

ECB は 7－9 月期も資産買入れペースを維持

政策・経済研究部 研究員 前田 和孝

1. 資産買入れを「かなり早いペースで実施する」方針を維持

6 月 10 日開催の ECB (欧州中央銀行) の定例理事会では、各種政策金利をすえ置き、資産買入れ策や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)。今回の理事会で注目されていた、PEPP (パンデミック緊急購入プログラム) による資産買入れの扱いについては、翌四半期も年初対比で「かなり早いペースで実施する」方針を維持した。

理事会後の記者会見でラガルド総裁は、足元のユーロ圏景気について、「第 1 四半期と比べ、ワクチン接種の進展やパンデミックの状況の改善により、経済活動が再開し始めている」とし、「対面型サービス業の活動が正常化に向か

っており、堅調な外需を下支えに製造業の生産も底堅い」と明るい材料が出始めているとの認識を示した。ただ、感染動向には依然として不確実性が残っており、「良好な金融環境の維持が不確実性を取り除き、経済活動と中期的な物価の安定のために不可欠」との判断から、今回の決定に至ったと述べた。

市場の関心事である PEPP の買入れペースの縮小時期については「現時点では時期尚早」と、早期開始観測にくぎを刺す形となった。もっとも、現行の資産買入れペースの維持は、「大多数による合意」によるものとしており、決定が全会一致ではなく、早期開始を主張した委員がいた可能性も示された。

2. 2021 年、2022 年の成長率見通しを上方修正

今回発表された ECB スタッフのマクロ経済見通しを見ると、2021 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比 +4.6% と、前回 3 月の見通し (同 +4.0%) から +0.6% ポイント上方修正された (図表 2)。

2022 年も同 +4.7% (同 +4.1%) と、同

じ幅だけ上方修正されている。なお、2023 年は同 +2.1% (同 +2.1%) と、前回と変わらない予想である。失業率は 2021－2023 年にかけて上方修正され、雇用環境も改善される見通しとなった。記者会見では、先行きの景気について「変異株の流行が景気の下振れリスクとなるものの、世界的に需要は増加する見込みであり、またひとたび社会や観光に対する規制が解除されれば、家計貯蓄が予想以上の早さで減少することから、力強い回復が期待できる」との考えを示した。

(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 (すえ置き)

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2021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 (すえ置き)

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) の追加オペ実施

(出所) ECBより明治安田総合研究所作成

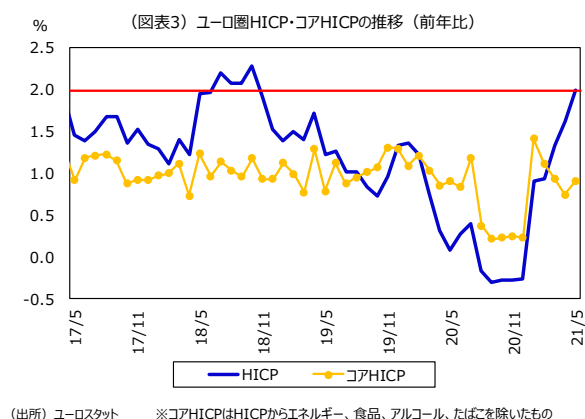
(図表 2) ECB スタッフ見通し

	6月見通し			(前回) 3月見通し		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	4.6	4.7	2.1	4.0	4.1	2.1
失業率	8.2	7.9	7.4	8.6	8.1	7.6
インフレ率	1.9	1.5	1.4	1.5	1.2	1.4

