

## ECBは10-12月期の資産買入れを縮小

政策・経済研究部 研究員 前田 和孝

### 1. 10-12月期の買入れは「適度に低いペース」で実施

9月9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、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）。一方、今回の理事会で最も注目が集まっていたPEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）による10-12月期の資産買入れは、「直近の2四半期より適度に低いペース（moderately lower pace）」で実施することを決めた。足元のユーロ圏の物価上昇を受けて、理事会前に複数のメンバーから買入れペースの縮小に関する言及があったこともあり、概ね市場予想の範囲内での決定事項だったと言える。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、企業、家計、公共部門における資金調達環境が、7-9月期の買入れペースを決めた6月時点から良好であることや、新たな物価見通しを考慮した結果として今回の判断に至ったと述べた。6月の理事会での決定は「大多数による合意」であり、難色を示すメンバーがいたことを示唆していたが、今回は「全会一致」だったとしており、すべてのメンバーが金融緩和の出口に向けた議論を進めていくことが妥当との見解を持っていたとみられる。

（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. 2021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+5.0%と、前回6月の見通し（同+4.6%）から+0.4ポイント上方修正された（図表2）。一方、2022年は同+4.6%（同+4.7%）と、小幅下方修正となった。なお、2023年は同+2.1%（同+2.1%）と、前回と変わらない予想であった。ラガルド総裁は記者会見で、足元の景気について「ワクチン接種の進展に伴って第2四半期は予想以上にリバウンドし、第3四半期も力強い回復が続いている」との認識を示し、GDPの水準は2021年末までにパンデミック前を上回るとの見方を示した。

（図表2）ECBスタッフ見通し

失業率以外は前年比	9月見通し			（前回）6月見通し		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
実質GDP成長率	5.0	4.6	2.1	4.6	4.7	2.1
失業率	7.9	7.7	7.3	8.2	7.9	7.4
インフレ率	2.2	1.7	1.5	1.9	1.5	1.4

（出所）ECB

単位：%

失業率見通しは、2021年が0.3ポイント、2022年が0.2ポイント、2023年が0.1ポイントそれぞれ前回から改善（低下）した。ラガルド総裁は、「労働市場は急速に改善しており、賃金上昇や支出の増加をもたらすと見込まれる」と、雇用環境は良好であるとの考えを示した。

インフレ率は、2021年が前年比+2.2%（6月：同+1.9%）、2022年が同+1.7%（同+1.5%）、2023年が同+1.5%（同+1.4%）と、こちらはいずれも引き上げられた。足元で上昇傾向にある物価については（図表3）、

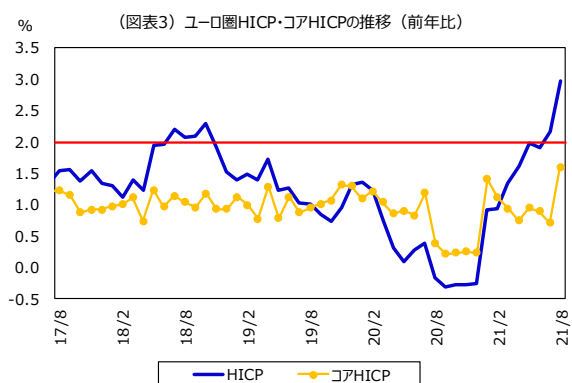
エネルギー価格の上昇や原材料の供給制約などによる一時的なものとの見解を維持し、中期的には「景気回復と金融政策の下支えにより、基調的なインフレ率は上昇していく」との見通しを示した。ただ、足元の一時的な動きを除けば、少なくとも2023年まではECBが目標とする水準である2%には届かない状況が続くとの見通しである。

