

2022年7月22日

MURC Focus

ECB が利上げに着手

～「市場分断防止策」には高いハードル

調査部 副主任研究員 土田 陽介

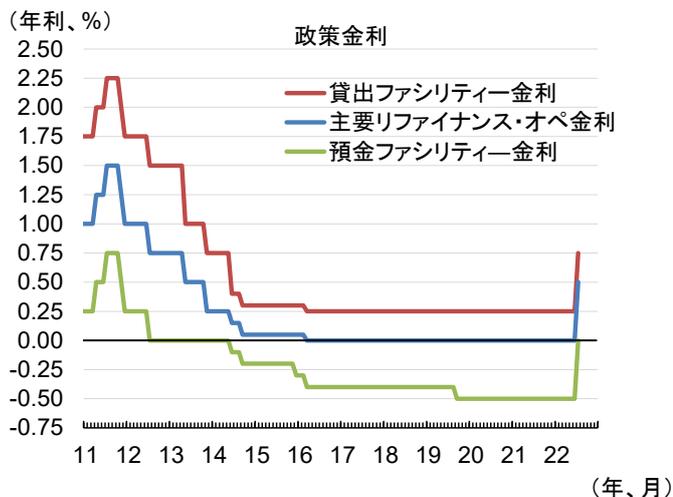
- 欧州中央銀行(ECB)は7月21日に定例の政策理事会を開催、3つある政策金利をそれぞれ0.5%ずつ引き上げた。ECBの利上げは2011年以来、11年ぶりのことになる。
- 注目された市場分断防止策(TPI:重債務国の金利上昇が深刻化した場合に発動される政策)に関しては、流通市場における無制限での国債購入への道が拓かれた。
- インフレに減速の兆しが見えないため、9月8日に予定されている次回の理事会では0.5%以上の利上げが実施される見通し。

(1)0.5%の利上げを実施

欧州中央銀行(ECB)は7月21日に定例の政策理事会を開催し、3つある政策金利をそれぞれ0.5%ずつ引き上げた(図表1)。具体的には、主要リファイナンス・オペ金利を0.5%にしたほか、金融機関に対する貸出に適用される貸出ファシリティ金利を0.75%に、金融機関からの預金に適用される預金ファシリティ金利を0%にした(適用は7月27日から)。

ECBの利上げは2011年以来、11年ぶりのことになる。同時にECBは、2014年6月から預金ファシリティ金利に付していたマイナス金利政策も8年ぶりに解除したことになる。一方、資産購入の再投資政策については、資産購入プログラム(APP)の場合は金融環境の安定が確認された後に終了するという従来どおりの方針が踏襲された。

図表1. 2011年以來となる ECB の利上げ



(注)日次レート
(出所)欧州中央銀行(ECB)

図表2. 政策理事会の主な決定事項

主な決定事項	内容
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> ■各政策金利を0.5%ずつ引き上げ ・貸出ファシリティ金利 0.25%→0.75% ・主要リファイナンス・オペ金利 0.00%→0.50% ・預金ファシリティ金利 ▲0.50%→0.00%
資産購入の再投資政策	<ul style="list-style-type: none"> ■資産購入プログラム(APP) ・再投資は金融環境の安定が確認された後に終了 ■パンデミック緊急購入プログラム(PEPP) ・再投資は2024年末で終了 ・各国中銀の出資比率に応じた資産購入などを適用せず、柔軟な購入を行う
市場分断防止策(TPI)	<ul style="list-style-type: none"> ■TPIの適用条件 ・EUが定める財政ルールの順守 ・健全なマクロ経済運営(過剰な経常赤字の是正など) ■TPIの具体的な手段 ・流通市場での国債購入、金額は無制限 ・購入対象資産は国債が中心、社債も視野、満期1~10年 ・状況が改善すれば終了 ・経済の基礎的条件に基づく金利上昇には適用せず

