフレは当面の間、高止まりが続くと見込まれる。ECB は主要政策金利を 7 月と 9 月に 0.25% ずつ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