### 3. PEPPは予定通り2022年3月終了を予想

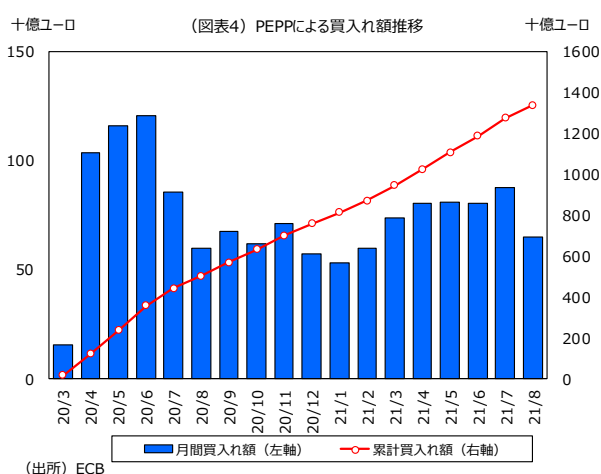
ECBは今年8月末時点でPEPPにより約1兆3,400億ユーロを買い入れている(図表4)。9月に7-8月の平均額である約763億ユーロの買入れを実施すると仮定すると、10月から現行の期限である2022年3月まで、毎月約727億ユーロを買い入れることができる。10月以降もコロナが再拡大した昨年末以上の買入れを行なうことが可能ではあるものの、もし、今後同じペースで買入れを続けた場合、期限終了間際に買入れ額を絞らなければいけない可能性がある。今回「適度に低いペース」としたことにより、そうした無用な段差が生じる懸念も後退した。

記者会見では、PEPPの終了時期に関する議論が行なわれたかを尋ねる質問があったが、ラガルド総裁は「12月の理事会で議論する」とし、明言を避けた。ただ、今回2021年の成長率見通しが引き上げられたことを考慮すれば、PEPPの期限を延長する可能性は低いとみる。8月に米国で開催された経済シンポジウム(ジャクソン・ホール会議)で、FRB(米連邦準備制度理事会)が年内にテーパリングを開始する可能性が高まったことで、ECBが資産買入れの縮小を進めたとしても、ユーロ高が進む懸念は薄らいでいる。引き続き市場との慎重なコミュニケーションが求められるものの、ECBにとって、金融緩和の出口に向けた動きを進めやすい環境が整いつつあるのは確かである。ECBは、12月の理事会でPEPPでの資産買入れを予定通り2022年3月で終了させることを発表すると予想する。

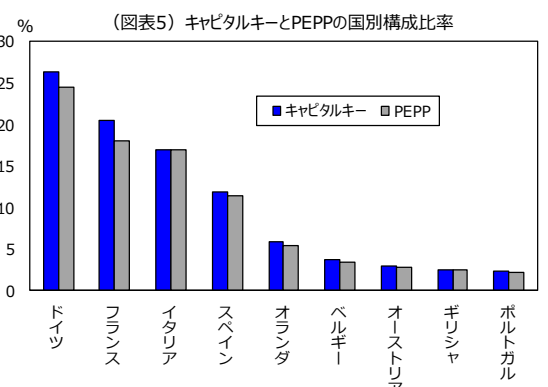
ただ、金融市場の混乱を防ぐため、2022年4月以降、通常の資産買入れ策であるAPP(資産買入れプログラム)での買入れを増額させるとみる。両者の違いは、APPでは、各国の経済規模に応じて定められたECBへの出資比率(キャピタルキー)に基づいて、その国の資産買入れの割り当てが決められるのに対し、PEPPでは、コロナの影響が大きく、支援を必要とする国の債券をより柔軟に買い入れることができるという点である。実際に、PEPPの導入当初は財政悪化による金利上昇懸念があったイタリア国債を、キャピタルキーに基づく買入れ比率以上に買い入れていたが、2021年7月末までの累計では概ねキャピタルキーに沿う買入れ額となっている(図表5)。したがって、PEPPの代わりにAPPの増額がなされても、買い入れる国債の比率に大きな違いは出てこないと考えられる。APPでは、1発行体当たりの買入れ額を発行残高の33%までとするルール等も存在する。この点、PEPPからAPPへのシフトは、ECBの対応がコロナ対策の特別モードから、通常モードに戻ることを意味する。



(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



(出所) ECB



(出所) ECBより明治安田総研作成 ※キャピタルキーは2020年2月時点 ※PEPPは2021年7月末時点の累計

ただし、利上げの実施には、しばらく時間がかかる可能性が高い。ECBは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、この修正に対応する形で7月の定例理事会でフォワードガイダンスの変更を実施した。ラガルド総裁は、今回改めて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と強調した。新たな物価見通しでも2023年は2%に届かない見通しである。ECB自身も賃金の伸びは緩やかなペースにとどまり、物価上昇も漸進的なものになるとの見解を示している。仮に2024年にインフレ率が2%に到達したと想定しても、新たなフォワードガイダンスの基準に従えば、利上げは早くても2025年となる。当面は、低金利環境が維持されることとなる。

※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