

2023年9月19日

## MURC Focus

# ECB は利上げ打ち止めを示唆

## ～懸念されるインフレ再加速リスク

調査部 副主任研究員 土田 陽介

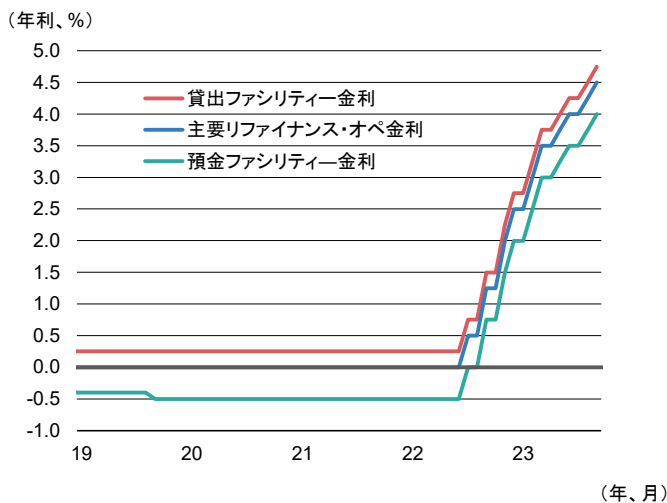
- 欧州中央銀行(ECB)は9月14日に開催した定例の政策理事会で、3種類ある政策金利をそれぞれ0.25%ずつ引き上げた。ECBによる利上げは10会合連続。
- 一方で ECB は、今回の理事会で利上げが打ち止めとなる可能性を示唆した。先行きの物価安定を見込んだことが、その主な理由と考えられる。
- しかしディスインフレが進まなかったり、あるいはインフレが再加速したりすれば、ECB は追加利上げをせざるを得ない。その場合、景気後退の可能性が嫌気され、堅調なユーロ相場も下落に転じるだろう。

### (1) ECB は9月の理事会でも金利を引き上げ

欧州中央銀行(ECB)は9月14日に開催した定例の政策理事会で、3種類ある政策金利をそれぞれ0.25%ずつ引き上げた。その結果、上限である貸出ファシリティ金利は年4.75%に、主要金利である主要リファイナンス・オペ金利は同4.5%に、下限である預金ファシリティ金利は年4.0%となった(図表1)。ECBによる利上げは10会合連続であり、9月20日より適用される。

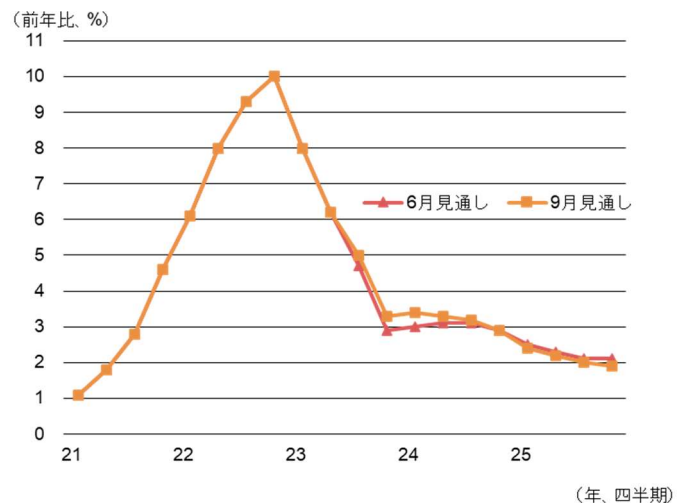
一方で ECB は、理事会後に発表した声明文の中で、「政策金利は、それを長年にわたって維持すればインフレが目標(2%)に回帰するに資する水準に達した(the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target)」と言及した。

図表1. ECB の政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. ユーロ圏の消費者物価見通し



(出所) ECB

つまり、ECBは、今回の理事会で利上げが打ち止めとなる可能性を示唆したことになる。ECBが物価の安定に楽観的となったことが、その理由と考えられる。具体的には、ECBは今回の理事会と同時に発表した『インフレ見通し』の中で、2023年下期から2024年上期にかけての消費者物価の伸びの見通しを、前回6月の見通しに比べてやや上方に修正した(図表2)。

一方でECBは、2025年10~12月期の予測値を前年比1.9%上昇と、前回(同2.1%上昇)よりもわずかに下方修正し、物価目標に達するという見方を示した。このように、先行きの物価安定を見込んだことが、ECBが今回の理事会で利上げが打ち止めになる可能性を示唆することにつながった模様である。

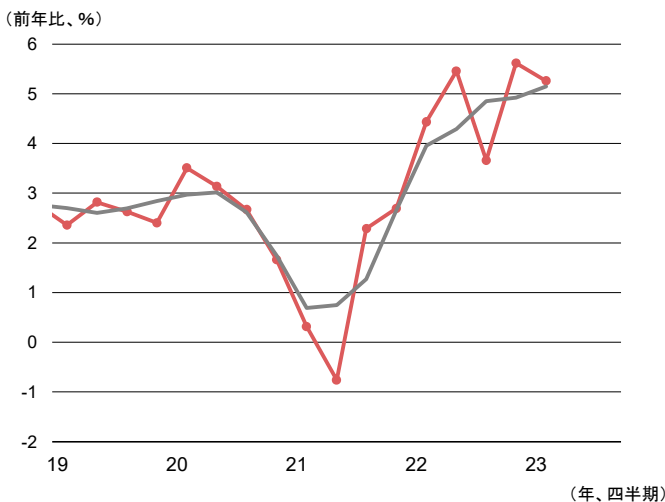
その他、金融政策の決定に関しては特に変更がなく、資産購入策に関しても、資産購入プログラム(APP)で購入した金融資産の圧縮を継続するとともに、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した金融資産は2024年末まで再投資を継続することが確認された。

