

## ECB は資産買入れを7-9月期に終了へ

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

### 1. 資産買入れを7-9月期に終了

4月14日開催のECB（欧州中央銀行）の政策理事会では、各種政策金利がすえ置かれたほか、民間金融機関への資金供給オペレーションの枠組みも現行のまま維持された（図表1）。

資産買入れ策については、APP（資産買入れプログラム）における買入れを4月に400億ユーロ/月、5月に300億ユーロ/月、6月に200億ユーロ/月のペースで実施する方針に変更はなかったものの、7-9月期に終了させることを明示した（図表2）。ECBは前回の3月理事会で、買入れ縮小ペースを速めることを決めたが、7-9月期については、データと最新の見通しを反映したうえで判断するとしていた。4月7日に公表された議事要旨では、夏に買入れ終了期日の設定を主張する理事会メンバーがいたことが明らかになるなど、ECBのタカ派姿勢が強まっている様子が示されており、今回の理事会では、ECBが資産買入れの終了時期を明示するかや、利上げに向けた道筋を示すかに注目が集まっていた。

ラガルド総裁は、理事会後の記者会見の冒頭で、「（ロシアのウクライナ侵攻による）貿易の混乱は新たに原材料不足を招いているほか、エネルギーや商品価格の高騰が需要を減少させ、生産を抑制している」と述べ、ウクライナ情勢の不確実性が、欧州景気の下振れリスクにつながっているとの考えを示した。その上で、「インフレ率は大幅に上昇しており、今後数ヶ月は高止まりする」との認識を示し、7-9月期に資産買入れを終了させることが適切との判断に至ったとした。

もっとも、「7-9月期のどのタイミングで資産買入れを終了させるかは、次回6月の理事会で決定する」としている。また、利上げのタイミングに関しては、もともと資産買入れ終了の「直後（Shortly before）」としていた。これを、前回理事会で「しばらく後（Some time after）」に変更していたが、今回の記者会見で改めて「しばらく後」の意味を問われると、「（資産買入れ終了後の）一週間後から数ヶ月後を意味している」と、より具体的な時期を示した。資産買入れ終了後の早い段階でも利上げを実施できるよう柔軟性を持たせた形である。

（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%

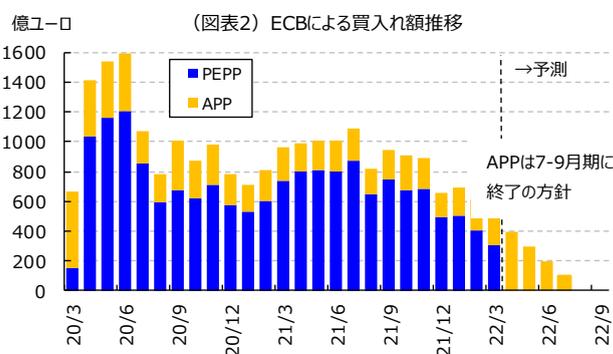
  

資産買入れ	
・APP（資産買入れプログラム）の買入れ	
2022年3月まで	200億ユーロ/月
2022年4月	400億ユーロ/月
2022年5月	300億ユーロ/月
2022年6月	200億ユーロ/月
2022年7-9月期	終了予定
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ	
債券再投資を2024年末まで実施	

民間金融機関への資金供給オペレーション

2022年以降、TLTRO III（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

※赤字は4月政策理事会での変更点  
 （出所）ECBより明治安田総研作成



※2022年7-9月期の資産買入れ額は、7月100億ユーロ、8月、9月はゼロを想定（実際の買入れ額、終了のタイミングは6月の政策理事会で決定予定）  
 （出所）ECBより明治安田総研作成

### 2. 景気下振れと物価上振れリスクが共存

声明文では、1-3月期の景気について、「パンデミックに伴う行動制限措置によって、成長率は低いまま推移した」との認識を示した。先行きに関しては、パンデミック時に蓄積された家計貯蓄などが景気回復の下支え役になるとする一方で、「(ウクライナでの)戦争が消費者や企業のマインドの下押し圧力となっている」、「アジア地域でのコロナ感染拡大による新たな行動制限措置がサプライチェーンの混乱を生み出している」など、エネルギーや商品価格の上昇だけでなく、複数の要因が景気の抑制要因になるとの見方を示した。

インフレ率については、「エネルギー価格が多くのセクターの物価を押し上げているほか、供給のボトルネックと経済活動の再開がインフレ率の上昇要因となっている」とした。もっとも、あくまで物価上昇は短期的なものであるとの姿勢は崩さず、「エネルギー価格は徐々に落ち着いていく」との解釈は維持したほか、ここ数ヶ月で2%を上回っている基調的なインフレ率に関しても、「エネルギー価格やパンデミックに関連する一時的要因などが影響していることを踏まえると、持続的な上昇トレンドをたどるかは不確実性が高い」との考えを示した。

