

Europe Trends

発表日: 2021年3月12日(金)

ECBが金利上昇に待った

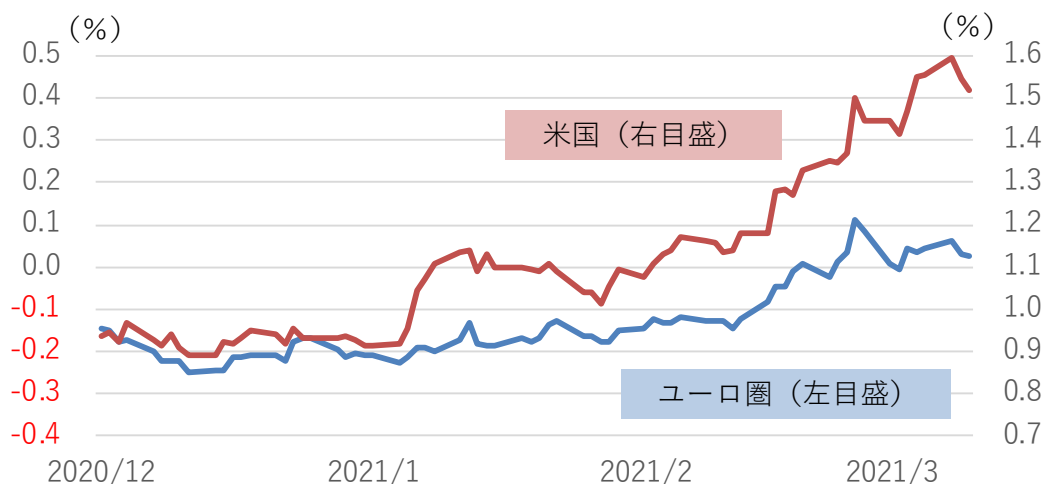
～PEPP 買い入れペースの大幅な加速を発表～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

◇ このところの金利上昇による金融環境の引き締めに対処するため、ECBは向こう3ヶ月間のPEPPの買い入れペースを大幅に加速する方針を決定した。具体的な買い入れペースは明らかにされていないが、今後は金融環境や物価動向を材料に四半期毎に買い入れペースを見直す。

ECBは11日に終わった理事会で、向こう3ヶ月のパンデミック緊急資産買い入れ（PEPP）の買い入れペースを大幅に加速する方針を決定した。年明け以降、米国の国債利回りが大幅に上昇しており、ユーロ圏諸国を加重平均した国債利回りも米国ほどではないが上昇基調にある（図表1）。前回1月の理事会では“緩和的な金融環境”を今後の政策判断の軸とすることを明らかにし、銀行貸出、クレジット環境、社債利回り、国債利回りなどの様々な変数に基づき、緩和的であるかを全体的且つ多角的（holistic and multifaceted）に判断すると説明した。このところECB高官から金利上昇への牽制発言が相次いでいたが、先週までの週毎のPEPPの購入実績では買い入れペースの加速は確認されなかった（図表2）。今回の理事会では、金利上昇への耐性がどの辺りにあるのかや、具体的な政策手段の有無に注目が集まっていた。

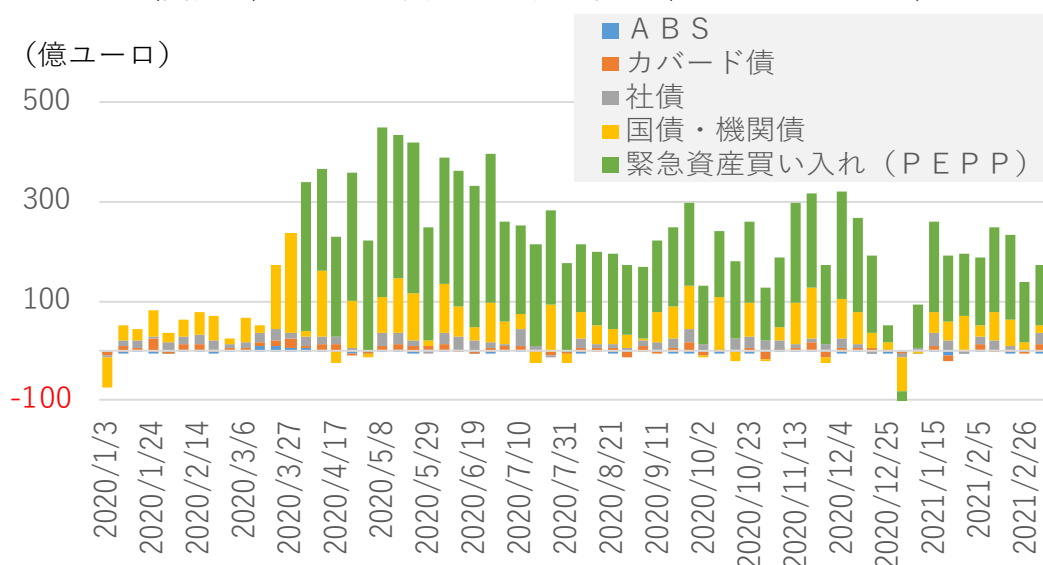
（図表1）米欧の10年物国債利回りの推移



注：ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、フィンランドを資本金構成比で加重平均したものでユーロ圏全体の87.0%に相当。

