

# 信金インター/欧州金融市場セミナー

## —ECBの金融政策見通し—

2023年8月29日



信金インターナショナル

# 現状のECB金融政策ツール



金融政策ツール	実施内容
政策金利関係	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 主要リファイナンスオペ金利：4.75%</li><li>・ 限界貸出ファシリティ金利：4.50%</li><li>・ 預金ファシリティ金利：3.75%</li> <li>・ 最低準備預金への付利：0.00%</li></ul>
資産購入プログラム (APP)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ APP元本償還再投資は完全停止 (残高約31,500億EUR (2023年7月末時点))</li></ul>
パンデミック金融購入プログラム (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ PEPP元本償還再投資は少なくとも2024年末まで実施 (残高約16,800億EUR (2023年7月末時点))</li></ul>
資金供給オペ (TLTRO等)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 流動性施策の金融政策に関する影響をモニタリング</li><li>・ TLTROの実施なし (残高約5,700億EUR (2023年7月末時点))</li></ul>
債券市場分断化防止措置 (TPI)	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 金融政策の伝達に深刻な脅威となる不当かつ無秩序な市場変動に対して利用可能</li></ul>

## 7月ECB理事会声明文及び総裁記者会見



- ・ 7月理事会では、声明文が変更されハト派との解釈
- ・ ラガルド総裁の記者会見でも、9月利上げを明言せず、ハト派との印象

(6月理事会声明文)

ECBの主要政策金利は十分制約的な水準に引き上げられ、(中略)、必要な限りその水準が維持される。



(7月理事会声明文)

ECBの主要政策金利は必要な限り、十分制約的な水準に設定される。



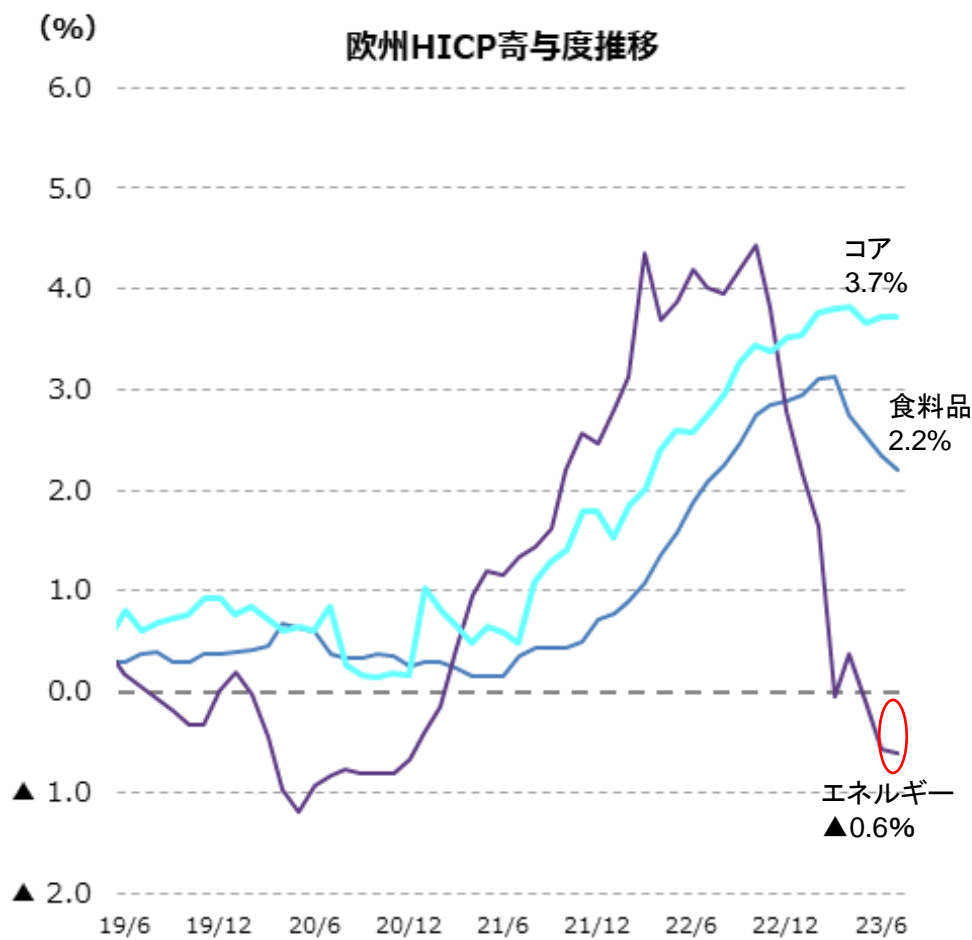
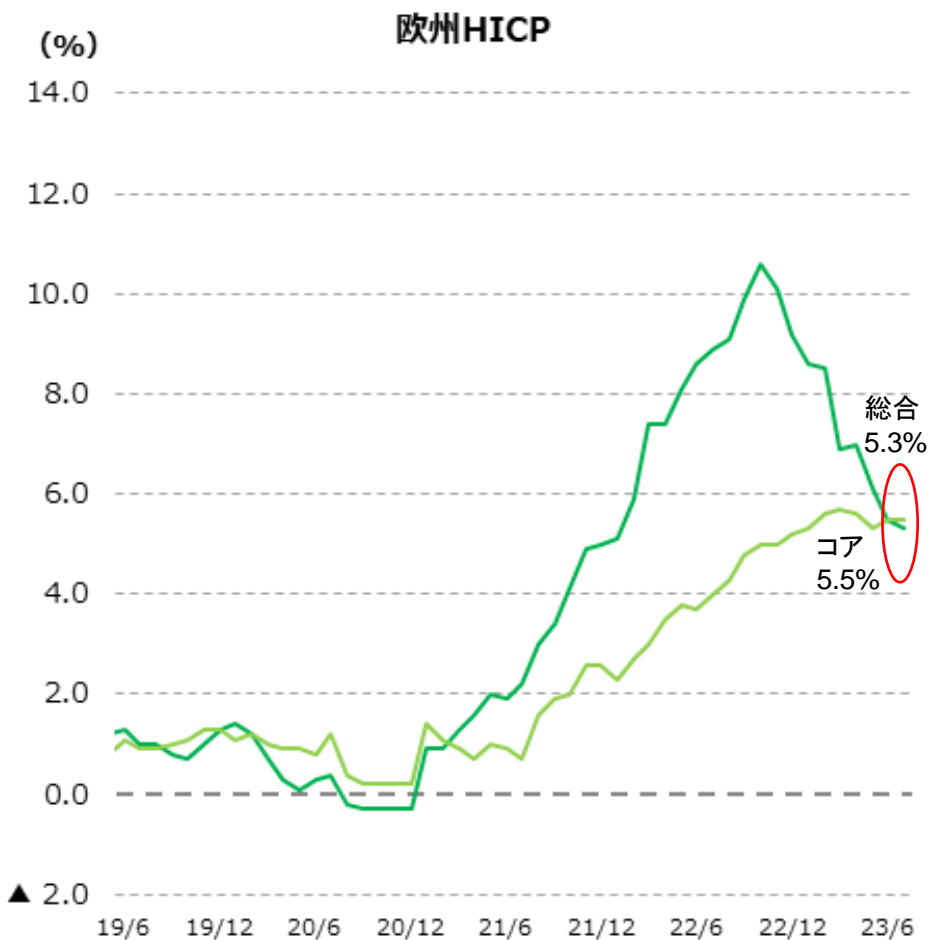
- ・ 9月以降の利上げは確定的ではなく、利上げか据え置きである。
- ・ 9月の利下げはない。
- ・ 今後の利上げ決定についてはデータ次第
- ・ バランスシートの縮小については議論しなかった。
- ・ 労働市場は堅調かつインフレは引き続き高い水準

(ラガルド総裁、7/29記者会見)