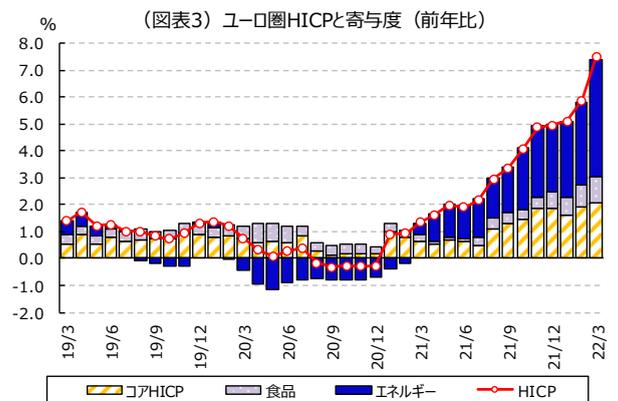
リスク評価の項目では、「景気下振れリスクが大きく高まってきている」とする反面、「短期的なインフレ見通しの上振れリスクも増大している」とした。ECBは景気下振れと物価上昇の両方のリスクを天秤にかけながらの難しい判断を迫られる状況が続いている。

### 3. エネルギー価格に今後も左右

ユーロ圏のインフレ率の伸びは、ECBの予想を上回り続けている。3月のHICP（消費者物価指数）は前年比+7.5%と、9ヶ月連続で伸び幅を拡大させた（図表3）。内訳を見ると、エネルギーの伸びが突出して大きく、同+44.7%となっている。物価上昇の6割近くをエネルギー価格の上昇で説明できる計算である。

4月に入ってから、EUは今まで後ろ向きだったエネルギー関連のロシア制裁にも踏み込んでいる。ロシアの非人道的行為に対応する形で、ロシア産の石炭輸入を禁止することを発表したほか、石油の禁輸についても検討を進めている。

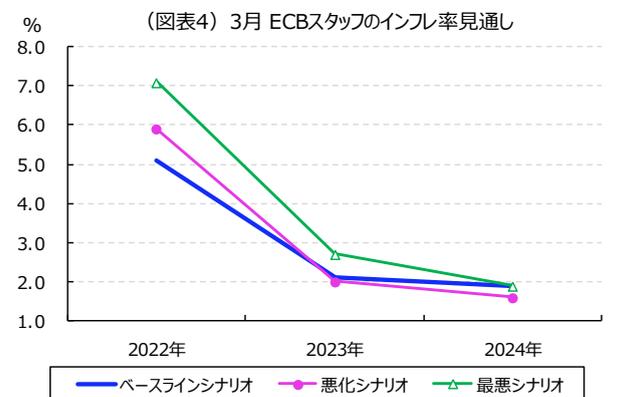
また、調達先の多様化などを通じて、2022年末までにEUのロシア産天然ガス需要の3分の2を削減する意向を示している。こうした動きは世界的なエネルギー需給のひっ迫を招く可能性が高く、価格上昇に拍車をかける展開も考えられる。エネルギー価格上昇の影響が、その他の製品価格全般に波及しつつある現状を踏まえると、今後もエネルギー価格の動向がECBの政策決定を左右する度合いは大きいと考えられる。



(出所) ユーロスタット

### 4. 年内利上げの可能性が高い

次回6月の理事会では、同時にECBの新たなスタッフ見通しが発表される。前回3月に公表した見通しでは、インフレ率は、2022年が前年比+5.1%、2023年が同+2.1%、2024年は同+1.9%の予測となっていた（図表4）。四半期ごとの予測を見ると、1-3月期は同+5.6%で、すでに実績との大きな乖離が発生している。また、前回ウクライナにおける戦争の影響度合いに応じて、「悪化シナリオ (Adverse scenario)」と「最悪シナリオ (Severe scenario)」も同時に公表されている。エネルギー価格の高止まりは当面の間続く



(出所) ECBより明治安田総研作成

と考えられるほか、インフレ期待も上昇基調が続いていることを踏まえると、次回のスタッフ見通しにおけるインフレ率の予測は、これらのサブシナリオに近い数値まで上方修正される可能性がある。

ECB は今年に入ってから、景気の下振れリスクよりも物価抑制を優先した政策対応を取っている。次回の理事会で ECB は、APP における資産買入れの終了時期を決めることになるが、当研究所では、これまでの ECB の情報発信を踏まえ、7月に100億ユーロ／月の買入れを行ない、APPを終了すると予想する。また、初回の利上げについては、資産買入れ終了後に景気やインフレ動向を見極めるための期間を設けるとみており、10月に実施すると予想する。

※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