出所：Refinitivより第一生命経済研究所が作成

(図表2) ECBの資産購入額の推移(週次残高の前週差)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

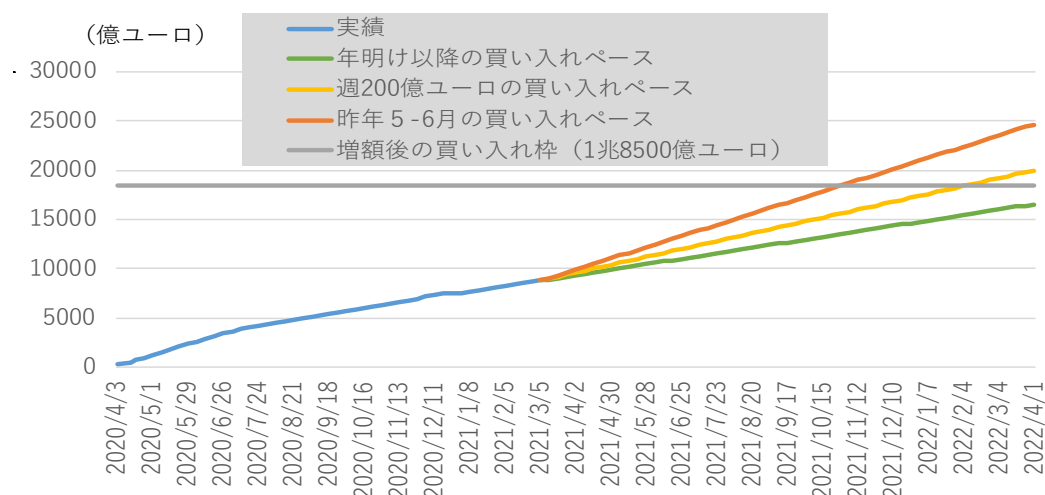
ラガルド総裁はPEPPの買い入れペースの増額を理事会まで待った理由として、大幅な買い入れペースの変更には理事会での討議と決定が必要であると説明した。理事会内のコンセンサス形成を重視するラガルド総裁の意向を反映したものとみられるが、同時にさらなる緩和強化を巡る理事会内の意見集約が難しさを増している可能性が示唆される。なお、金融環境の急変時などには緊急理事会で対応するとしながらも、今後もスタッフ見通しが発表される3ヶ月毎にPEPPの買い入れペースを再評価する方針を明らかにした。

“大幅な買い入れペースの加速”がどの程度の買い入れ規模を指すかを問われた総裁は、具体的な水準を明言しなかった。買い入れペースの増額は理事会決定後の11日から開始されるため、15日に発表される次回の週毎のPEPP購入実績では部分的にしか確認できない。8～10日の3日間を年明け後の平均的なペースと仮定し、11・12日の2日間の買い入れ規模を推測することはできる。

年明け以降のPEPPの買い入れ額は週平均で約140億ユーロ。これは満期償還分を差し引いた数字で、年明け以降は償還が増えていることも、ネット買い入れの鈍化につながっている面もある。今後は償還がさらに増加するとみられ、グロスの買い入れ額をさらに積み増す必要がある。ネット買い入れ額を昨年5・6月のピーク時並みの週280億ユーロに増額すると、10月末には1兆8500億ユーロの買い入れ枠を使い切る(図表3)。週200億ユーロに増額する場合でも、来年2月中旬に買い入れ枠を使い切る計算となる。まずは来週以降の週毎の買い入れ発表で、大幅な加速の具体的な居所を確認することになるが、何れかの段階で買い入れ枠の増額が必要となる可能性もある。

ECBは全体的且つ多角的に金融環境を判断していると説明し、国債利回りをターゲットとするイールド・カーブ・コントロールの採用を否定する。だが、チーフエコノミストとして理事会の理論的な支柱であるレーン理事は2月25日の講演で、リスクフリーレート of 代替変数となる翌日物金利スワップ(OIS)金利とユーロ圏の加盟国で加重平均した国債利回りを市場ベースの金融環境の主要変数として挙げており、国債利回りが重要な判断指標であることは間違いない。

