2020. 12. 2

コロナ再拡大で ECB はさらなる追加緩和へ

政策・経済研究部　研究員　前田　和孝

１．10 月は金融政策すえ置きも 12 月会合での追加緩和を示唆

ECB は 10 月 29 日に定例理事会を開催し、現行の金融政策をすえ置いた。会合前にドイツとフランスでコロナ感染再拡大による、ロックダウンの発動が発表されたことから、サプライズ緩和を予想する向きもあったが、結果は見送りとなった。しかし、ラガルド総裁は、会合後の記者会見で、11 月以降のユーロ圏の景気下振れリスクに言及し、次回 12 月の理事会での追加緩和実施の可能性を示唆した。すでにスタッフにより、最適な追加緩和策の検証作業に入っているとされる。以下では、まずコロナ禍で行われてきた ECB の金融政策を振り返る。

２．コロナ禍における ECB の金融政策

ECB は、新型コロナウイルス感染拡大による景気悪化を受け、3 月、4 月、6 月の政策理事会で、相次いで追加緩和策の実施を決定した（図表 1）。すでに 2019 年 9 月の理事会で、マイナス金利の深堀り（預金ファシリティ金利▲0.4％→▲0.5％）を行なっていたこともあり、今年実施された一連の追加緩和策では、政策金利のさらなる引き下げは実施せず、資産買い入れの拡大と民間金融機関への資金供給オペレーションの拡充、条件緩和を行なった。

（図表1）コロナ禍以降のECBの金融政策

政策金利（すえ置き）
預金ファシリティ金利；▲0.5%
主要リファイナンス・オペ金利：0.0%
限界貸出ファシリティ金利：＋0.25%

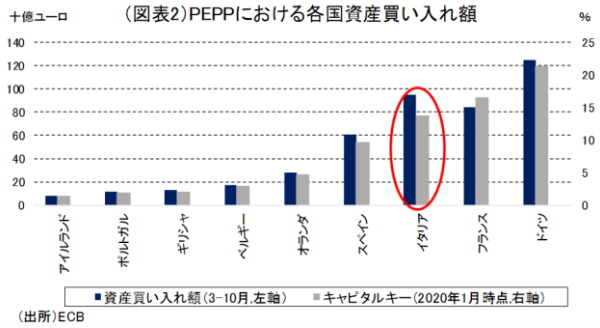
資産買い入れ（政策変更月）
APP全体で200億ユーロ／月の規模拡大（3月）
PEPPを6,000億ユーロ規模増額（6月）　※総額は1兆3,500億ユーロ 買い入れ期間は2021年6月まで延長（6月） 債券再投資は2022年末まで実施（6月）

民間金融機関への資金供給オペレーション（政策変更月）
追加のLTROの実施（3月）
TLTROⅢ適用金利引き下げ（3月、4月）
貸し出し条件のないPELTRO新設（4月）

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

資産買い入れ策としては、まず 3 月に、既存の枠組みである APP（資産購入プログラム）の規模を拡大したのに加え、新たに PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を新設した。PEPP は、7,500 億ユーロの債券を 2020 年 12 月まで ECB が買い入れるというものであり、6 月には 6,000 億ユーロの増額と半年間の期限延長を決定している。APP との違いは、APP は各国の経済規模に応じて定められた ECB への出資比率（キャピタルキー）に基づいて、その国の資産購入の割り当てが決められるのに対し、PEPP では、キャピタルキーの制約は受けるものの、短期的には新型コロナウイルス感染の影響が大きく、より支援を必要とする国の債券を柔軟に買い入れることが可能となる点である。実際に、ECB は財政悪化による金利上昇懸念があったイタリア国債を、キャピタルキーに基づく購入比率以上に買い入れている（図表 2）。また、民間金融機関への資金供給オペレーションについては、3 月の理事会で、6 月に予定されていた TLTROⅢ入札までの流動性供給を目的として、LTRO の実施、また TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション）の適用金利を、2020 年 6 月から 2021 年 6 月までの間は引き下げることを決めた。さらに、パンデ

