



マーケット・レポート

ECB理事会(10月26日)の注目点

情報提供資料  
2023年10月27日

## ECBは政策金利を据え置き。利下げ時期は議論せず

- 政策金利の据え置きを11会合ぶりに決定。ただし、金利がピークに達したとの認識は示さず
- 金融引き締め効果によりインフレ・成長率はともに抑制。地政学リスクへの懸念も表明
- マーケットの関心高まる「資産購入プログラム等金利以外の政策ツールに関する議論」は先送り

### 1. ECBは利上げ停止。フォワードガイダンスは明示せず、インフレ抑制効果を見極める局面へ

【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:据え置きを決定。利下げは議論さえ時期尚早と説明

理事会は22年7月から開始された利上げサイクルを一旦打ち止め、政策金利を据え置きました(図表1.ご参照)。声明文では、政策金利が『十分に長期間維持されれば、インフレ目標に大きく寄与する水準にある』とされています。また、今後の政策金利は①インフレ見通し、②基調的なインフレの動き、③金融政策の伝達の強さ の評価に基づいて決定されるとしています。

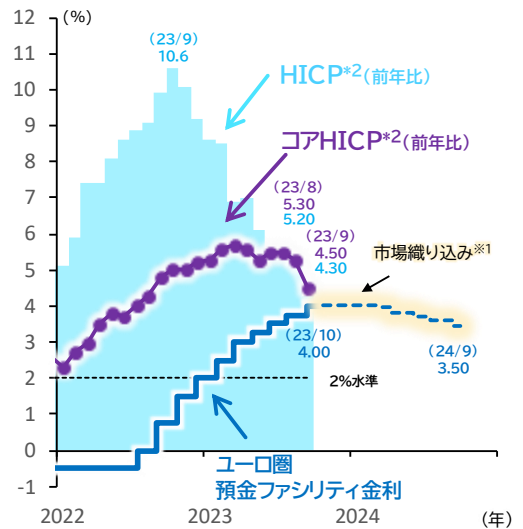
足元のユーロ圏のインフレは依然高水準にあります。9月には大きく低下するなど物価目標水準に緩やかに近づいています。ラガルド総裁は、足元のインフレ低下の背景として、エネルギー価格の下落や金融引き締めによる需要・企業の価格決定力の抑制等をあげました。

他方、マーケットではすでに24年以降の利下げが織り込まれています。ただし、ラガルド総裁は現時点では『利下げ』は議論されておらず、また今回の政策金利の据え置きは『再利上げ』の可能性を排除するものではない点を示唆するなど、先々の政策金利について慎重な見通しを維持しました。

#### ◆経済見通し:銀行貸出態度は厳格化、年内は弱含む可能性を示唆

これまでユーロ圏経済を支えてきた労働市場にも減速の兆しがみられる点が指摘されています。リスク要因としては、ロシア・ウクライナ情勢悪化や中東地政学リスクによるインフレ再加速・成長下振れ等が挙げられました。

図表1.ユーロ圏 政策金利とインフレ



【出所】 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

### 2. バランスシート政策に関する追加言及なし 11月公表予定の金融安定報告に注目

#### ◆PEPP\*3 再投資の終了時期の前倒しについては議論せず

ラガルド総裁は、本会合ではPEPPや銀行の最低準備預金の付利など金利以外の政策ツールに関して議論はなかった旨を説明しました。

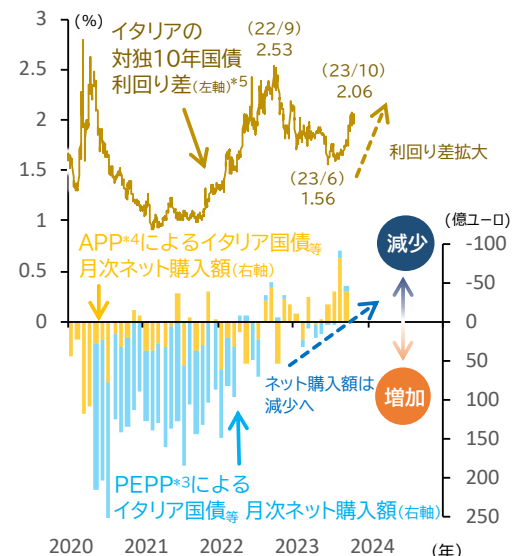
ECBの資産購入策は、流動性供給を通して資金調達環境をサポートしてきたため、その動向に関心が集まります。23年7月には、APP\*4による保有国債の再投資期間を終えるなど、すでにバランスシート削減が進められています。PEPPの再投資期間は24年末ですが、一部のECB高官は政策正常化の一環として早期終了を求めています。ただ、PEPPは、イタリアなど財政状況が脆弱な国の国債を優先して購入してきた経緯があるため、仮に早期終了となる場合、マーケットに与える影響は未知数です。

イタリアの対独国債利回り差\*5が2%を超えて再拡大するなどマーケットが不安定化する兆候が出ています(図表2.ご参照)。10月中旬には、メローニ首相は家計支援のため、24年度の財政赤字目標を対GDP比で4.3%に拡大する方針を閣議決定しました。これはEUの定める目標水準3%を上回ります。これまでの金利上昇も相まって利払い負担増加による債務持続性が市場の不安定要因となる環境が揃いつつあります。

#### ◆資産購入策の正常化加速は金融安定報告の内容次第か

11月にはECBやユーロ圏の各中央銀行による金融安定報告\*6が発表されます。ECBの次の一手となる資産購入策の正常化加速の影響を見極めるにあたり、その内容が注目されます。

図表2. イタリア国債を巡る金融環境



【出所】 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

※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。
- \*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 PEPP… パンデミック緊急購入プログラム(Pandemic Emergency Purchase Programme)。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて導入された、ECBの金融政策のひとつ。
- \*4 APP… 資産購入プログラム(Asset Purchase Programme)。2014年半ばに開始された非伝統的金融政策の一部であり、ECBの金融政策のひとつ。
- \*5 イタリアの対独国債利回り差… 満期償還までの期間が同じイタリア国債と、信用リスクが低いドイツ国債の利回り差。一般的にイタリアの信用リスクの度合いをはかる指標として利用される。
- \*6 金融安定報告… ユーロ圏の金融安定性に対する潜在的なリスクについて情報提供する目的で、ECBが公表する報告書。年に2回発行され、次回公表予定日は2023年11月22日とされている。

## 〈補足〉

- ※1 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の利上げ回数を利用して算出(2023年10月26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。