

ECB は資産買入れペースを加速

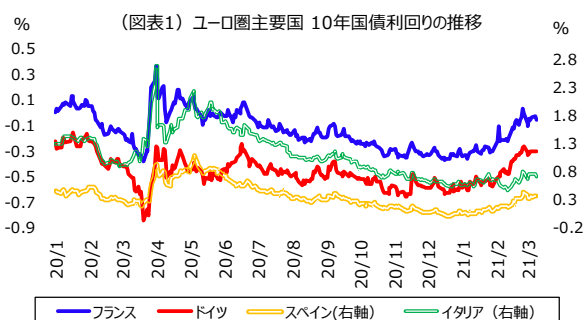
政策・経済研究部 前田 和孝

1. PEPP により翌四半期の資産買入れを年初対比で増やす

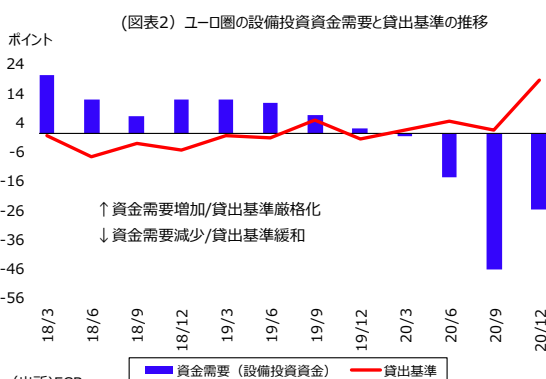
3月11日開催のECB（欧州中央銀行）の定例理事会では、市場予想通り各種政策金利をすえ置き、民間金融機関への資金供給オペレーションの枠組みを現行のまま維持した。一方、資産買入れ策については、1兆8,500億ユーロ規模のPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の枠組み自体に変更はなかったものの、翌四半期の資産買入れを年初対比で「かなり速いペースで実施する」ことを発表した。PEPPについては、以前から、外部環境次第でタイミングや対象を柔軟に変更することを明言していたが、今回改めて、そうした方針を確認した形である。

足元では、米国の長期金利につられる形で、ユーロ圏主要国の金利も上昇しており、理事会の前には複数の理事から、金利上昇の景気下押しへの影響を懸念する声が上がっていた（図表1）。理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は、上昇するユーロ圏の市場金利について、「持続的な市場金利の上昇を放置した場合には、経済のすべてのセクターにおいて金融環境の急速なタイト化が起こる」とし、「経済活動における不確実性を減らし、中期的に物価を安定化させるための良好な金融環境の維持にとって望ましくない」との考えを示した。ECBの銀行貸出調査をみると、長期金利が上昇する前の昨年末の時点で、資金需要の減少と、貸出基準の厳格化が顕著になっていた（図表2）。ロックダウンの再実施に伴う先行き不透明感の高まりが主因だが、金利上昇により、以前より重視していた「良好な金融環境の維持」がさらに難しくなる懸念から、今回の判断に至ったと予想される。

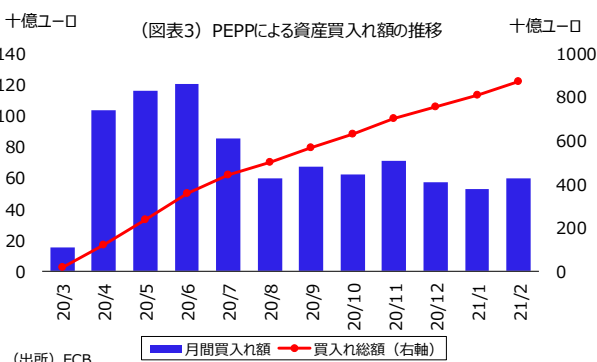
ECBは、昨年12月の理事会で、PEPPによる資産買入れ規模を5,000億ユーロ追加し、実施期間を2022年3月まで9ヵ月間延長することを決定した。一方、その後の実際の買入れ額は、今年1月は約530億ユーロ、2月は約599億ユーロと、金利が上昇している状況下にもかかわらず、大きく増えなかった（図表3）。2月の買入れまでを含めると、残りの枠は約9,800億ユーロとなっている。今後どれくらい買入れペースを加速させるかは定かではないが、2022年3月まであと1年、現行の買入れ枠をもたせることを前提とした場合でも、3月以降、約753億ユーロ／月のペースで買入れを行なうことができる。コロナ感染が最初に拡大した昨年4-6月には、1,000億ユーロ／月以上の買入れを行なったが、ワクチン接種も進



