

ECB は「インフレは一時的」との見解を維持

政策・経済研究部 エコノミスト 前田 和孝

1. ECB は現行の金融政策を維持

10月28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の枠組みを現行のまま維持することを決定した（図表1）。PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）による資産買入れも前回の理事会で決定した「10-12月期はこれまでの2四半期より適度に低いペース（moderately lower pace）」で実施する方針を維持した。この点は、もともと次回12月の理事会で議論するとしており、市場予想の範囲内の決定だったと言える。

今回の理事会での焦点は、足元のユーロ圏のインフレ率上昇に対して（図表2）、ECBがどのような認識を示すかにあった。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「インフレ率は2022年中には低下していく」と、従来どおりあくまで一時的との認識を示した。その上で、インフレ率上昇の要因は、①ベース効果、②パンデミックからの景気回復に伴う供給制約、③エネルギー価格の上昇、の3点に集約されたとした。

このうち、①のベース効果については、昨年7-12月に実施されたドイツの付加価値税減税の反動によるもので、来年1月にこの影響は剥落するとの見方を示した。②の供給制約については、2022年中には改善に向かうとした一方で、「当初想定していたより長引いている」と警戒感にもじませた。③のエネルギー価格についても同様に、2022年中に低下することがメインシナリオとしながらも、「低下しない場合でも、少なくとも安定はする」と、高止まりのリスクは残っているとの考えを示した。こうしたラガルド総裁のインフレに対する見解は、ハト派スタンスを貫くとみていた市場からは意外なものと受け止められ、主要国の長期金利は発表直後に上昇し、為替はユーロ高で反応した。

2. 景気に対する主要なリスクはインフレ懸念

足元の景気認識については、「ユーロ圏景気は順調に回復しているものの、モメンタムは幾分落ちてきている」とし、景気は回復傾向にあるとの見方は変更しなかった。ただ、「ワクチン接種の進展により第3四半期は力強い回復が続いている」とした前回の理事会時より若干トーンは下がった。ラガルド総裁は、「パンデミックの景気に対する影響が目に見えて小さくなってきており、ワクチン接種の進展や行動制限の緩和が娯楽、飲食、旅行関連の消費を下支えしている」とした一方、「エネルギー価格の上昇が今後数カ月の購買力の低下につながる可能

（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）

APPI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

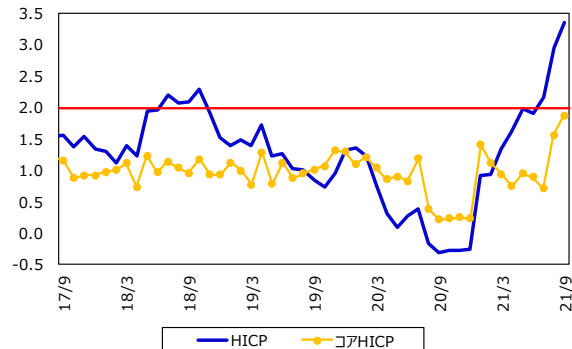
民間金融機関への資金供給オペレーション（変更なし）

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

（図表2）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

性がある」と述べ、主たるリスク要因がコロナからシフトしつつあるとの見解を示した。コロナのリスクが消えたわけではなく、先行きの景気は、「パンデミックとワクチン接種の進展に依存する状況は続く」としながらも、短期的には供給制約とエネルギー価格の上昇が主要なリスクになるとしている。これは、ECB が直面するリスクとして、インフレのウェイトが次第に増しつつあることを意味する。