# 足元のインフレ率①



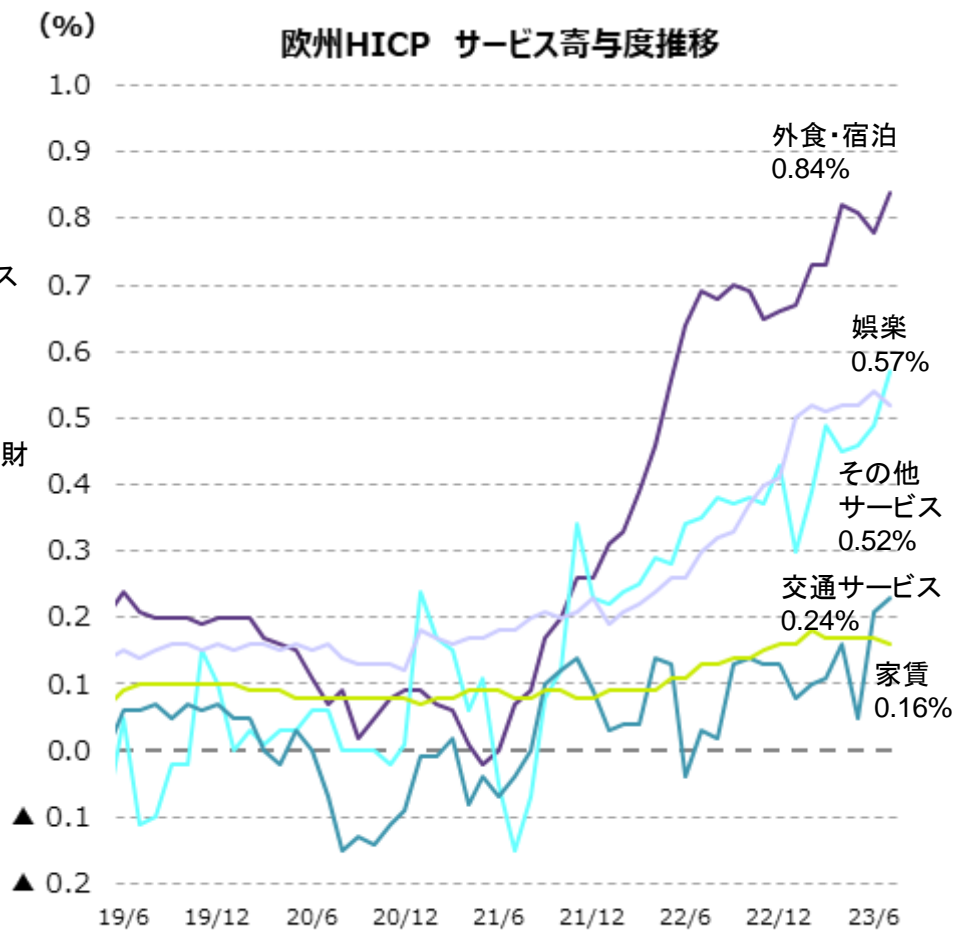
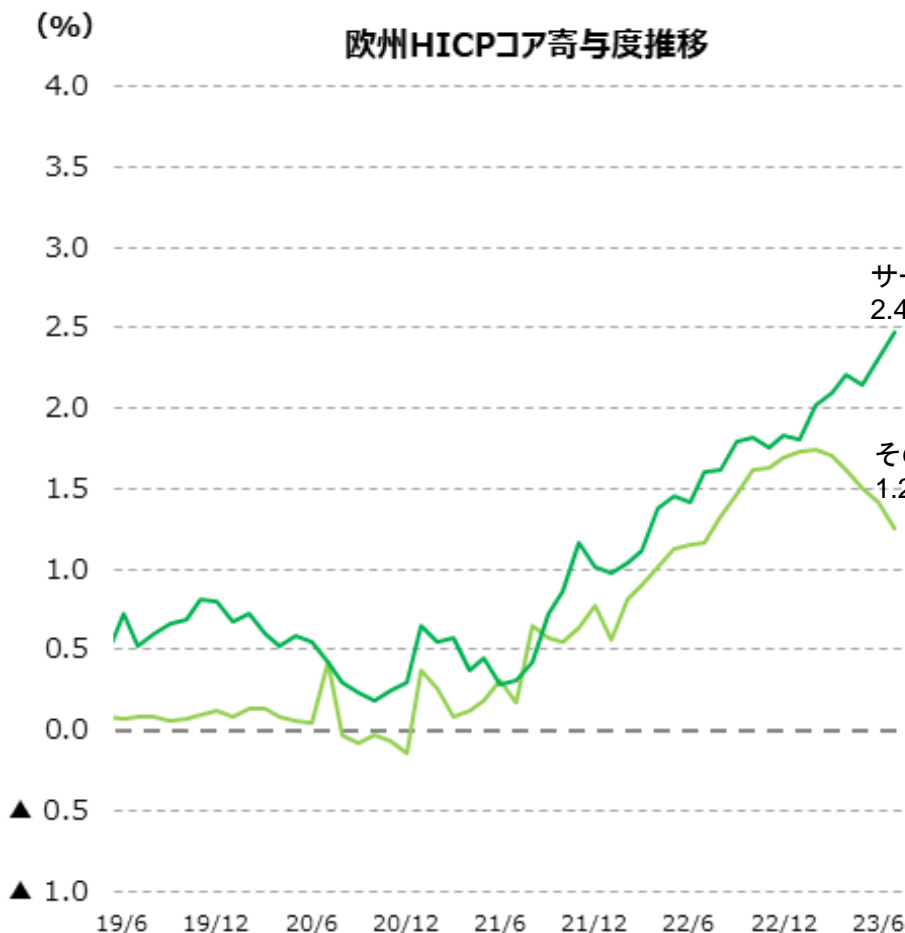
- ・インフレ率は、エネルギーの下落を背景に昨夏をピークに低下に転じるもののコアは引き続き粘着的で総合を逆転



# 足元のインフレ率②



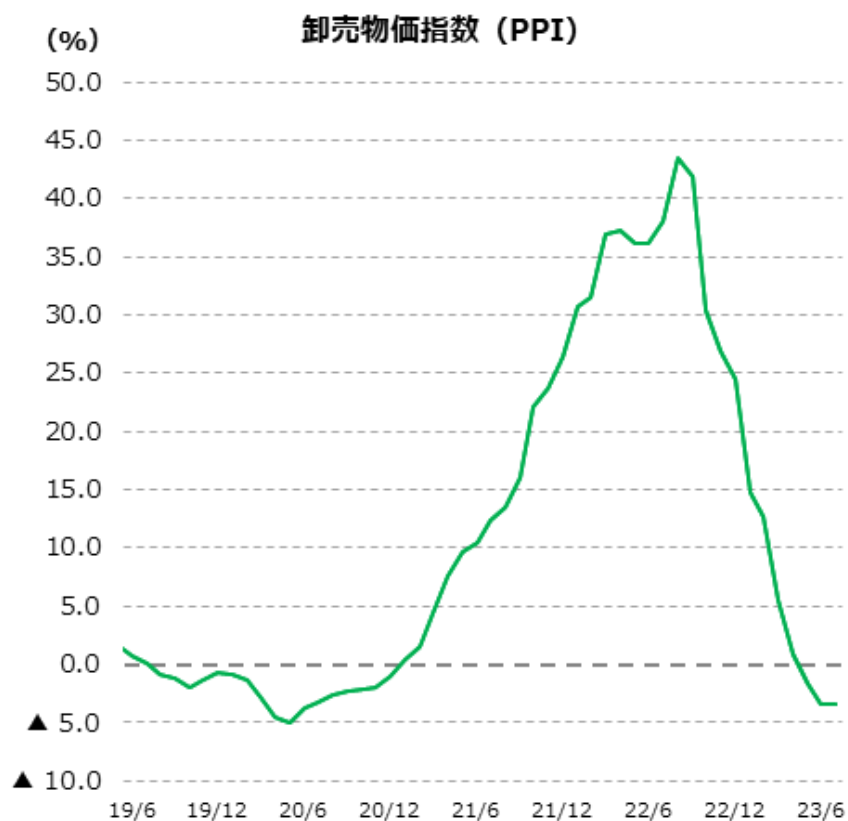
・コアインフレについて、その他財はピークアウトが確認できるが、依然としてサービスが高止まり



