2022. 2. 4

ECB は 3 月理事会で資産買入れ策を見直しへ

政策・経済研究部　エコノミスト　前田　和孝

１．金融政策は現状維持

２月３日開催の ECB（欧州中央銀行）の定例理事会では、各種政策金利をすえ置き、資産買入れ策、民間金融機関への資金供給オペレーションの枠組みを現行のまま維持することを決定した（図表 1）。

ECB は、前回の 12 月理事会で、PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）を 2022 年 3 月で終了させることを決めた。また、4 月以降は、APP（資産買入れプログラム）に移行し、4－6 月期に 400 億ユーロ／月、7－9 月期に 300 億ユーロ／月、10 月以降は 200 億ユーロ／月と、具体的な買入れ額を定めて金融政策の正常化に向けた道筋を示していた。しかしながら、2 月理事会の前日に発表された 2022 年 1 月の HICP（消費者物価指数）が前年比＋5.1％と、市場予想を上回り、前月から伸び幅を拡大させたことから（図表 2）、今回の理事会では、資産買入れの縮小ペースの見直しや利上げに向けた議論が行なわれたかどうかに注目が集まった。

（図表1）ECBの主な金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　：▲0.5%
主要リファイナンス金利　：0.0%
限界貸出ファシリティ金利：＋0.25%

資産買入れ
・APP（資産買入れプログラム）の買入れ
2022年3月まで　：200億ユーロ／月
2022年4－6月　：400億ユーロ／月
2022年7－9月　：300億ユーロ／月
2022年10月以降：200億ユーロ／月
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ
総額1兆8,500億ユーロの資産買入れは2022年3月に終了
債券再投資を2024年末まで実施

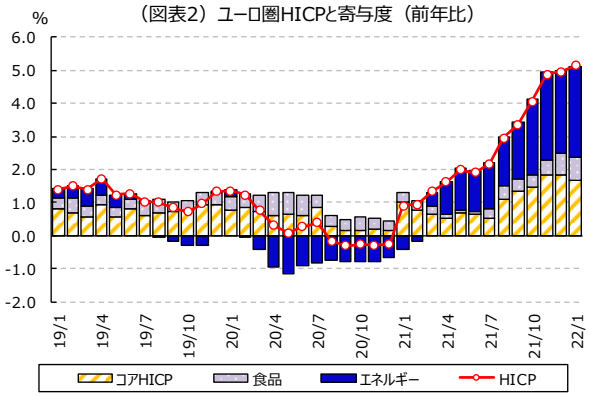
民間金融機関への資金供給オペレーション
2022年以降、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の追加オペは実施せず
優遇金利の適用期間は2022年6月で終了

（出所）ECBより明治安田総研作成

ラガルド総裁は、理事会後の記者会見で、1 月の HICP の結果について「全会一致でインフレ動向とその影響への懸念が表明された」とした一方で、インフレ見通しの修正については、「最新のデータを精査した上で 3 月理事会で判断する」との考えを繰り返し述べた。利上げについては、これまで 2022 年中に実施する可能性は低いとの見解を示していたが、決断を急ぐことはないとの言及にとどめ、年内利上げも選択肢として排除しない姿勢を示した。

今回の理事会は、資産買入れ策の方針を決めた直後だったこともあり、政策メニューの変更は見送られたものの、次回 3 月理事会での政策変更に含みを持たせる形となった。

（図表2）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）



（出所）ユーロスタット

２．短期的なインフレ率の上振れリスクに警戒感

声明文では、足元の景気について、「経済活動や需要は、（オミクロン株の感染拡大に伴う）行動制限措置やエネルギー価格の上昇、原材料・労働力不足の影響により、年初は弱いものになる」との認識が示された。一方、

先行きに関しては、「堅調な内需が牽引役となる形で2022年を通して見れば力強い成長が続く」との見方を維持した。

インフレ率については、「1月の総合インフレ率上昇の約半分がエネルギー価格によるものであり、コストの上昇が多くのセクターの物価を押し上げている」とし、足元の物価上昇はエネルギー価格が主因であるとした。もっとも、「2022年中にはエネルギー価格は落ち着き、世界的な供給のボトルネックによる価格上昇圧力も弱まる」と、物価の伸びは徐々に鈍化していくとの見方は変更しなかった。ただ、リスク評価の項目において、「12月時点の予想と比較すると、特に短期的には、インフレ見通しに対するリスクは上振れている」としており、インフレ率の上振れリスクへの警戒感が高まっている様子が見て取れる。