(出所) ECB

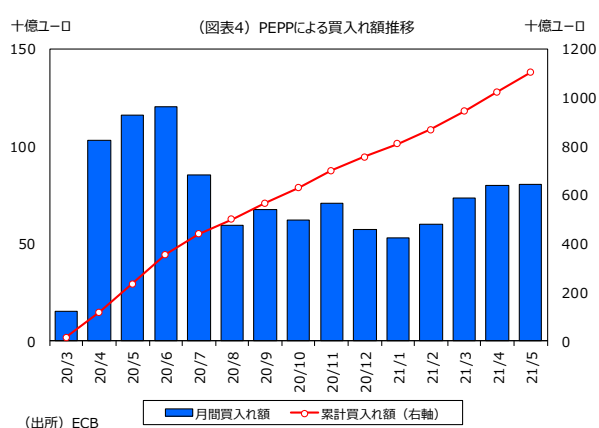
%

また、インフレ率についても、2021 年が前年比+1.9%（同+1.5%）、2022 年が同+1.5%（同+1.2%）、2023 年が同+1.4%（同+1.4%）と、2021 年と 2022 年が上方修正された。記者会見では、足元で上昇傾向にある物価について（図表 3）、「主にエネルギー価格の上昇によるもの」とし、「(昨年実施された)ドイツの付加価値税減税の影響から、今秋にかけてインフレ率はさらに上昇する」との認識を示した。一方、「これらの一時的要因は来年の早い段階でなくなり、その後は低賃金や、需給の緩み、およびユーロ高がインフレ率上昇を抑制する」と、以前より行なっている説明を繰り返し、物価上昇はあくまで一時的との考えを示した。



3. 資産買入れ縮小の議論開始は 9 月理事会か

今回の理事会では、金融緩和の出口の時期を見極めようとする市場へのヒントは与えられなかった。しかし、このまま同様のペースで金融緩和を続けるのが難しくなっているのも確かである。現行の PEPP による資産買入れ枠は 1 兆 8,500 億ユーロ、実施期間は 2022 年 3 月までであるが、ECB は今年 5 月末時点ですでに約 1 兆 1,000 億ユーロを買い入れている（図表 4）。今年 1-3 月の平均買入れ額は約 622 億ユーロ／月だったが、4-5 月には約 804 億ユーロ／月を買い入れており、ペースの加速化を決めた 3 月理事会以降、買入れ額は着実に増加している。



今後どれくらいのペースで買入れを行なうか定かではないが、2022 年 3 月まであと 10 ヶ月、現行の買入れ枠を持たせることを前提とした場合、6 月以降は約 750 億ユーロ／月のペースでしか買入れを行なうことができない。今回の決定により、仮に 9 月まで、4-5 月同様のペースで買入れれば、10 月以降は必然的に買入れ規模を縮小せざるを得ない。

一方、景気見通しも上方修正されていることを考慮すると、これからの買入れ枠拡大や期間延長は現実的ではない。PEPP については、以前より「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、「必ずしも満額を使用する必要はない」と柔軟性を持たせた運用を行なっていることを強調

しているものの、買入れ枠の制約によって、規模縮小を余儀なくされる場合には、次回以降の理事会で宣言せずとも、市場は実質的なテーパリング開始と受け止める可能性がある。

ECB は、コロナ禍での金融政策運営において「良好な金融環境の維持」を重要視してきた。ここに来てユーロ圏ではワクチン接種が進展し、景気回復期待の高まりから、ユーロがドルに対して前年比で高止まりしている（図表 5）。筆者は 4 月の理事会時には、7-9 月期に PEPP による資産買入れペースを落とすとみていたが、現状、米国より先に ECB が資産買入れの縮小を示唆すれば、さらなるユーロ高につながり、物価の基調を弱める懸念がある。ECB には、少なくとも FRB（米連邦準備制度理事会）の動向を見極めてから、金融政策の方向性を決めたいとの意思があると考えられる。8 月に米国で開催予定の定例の経済シンポジウム（ジャクソン・ホール会議）で、FRB が



テーパリングの開始に言及するかが焦点となっている。ECB が PEPP の資産買入れペース縮小に向けた議論を開始するのは 9 月の理事会と予想するが、債券などの資産価格が想定以上の反応を見せる可能性を考慮すると、市場との慎重なコミュニケーションが求められる。2022 年 3 月に向けて 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）での買入れ額を増額させ、影響をできる限り小さくする選択肢をとる可能性も考えられる。

※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