# インフレの先行指標



- ・ 川上（欧州PPI）では既に前年同期比でマイナスにまで急低下
- ・ エネルギー価格の急落も大きく、コロナ禍での生産制約も概ね解消



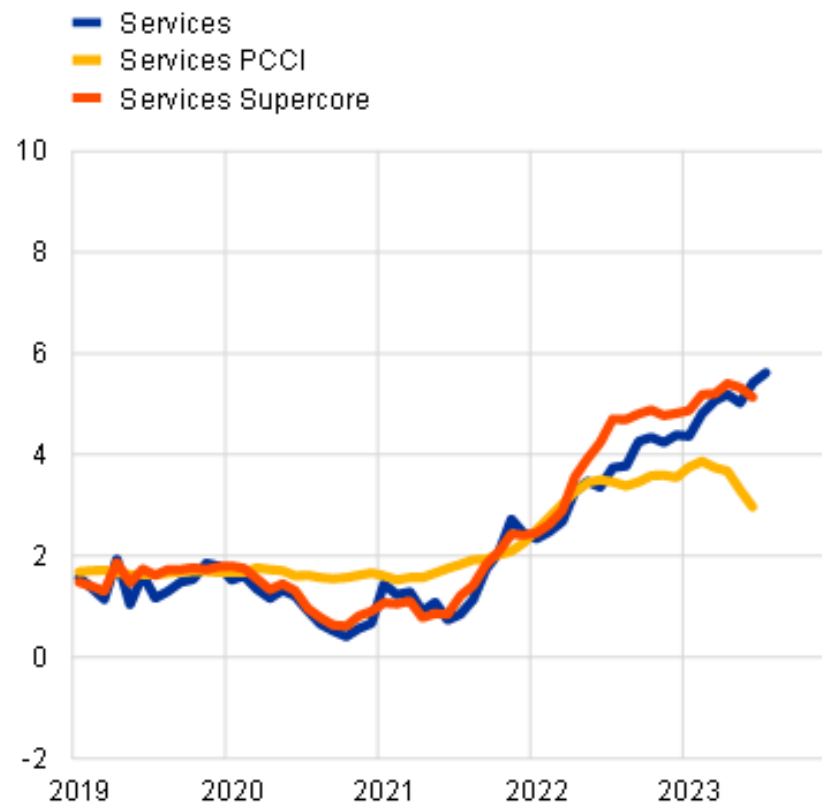
# ECBの「基調的なインフレ分析レポート」



- ・ 23年上期にインフレがピークを付けたことを示唆
- ・ ただし、粘着的なサービス分野のインフレを背景に減速確認までは踏み込めず

- ・ ECBは先行きの利上げ判断をするうえで、
  - ①インフレ見通し、②基調的なインフレ動向、③金融政策の伝播の強度、の中で基調的なインフレ動向はもっとも重要である。
- ・ 2023年上期にインフレがピークを付けた可能性が高い。
- ・ エネルギーはもちろん、コロナ禍での生産制約による非エネルギー工業製品のインフレ率も低下に転じている。
- ・ サービス分野のインフレは依然粘着的
- ・ インフレに関する不確実性は高く減速確認までは踏み込めず。

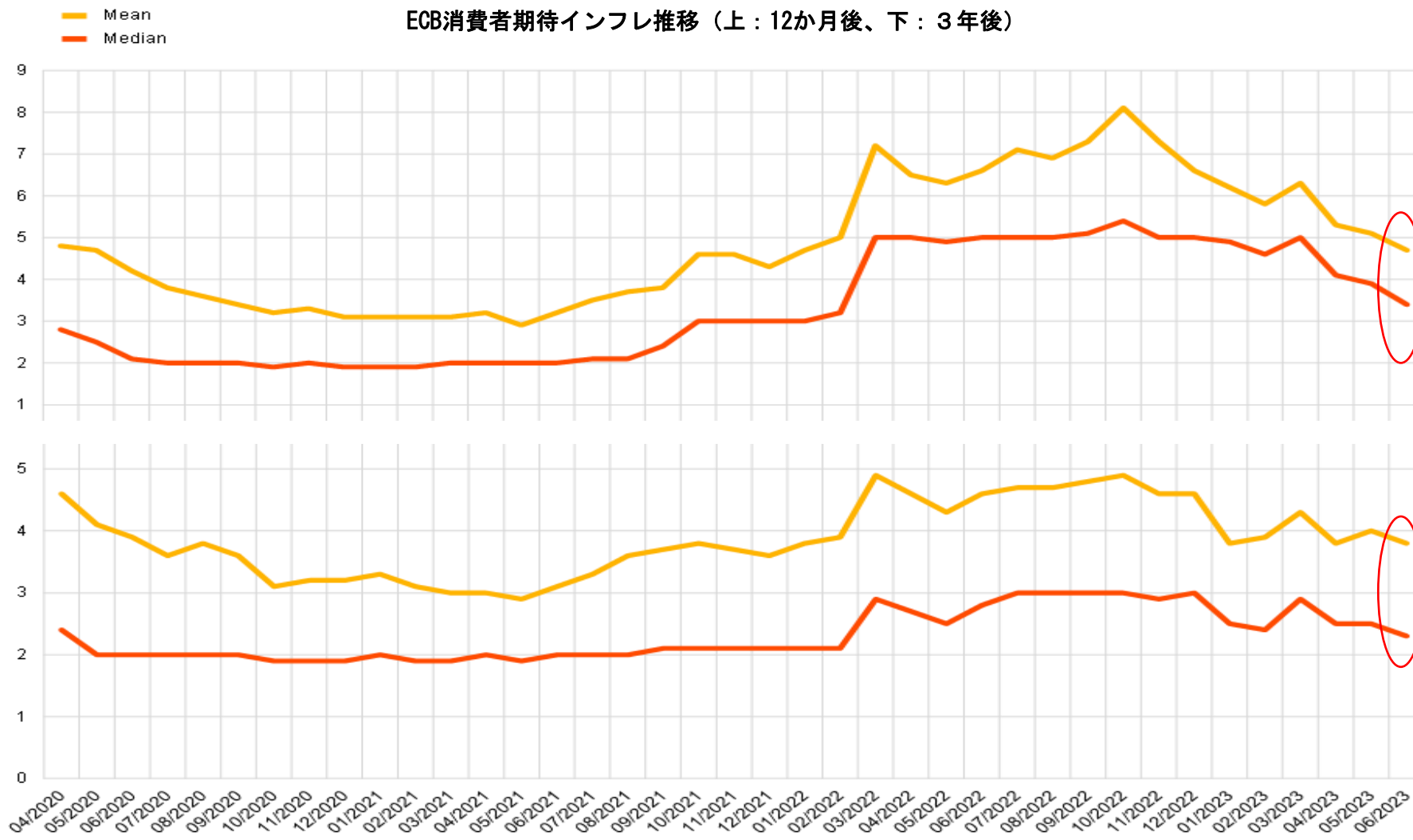
サービス分野各種インフレ推移(%)