## (2) 懸念されるインフレ再加速リスク

ECBは利上げが打ち止めとなる可能性を示唆したが、追加利上げの可能性を完全に排除したわけではない。雇用コスト指数の動きから確認できるように、ヨーロッパのインフレは賃金インフレの性格を強めており、粘着的となっている(図表3)。そのため、ECBの見通しの通りにデフインフレが進まなかった場合、ECBは追加利上げに臨むことになるだろう。

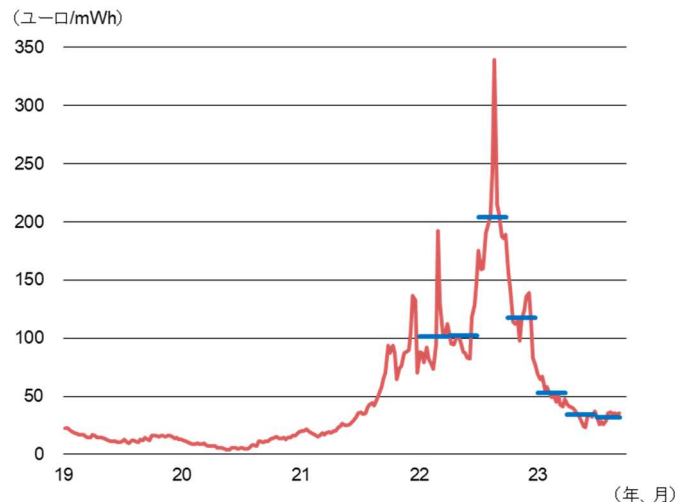
さらに、ヨーロッパの場合、厳冬であればインフレが再加速するリスクを抱えている。目下、ヨーロッパの天然ガスの指標価格であるオランダTTFは、1メガワット時あたり30ユーロ程度で推移している(図表4)。今年の1~3月期の平均価格は53ユーロ程度だが、仮にヨーロッパが厳冬となり、来年1~3月期のガス価格が上昇するとして、それが50ユーロ台後半となれば、前年比での物価押し上げ圧力となる。

図表3. ユーロ圏の雇用コスト指数



(注1) 雇用コスト指数は賃金動向を見るうえでの指針となる  
 (注2) 灰色線は4四半期移動平均  
 (出所) ユーロスタット

図表4. オランダ TTF 先物



(注1) 週次  
 (注2) 青色線は四半期の平均水準  
 (出所) シカゴマーカンタイル取引所

欧州連合(EU)の執行部局である欧州委員会の経済金融総局(ECFIN)は9月11日に発表した最新の『経済見通し』(2023年夏季経済見通し)で、ユーロ圏の2023年の実質経済成長率を0.8%増と、また24年を1.3%増と予測した。一方 ECB は、今回の理事会と同時に発表した『マクロ経済見通し』で、2023年の成長率を0.7%、24年を1.0%と予測し、ECFIN よりも保守的な見通しを示した(図表5)。

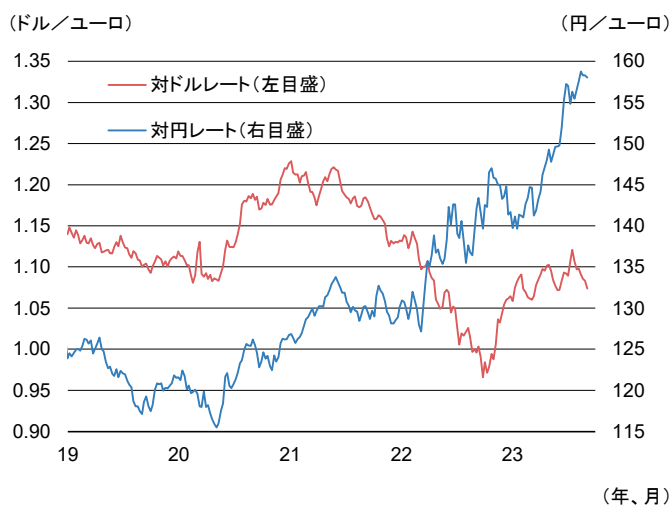
しかしながら、デイスインフレが進まなかったり、あるいはインフレが再加速したりすれば、消費がさらに圧迫されるため、景気に対する重荷が強まることになる。また ECB は追加利上げをせざるを得ず、この経路からも景気にブレーキがかかる。そうなった場合、景気後退の可能性が嫌気され、堅調なユーロ相場も下落に転じることになるだろう(図表6)。

図表5. ECFIN と ECB の経済見通し

		2023	2024	2025
実質経済成長率	ECFIN	0.8%	1.3%	n/a
	ECB	0.7%	1.0%	1.5%
消費者物価上昇率	ECFIN	5.6%	2.9%	n/a
	ECB	5.6%	3.2%	2.1%
失業率	ECFIN	n/a	n/a	n/a
	ECB	6.5%	6.7%	6.7%
天然ガス価格	ECFIN	€24.8	€54.4	n/a
	ECB	€43.0	€54.0	€47.0
3ヶ月物 EURIBOR	ECFIN	3.4%	3.6%	n/a
	ECB	3.4%	3.7%	3.1%

(出所)ECFIN, ECB

図表6. ユーロ相場


 (注)週次  
 (出所)ECB

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で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、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およ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、お客さま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。当社までご連絡ください。