2021.7.26

ECBはフォワードガイダンスを変更

政策・経済研究部　研究員　前田　和孝

1．定例理事会でフォワードガイダンスを変更

7月22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くとともに、民間金融機関への資金供給オペレーションや資産買入れ策の枠組みを現行のまま維持することを決定した（図表1）。理事会後の記者会見でラガルド総裁は、政策金利のフォワードガイダンスの変更、経済とパンデミックの状況に対する評価の2点が今回の理事会の主要なトピックになったと述べた。ラガルド総裁は、ECBが7月8日に公表した戦略点検において、物価安定の定義を従来の「2%を下回るが、その近辺（below，but close to，2%）」から「対称的な2%（symmetric 2%）」に修正したことを受け、この修正に対応する形でフォワードガイダンスの変更を行なうことを事前に示唆していた。そのため、特に今回の理事会では、フォワードガイダンスの変更がどのような内容で示されるかに注目が集まっていた。

（図表1）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（変更なし）
APPによる200億ユーロ／月の資産買入れ
PEPPによる総額1兆8,500億ユーロの資産を2022年3月まで買入れ 債券再投資を2023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（変更なし）
TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）のオペ実施 2022年6月まで優遇金利適用
PELTRO（パンデミック緊急長期資金供給オペレーション）のオペ実施

（出所）ECBより明治安田総研作成

2．フォワードガイダンスは低金利の長期化を示唆

今回発表された新たなフォワードガイダンスでは、鍵となる3つの基準が示された。具体的には、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%に到達する、②（2%のインフレ率が）残りの見通し期間も持続的である、③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までは主要政策金利を現行もしくはより低い水準に維持する、の3点である（図表2）。

（図表2）ECBのフォワードガイダンス

新フォワードガイダンス	旧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.	The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics.
政策理事会は、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、残りの見通し期間も持続的であるとみられる、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意味する	政策理事会は、インフレ見通しが見通し期間において「2%を下回るが、その近辺」に確実に収束する、かつ収束には基調的なインフレ率の動向が一貫して反映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

（出所）ECBより明治安田総研作成

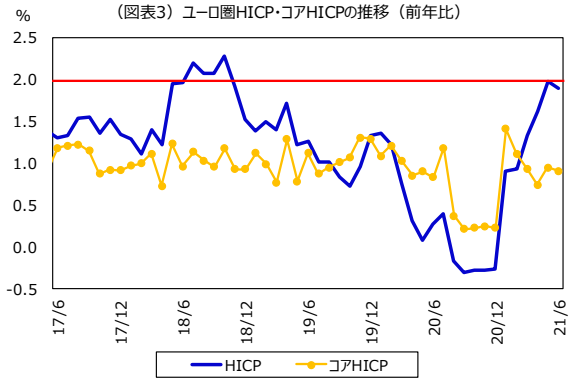
特に、①の「十分に前もって」の部分についてラガルド総裁は、「理事会の判断によって決定されるものだが、通常 3 年間で示される ECB の見通し期間の”中間点（midpoint）”を採用するのが好ましい」との認識を示した。加えて、戦略点検でも使用された「インフレ率が目標を適度に上回っている一時的期間」の存在を容認する文言も加えられた。

今回示されたフォワードガイダンスに関し、市場では ECB が現行の政策金利を長期間維持する姿勢を示したと見る向きが多く、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン等の長期金利が発表後に低下した。ただ、理事会ではフォワードガイダンスの変更内容に関しては全会一致での合意ではなかったとしており、今回の決定に難色を示した委員がいたことも示された。

3．景気認識について大きな変更はなし

フォワードガイダンスと並んで、今回の理事会のトピックとなっていた経済とパンデミックの状況に対する評価については、前回の 6 月理事会から大きな変更はなかった。記者会見では、足元の景気認識について「ワクチン接種の進展やロックダウンの緩和により、ユーロ圏経済は第 3 四半期も順調な回復が続く」との考えを示した。一方で、「デルタ株の感染状況が、観光業や接客業を中心とするサービス業の回復を妨げた可能性がある」とし、デルタ株の流行がリスク要因になるとの認識も示した。

（図表3）ユーロ圏HICP･コアHICPの推移（前年比）



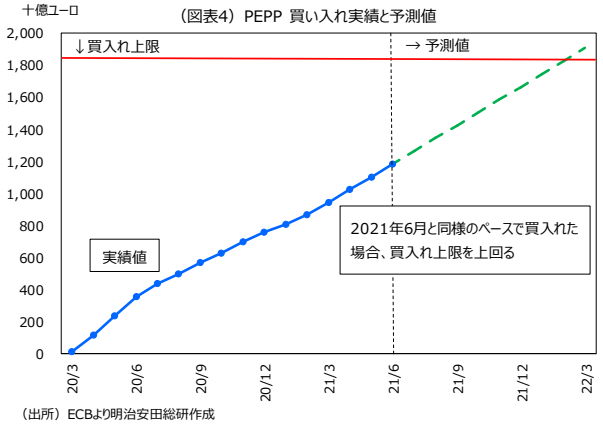
（出所）ユーロスタット　※コアHICPはHICPからエネルギー、食品、アルコール、たばこを除いたもの