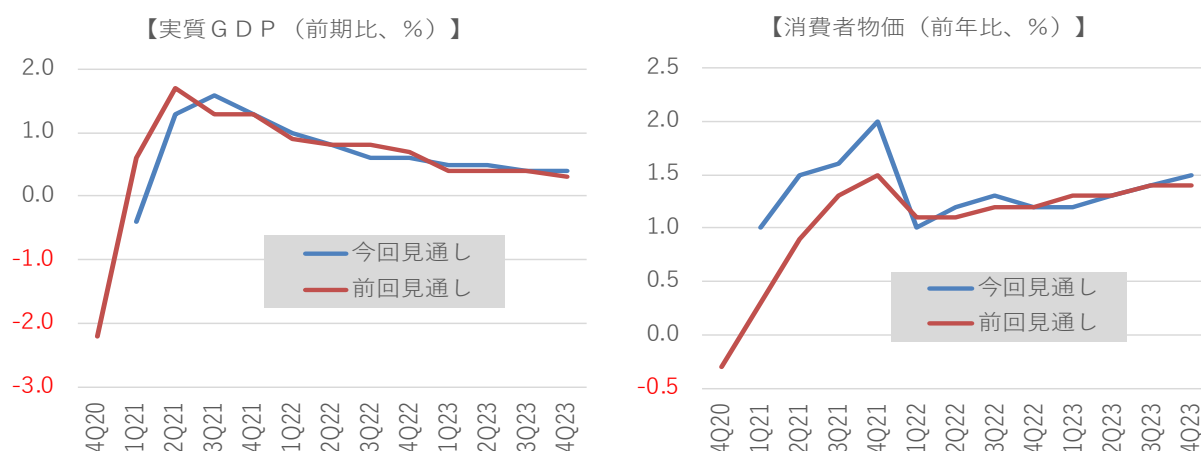
(図表3) ECBのパンデミック緊急資産買い入れの試算値



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

新たに発表されたECBのスタッフ見通しでは、1-3月期のユーロ圏の実質GDPを前期比▲0.4%とマイナス成長に下方修正した一方、その後は段階的な都市封鎖の解除とワクチン接種の進捗を受け、回復に転じるとの姿は従来から不変(図表4左)。経済活動の再開や復興基金が稼働する年後半は、前期比1%超の高成長を見込む。但し、予測の前提のカットオフ日の関係で、今回の見通しに米国の大型財政出動は盛り込まれていない。昨年10-12月期の成長率が予想対比で上振れたこともあり、2021年の年間の成長率は+4.0%と前回(3.9%)から僅かに上方修正した(図表5)。物価見通しは、原油価格の前提が大きく引き上げられたこともあり、2021年を+1.5%に上方修正したが、予測最終年となる2023年は+1.4%と不変で、中期的な物価安定(2%をやや下回る)に届かない。四半期毎のインフレ率は、2021年10-12月期に2%に達する見通しだが、これはドイツの付加価値税率の時限引き下げ終了や原油価格の上昇など一過性の要因に起因するものであり、基調的な物価低迷が緩和的な金融環境の維持を正当化すると説明している。

(図表4) ECBスタッフ見通しでのユーロ圏の実質GDPと消費者物価の四半期推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表5) ECBスタッフのマクロ経済見通し

		2020年	2021年	2022年	2023年
世界GDP (ユーロ圏除く)	前回	-3.0	5.8	3.9	3.6
	今回	-2.4	6.5	3.9	3.7
原油価格 (USD/b)	前回	41.6	44.0	45.7	46.9
	今回	42.3	59.3	55.7	53.7
為替レート (USD/EUR)	前回	1.14	1.18	1.18	1.18
	今回	1.14	1.21	1.21	1.21
実質GDP	前回	-7.3	3.9	4.2	2.1
	今回	-6.9	4.0	4.1	2.1
消費者物価 (統一基準)	前回	0.2	1.0	1.1	1.4
	今回	0.3	1.5	1.2	1.4
米国型コア物価 (食品・エネルギー除く)	前回	0.7	0.8	1.0	1.2
	今回	0.7	1.0	1.1	1.3
失業率	前回	8.0	9.3	8.2	7.5
	今回	7.8	8.6	8.1	7.6
財政赤字 (対GDP比率)	前回	-8.0	-6.1	-3.9	-3.0
	今回	-7.2	-6.1	-3.1	-2.4
公的債務残高 (対GDP比率)	前回	98.4	99.9	98.3	97.8
	今回	96.9	98.2	96.1	95.1

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