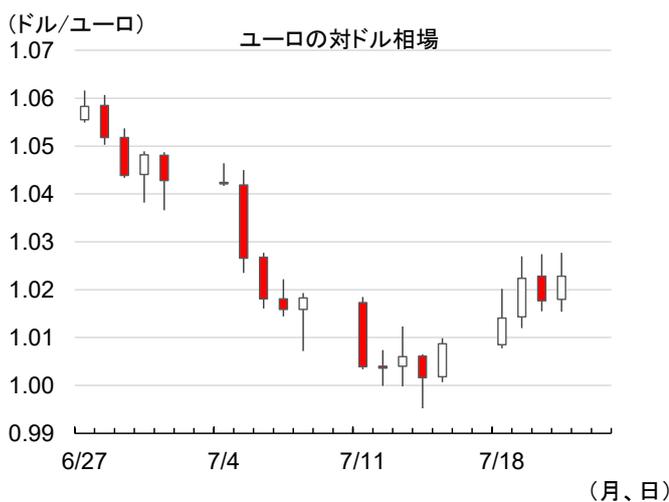
(出所)ECB

またパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）に関しても、再投資を2024年末で終了するという従来の決定が踏襲された。加えて、再投資に際して資産購入の自主ルール（各国中銀の出資比率に応じた資産購入など）を適用せず、柔軟な購入を行うとした6月15日の緊急理事会での決定も再確認された。これが重債務国の金利上昇を抑制する主な手段となる。

注目された市場分断防止策（Transmission Protection Instrument, TPI：重債務国の金利上昇が深刻化した場合に発動される政策）については、流通市場における無制限での国債購入への道が拓かれた。もっともその適用のためには欧州連合（EU）が定める財政ルールの徹底などの条件が付されるなど、高いハードルが設けられた（図表2）。

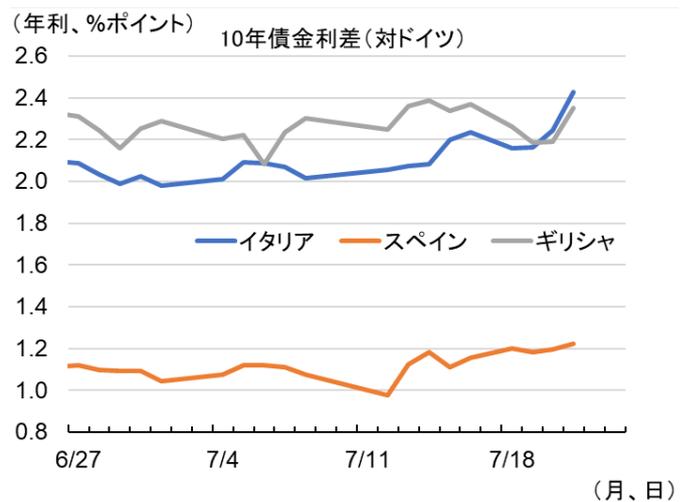
ECBの発表を受けた金融市場の反応はさえないかった。ユーロの対ドル相場は、ECBが政策金利を発表した直後はユーロ高に振れたが、その後TPIの詳細が発表されると下げに転じ、前日から横ばいにとどまった（図表3）。またイタリアとドイツの金利差は、ドラギ首相の辞任というイタリアの政局混迷もあり拡大が進んだ（図表4）。

図表3. ユーロ高は進まず



(注1) 日次レート
 (注2) 白抜きは陽線(買い方の勝利)、赤塗りは陰線(売り方の勝利)を意味する
 (出所) Bloomberg

図表4. 重債務国の金利差の抑制ならず



(注) 終値ベース
 (出所) Bloomberg

(2) 広がるインフレのすそ野

ECBが0.5%の利上げを実施した背景には、インフレが加速しているだけでなく、そのすそ野が着実に広がっていることがある。ユーロ圏の6月の消費者物価（図表3）は前年比8.6%上昇と過去最高の伸びを記録したが、各構成項目の物価上昇率に対する寄与度を確認すると、エネルギーが占める割合が引き続き大きい。

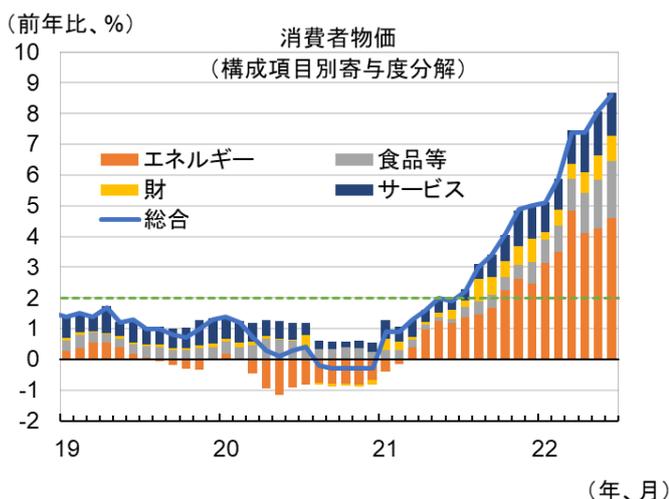
しかしエネルギー以外にも、食品等（食品・飲料・タバコ）を除く財やサービスの価格の押し上げ幅が拡大しており、インフレのすそ野は着実に広がっていることが分かる。特にサービス価

