

ECB は事前予想通り追加緩和を実施

政策・経済研究部 研究員 前田 和孝

1. 追加緩和策は市場予想の範囲内

ECB は 12 月の理事会で、追加金融緩和を決定した。今回発表された主な内容は、①PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の規模を 5,000 億ユーロ追加し、総額 1 兆 8,500 億ユーロへ拡大、②PEPP の実施期間を「少なくとも 2022 年 3 月まで」9 ヶ月延長、③PEPP を通じて購入した債券の再投資を「少なくとも 2023 年末まで」1 年間延長、④2021 年 6 月から 2021 年 12 月にかけて TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第 3 弾）の追加オペを 3 回実施、⑤TLTROⅢの適用金利などの条件優遇措置の適用期間を「2022 年 6 月まで」1 年間延長、⑥ PELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）の追加オペを 4 回実施というものである。その他にも、銀行が TLTROⅢで借り入れ可能な融資額を、各銀行の適格ローン残高の 50%から 55%に引き上げ、またレポ・ファシリティの下、非ユーロ加盟国が利用するスワップラインとレポラインの利用期間を 2022 年 3 月まで延長した。資産買入れ策および民間金融機関への資金供給オペレーションの拡充と適用条件の緩和など、幅広い内容となった。なお、APP（資産買入れプログラム）、政策金利は変更なしとなった。

前回の 10 月の理事会において、ECB はすでに今回の理事会での追加緩和実施を示唆しており、また、ラガルド総裁やレーン専務理事が講演などで、PEPP や TLTROⅢといった具体的な政策の変更可能性に言及していたことから、今回の理事会では、実施するか否かではなく、その内容に注目が集まっていた。結果、市場の予想通り PEPP と TLTROⅢの拡充や条件緩和を始め、PELTRO の追加オペの実施なども決定され、概ね市場予想の範囲内の内容だったと言える。

ラガルド総裁は、理事会後の記者会見で、「パンデミックの動向や、ワクチンの普及時期については不確実性が残っている」と言及し、今回の緩和策については、「パンデミックに対して、良好な金融環境の維持に貢献するもの」としている。

2. 2021 年の成長率見通しは下方修正

今回発表された ECB スタッフのマクロ経済見通しをみると、2020 年のユーロ圏の実質 GDP は前年比▲7.3%（前回 9 月の見通しは同▲8.0%）、2021 年は同+3.9%（同+5.0%）、2022 年は同+4.2%（同+3.2%）、新たに今回

（図表1）コロナ禍以降のECBの主な金融政策

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金利: 0.0%
限界貸出ファシリティ金利: +0.25%

資産買入れ(政策変更月)

200億ユーロ／月のAPPの資産買入れ額を年内で1,200億ユーロ追加(3月)
PEPPを新設し7,500億ユーロの資産を2020年12月まで買入れ(3月)
PEPPの規模を6,000億ユーロ増額、買入れ期間を2021年6月まで延長(6月)
債券再投資を2022年末まで実施(6月)
PEPPの規模を5,000億ユーロ増額、買入れ期間を2022年3月まで延長(12月)
※総額は1兆8,500億ユーロ
債券再投資を2023年末まで実施(12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)

LTROのオペ実施、TLTROⅢ適用金利引き下げ(3月)
TLTROⅢ適用金利引き下げ(4月)
貸し出し条件のないPELTRO新設(4月)
TLTROⅢの追加オペ実施、優遇金利適用期間を2022年6月まで延長(12月)
PELTROの追加オペ実施(12月)

（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

発表となった 2023 年は、同+2.1%となっている（図表 2）。2020 年の実質 GDP 成長率は、9 月見通しから+0.7%ポイント上方修正された一方、2021 年は▲1.1%ポイントの下方修正となった。ラガルド総裁は、「ワクチン実用化

が早期に見込まれることはよい材料だが、パンデミックによる経済、金融環境に起因する景気の下振れリスクは依然残ったままである」と厳しい景気認識を示している。

インフレ率についても、2020 年が前年比+0.2%（同+0.3%）、2021 年が同+1.0%（同+1.0%）、2022 年が同+1.1%（同+1.3%）と 2021 年以外は 9 月見通しから下方修正となり、依然として、ECB の物価目標である「2%を下回るが、その近辺（below, but close to 2%）」を下回る低い水準での推移が予想されている。また、失業率も高止まりするとの予想となっている。ラガルド総裁は物価の見通しについて、「観光業界を中心に需要が弱い状態が続き、また賃金の下押しや為替レートによって物価に下押し圧力がかかっている」との認識を示している。