（図表2）PEPPにおける各国資産買い入れ額



（出所）ECB

ミックの影響から金融システムをサポートするため、貸し出し条件を付けないPELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）の導入も新たに打ち出した（図表 3）。

LTRO は銀行に低金利で長期資金を貸し出す仕組みだが、ECB は 4 月の理事会において、TLTROⅢの基準金利として、主要リファイナンス・オペ金利（0.0%）－50 ベーシスポイント（bps）を適用するとした。さらに、貸出基準を達成した場合には、預金ファシリティ金利（▲0.5%）－50bps の優遇金利が設定された。主要リファイナンス・オペ金利は、ECB およびユーロ圏の中央銀行が行なう公開市場操作において、金融機関が入札可能な下限金利で、ECB の主要政策金利の一つである。また、預金ファシリティ金利は、金融機関がオーバーナイトで ECB に資金を預ける際の金利である。ECB の広義の政策金利は、これら 2 つに加えて、限界貸出ファシリティ金利の 3 つである（図表 4）。主要リファイナンス・オペ金利の上限が限界貸出ファシリティ金利、下限が預金ファシリティ金利として機能しており、TLTROⅢの基準金利には主要リファイナンス・オペ金利、優遇金利には預金ファシリティ金利が用いられている。

（図表3）LTRO・TLTRO・PELTROの仕組み

LTRO（長期資金供給オペレーション）

ECBが民間金融機関に対し、国債などを担保として長期資金を供給するスキーム
従来は、3ヵ月物が主軸だったが、2008年の金融危機を受け多様化。期間も1ヵ月物から36ヵ月物まで導入

TLTRO（条件付き長期資金供給オペレーション）

企業など実体経済への貸し出しを条件に、ECBが民間金融機関に長期資金を供給するスキーム
従来のLTROでの供給資金が実体経済への貸し出し実績にあまりつながらなかったことを受け、条件として設定
現在までに第3弾まで実施。TLTROⅢでは、貸し出し実績に応じて優遇金利が適用される仕組み

PELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）

新型コロナウイルスの感染拡大を受け、金融システムのサポートを目的として導入された長期資金供給スキーム
貸し出し条件や供給資金の上限設定なし

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

（図表4）ECBの主要金利

限界貸出ファシリティ金利（現在 ＋0.25%）

金融機関が、オーバーナイトでECBから借り入れる際の金利

主要リファイナンス・オペ金利（0.0%）

ECBおよびユーロ圏の中央銀行が行なう公開市場操作において、金融機関が入札可能な下限金利

預金ファシリティ金利（▲0.5%）

金融機関が、オーバーナイトでECBに資金を預け入れる際の金利

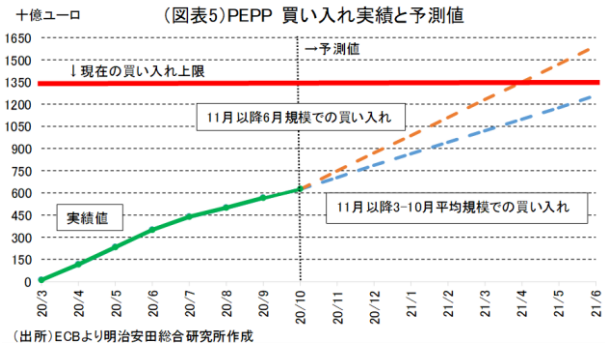
（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

この TLTROⅢでは、銀行は貸出基準を満たさずとも 50bps の金利分を得ることができる。6 月に行われた TLTROⅢの入札では、約 1 兆 3,000 億ユーロの大規模な資金供給を行なった。直近の 9 月入札でも 1,745 億ユーロを供給しており、PELTRO も含めると、ECB は域内銀行に十分な流動性供給を行ない、金融仲介機能を円滑にするための策を講じていると評価できる。

