

2022年9月12日

MURC Focus

ECB は9月理事会で0.75%の大幅利上げを実施

～最大のリスク要因は天然ガス価格

調査部 副主任研究員 土田 陽介

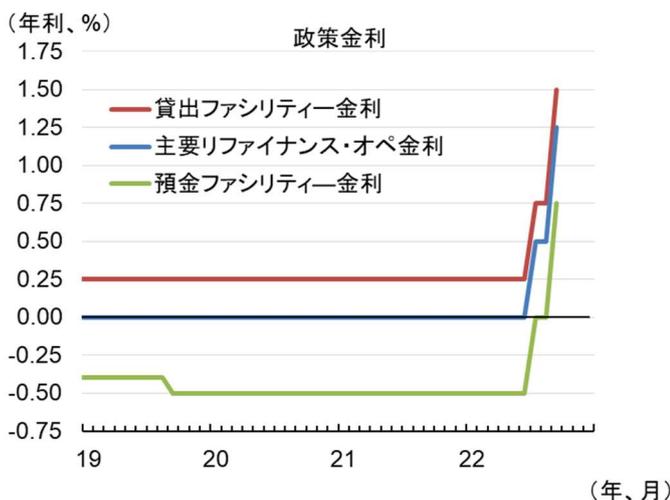
- 欧州中央銀行(ECB)は9月8日に定例の政策理事会を開催し、3つある政策金利をそれぞれ0.75%ずつ引き上げた。
- ユーロ圏では、家計のインフレ期待がピークアウトしたことで、10~12月期以降のインフレの鈍化が見込まれるものの、そのカギを握るのはエネルギー、特に天然ガスの価格動向となる。
- 天然ガスの価格動向次第では、ECBはインフレを抑え込むために大幅な追加利上げを行わざるを得ず、景気に急ブレーキがかかるだろう。

(1) ECB は0.75%の追加利上げを実施

欧州中央銀行 (ECB) は9月8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0.75%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1.25%に、金融機関への貸出に適用される貸出ファシリティ金利を1.5%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0.75%にした。

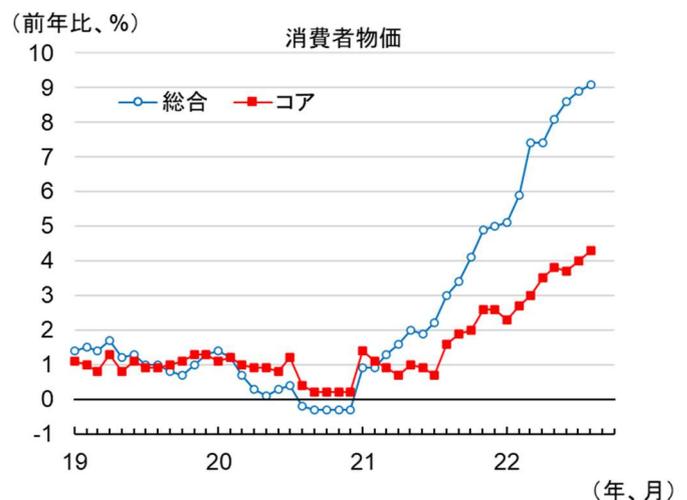
クリスティーヌ・ラガルド ECB 総裁は理事会後の会見で、ユーロ圏のインフレは当面の間、ECB の物価目標 (消費者物価の前年比が中長期的に2%程度) を上回り続けるという認識を示した。そしてラガルド総裁は、ECB が引き続きデータの動向を踏まえて追加利上げを進めていくという方針を改めて表明した。

図表1. 2会合連続となる ECB の利上げ



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2. 上昇の加速が続くユーロ圏の消費者物価


 (注) コアはエネルギー、食品、アルコールを除くベース
 (出所) ユーロスタット

欧州ではインフレの加速が依然として深刻である。ユーロ圏の最新8月の消費者物価は前年比9.1%上昇と、過去最高を更新し続けている（図表2）。エネルギーや食品といった変動が激しい項目を除いたコアベースでも消費者物価は伸びの加速が続いており、インフレがコストプッシュのみならずデマンドプル性格を強めてきたことが分かる。