3. 10 月も PEPP の買入れペースは下らず

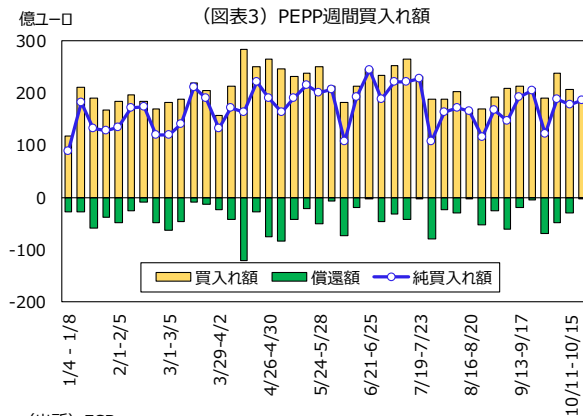
ECB が公表している週次の PEPP の買入れ額を見ると、10 月 3 週目までの平均純買入れ額は 184 億ユーロ／週となっており、ペースは落ちるところか、これまでの 2 四半期の 180 億ユーロ／週を上回っている（図表 3）。インフレ率の上昇に伴う景気の下押し圧力が高まりつつあるなか、買入れ額を絞ることが難しい状況が続いている。もっとも、今後も同じ額の買入れを続けられれば、2022 年 1－3 月期には買入れペースを大幅に落とさざるを得ず、長期金利に上昇圧力がかかる可能性があるほか、なにより「これまでの 2 四半期より適度に低いペース」とする方針を反故にすることになる。反面、足元では、利上げ観測の高まりから米国や英国の長期金利が上昇傾向となっており、ユーロ圏主要国の長期金利にも波及している（図表 4）。このタイミングで PEPP の買入れペースを減らせば、さらなる金利上昇を招き、ECB が重視する「良好な金融環境の維持」ができなくなるリスクがある。方針を遵守する以外に手段はないため、徐々に買入れペースは落としていかざるを得ないが、市場との慎重なコミュニケーションが求められる。

PEPP の期限が 2022 年 3 月に終了した後の資産買入れ策をどのように運営するかについても注目が集まる。PEPP の延長も選択肢としては残っている。ただ、PEPP はあくまでもコロナ対策の特別対応であり、感染再拡大のリスクが以前よりも下がっていることを考慮すれば、延長の可能性は低いとみる。それ以外の選択肢としては、通常の APP（資産買入れプログラム）の増額が考えられる。もっとも、APP では、1 発行体当たりの買入れ額を発行残高の 33% までとするルールや、適格担保要件を満たしていないギリシャ国債の買入れができないなど、PEPP のような柔軟な買入れが難しい。ECB が自ら金利上昇を招くような手段をとることは考えにくいと、適格担保要件の緩和など APP のルールを一部緩和した上で、規模を増やす対応をとるとみるが、理事会メンバー間の調整は難航する可能性もある。

4. 早期利上げの可能性は否定

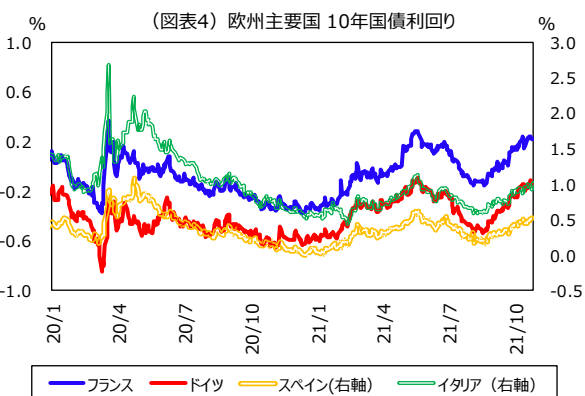
利上げの実施には、しばらく時間がかかるとみられる。インフレ率の高止まりを見越し、市場では早くも 2022 年の利上げを織り込みつつある。ただ、7 月にフォワードガイダンスを変更したばかりの ECB にとって（図表 5）、基準を満たさないうちに利上げに踏み込むことは極力避けたいはずであ

（図表3）PEPP週間買入れ額



（出所）ECB

（図表4）欧州主要国 10年国債利回り



（出所）ファクトセット

（図表5）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、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含む

（出所）ECBより明治安田総研作成

る。ラガルド総裁も、利上げはフォワードガイダンスに沿って実施することを改めて明言し、早期の実施には否定的な姿勢をとっている。インフレ率は2022年中に低下するとの見通しが崩れない限り、ECBの利上げが一部の市場の織り込みのように、2022年中に実施されることはないだろう。

※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