# 消費者期待インフレ



- ・ 短期の期待インフレは低下傾向が見られ、長期はほぼ横ばい



# 現地のインフレ体感



- ・小売店では、割引が目立つようになってきた
- ・スーパーではロイヤリティ会員向けに大幅な割引価格を提示する例も増加



仏 パリ郊外の衣料品店

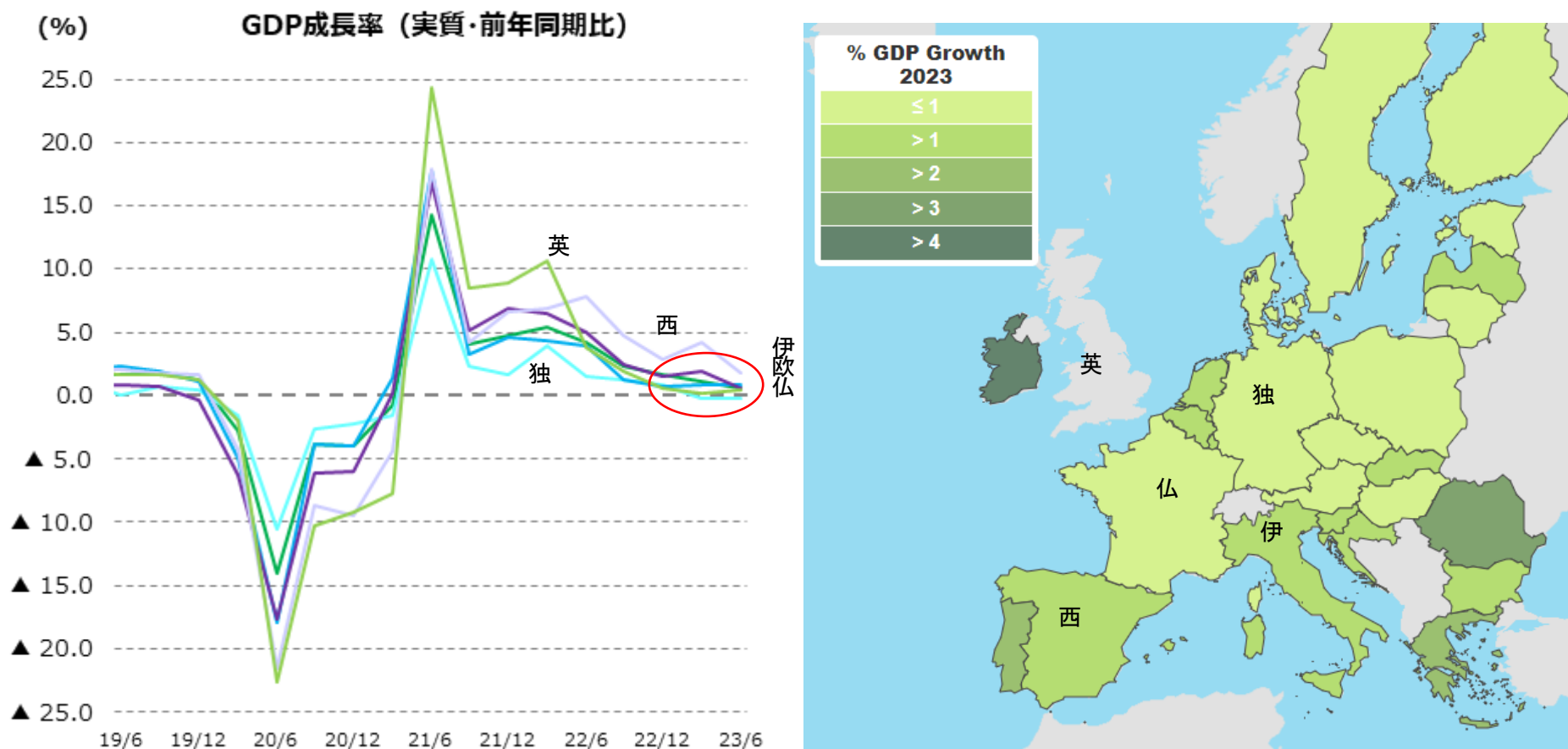


英 当社オフィス付近のスーパーマーケット（テスコ）

# 経済成長率



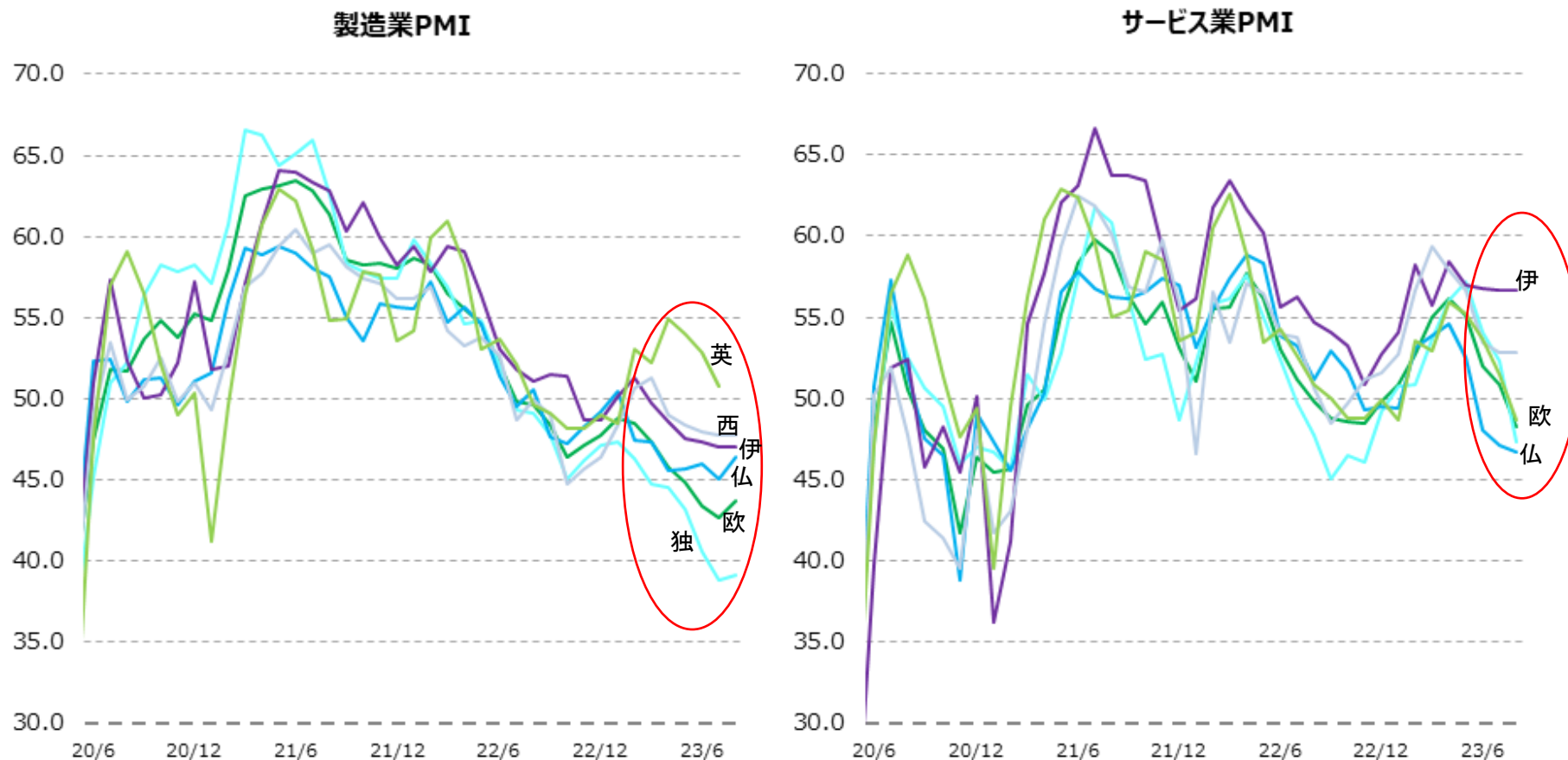
- ・ 実質GDP成長率は、コロナショック後のリバウンド以降、減速基調
- ・ 独がマイナス成長となっており、主要国は1%未満の低成長