３．12 月理事会では PEPP と TLTRO の枠組み変更を予想

12 月の政策理事会では、今年実施された追加緩和と同様に、資産買い入れ策の拡大と民間金融機関への資金供給オペレーションの追加や条件変更が選択肢になるとみる。資産買い入れ策としては、APP と PEPP の規模拡大や期限延長が対象となりうるが、PEPP であれば、新型コロナ第二波の影響により支援を必要とする国の債券を柔軟に買い入れることが可能なため、PEPP の枠組み変更が優先されるとみる。

（図表5）PEPP 買い入れ実績と予測値



（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

具体的には、PEPP の買い入れ規模を 5,000 億ユーロ拡大し、2021 年 12 月までの半年間の期限延長がなされると見込む。さらに、期限延長に伴い、PEPP の元本償還の再投資を 2022 年末から 2023 年末まで 1 年間延長するとみる。

PEPP が 3 月に新設されてから、10 月までの 8 ヵ月間の資産買い入れ総額は、約 6,290 億ユーロとなっている。今後、3－10 月に買い入れた額の平均ペース（約 786 億ユーロ／月）で資産を買い入れるのであれば、現行のプログラムでも、2021 年 6 月までに枠を使い切ることはない。しかし、単月で最も買い入れ額の大きかった 2020 年 6 月のペ

ース（約 1,200 億ユーロ／月）で資産を買い進む場合には、さらなる規模拡大や期限延長が必要となる（図表 5）。足元で、景気の先行き不透明感が増していることから、買い入れ規模の拡大と延長の両方が必要となる可能性が高い。また、ECB の 10 月理事会後のプレスリリースでは、単一の政策変更だけでなく、複数の政策変更をパッケージ化して実施する可能性も示唆している。PEPP の枠組み変更以外にも、TLTROⅢの追加オペ実施と優遇金利適用期間の延長が予想される。TLTROⅢは、現在 2021 年 3 月のオペまでとなっているが、追加オペを 2022 年 3 月までに四半期ごとに 4 回実施するとみる。また、2021 年 6 月までとなっている優遇金利適用期間も半年間延長すると予想する。PELTRO は、あくまで TLTROⅢのバックストップとしての要素が強く、10 月理事会でも TLTROⅢを中心に議論が進んでいることから、12 月理事会での変更はないとみる。

一方、ECB は、銀行の収益悪化懸念から、マイナス金利の深堀りはせず、政策金利は現行水準ですえ置かれると予想する。

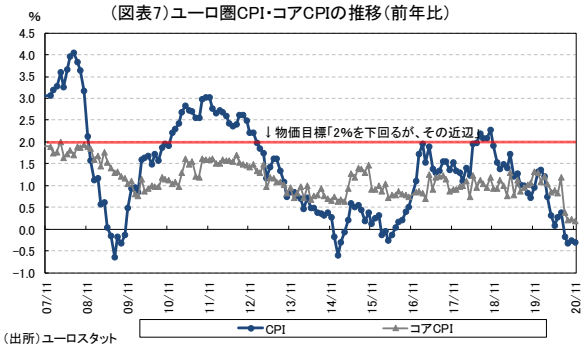
4．2020 年の成長率見通しは上方修正も HICP は低迷

9 月に発表された ECB スタッフのマクロ経済見通しをみると、2020 年のユーロ圏実質 GDP 成長率は、前年比▲8.0％（前回 6 月での見通しは同▲8.7％）と大幅マイナスとなり、その後、2021 年は同＋5.0％（同＋5.2％）、2022 年は同＋3.2％（同＋3.3％）とプラスの成長軌道に復するとしている（図表 6）。前回 6 月の見通しから、2020 年の実質 GDP 成長率は上方修正された一方で、2021 年以降の見通しは下方修正となった。一方、インフレ率は 2020 年が前年比＋0.3％、2021 年が同＋1.0％と、ECB が物価のターゲットとする「2％を下回るが、その近辺（below, but close to 2％）」より低い水準での推移が予想されている。