先行きに関しては、「パンデミックとワクチン接種の状況次第」としたほか、足元で上昇傾向が続くインフレ率（図表 3）は、あくまで一時的なものであり、中長期的には「賃金上昇率の低さなどが抑制要因となり、インフレ率は目標を下回る状況が続く」との考えを示した。総じて、引き続き金融政策により景気を下支えし、物価上昇を後押しする必要があるとの認識を維持した。

4．ハト派姿勢継続も、課題はなお残る

2023 年（ECB による現在の見通し期間の最終年）のインフレ率は前年比＋1.4%の予測となっている。この水準は、新たなフォワードガイダンスで示された 3 つの基準をどれもクリアできていない。仮に 2024 年にインフレ率が 2%に到達したと想定しても、ECB の新たな基準に従う限り、利上げは早くて 2025 年となる。加えて、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による資産買入れペースについても「議論は時期尚早」とのスタンスを崩しておらず、今回の理事会では、ECB はあくまで緩和的な金融政策を長期にわたって続けるという意思を示した形となった。ECB のハト派姿勢維持の背景には、ユーロ圏の長期金利上昇が、パンデミックからの景気回復の腰折れにつながることへの懸念があろう。堅調な景気回復が続く米国では、FRB（米連邦準備制度理事会）が資産買入れの縮小や利上げのタイミングをすでに探っており、実際にこれらが実施されれば、米国の長期金利が上昇し、ユーロ圏の長期金利に波及する可能性もある。ユーロ圏は米国と比べて相対的に景気回復が遅れているため、ECB は事前に低金利を長期間維持することをコミットすることで、米国につられる形でのユーロ圏の長期金利上昇を極力抑えたいとの意図があると考えられる。

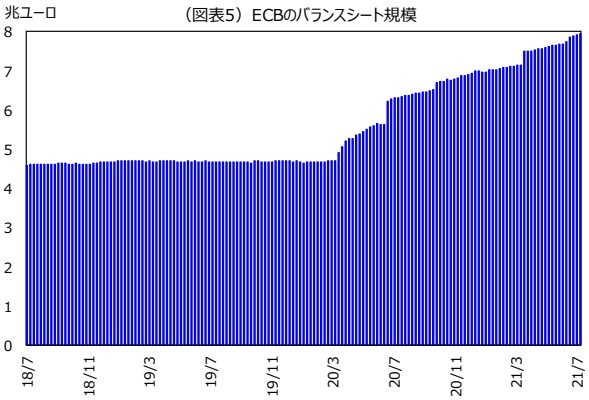
（図表4）PEPP 買い入れ実績と予測値



（出所）ECBより明治安田総研作成

一方、資産買入れ策については PEPP の期限が 2022 年 3 月に迫っているため、近いうちになんらかの方向性を打ち出す必要が出てくる。PEPP による資産買入れは、引き続き「年初対比でかなり早いペース」で実施する方針を維持したが、現行の枠組みでは 2021 年 10－12 月期以降は、必然的に買入れペースを落とさざるを得なくなる可能性が高い（図表 4)。買入れ枠の制約によって買入れペースの減速を余儀なくされる場合、市場は実質的なテーパリング開始と受け止め、長期金利が上昇する展開も考えられる。ただし、さらに枠を増やすとなれば、バランスシートは膨らむこととなり、金融政策の出口が遠のくことになる。コロナ禍での追加緩和もあって、足元の ECB のバランスシートは約 7 兆 9,500 億ユーロまで膨らんでおり、2019 年 12 月末と比較して 1.5 倍以上の規模となっている（図表 5)。コロナの影響が収束に近づいた後の出口戦略を見据えると、これ以上のバランスシートの拡大は避けたいところである。ECB は、2022 年 3 月の終了に向けて PEPP での資産買入れを段階的に縮小させる代わりに、通常の資産買入れ策である APP（資産買入れプログラム）での買入れ額を増やすことで影響を小さくする方法をとるとみるが、それでも PEPP と同程度の規模の増額は難しいだろう。これで長期金利が上昇すれば、ECB が重要視する「良好な金融環境の維持」が妨げられることから、今後も市場との慎重な対話が求められることになる。

（図表5）ECBのバランスシート規模



（出所）ファクトセット

※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