一方で、家計部門のインフレ期待に相当する「1年後の物価見通しDI」は、最新8月時点で36.8と長期平均（19.6）より高いままだが、今年2月以来の水準まで低下した（図表3）。家計のインフレ期待が和らいでいることで、10~12月期以降はインフレが鈍化すると見込まれるものの、そのカギを握るのはエネルギー、特に天然ガスの価格動向となる。

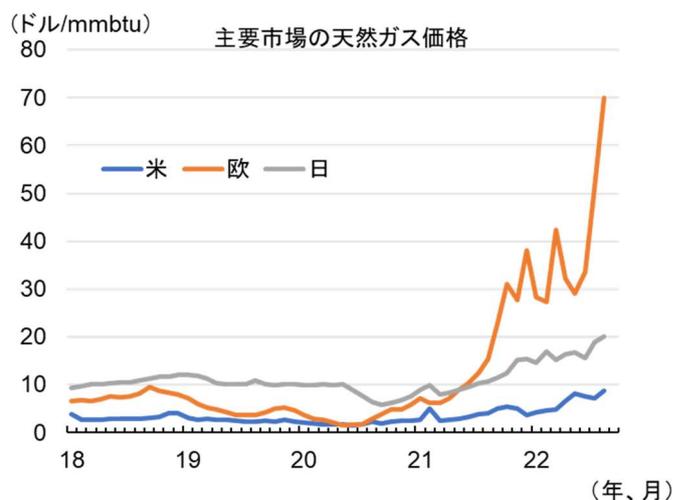
欧州の天然ガス価格は、北米やアジアに比べると上昇が際立っており、欧州の深刻なインフレの元凶の一つとなっている（図表4）。欧州でガス価格が急騰している主な理由は、ロシアとの関係悪化にある。こうした中で、欧州はこれから冬季を迎えるため、天然ガスの需要が増加し、価格にさらなる上昇圧力がかかる恐れが大きい。

図表3. インフレ期待は2月以来の低水準に



(注1)「上昇する」から「下落する」を差し引いたDI
 (注2)破線が2000年以降の長期平均
 (出所)欧州委員会 ECFIN

図表4. 欧州のガス価格の上昇は顕著



(出所)世界銀行

(2) 今後もさらなる上昇が予想される欧州の天然ガス価格

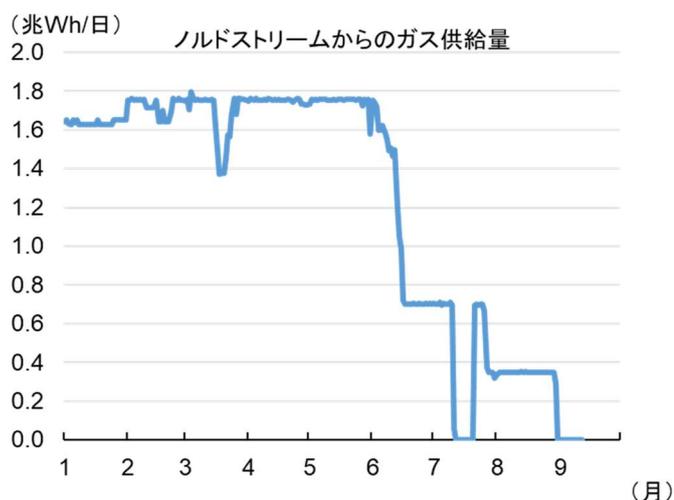
ロシアとドイツを結ぶ天然ガスパイプライン「ノルドストリーム」は、8月末から稼働を停止している（図表5）。当初ロシアは定期メンテナンスを停止の理由に挙げていたが、経済制裁の解除が再開の条件になると欧州連合（EU）側に揺さぶりをかけるようになっている。とはいえ、EU側が経済制裁の解除に応じることはまずないと考えられる。

各国ともガスの備蓄に努めてきたが、厳冬であれば早期の枯渇が視野に入る。液化天然ガス（LNG）の輸入増にも限界があるため、このままロシアが天然ガスの供給を停止し続ければ、欧

