

ECB は資産買入れ策を見直し

政策・経済研究部 エコノミスト 前田 和孝

1. 資産買入れペースの見直しを実施

3月10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）。一方、資産買入れ策については、4月以降のAPP（資産買入れプログラム）における買入れペースの見直しを決めた。

ECBは昨年12月の理事会で、APPでの買入れペースを4-6月期に400億ユーロ／月、7-9月期に300億ユーロ／月、10月以降は200億ユーロ／月とする方針を示していたが、今回の理事会で4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロのペースに変更した（図表2）。第3四半期については、データと最新の見通しを反映したうえで決定する。仮に、資産買入れを終了してもなお中期的なインフレ期待が低下しないことをデータが裏付ける場合には、第3四半期でAPPでの資産買入れを終了させることもあり得るとの説明である。また、利上げの「直前（shortly before）」まで資産買入れを実施するとの文言は削除され、利上げは資産買入れ終了後に「一定期間（some time）」を空けた上で段階的に行なう考えを示した。記者会見では、「一定期間」の意図するところについての質問が相次いだ。ラガルド総裁は、政策の時間軸はデータ次第で決めるとの言及にとどめた。ウクライナ情勢やインフレ動向への不透明感が大きいことから、ECBとして先行きの政策の自由度を確保しておきたいとの姿勢が垣間見える。

また、ユーロ圏の金融市場に対する悪影響を軽減するため、レポ・ファシリティ（EUREP）の下、非ユーロ加盟国が利用するレポラインの利用期間を従来の2022年3月末から2023年1月15日まで延長した。

今年に入ってから、ユーロ圏のインフレ率の伸びが加速していることもあって、当初はECBが今回の理事会でAPPでの資産買入れ策の見直しに着手すると見る向きが多かった。しかしながら、ロシアがウクライナに侵攻したことで景気の下振れリスクが高まったこともあり、理事会が近づくにつれ、こうした見方は後退していた。ラガルド総裁は、理事会メンバーの間でも意見が割れたことを示唆したが、市場では今回の決定はタカ派寄りを受け止められ、発表直後のユーロ圏主要国の長期金利は上昇し、為替はユーロ高で反応した。

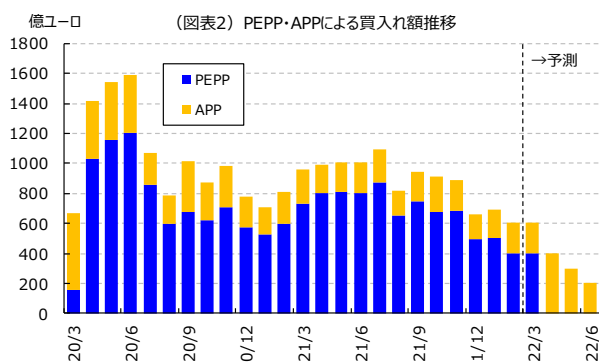
（図表1）ECBの主な金融政策

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年第3四半期	： データ等を精査した上で判断
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ	
総額1兆8,500億ユーロの資産買入れは2022年3月に終了	
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、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3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3月のPEPP・APPでの買入れは、前月の同額と想定
※APPでの2022年7月以降の資産買入れ額は未定
（出所）ECBより明治安田総研作成

2. 2022 年の成長率見通しを引き下げ

四半期毎に公表される ECB スタッフのマクロ経済見通しでは、2022 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+3.7%と、前回 12 月の見通し（同+4.2%）から下方修正された（図表 3）。2023 年も同+2.8%（同+2.9%）と小幅に引き下げられ、2024 年は同+1.6%（同+1.6%）と変わらない見通しとなった。

声明文では、景気の見通しについて、2022 年は堅調に推移するものの、「ウクライナにおける戦争の行方と経済・金融制裁の影響に依存する」とし、ロシアのウクライナ侵攻前に想定していたペースは下回るとの認識を示した。もっとも、中期的には労働市場の強さに下支えされた堅調な内需によって、景気回復が続くとしている。なお、今回は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）」も同時に公表された。最も悲観的な見方である「最悪シナリオ」では、2022 年、2023 年、2024 年の成長率は、それぞれ同+2.3%、同+2.3%、同+1.9%となっている。

失業率見通しは、2022 年は 7.3%と前回から変わらず、2023 年は▲0.3%ポイント、2024 年は▲0.4%ポイントそれぞれ前回から悪化（上昇）した。もっとも、年を追うごとに改善に向かうとの方向性は変わらない。インフレ率は、2022 年が前年比+5.1%（12 月：同+3.2%）、2023 年が同+2.1%（同+1.8%）、2024 年が同+1.9%（同+1.8%）と、いずれも引き上げられたが、特に 2022 年は大きく上方修正された。声明文では、短期的な物価動向に関して、前月の「高止まりする可能性がある」から「さらに上昇すると予想される」との表現に変更された。