# 景気先行指標



- ・ 製造業PMIは下落基調で、特に独の落ち込みが激しい
- ・ サービス業PMIは目安となる50を上回っている国が多く、下落基調



# 現地の景況感



- ・ 夏季休暇シーズン、欧州各地の主要空港は長蛇の列で、旅行需要は旺盛
- ・ 英国のパブは、水曜日でも午後5時から店外まで人が溢れるほどの大盛況



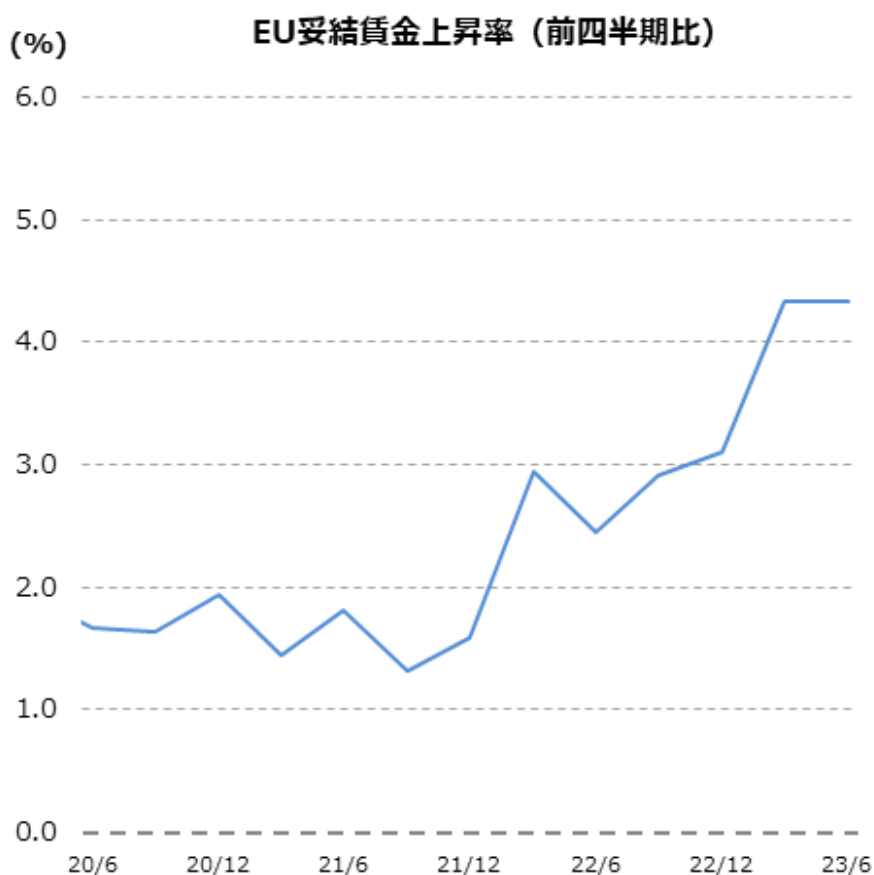
独 フランクフルト空港



英 当社オフィス付近のパブ



- ・労働市場は過熱しており、失業率は歴史的低水準で推移
- ・ストライキの結果、賃金上昇率は右肩上がり





# 小売と賃金上昇率

- ・ 欧州の小売売上高は前年同期比でマイナスが続くが、深刻な落ち込みは回避
- ・ ストライキ妥結による名目賃金の上昇が支えに



企業名	2023年賃金 上昇率 (前年比)
ロールスロイス (英)	17.6%
テスコ (英)	8.0%
フォルクスワーゲン (独)	8.5%
エールフランス (仏)	5.0%
アムステルダム空港 (蘭)	20.0%
ディア (小売、西)	12.0%

# ECB理事会メンバー一覧①



・ ECB執行部（投票権毎回あり）は、金融政策に対する立場は分散

	氏名	任期	出身国	立場
	ラガルド総裁	2027年10月	仏	中立
	デギンドス副総裁	2027年10月	西	中立
	レーン理事 (エコノミスト)	2027年10月	アイルランド	ハト
	シュナベル理事	2027年10月	独	タカ
	パネッタ理事	2027年10月	伊	ハト
	エルダーソン理事	2027年10月	蘭	中立

# ECB理事会メンバー一覧②



・グループ1は、立場が分散されているが、グループ2はややタカ派

グループ1（5名中4名投票権あり）

氏名	出身国	立場	投票権		
			9月	10月	12月
ナーゲル	独	タカ		○	○
ビルロワドガロー	仏	中立	○	○	○
ビスコ	伊	ハト	○	○	
デコス	西	ハト	○		○
クノット	蘭	タカ	○	○	○

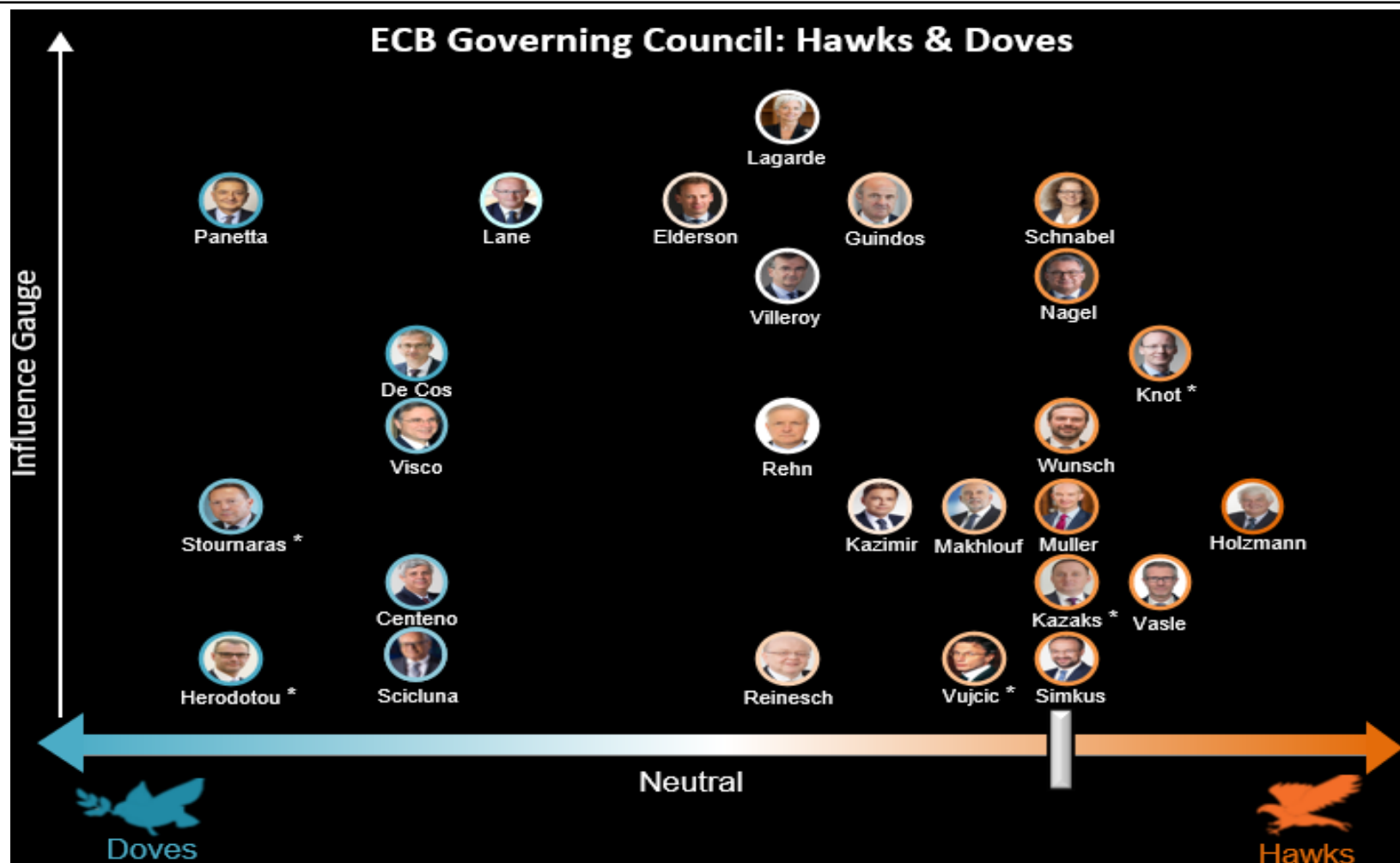
グループ2（15名中11名投票権あり）

氏名	出身国	立場	投票権		
			9月	10月	12月
ホルツマン	墺	タカ	○	○	○
ウンシュ	ベルギー	タカ		○	○
センテノ	葡	ハト	○	○	○
レーン	フィンランド	中立	○	○	○
ライニッシュ	ルクセンブルク	中立	○	○	
ミューラー	エストニア	タカ		○	○
カザークス	ラトビア	タカ	○	○	
シムカス	リトアニア	タカ	○	○	
マクルーフ	アイルランド	タカ			○
ストゥルナス	ギリシャ	ハト			○
ヘロドトウ	キプロス	ハト	○		○
シクルナ	マルタ	ハト	○	○	
バスレ	スロベニア	タカ	○	○	○
カジミール	スロバキア	中立	○	○	○
ブイッチ	クロアチア	タカ	○		○