３．エネルギー価格の動向が今後の金融政策のカギに

ECBは、FRB（米連邦準備制度理事会）やBOE（イングランド銀行）が金融引き締めを急ぐなかでも、コロナによる景気の腰折れリスクに配慮し、これまで比較的慎重な対応をとってきた。ECBはかねてから、物価を押し上げている要因として、2020年に実施されたドイツのVAT（付加価値税）減税によるベース効果、エネルギー価格、パンデミックからの需要増加に伴う原材料、労働力不足を挙げていた。このうち、ベース効果が1月のHICPでは剥落することから、インフレ率は2022年初頭から低下に向かうとの見通しを立てており、これが金融引き締めへの慎重姿勢につながっていた面がある。しかし、1月のHICPの伸びが予想に反して前月から加速したため、これまでの方針を見直さざるを得ない状況となってしまった。残る物価の押し上げ要因は、エネルギー価格と原材料、労働力不足といった供給制約だが、1月のHICPの内訳を見ると、工業製品の物価上昇率は前年比＋2.3％と、前月より伸びが鈍化した。前月比でも▲2.0％となっており、半導体などの原材料不足の最悪期は脱した可能性がある。この点を踏まえると、今後のECBの金融政策のカギを握るのは、エネルギー価格の動向ということになる。

ラガルド総裁は、インフレ率の上昇が、フォワードガイダンスが示す3つの利上げの条件（図表3）を満たすかどうかを決める上で、3月と6月の理事会が決定的に重要になると述べた。エネルギー需給は冬の需要期が過ぎれば、一定程度緩和するとみられる。ただ、昨年後半以降、ウクライナ情勢の緊迫化による供給不安がエネルギー価格を押し上げる状態が続いている。ウクライナ情勢を巡る緊張状態がなかなか解消せず、春先を過ぎてもエネルギー価格が低下しないとなると、いよいよECBが緩和的な金融政策を正当化するのが難しくなり、年内での利上げ開始も視野に入る。

（図表3）ECBのフォワードガイダンス

the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target. 政策理事会は、①インフレ率が見通し期間の終了より十分に前もって2%に到達し、②残りの見通し期間も持続的であるとみられる、③かつ基調的なインフレ率の進捗が中期的に2%で安定している状態と十分に整合性を持つと判断されるまで主要政策金利を現行もしくはより低い水準に維持する。これは、インフレ率が目標を適度に上回っている一時的期間も含む。

（出所）ECBより明治安田総研作成

４．3月理事会で資産買入れの縮小ペースを見直すと予想

3月のECBスタッフによるマクロ経済予測では、インフレ率の見通しが引き上げられる可能性が高い。理事会前に2月のHICPの結果が発表されるものの、いまだにエネルギー価格の高止まりが続いていることを踏まえると、インフレ率の伸びが大きく鈍化することは考えにくい。昨年12月に公表したスタッフ予測では、インフレ率は、2022年が前年比＋3.2％、2023年が同＋1.8％、2024年は同＋1.8％との予測となっている。フォワードガイダンスに従って利上げを行なうには、2023年と2024年の見通しが2％を上回る必要があると考えられる。ECBは基調的なインフレ率も、ここ数ヵ月上昇傾向で推移しているとの認識を示している。この点を加味すれば、い

ずれの年の見通しも2%を上回る可能性は十分に考えられる。

ただ、ECBは、利上げは資産買入れが完全に終了してから実施する方針を示している。3月理事会では、まずは資産買入れの縮小ペースをどこまで見直すかが焦点になりそうである。ECBは、現時点ではAPPでの資産買入れの終了時期は設定していない。当研究所では、4月以降のAPPでの資産買入れに関して、当初の予定から100億ユーロ／月ずつ縮小ペースを速め、2022年末に終了させると予想する。利上げについては、2023年1－3月期に実施するというのがメインシナリオである。もっとも、エネルギー価格が低下しなければ、6月の理事会でさらなる修正を迫られることが予想される。その場合には、資産買入れを2022年7－9月期に終了させ、早ければ年内に利上げが行なわれる可能性も否定できない。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411