格の押し上げ寄与の拡大からは、物価の上昇が「賃金インフレ」の性格を強めている様子が見えてくる。サービスの価格は財の価格に比べて人件費の割合が高いためである。

そして、家計のインフレ期待も依然として高い。家計のインフレ期待に相当する「家計の1年後のインフレ見通し」（インフレ率が上昇すると答えた人から低下すると答えた人の差分）は6月時点で42.6と、直近ピークの3月（62.8）から低下が続くが、当局が中立の目安とする2000年以降の平均水準（19.7）よりも高い状況に変わりはない。

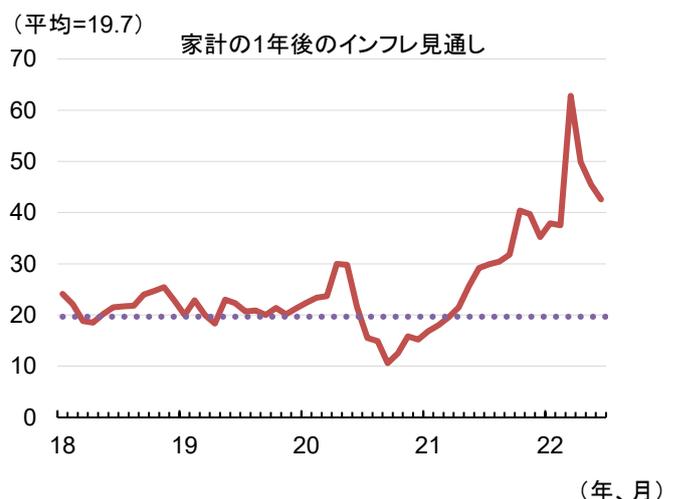
このように、現状、インフレ加速の主因は引き続きエネルギー高にあるが、一方でインフレのすそ野はエネルギー以外にも着実に広がっており、エネルギー高が一服しても高インフレが定着する恐れが高まっている。高インフレの持続を防ぐためには、インフレ期待を鎮める必要があるため、ECBは0.5%の大幅な利上げを断行したと整理される。

図表5. サービス価格の押し上げ寄与も拡大傾向



(注1) 破線はECBの物価目標水準(2%)
(注2) 食品等は食品・飲料・タバコ
(出所) ユーロスタット

図表6. 根強い家計の物価先高観(DI)



(注) 長期平均は2000年以降の平均
(出所) 欧州委員会 ECFIN

(3) 9月理事会では0.5%超の利上げが視野に

ECBは前回6月の理事会の際の声明で、今回7月の理事会で0.25%の利上げを行うとともに、次回9月の理事会の際には「インフレの見通し次第ではより大幅な利上げが適切である (a larger increment will be appropriate)」と表明、事実上0.5%以上の利上げを行うというフォワードガイダンスを表明していた。

しかし今回の理事会でECBは、前回理事会で明示したフォワードガイダンスでの幅を超える0.5%の利上げを実施した。ラガルドECB総裁は今回の理事会後の記者会見で、6月時点のフォワードガイダンスを事実上撤回すると同時に、今後はフォワードガイダンスそのものを示さない (not offering forward guidance of any kind) とした。

フォワードガイダンスを示さないことで、データに即した機動的な金融政策が可能になるとラガルド ECB 総裁は会見で説明した。確かに目下の最優先課題がインフレの抑制にある以上、機動的な利上げを行う観点からすれば、フォワードガイダンスの設定は ECB にとって自縛自縛となる行為かもしれない。

他方で、フォワードガイダンスは中銀が市場に対して金融政策の筋道を説明し、市場の混乱を抑制する効果を持つ。そのため、中銀によるフォワードガイダンスの撤回は、市場の信用を失うことにつながる行為でもある。インフレ加速が止まない現状に鑑みても、中銀の運営の在り方として今回の ECB の決定は議論を呼ぶことになるだろう。

いずれにせよ、インフレに減速の兆しが見えないため、9月8日に予定されている次回の理事会では0.5%以上の利上げが実施される見通しである。その後、9月25日にイタリアの解散総選挙が実施される予定だが、この間にラガルド総裁が市場との間で適切なコミュニケーションに努めない限り、イタリアの金利には強い上昇圧力がかかると警戒される。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。