また、「エネルギー価格がインフレ率上昇の主因であり、その他の多くのセクターの価格も押し上げている」とし、「ウクライナでの戦争により、今後数週間でエネルギー価格はさらに上昇し、食品や穀物価格も上昇圧力にさらされている」との見方を示した。ただ、予測期間を通じて見れば、エネルギー価格は次第に落ち着いていくとしたほか、世界的な供給制約に起因する価格上昇圧力も収束していくとした。リスク評価については、前月の「経済見通しへのリスクは概ねバランスしている」から「リスクは相当に高まっており、下振れ傾向にある」に変更した。

今回のスタッフ見通しは、全般的にウクライナ情勢の不確実性の高まりを踏まえたものとなっているが、ベースラインケースの成長率を見る限り、その影響は 2022 年でも比較的小幅であり、この点、ECB の先行きに対する見方は筆者の想定以上に強気な印象を受ける。

3. ECB の政策対応の難しさは増している

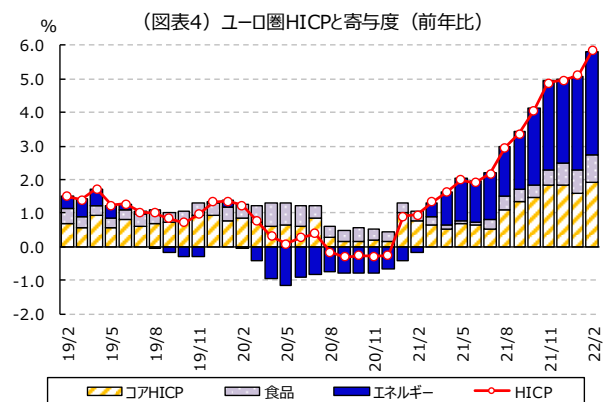
ECB は当初、ドイツの付加価値減税の反動によるベース効果が剥落する今年の 1 月からインフレ率は低下に向かう見通しを立てていた。しかしながら、1 月の HICP（消費者物価指数）は、前年比+5.1%と前月から伸びが加速し、2 月も同+5.8%と一段とプラス幅を拡大させている（図表 4）。ラガルド総裁は、予想を上回るインフレ率の上昇に対して、前回の理事会後の記者会見で、それまで否定してきた年内の利上げも排除しない姿勢を示していた。資産買入れの見直しや利上げに向けて舵を切ろうとしていた矢先に、ロシアのウクライナ侵攻があったことで、ECB は再び難しい状況に直面してい

（図表 3）ECB スタッフ見通し

	3月見通し			（前回）12月見通し		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
失業率以外前年比						
実質GDP成長率	3.7	2.8	1.6	4.2	2.9	1.6
失業率	7.3	7.2	7.0	7.3	6.9	6.6
インフレ率	5.1	2.1	1.9	3.2	1.8	1.8

※3月見通しはベースラインケース
（出所）ECB

単位：%



る。

足元のインフレ率におけるエネルギーの寄与度は約半分を占めている。エネルギー価格上昇の波及効果が、その他の製品価格全般にも広がっていることを踏まえると、今後もエネルギー価格の動向が ECB の政策決定に与える影響は大きい。米国、EU をはじめとする同盟諸国による、ロシアの一部銀行の SWIFT（国際銀行間通信協会）からの排除に関しては、エネルギー取引を手掛けるズベルバンクやガスプロムバンクは対象外となった。もっとも、ロシアが経済制裁全般に対する報復として、「ノルド・ストリーム 1」による天然ガス供給を停止する可能性もあり、状況は依然として予断を許さない。ロシアも貴重な収入源を失うことになるため、現段階ではこのシナリオが現実味を増している状況ではないが、仮に「ノルド・ストリーム 1」からのガス供給が途絶えれば、ユーロ加盟国の景気に対する打撃は計り知れない。

ECB は、今回の理事会で資産買入れ策の見直しに着手したが、ウクライナ情勢の展開次第で今後も物価上昇と景気下振れの両方のリスクを天秤にかけながらの政策対応に迫られることになる。資産買入れ策の見直しと同時に、利上げのタイミングとの関連性について方針を変更したことで、ECB は将来的な不確実性の拡大に対してより多くの自由度を確保した形だが、対応を一步誤れば、スタグフレーションにつながる可能性も否定できない。ECB は難しい舵取りを迫られる。

※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