# ECB高官の金融政策への姿勢



- ・ ラガルド総裁は元々中立派とされているが、利上げ局面で引締めを重視しており、相対的に見ればややタカ派寄り



## 直近のECB高官発言



- ・ 中立派からタカ派に位置する高官からは、9月利上げ停止に言及しつつも、将来的な利上げ可能性と当面の政策金利維持を示唆する発言が相次ぐ



- ・ 9月理事会では、利上げか利上げ一時休止であろう
- ・ 9月以降に利上げを停止したとしても、それは確定的ではないであろう
- ・ 経済環境は不確実で、政策は理事会ごとに決定  
(ラガルド総裁(中立派)、7/30)
- ・ インフレ率を2%に戻すため、政策金利を十分高い水準で維持する必要がある  
(ラガルド総裁(中立派)、8/25)

- ・ インフレ率、特にコアインフレは高止まりしている
- ・ インフレ率の見通しは、依然として明確ではない
- ・ 政策金利は、もういっぴり上げる必要があると考えている
- ・ しかし、政策金利を再度上げるには、究極的にはデータが必要であろう

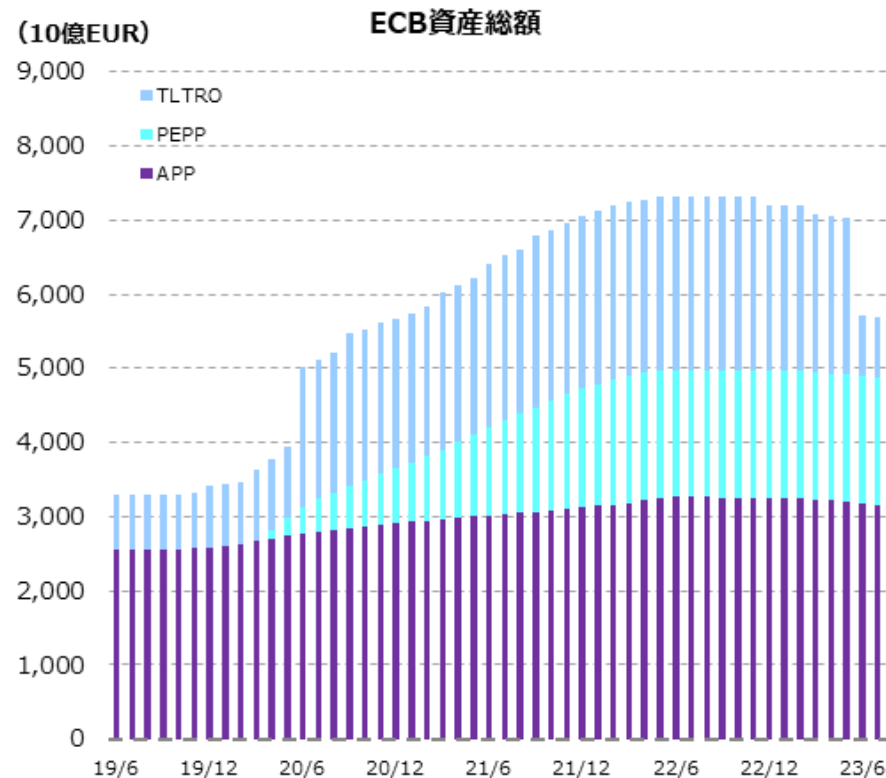
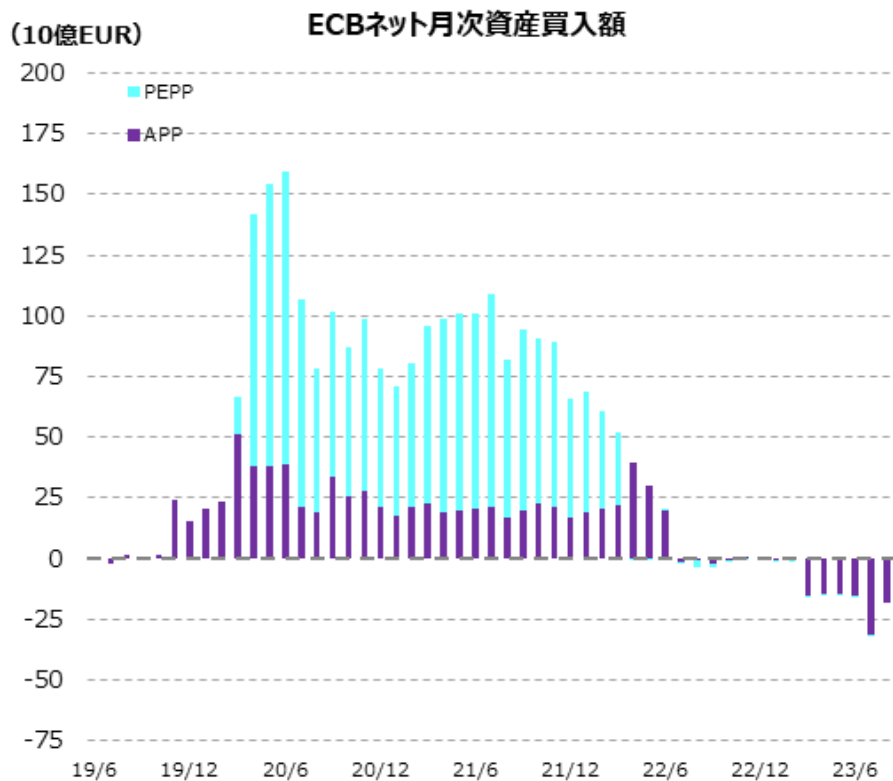
(ホルツマン・オーストリア中銀総裁(タカ派)、8/25)



