

# Europe Trends

発表日: 2020年6月5日(金)

## マダム・ラガルドの決意は固い

～PEPPの増額、延長、再投資を決定～

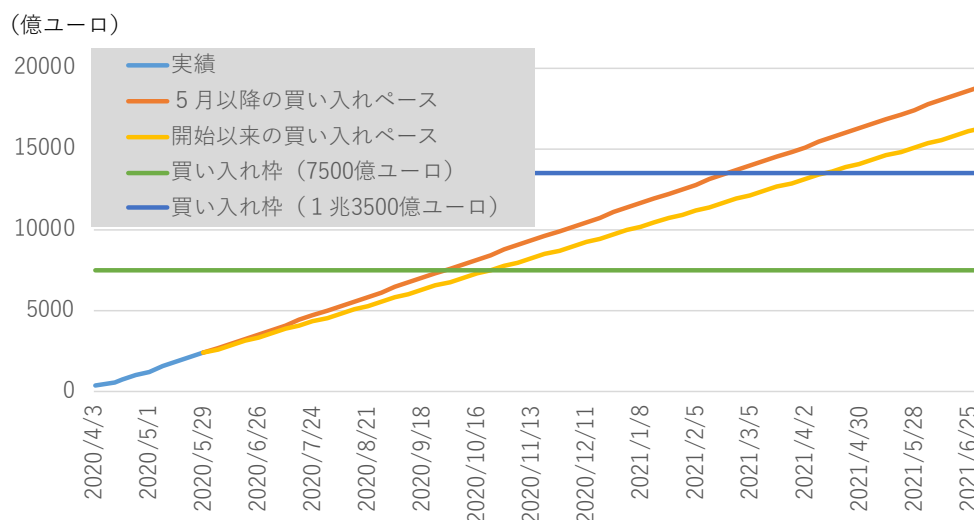
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

- ◇ ECBは3月に開始したパンデミック緊急資産買い入れ (PEPP) の買い入れ枠を6000億ユーロ増額し、買い入れ期間を少なくとも来年6月末まで延長、2022年末まで再投資を継続することを発表した。これにより、来年春頃までは現在のペースで買い入れを継続することができる。
- ◇ 従来、PEPPの政策目標は市場安定化に力点が置かれていたが、今回の買い入れ強化に当たっては、中期的な物価安定の確保を強調した。このことは、ウイルス感染の収束後も経済的な打撃に対応する形で、買い入れを継続・強化できることを意味する。今後の緩和強化はPEPPが中心となる。
- ◇ ECBの国債購入策を一部違憲とするドイツ憲法裁の判決については、ECBは欧州司法裁判所の司法管轄下であり、ドイツの連邦政府と連邦議会が良い解決策を見出すことに期待すると回答。ECBがドイツ憲法裁に対して直接、何らかの立証作業を行うことはなさそうだ。

ECBは4日の理事会で、3月に開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム (PEPP) の規模を「7500億ユーロ」から「1兆3500億ユーロ」に増額、期間を「少なくとも2020年末、その後もコロナ危機局面が終了したと理事会が判断するまで」から「少なくとも2021年6月末、その後もコロナ危機局面が終了したと理事会が判断するまで」に延長するとともに、「PEPPを通じて購入した債券の満期償還元本を少なくとも2022年末まで再投資する」とのフォワード・ガイダンスを新たに発表した。政策金利の引き下げは今回も見送られ、前回理事会で条件緩和やオペ追加を発表した流動性供給オペ (TLTRO3やPELTRO) に関する追加の決定はなかった。通常の資産買い入れプログラム (APP) の買い入れや再投資の方針は従来から変更がない。