(出所) ファクトセット



(出所) ECB



(出所) ECB

む中で、今後同規模の買入れを行なうことは考えにくいだろう。PEPP が新設された昨年 3 月からの平均では、約 725 億ユーロ／月であることから、現時点では規模拡大を急ぐ必要はない。昨年以降、相次いで実施した追加緩和により ECB のバランスシートは大きく拡大しており、追加緩和策の発動余地も徐々に狭まっている。そのような中で、現行の枠組みを変えることなく、市場に対して金利上昇をけん制するメッセージを打ち出した形である。発表直後、ドイツ、イタリア、スペイン等の多くのユーロ加盟国の長期金利が低下した。

2. 2021 年の成長率と HICP 見通しを上方修正

今回発表された ECB スタッフ

(図表4) ECBスタッフ予想

のマクロ経済見通しをみると、2021 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+4.0%と、前回 12 月の見通し(同+3.9%)から小幅上方修正された(図表 4)。ま

	3月予想			(前回) 12月予想		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	4.0	4.1	2.1	3.9	4.2	2.1
失業率	8.6	8.1	7.6	9.3	8.2	7.5
インフレ率	1.5	1.2	1.4	1.0	1.1	1.4

(出所) ECB

た、2022 年は同+4.1% (同+4.2%)、2023 年は同+2.1% (同+2.1%) となった。ラガルド総裁は、足元の経済環境について「各国の財政政策が家計や企業を支えている一方で、パンデミックが雇用と所得環境に悪影響を与えている。さらに、企業のバランスシートの悪化も設備投資の重しになっている」と厳しい景気認識を示した。一方で、「コロナワクチンの接種の普及に伴い、徐々に行動制限措置が緩和されることから、2021 年中に経済活動は堅調に回復していく」との考えも同時に示した。また、失業率は 2021 年と 2022 年には改善されるものの、高止まりする見通しとなっている。

インフレ率については、2021 年が前年比+1.5% (同+1.0%)、2022 年が同+1.2% (同+1.1%)、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、「ドイツの付加価値税の減税が終了したことや、エネルギー価格の上昇といった技術的、一時的な要因によって足元のインフレ率は上昇している」としたうえで、「これらの影響は徐々に薄れていき、中期的には、賃金の上昇圧力が弱いことに加え、一時的に景気はリバウンドするものの、徐々にそれも落ち着いてくることからインフレ率は依然として低い水準で推移する」との認識を示した。

3. 今後も緩和スタンスは維持も追加緩和はしばらく様子見

今回の経済見通しの発表を受け、ラガルド総裁は、「経済活動を下支えするとともに、インフレ率を目標とする「2%を下回るが、その近辺 (below, but close to 2%)」の水準に収束させていくために緩和的な金融政策が必要である」との認識を示し、改めて金融緩和スタンスを維持する姿勢をみせた。足元で、欧州のコロナ感染者数は拡大と縮小を繰り返しており、各国ではいまだに各種行動制限措置がとられている。ワクチン接種のペースも、供給に遅れが生じていることで、英国や米国に比べれば遅い状況が続いている。2021 年後半にかけては景気回復が見込まれるものの、コロナの影響による保守的な行動様式が一定程度残存する可能性もあり、ECB の金融政策運営はしばらく緩和的なものにならざるを得ないとみる。

もっとも、ECB は昨年からの各種追加緩和策を実施してきたこともあり、さすがに出尽くし感がでてきている。今回の理事会で、PEPP の資産買入れペースを加速させることを発表したものの、あくまで既存の枠組みの中での変更である。コロナの収束が意識されれば、市場金利がさらに上昇する懸念もあるが、コロナ収束後の出口戦略も見据えると、ECB は、しばらくは PEPP の規模拡大は行なわず、資産買入れペースを増やす形で対応することになると予想する。

※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