# 足元のECBバランスシート



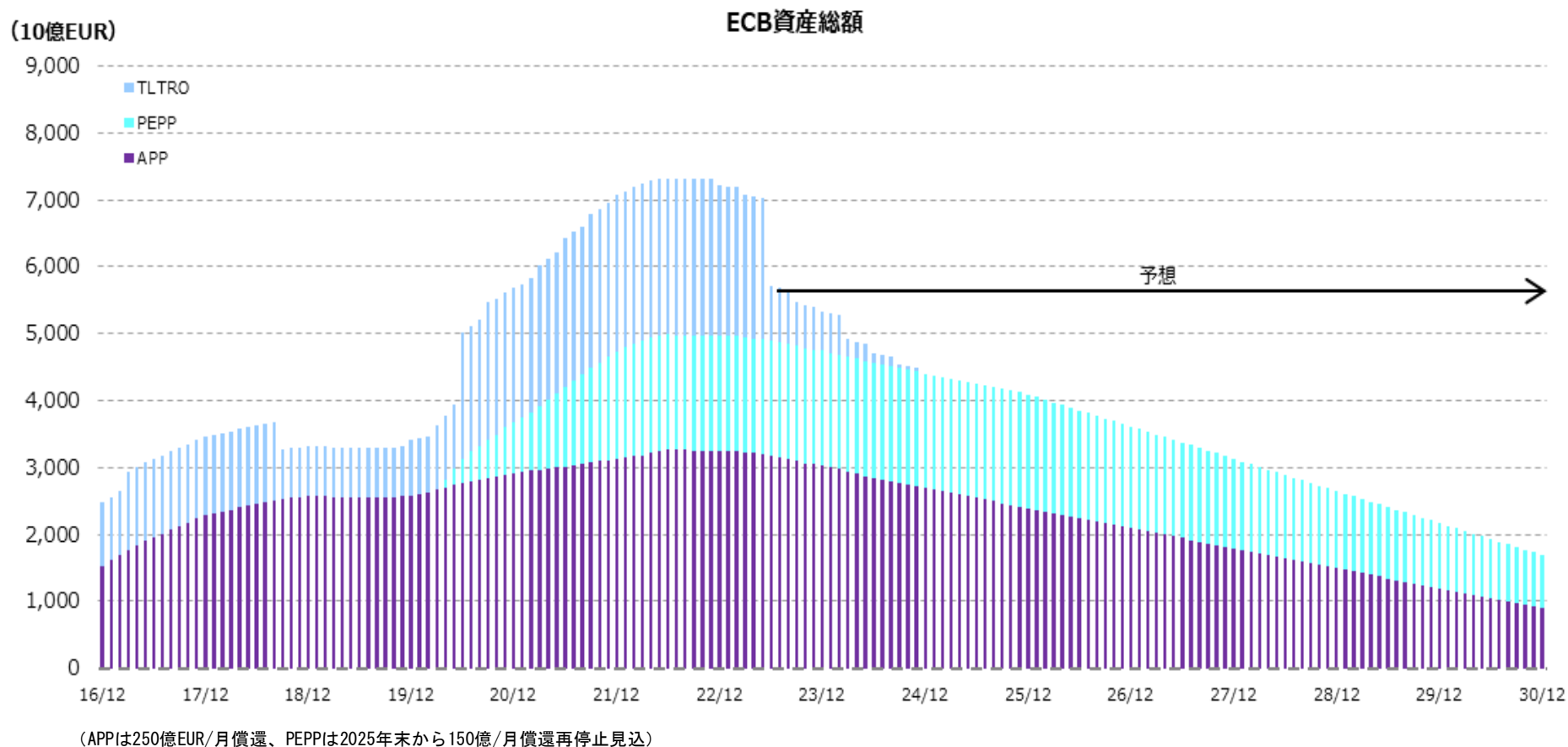
- ・ APPの元本償還再投資が完全停止される中で、平均約280億EUR/月資産減少
- ・ TLTROの返済もあり、足元でバランスシートは縮小傾向にあるが、コロナショック前と比較すると高水準で推移（＝過剰流動性の存在）



# 今後のECBバランスシート



- ・現状のペースでQTが進行すると仮定した場合、コロナ前の水準に達するのは、2027年頃の見込み



# ECBのユーロ圏経済見通し



- ・インフレは利上げ効果で、2024年に急速に低下、2025年には2%近傍へ
- ・景気後退は見込まず、2024年には経済成長回復へ
- ・経済成長は、市場のコンセンサスよりやや楽観的

	2023.12	2024.12	2025.12
HICP	5.4%	3.0%	2.2%
HICPコア	5.1%	3.0%	2.3%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%
実質GDP成長率	0.9%	1.5%	1.6%
(参考) ブルームバーグ調査 実質GDP成長率予想	0.7%	1.1%	1.5%



7月のECB理事会、ラガルド総裁の記者会見等を勘案すると、利上げ局面は最終コーナーに到達した可能性が高い



景気先行指標の悪化が急速に進行しているほか、体感でインフレ低減が感じられ、今後は、景気悪化・インフレ率低下が想定される



堅調な労働市場、粘着質なコアインフレ、中央銀行の過剰流動性を勘案すると、利下げ開始は市場の織り込みほど早くないと予想

# ECB政策金利見通し



- ・ 利下げの判断基準は、HICPコアが2%台前半かつ雇用悪化を伴う景気後退（テクニカルリセッションではない）をイメージ
- ・ 粘着的なコアインフレを勧案し、利上げは2024年4Q頃を想定

	2023.9	2023.12	2024.3	2024.6	2024.9	2024.12
当社	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%
A社 (日系)	4.00%	4.00%	3.75%	3.25%	2.75%	2.50%
B社 (米系)	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%
C社 (英系)	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
D社 (仏系)	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.50%	—
市場	3.86%	3.94%	3.85%	3.70%	3.38%	3.38%

# 10年独国債金利見通し



- ・ 政策金利の高止まりを背景に、当面は現状水準程度で推移か
- ・ 2024年末にかけて、利下げや景気後退を背景に、金利低下する見込み

	2023.9	2023.12	2024.3	2024.6	2024.9	2024.12
当社	2.70	2.50	2.50	2.50	2.50	2.30
A社 (日系)	2.60	2.40	2.30	2.10	2.00	2.20
B社 (米系)	2.65	2.40	2.40	2.25	—	2.00
C社 (英系)	2.20	1.75	1.70	1.65	1.60	1.50
D社 (仏系)	2.60	2.40	2.40	2.20	2.20	—
市場	2.51	2.49	2.48	2.47	2.47	2.48

# (参考) 欧州金融市場関連データ



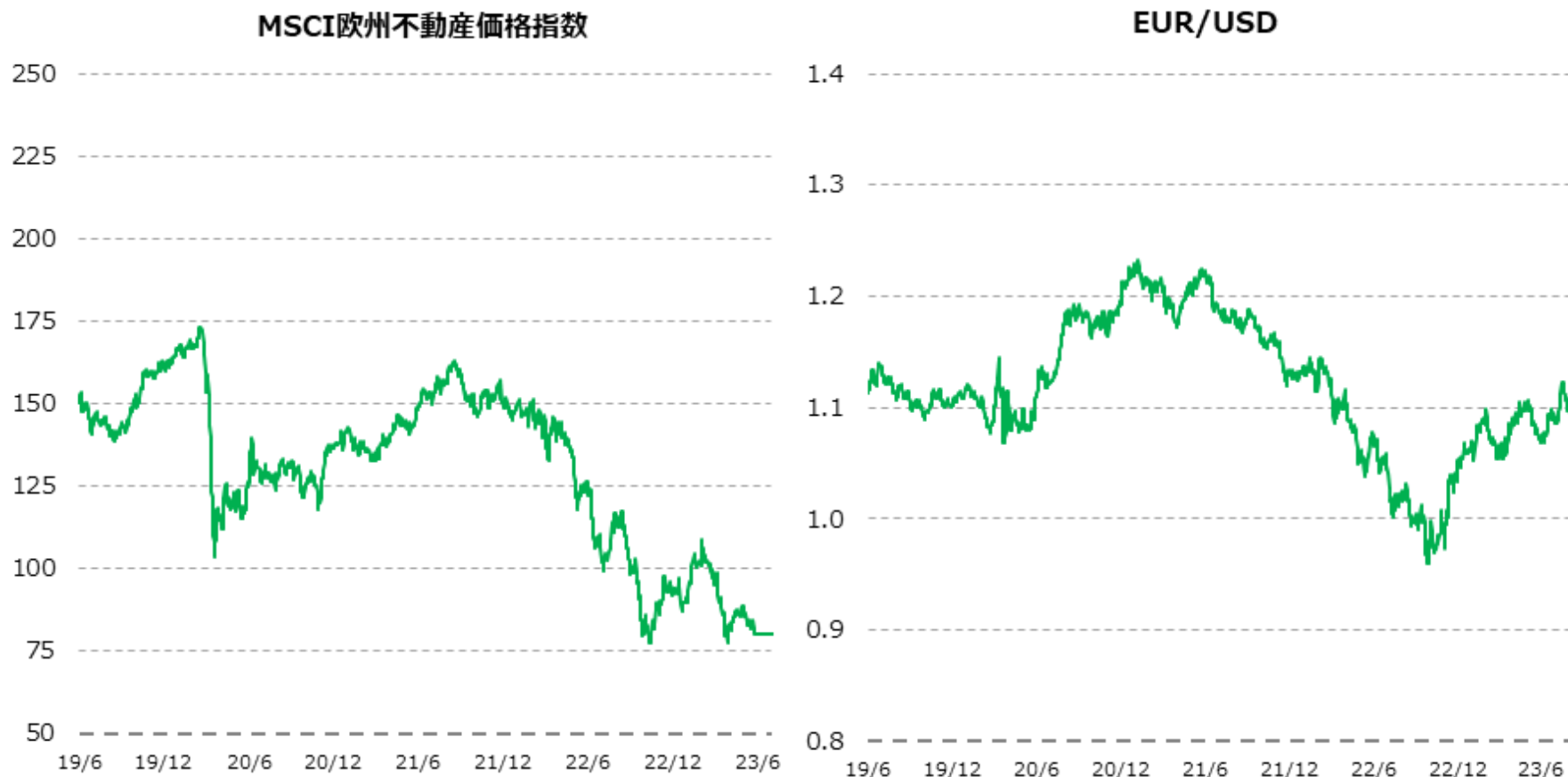
- 南欧諸国の対独スプレッドは、安定的に推移
- CDSスプレッドは、劣後、シニアともに縮小傾向