州の天然ガス価格は一段の上昇を免れない。これが電力価格などの上昇につながり、インフレの鈍化を阻むどころか、さらなる加速を生むと懸念される。

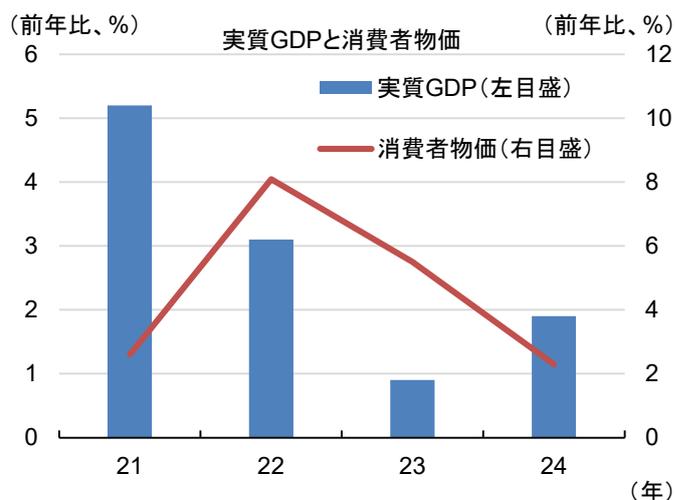
ECB もインフレの加速リスクを警戒しており、9月の理事会後の会見でラガルド総裁は、当面の最大のリスクは天然ガスを中心とするエネルギー価格の上昇にあると指摘した。ECB の最新の『マクロ経済見通し』では、2022年の消費者物価は8.1%上昇となり、2023年は5.5%上昇と伸びが鈍化するとの見立てだが、ガス価格次第では上振れするだろう（図表6）。

図表5. 稼働が停止しているノルドストリーム



(注) 日次データ
(出所) ENTSOG

図表6. ECB のマクロ経済見通し(9月)



(注) 2022年以降が予測値
(出所) ECB

EUは9月9日にエネルギー相会合を開催し、天然ガス価格の上限設定や市場参加者向けの緊急流動性支援などを協議する。とはいえ、天然ガスの供給増が望めない限り、天然ガスの価格は本質的に安定しない。天然ガスの価格次第では、ECB はインフレを抑え込むために大幅な追加利上げを行わざるを得ず、景気に急ブレーキがかかるだろう。

(3) ガス価格次第で視野に入る中立水準以上の利上げ

ECB は年内にあと2回(10月27日と12月15日)の政策理事会を予定しており、それぞれ0.5%以上の追加利上げが視野に入る。年明け以降はデフインフレが進むだろうが、天然ガスに代表されるエネルギー価格の次第では、デフインフレが進まないどころか、インフレが高止まりする恐れが出てくる。そうなれば、0.75%以上の利上げ幅も視野に入る。

ラガルド総裁は会見後の記者会見で、利上げは今回を含めて2回以上、5回未満との見方を示した。またビルロワドガロー仏中銀総裁は、現在1.25%である政策金利の中立水準は2%を下回ると発言した。とはいえ、いずれもインフレ、特に天然ガスの価格次第では、ECB が政策金利を2%以上に引き上げざるを得ないかもしれない。

大幅な利上げ路線が踏襲される場合、景気の失速もさることながら、重債務国、特にイタリアの金利上昇が警戒される。重債務国の長期金利が急騰した場合に、TPI(伝達保護措置)と呼ばれる国債購入策を発動すると ECB は前回7月の定例理事会で表明したが、実施要件のハードルが高いため、投資家の安心感にはつながらなかった。

イタリアでは9月26日に解散総選挙が実施され、右派の民族主義政党、イタリアの同胞 (FdI) を首班とする右派連立政権が成立する見込みである。反 EU 色が濃い FdI は財政拡張志向が強いため、新政権がインフレ対策として大規模な補助金の給付や減税といったバラマキ政策を実施する可能性も否定できない。

こうしたバラマキ政策は、イタリアの金利の上昇につながる恐れが大きい。ECB が10月にも量的引き締め (QT) の議論を開始するとの報道がある中で、総選挙の結果を受けてイタリアの金利上昇に拍車がかかった場合、ECB が投資家との間で適切なコミュニケーションに努めることができなければ、欧州の金融市場が不安定化すると警戒される。

－ 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。