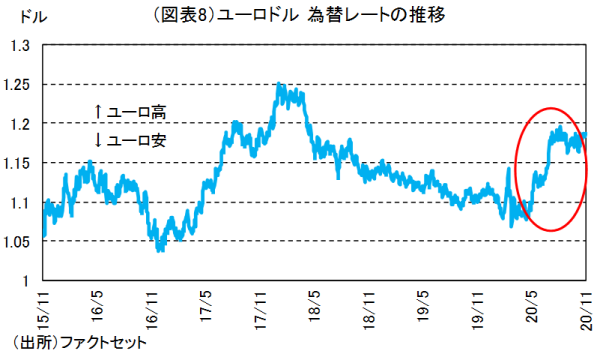
（図表6）ECBスタッフ予想

失業率以外は前年比	9月予想			（前回）6月予想		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
実質GDP成長率	▲ 8.0	5.0	3.2	▲ 8.7	5.2	3.3
失業率	8.5	9.5	8.8	9.8	10.1	9.1
インフレ率	0.3	1.0	1.3	0.3	0.8	1.3

（出所）ECB



実際に、12 月 1 日に発表された 11 月のユーロ圏総合消費者物価指数（HICP、速報値）は、前年比▲0.3％と、4 ヵ月連続でマイナスとなった。ラガルド総裁は、10 月理事会後の記者会見で、9 月の総合 HICP の結果について、「イタリアでの衣服セールなどの季節的要因やドイツの VAT 減税、エネルギー価格の下落によるもの」、「2021 年初頭まで、この水準が続く見通しだが、デフレに陥るリスクは全く想定していない」と述べた。ただ、食料品やエネルギー、アルコール・たばこを除いたコア HICP でも、前年比＋0.2％と低い伸びにとどまっている（図表 7）。また、足元では、ユーロがドルと比べて、前年比で高止まりしている（図表 8）。ラガルド総裁も、ドルに対するユーロの水準が高く、それがインフレ率低下につながることを懸念している。ECB は、物価目標の基準として、総合 HICP を採用していることから、今後の為替の動向によっては、輸入物価の下落を通じて、物価は現在の水準よりさらに下振れするリスクもある。



5．2021 年以降の金融政策はコロナ次第

欧州ではコロナ再拡大により、11 月以降ドイツ、フランス以外の国でも再びロックダウンが実施された。ロックダウンの効果が現れ、1 日あたりの感染者数が、第二波のピークから大きく減少したフランスは、ロックダウン基準の緩和を発表した一方、ドイツでは、感染者数の高止まりから、12 月 20 日までロックダウンを延長することを決定した。国によって、ロックダウンの効果にばらつきが出ており、対策にも差がでてきている状況である。欧州各国は、すでに導入している休業者への給与支援や、企業の売上減少分を補填するなどの経済対策の追加や期限延長を発表している。これらの政策は、景気下支え効果がある一方で、当然ながら政府の財政負担は大きくなる。将来的な財政再建がより厳しくなることにより、国債の金利にいずれ上昇圧力がかかる懸念も残る。

ECB のチーフエコノミストを務めるレーン理事は、11 月に行なわれた講演のなかで、今後のパンデミックに対する金融政策において優先すべきは、信用供与による金融環境の維持と、物価下振れリスクを緩和し、目標とするインフレ経路に戻すこととしている。来年以降も金融システムに対する不安が燻り続ける場合、ECB が、さらなる追加緩和に踏み切る可能性も否定できない。その場合には、PEPP のさらなる規模拡大や、TLTROⅢの追加オペ実施、優遇金利の適用期間延長などが候補になると考えられる。

※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