3. 来年以降も追加緩和ならバランスシートはさらに拡大

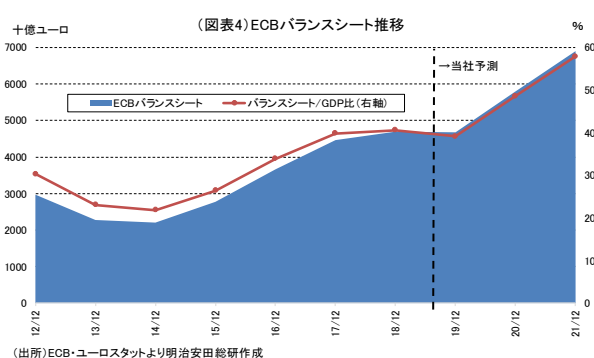
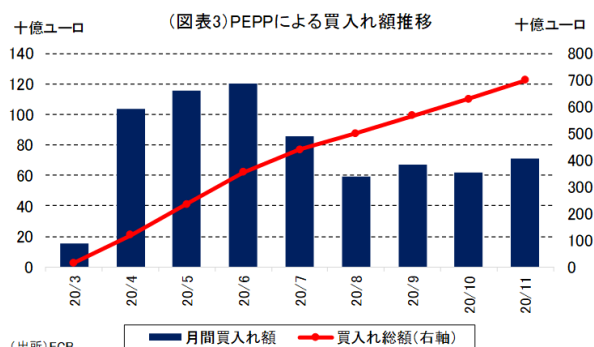
今回の理事会での決定によって、ECB による追加緩和は、今年に入って 4 回目となった。ECB は、資産買入れ策と民間金融機関への資金供給オペレーションを軸とした追加緩和を続けている。特に、今年 3 月に新設された PEPP は、キャピタルキーの制約が緩和され、コロナの影響により支援を必要とする国の債券を機動的に買入れることができるといった利点もあり、資産買入れ策の中心となっている。ECB は 3 月から 11 月までの間で約 7,000 億ユーロの債券買入れを PEPP によって行なった。コロナ感染によるパンデミックが最初に欧州を襲った 3-5 月と比較すれば、買入れペースは落ち着いてきているものの、いまだに多くの債券を買っている（図表 3）。PEPP についてラガルド総裁は、「良好な金融環境を維持するため、市場実勢に合わせて柔軟な買入れをするもの」としており、「良好な金融環境が維持し得るのであれば、必ずしも満額を使用する必要はない」との発言もあった。一方で、「必要があれば、規模の再調整も行なう」としていることから、今回の記者会見の発言のみでは、満額使い切らない可能性が高まったとはいえないと考えられる。

コロナ禍の追加緩和により、資産買入れは、PEPP の買入れ期限となる 2022 年 3 月までで、APP と PEPP を併せて合計 1 兆 9,700 億ユーロ分が追加されることとなった。PEPP の買入れ枠はすべて使い切るとは限らないが、ECB のバランスシート規模は、単純に資産買入れの増分を足し合わせた場合、2021 年 12 月で約 6 兆 9,000 億ユーロ、GDP 比で約 57%にまで増加する見込みである（図表 4）。これには、今年以降実施の MRO（主要リファイナンス・オペレーション）や LTRO（長期資金供給オペレーション）の数値は含んでいないため、バランスシートはこれ以上に拡大する可能性もある。仮に、コロナ感染が収束せず、金融システムに対する不安が熾り続ける場合には、来年以降、さらなる追加緩和が必要になる可能性も否定できない。その場合には、ECB のバランスシートはさらに拡大の一途を辿ることになる。徐々に追加緩和策の発動余地も狭まってきており、また、コロナ収束後の出口戦略を見据えると、将

（図表2）ECBスタッフ予想

	12月予想				（前回）9月予想		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
失業率以外は前年比							
実質GDP成長率	▲ 7.3	3.9	4.2	2.1	▲ 8.0	5.0	3.2
失業率	8.0	9.3	8.2	7.5	8.5	9.5	8.8
インフレ率	0.2	1.0	1.1	1.4	0.3	1.0	1.3

（出所）ECB



来的な ECB の金融政策の舵取りはかなり難しいものとなる可能性がある。

※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