

# 対称的 2%物価目標とグリーン化

## ECB 金融政策戦略見直しの意義とは

調査部 経済調査チーム  
 上席主任エコノミスト  
 山本 武人  
 03-3591-1199  
 takehito.yamamoto@mizuho-ir.co.jp

- ECBの金融政策戦略が約20年ぶりに見直された。新戦略で重要な点は、対称的2%インフレ目標と、気候変動行動計画である
- 目標が対称的2%インフレとされたのは、インフレ期待の下振れを抑える効果を期待したものだ。名目金利の実効下限近傍下では、より持続的・強力な金融緩和を行う方針が確認された
- 気候変動行動計画は、EUによる欧州域内外におけるグリーン化促進に対するECBとしての答えである

### 1. 新戦略の注目点は、対称的 2%インフレ目標と気候変動行動計画

7月8日、欧州中央銀行(ECB)は、金融政策の新戦略を発表した<sup>1</sup>。ECBによる金融政策戦略の見直しは、1998年の戦略設定以来、2回目となる。今回の戦略見直しは、2020年1月に開始され、発表前日に、政策理事会において全会一致で承認された。7月29日に公開された政策理事会の議事要旨には、個別論点においても、政策理事会内での意見の相違は記されていない。

今回 ECB が戦略を見直した背景には、前回の見直し(2003年)以来約20年の間に、経済成長率の低下傾向や、グローバル化、デジタル化、環境問題の脅威の高まりなど、多くの構造変化があった。見直しの論点は多岐に及んだが、特に重要なのは、物価目標の修正と、気候変動行動計画の2点である。(図表1)。

図表1 ECBの金融政策戦略の見直し(2021年)の結果

現状が追認された事項	修正された事項	新規に追加された事項
<ul style="list-style-type: none"> <li>● ECBのマンデートは、EU運営条約に定められている通り、物価の安定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 物価目標を、「<b>中期にわたり2%</b>」に修正(従来:「中期にわたり2%未満だが2%近傍」)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ECBは、マンデートの範囲内で、<b>気候変動対応にコミット。野心的な気候変動行動計画の下、分析体制強化、データ整備、気候リスク開示要求などを企図</b></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融政策は、中期的な時間軸を志向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 物価の目標からの上振れ・下振れを、<b>対称的に評価</b>する旨強調(従来:対称的に評価する旨は、控えめに表現)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融政策が<b>幅広い国民に理解されることを目指し、ビジュアル化など情報発信方法を修正</b></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政策金利の引き下げ余地確保などのため、一定の物価上昇は必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● HICPIに、<b>帰属家賃の反映</b>を推奨(従来:帰属家賃は反映せず)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>戦略見直しを定例化。次回見直しは、2025年を予定</b>(ラガルド総裁任期中)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 物価目標達成のための主要ツールは政策金利。政策金利が下限に近づく中、フォワードガイダンスや資産購入、長期リファイナンスオペも適宜活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「<b>経済分析</b>」および「<b>通貨・金融分析</b>」を<b>統合して分析</b>(従来:経済分析と通貨分析を独立して実施)</li> </ul>	

(資料) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. 対称的 2%インフレ目標を明確化

ECB は、新戦略において、中期的な物価目標が「対称的」な「2%」であると明確化した。インフレ期待の下振れを抑える効果を期待したものであり、名目金利の実効下限近傍下では、より持続的・強力な金融緩和を行う方針が確認された。

### (1) 物価目標の明確化

中期的な物価目標は、「2%未満だが 2%近傍」から「2%」にシンプル化された。従来の表現があまりに緻密で、ECB の許容する物価水準は 2%が上限であるとの誤解を生じやすかったため、そのような誤った期待形成を排除する狙いがある。新物価目標は、7 月 22 日の金融政策理事会で、フォワードガイダンスに反映された（図表 2）。

ECB が目指す物価水準は、表現が「2%未満だが 2%近傍」から「2%」に変更された後も、実質的にはほとんど変わらない。ラガルド総裁は記者会見（7 月 8 日）で、2003 年に ECB が物価目標（2%未満だが 2%近傍）を定めた際、当時の総裁トリシェ氏の目指していた水準はおおよそ 1.95%であった、と述べている。議事要旨によると、今回の政策理事会では、2%が国際慣行であり、インフレによる社会的負担を避けつつ、負のショックに対して金融政策を講じるための十分な余地を確保できる水準として、支持された。

より重要な点は、「2%」が上限ではない、との考え方をより明確にするため、今回の物価目標が「対称的」であると説明された点である。「対称的」は、目標に対する物価の乖離を、上下方向、同程度に望ましくないものと評価するという考え方である。「対称的」という単語自体は、2019 年 7 月以降、政策理事会の声明文に記載されていたが、強調されることは少なかった。今回 ECB は、「対称的」物価目標である点を改めて強調し、物価が目標に対して、ある程度の一時的な乖離は上下方向にありうるとの考え方を示した。