## (参考) 欧州金融市場関連データ



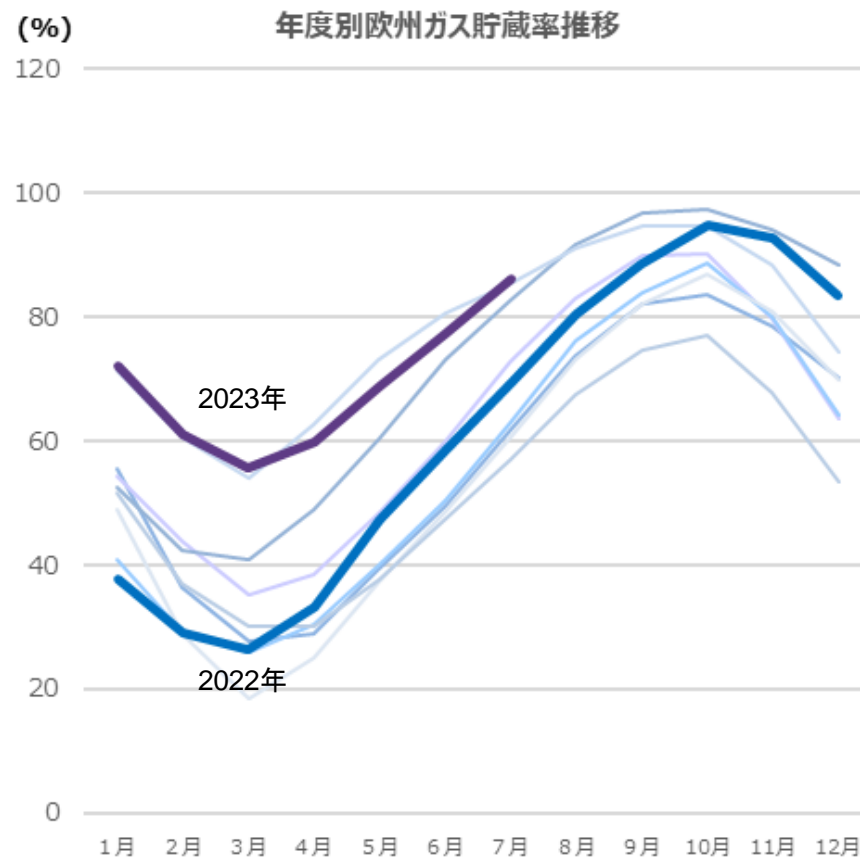
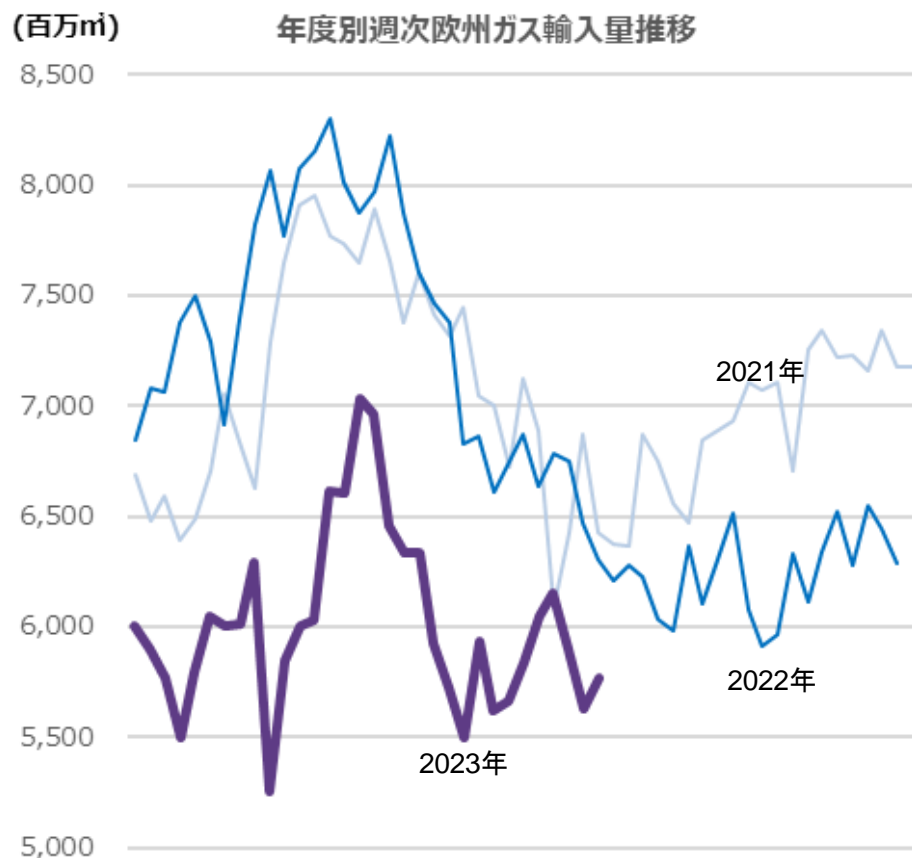
- ・ 欧州不動産価格は下落基調だが、下げ止まりが見られる
- ・ EUR/USDは、米国の利上げサイクルが最終盤に係る中で、一方的なEUR安が一服



## (参考) 欧州金融市場関連データ



- ・ 欧州のガス輸入量は、ロシア以外からの輸入や再生エネ開発、節電で減少
- ・ 欧州のガス貯蔵率は過去最高ペースで推移しており、厳冬やロシアのウクライナ侵攻の極端な局面転換がない限り、金融市場への影響は軽微と予想





## [ 営業担当 ]

- ・河合 千宏 (chihiro.kawai@shinkin.co.uk)
- ・溝上 智広 (tomohiro.mizoue@shinkin.co.uk)

### Shinkin International Ltd.

住所	: 1st Floor, 85 London Wall, London EC2M 7AD
ホームページ	: <a href="http://www.sil-uk.net">http://www.sil-uk.net</a>
電話	: +44(国番号) - 20-7562-0500(代表)
	: +44(国番号) - 20-7374-4633(営業直通)
FAX	: +44(国番号) - 20-7256-8544
Eメール	: <a href="mailto:information@shinkin.co.uk">information@shinkin.co.uk</a>

本資料は、信金インターナショナル(以下、「信金インター」と称します。)が、情報提供のみを目的として作成したものです。本資料に含まれる情報は、作成時点の公開情報および信金インターが信頼性が高いと考える情報源に基づいていますが、信金インターはその正確性または完全性について何ら表明または保証するものではありません。

本資料中の見解は信金インターの見解であり、変更される可能性があります。信金インターは、本資料中の見解または情報を更新する義務を負いません。信金インターおよびその関係会社ならびに各々の役員・従業員は、本資料またはその内容を使用したことにより直接的あるいは間接的に生じた損失について、いかなる責任も負いません。