

# ECB は PEPP を予定通り来年 3 月で終了

政策・経済研究部 エコノミスト 前田 和孝

## 1. PEPP は来年 3 月で終了

12月16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いた。また、民間金融機関への資金供給オペレーションについては、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の追加オペの実施はせず、優遇金利の適用も予定通り来年6月に終了することを決定した（図表1）。今回の理事会で議論していたPEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の扱いについては、2022年1-3月期の資産買入れを、前の四半期より適度に低いペース（moderately lower pace）で実施した上で、予定通り3月に終了させることを決めた。PEPPを通じて購入した債券の再投資は、少なくとも2024年末まで実施するとし、現行より1年間延長した。ただ、今後もパンデミックが市場に対してなんらかの悪影響を及ぼす場合には、再投資の期間や資産クラス、対象国を柔軟に調整する方針を示した。特に、APP（資産買入れプログラム）の適格担保要件を満たしていないギリシャ国債については、金融政策のトランスミッションメカニズムが損なわれないよう、再投資額以上に買い入れることもあり得るとした。

PEPPの終了後は、APPで、2022年4-6月に400億ユーロ/月、7-9月に300億ユーロ/月、10月以降は200億ユーロ/月の資産買入れを行なうとした。現在のAPPの買入れ額である200億ユーロ/月から一時的に増額した上で、徐々に買入れ額を減らしていく形となる。APPでの資産買入れは、「政策金利の緩和的効果をもたせる必要がある限り継続する」とし、具体的な終了時期の設定は見送られた。

ECBによる今年11月の資産買入れ額はPEPPとAPP合わせて約890億ユーロであることを踏まえると、来年4月に買入れ額は約半分となる（図表2）。ECBはコロナ対策の危機対応モードから脱し、金融政策の正常化に向け歩み出した。

（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（赤字は12月理事会での決定事項）

・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4-6月	: 400億ユーロ/月
2022年7-9月	: 300億ユーロ/月
2022年10月以降	: 200億ユーロ/月

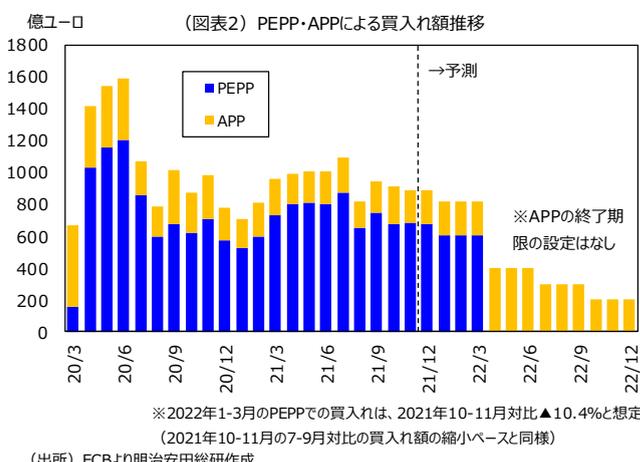
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ	
総額1兆8,500億ユーロの資産買入れは2022年3月に終了	
債券再投資を2024年末まで実施（変更前：2023年末）	

### 民間金融機関への資金供給オペレーション（赤字は12月理事会での決定事項）

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

（出所）ECBより明治安田総研作成



## 2. インフレ率の見通しを上方修正

(図表3) ECBスタッフ見通し

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+5.1%と、前回9月の見通し(同+5.0%)から小幅上方修正された(図表3)。一方、2022年は同+4.2%(同+4.6%)と、下方修正され、2023年は同+2.9%(同+2.1%)と、大きく引き上げられた。新たに今回発表となった2024年は同+1.6%となり、景気は緩やかな回復基調をたどる予測となっている。ラガルド総裁は記者会見で、足元の景気について、コロナ感染再拡大に伴って一部のユーロ加盟国で行動制限措置が導入されたことなどを踏まえ、「経済活動は今年の最終四半期にかけて緩やかなものにとどまっており、来年初めまでこのペースが続く可能性がある」との認識を示した。パンデミック前の水準への回復も2022年の第1四半期になるとし、2021年末としていた従来の見通しから後ろ倒しした。一方、先行きに関しては、労働市場の改善やパンデミックの間に蓄積された貯蓄が消費をサポートすることから、「2022年中に力強く回復する」との見方を示した。

失業率以外は前年比	12月見通し				(前回)9月見通し		
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
実質GDP成長率	5.1	4.2	2.9	1.6	5.0	4.6	2.1
失業率	7.7	7.3	6.9	6.6	7.9	7.7	7.3
インフレ率	2.6	3.2	1.8	1.8	2.2	1.7	1.5