さらに、名目金利が実効下限に近づいている状況では、インフレ期待が低位で固定されないよう、特に強力または持続的な対策が必要であるとの方針が確認された。対策の結果、一時的に物価が目標をある程度上回ることはありうる、と「対称的」目標が許容する柔軟性について説明がなされている。

物価の上振れは目標であるのか、どの程度許容するのかなど、7 月 8 日の記者会見では「対称的」のより具体的な内容について質問が相次いだ。ラガルド総裁は、目標はあくまで「2%」であり、米連邦準備制度理事会のような平均インフレ目標ではないとして、上振れを意図的に目指すものではないとの趣旨を説明した。一方、許容する上振れの幅や期間について回答はなかった。

### (2) 物価指標への帰属家賃の反映

新戦略では、物価指標への帰属家賃の反映が適切との判断が示された。ECB は、EU 統計局 (Eurostat) が公表しているユーロ圏の消費者物価調和指数 (HICP) の前年比を、物価水準を図る上で適切な指標として採用している。HICP に帰属家賃を反映するべきかについて、過去にも欧州委員会などで検討されてきたが、帰属家賃が HICP の厳密な定義に適合しないことや、各国で毎月測定することが実務上困難であるとの理由から見送られてきた<sup>2</sup>。今回 ECB は、戦略見直しに当たって実施した市民との対話を踏まえ、改めて帰属家賃の反映が適切と判断した。

ECB は、帰属家賃反映までのロードマップを作成し、Eurostat に対して反映を推奨した。同ロードマップによ

ると、2023 年から、試験的な修正版 HICP が四半期ごとに発表され、2026 年までに、同指標が正式な四半期指標となり、さらにその後、正式な月次指標が発表される。ECB は、指標が完成するまでの間、現行の HICP を主要指標としつつ、四半期ごとの帰属家賃指標を、補完的な位置づけで分析に活用していく方針である。

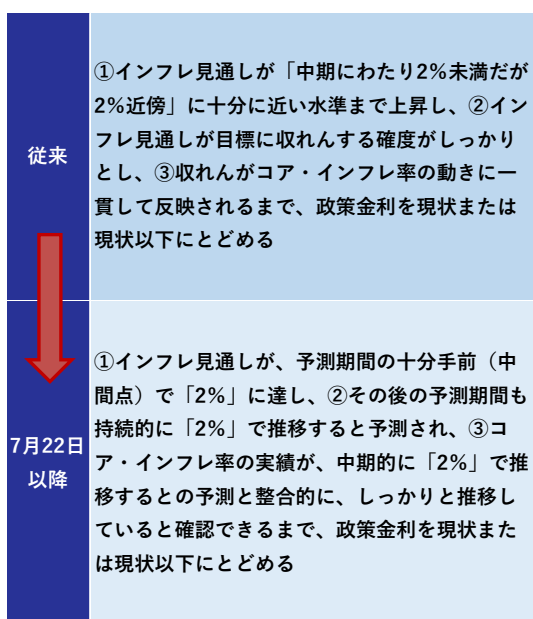
帰属家賃の反映による HICP への影響は限定的である。ラガルド総裁は「帰属家賃反映後の物価指標は、HICP とそれほど大きく乖離しない。乖離は小さく、その時々で変わる」と評価している。実際、ECB のフォワードガイダンスで重視されているコア・インフレ率(HICP から、エネルギー、食品などの物価を除いたもの)に、Eurostat が公表している帰属家賃を、ECB(2008)に基づき反映した場合、反映に伴うコア物価の変動は、±0.3%Pt 程度にとどまる(図表 3)<sup>3</sup>。

### (3) 金融安定性をより重視し、経済分析と通貨・金融分析を統合

ECB は新戦略において、物価の目標上振れを許容するとともに、金融安定性をより重視する姿勢を明確化した。背景には、リーマン・ショックにおいて、金融市場から実体経済に悪影響が波及し、物価の安定性が損なわれるリスクに直面した教訓がある。デギンドス副総裁は、独紙とのインタビュー(7 月 29 日)で、今後これまでに以上に金融安定性が重要な役割を果たす、としている。

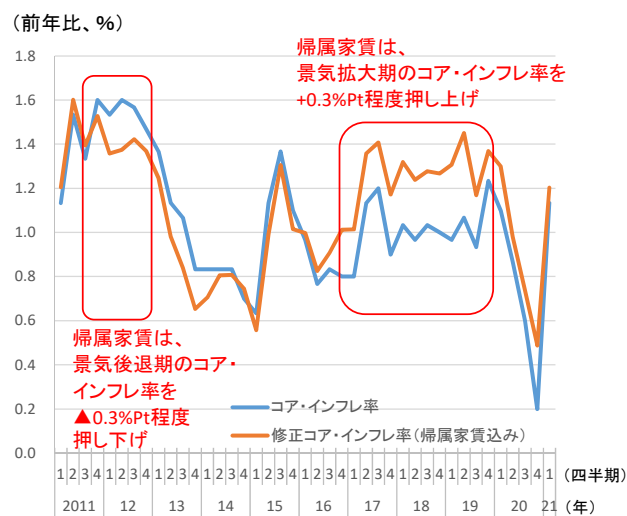
具体的には、政策判断の土台となる分析を経済分析と通貨分析の 2 本柱から、経済と通貨・金融分析を統合したものへと変更する方針を決定した。従来 ECB は、経済分析と通貨分析を独立して行い、最後に相互にチェックを行うことで、複眼的に物価の安定に対するリスクを評価していた。一方、通貨・金融と実体経済が、銀行融資や資産価格など、多様なチャネルを通じて相互に影響しあう状況を踏まえ、総合的な分析の重要性が認識された。

