



マーケット・レポート

ECB理事会(7月27日)の注目点

情報提供資料
2023年7月28日

9会合連続利上げ実施、最終到達点は今後のデータ次第

- ECBIは0.25%幅の追加利上げを決定。主要政策金利はECB設立来最高の3.75%に
- インフレ率鈍化も依然目標を大きく上回る。先行きは企業収益と賃金動向が焦点に
- 景気見通しは悪化も、中期的なインフレ目標回帰に向けて、引き締めの金融環境継続が重要に

1. ECBは追加利上げを実施。次回9月会合据え置きの可能性も、引き締め姿勢継続の方針

【ECB*1理事会 声明文とラガルドECB総裁の記者会見の注目点】

◆政策金利：9会合連続で利上げ。次回会合の据え置きに向け含み

理事会は0.25%幅の利上げを全会一致で決定し、預金ファシリティ金利は過去最高水準である3.75%へ引き上げられました(図表1.ご参照)。

ECBは基調的なインフレ率が依然高いとの見方を維持。ただ、これまでの利上げ効果で金融環境が引き締められ、インフレ目標に向け、需要が抑制されている点は評価。短期的な経済見通し悪化も併せて指摘しています。

声明文では、『政策金利は十分に抑制的な水準に設定されるだろう(will be set at~)』(6月会合では『引き上げられるだろう(will be brought to~)』)との表現に変更され、利上げ停止時期の近さが示唆されました。

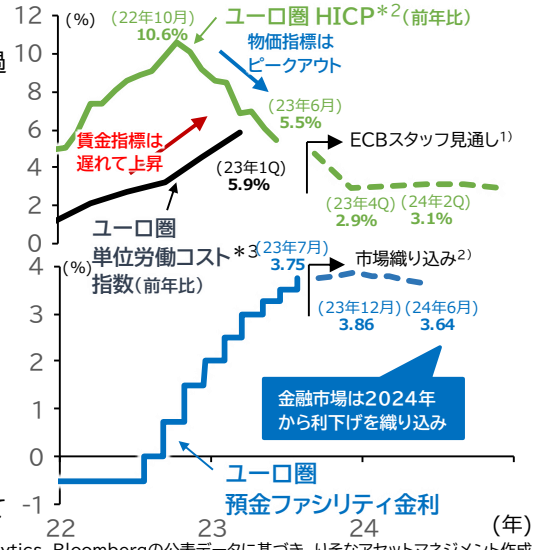
ラガルド総裁は記者会見で、利上げに関する質問には「さらにカバーすべき点があるだろうか？現時点ではそうとはいえない。ただし、9月以降についてはデータ次第」とし、従来の見解を繰り返しました。また、次回9月会合の選択肢は政策金利の据え置き/利上げであり、利下げではない点を強調しました。

◆インフレ：伸び率鈍化も依然高水準、インフレの原動力には変化

ECBはインフレのドライバーがエネルギー価格など外的要因から①賃金上昇と②底堅い企業利益に移行している点を指摘し、インフレの上振れリスクとして①②が想定以上の上昇となるケースを挙げています。

【出所】ECB、Haver Analytics、Bloombergの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

図表1. ユーロ圏 政策金利と物価関連指標



2. 景気減速の兆候も、インフレ沈静化にはなお遠く、金融引き締めは継続へ

◆インフレ目標達成には、高水準の政策金利継続がなお必要

ラガルド総裁が指摘するように、ユーロ圏の景気は需要の弱さから足元、下押し圧力が高まっており、インフレ沈静化につながるものと期待されます。

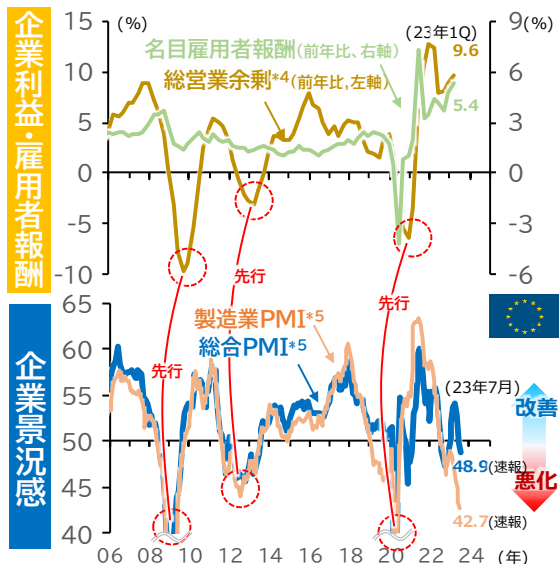
例えば、最新のユーロ圏の銀行貸出調査では、高い借入金金利やそれに関連する投資計画削減を受け、企業・家計の融資需要に急速な低下がみられました。また、企業景況感を示すPMI*5は、製造業の弱さがこれまで目立ちましたが、足元ではサービスを含めた全体の企業景況感を示す総合指数(7月速報値)もまた、好不況の境目である50を割る水準となっています(図表2.下図)。

ただ、これらによるインフレ下押し効果が現れるにはラグ(時間差)を伴うため、ECBがリアルタイムで金融引き締め効果を見極めることは困難です。

また、これまでの急速なインフレ上昇に遅行して一段の賃金上昇が予想されます。ECBは、ユーロ圏の企業利益は底堅く、幾つかのセクターでは賃金上昇対応の十分な余地があると指摘(図表2.上図)するなど、雇用者報酬をはじめとする賃金指標の高止まりが当面予想されやすい状況です。

現時点で、政策金利はユーロ圏のコア・インフレ率 5.5%(確報値)を下回っています。政策金利が“十分に抑制的な水準”に達する時期については、この先のインフレ率の低下ペース次第となります。年内3回の会合では、インフレ動向を見極めながら追加利上げの是非が議論され、ユーロ圏の景気減速リスクが高まると想定される2024年前半までは、ECBは抑制的な政策金利水準を維持すると予想されます。

図表2. ユーロ圏 企業の景況感・利益と雇用者報酬



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

※本文、図中の*については、最終ページの<用語説明・補足>をご覧ください。
※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。



〈用語説明〉

- *1 ECB・・・欧州中央銀行(European Central Bank)。ECB理事会がECBの最高意思決定機関に該当します。
- *2 HICP・・・調和消費者物価指数(Harmonised Index of Consumer Prices)。欧州連合統計局がユーロ加盟国の消費物価指数をまとめた数値。コアHICPは総合品目からエネルギー、食料品、アルコール、たばこの品目を除いて計算した数値。
- *3 単位労働コスト・・・企業がある製品を一定量作るのに必要とする労働経費を表す。賃金要因と生産性要因に分解でき、賃金が生産性よりも早く上昇すれば単位労働コストは上昇し、物価上昇につながる。逆に、生産性が賃金を上回って上昇すると、単位労働コストは低下し、デフレ圧力になるとされる。
- *4 総営業余剰・・・生産活動によって生み出された付加価値のうち、企業の営業活動の貢献分であり、企業会計上の営業利益にほぼ相当する。
- *5 PMI・・・購買担当者指数(Purchasing Managers' Index)。製造業やサービス業の購買担当者を対象にアンケート調査や聞き取りなどを行い、新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウエイトを掛けて算出する指数。

〈補足〉

- 1) ECBスタッフ見通し・・・ECBスタッフによるマクロ経済予測。2023年6月時点。四半期ベース。
- 2) 市場織り込み・・・市場が織り込む利上げパス。OIS(オーバーナイト・インデックス・スワップ)が織り込む政策金利水準を利用して算出(2023年7月27日時点)。

〈当資料に関するご留意事項〉

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。