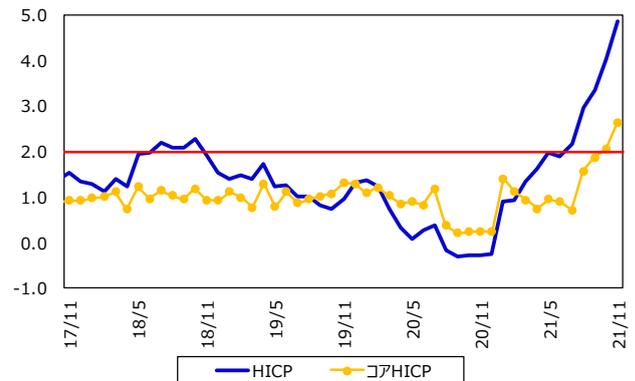
(出所) ECB

単位: %

失業率見通しは、2021年が0.2%ポイント、2022年が0.4%ポイント、2023年が0.4%ポイントそれぞれ前回から改善(低下)した。2024年は6.6%と、2023年から0.3%ポイントの改善となり、雇用環境は良好な状態が続く見通しである。インフレ率は、2021年が前年比+2.6%(9月:同+2.2%)、2022年が同+3.2%(同+1.7%)、2023年が同+1.8%(同+1.5%)と、いずれも引き上げられた。2024年は同+1.8%と、2023年から変わらない予測となった。11月のHICPは前年比+4.9%と、統計開始以来最大の伸びとなっている(図表4)。ラガルド総裁は、足元のインフレ率について、エネルギー価格の上昇や供給制約などによるものとの見解を示した上で、「これらの問題の解消にどれくらいの時間がかかるかについては不確実性が高いものの、2022年中には、エネルギー価格は安定するとみられるほか、消費パターンが正常化し、世界的な供給のボトルネックに起因する価格圧力も低下していく」と従来の見方を変更しなかった。ただ、2022年までは、ECBが目標とする水準である2%を大きく上回る見通しであり、ECBの当初の想定以上にインフレ率が高止まりする可能性が高いことが示唆されている。

失業者見通しは、2021年が0.2%ポイント、2022年が0.4%ポイント、2023年が0.4%ポイントそれぞれ前回から改善(低下)した。2024年は6.6%と、2023年から0.3%ポイントの改善となり、雇用環境は良好な状態が続く見通しである。インフレ率は、2021年が前年比+2.6%(9月:同+2.2%)、2022年が同+3.2%(同+1.7%)、2023年が同+1.8%(同+1.5%)と、いずれも引き上げられた。2024年は同+1.8%と、2023年から変わらない予測となった。11月のHICPは前年比+4.9%と、統計開始以来最大の伸びとなっている(図表4)。ラガルド総裁は、足元のインフレ率について、エネルギー価格の上昇や供給制約などによるものとの見解を示した上で、「これらの問題の解消にどれくらいの時間がかかるかについては不確実性が高いものの、2022年中には、エネルギー価格は安定するとみられるほか、消費パターンが正常化し、世界的な供給のボトルネックに起因する価格圧力も低下していく」と従来の見方を変更しなかった。ただ、2022年までは、ECBが目標とする水準である2%を大きく上回る見通しであり、ECBの当初の想定以上にインフレ率が高止まりする可能性が高いことが示唆されている。

(図表4) 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

## 3. 低金利環境は当面維持される見込み

来年4月以降の資産買入れ額を減らす一方で、利上げの実施にはしばらく時間がかかるとみられる。BOE(イングランド銀行)は昨日開催された金融政策委員会で、主要中央銀行でコロナ危機後にはじめて利上げの実施を決めたほか、FRB(米連邦準備制度理事会)はテーパリングを加速させ、利上げ時期の前倒しを検討している。BOEやFRBが金融政策の正常化を進めるなか、たとえECBが利上げに踏み込んだとしても、ユーロ高が進む懸念は薄らいでいる。

ただ、ユーロ圏では、ここにきてコロナ感染が再拡大しており、新たに行動制限措置を導入する国も増えてきている。一旦、落ち着いていた欧州の天然ガス価格もウクライナ情勢の悪化懸念から再び上昇基調を強めている。天然ガス価格の上昇は、家計の実質購買力の低下を招くほか、仕入れコストの上昇により企業収益を圧迫しかねない。利上げを急ぐことにより、企業の借入コストまで上昇させ、景気回復のモメンタムが失われることは避け

たいとみられる。ラガルド総裁は、従来よりフォワードガイダンスを遵守する姿勢を維持しており、記者会見では、「2022年に利上げを行なう可能性は極めて低い」と述べた。フォワードガイダンスでは、利上げの条件として、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、の3点を満たす必要がある。これに従えば、ユーロ圏のインフレ率がたとえ2022年に2%を大きく上回ったとしても、それが持続的であることが確認されなければ、利上げはできない。新たな変異株の登場による感染再拡大のリスクは残るほか、エネルギー価格や供給制約がどこまで長引くかも現状では見通しにくい。少なくとも2023年もインフレ率が2%を超えるとの見通しが高い確度で確認されない限り、利上げはしづらいと考える。ユーロ圏の利上げは早くも2023年になるとみられ、当面は、低金利環境が維持されることとなろう。

※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