図表2 フォワードガイダンスの変更



(資料) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 ユーロ圏コア・インフレ率



(資料) ECB、Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### (4) 残された論点

物価が目標を下回り続ける現状に対して、ECB が新たな対策を講じるのか、講じるとすればいつ、どのような対策を講じるかなどについては不透明である。7月22日の金融政策理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は、フォワードガイダンスの改定にあたり、少数の反対意見があったことを示唆した。新戦略は、「対称的 2%」目標と同時に金融安定性を重視する方針を入れたことで、タカ派で知られるドイツ連邦銀行総裁などを含め、全会一致の合意に至った可能性がある。新戦略制定後も、ユーロ圏各国の意見相違は残っており、個々の具体的な金融政策の変更には、引き続き多くの議論を踏まえる必要があるということだろう。

### 3. ECB としての気候変動に対する答え

今回の戦略見直しで ECB は、EU による欧州域内外におけるグリーン化促進に対する ECB としての答えを出した。ラガルド総裁は、ECB は気候変動対応の旗振り役ではないものの、ECB の行動が欧州グリーン化の促進につながることを期待している、としている。

ECB が気候変動対策に取り組むための環境は整っていた。欧州連合(EU)は、EU グリーン・ディール政策(2019年12月)の下でサステナブル・ファイナンス行動計画を定め、タクソミー制定やディスクロージャー強化など、グリーン投資促進の基盤作りを推進中である。欧州銀行監督局は、サステナブル・ファイナンス行動計画(2019年12月)を発表し、気候変動リスクの管理・監督ガイドラインの制定などに着手済みである。さらに市民も、ECB による気候変動対策を求めている。ラガルド総裁は、自身も一部出席した市民との対話イベントで、市民の「一番の関心事項は気候変動であった」(7月11日のFT紙インタビュー)と述べている。

EU 運営条約で定められている、中央銀行としてのマנדート(物価安定)と気候変動との関係については、マンドートの範囲内での気候変動対応が可能と整理した。新戦略の解説文によると、気候変動にともなう物理的・移行リスクが、物価および金融安定性に影響するため、ECB のマンドートとして、気候変動の影響を評価し、金融政策のフレームワークに織り込む必要があるとしている<sup>4</sup>。

ECB が公表した気候変動への取り組みの具体策は、気候変動行動計画に記載されている。同計画は大きく3点から構成される。第一は、気候変動リスクのマクロ経済予測への織り込みや、シナリオ分析、新たな気候関連統計データの収集など、ECB 内で分析基盤を拡充する計画である。第二は、ECB での担保の受け入れや、資産購入にあたり、気候変動リスクのディスクロージャーを条件とする計画である。これは、EU の環境に関連したディスクロージャー規制導入の動きを活用したものである。第三は、企業部門の資産購入や担保受け入れに際して使用される内部格付などのリスク評価手法に、気候変動リスクを織り込む計画である。

純粋な金融政策戦略ではないが、今回の見直しで、最も影響力の大きい戦略変更は、気候変動対応であろう。巨大なバランスシートを抱える ECB による気候変動リスクのディスクロージャー要求や格付への織り込みは、欧州の金融市場参加者に大きな影響を与える可能性が高い。また、中央銀行としての気候変動対応が、ユーロ圏外の中央銀行の行動に影響を及ぼすことも考えられる。

- 
- <sup>1</sup> European Central Bank (2021) "The ECB's monetary policy strategy statement", 8. July, 2021
- <sup>2</sup> European Commission (2008), "Report from the commission to the European Parliament and the Council on the suitability of the owner-occupied housing (OOH) price index for integration into the harmonized index of consumer prices (HICP) coverage" 29. November, 2018。1997年にHICPが初めて公表された際、欧州各国で統一された帰属家賃の測定方法はなく、また帰属家賃をHICPに反映すべきかどうかのコンセンサスもなかったことから、帰属家賃のHICPへの反映は見送られた。その後、Eurostatにより四半期ごとに帰属家賃指標が公開されてきたものの、2018年に再検討された際、月次での帰属家賃指標作成は困難であり、また、貨幣取引にともなう個人消費を基準とするHICPの定義からも外れるとして、反映は再度見送られた。
- <sup>3</sup> European Central Bank (2018), "Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks" 7. August, 2018
- <sup>4</sup> European Central Bank (2021), "Overview of the monetary policy strategy"

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。