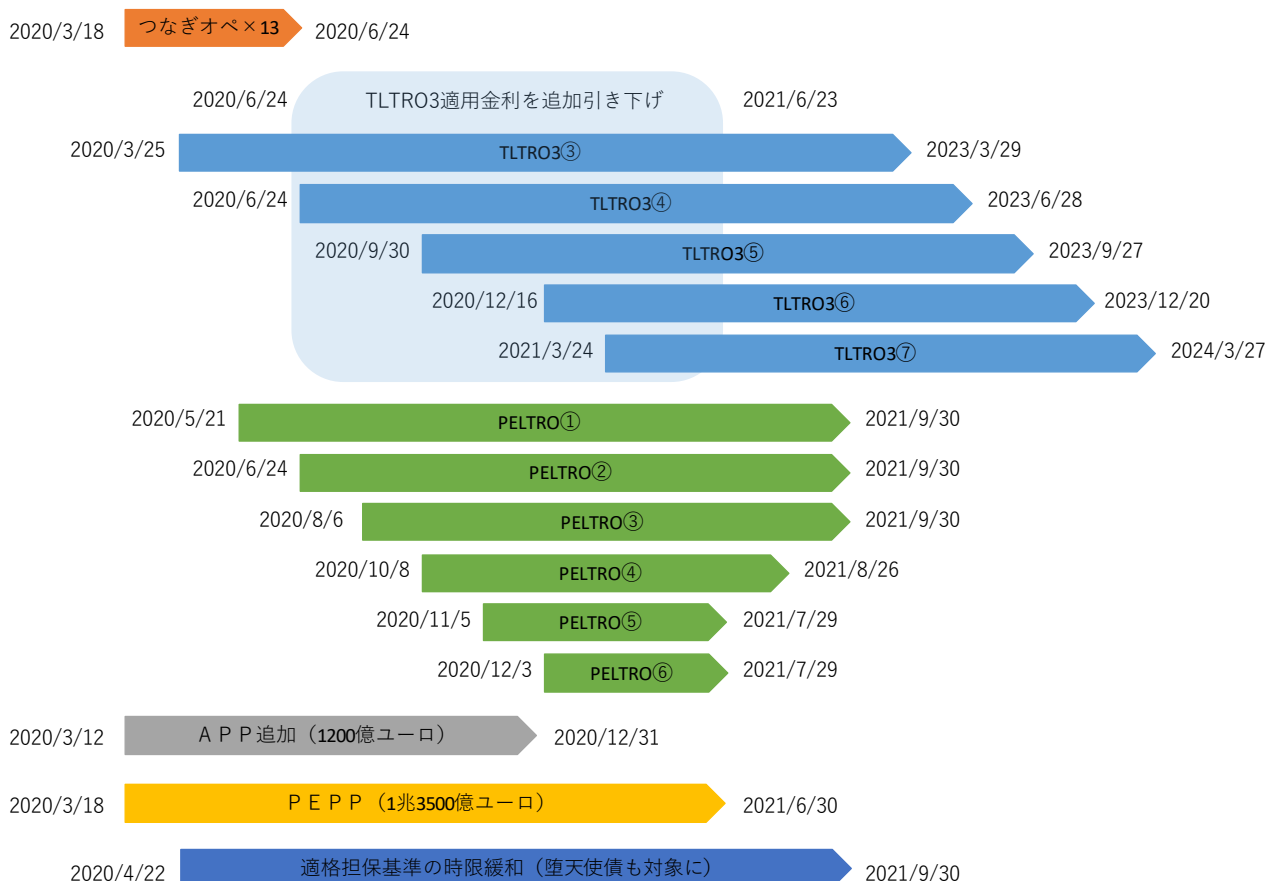
PEPPは3月27日の開始以降、5月末時点で2347億ユーロを買い入れ、7500億ユーロの買い入れ枠の31.2%を消化した。このままのペースで買い入れを続ければ、10月中には買い入れ枠が枯渇すると見込まれていた。今回の6000億ユーロの枠追加で、開始以来の買い入れペースを続ければ来年の4月中旬まで、5月以降の買い入れペースを続ければ来年2月末までは買い入れを継続できる計算となる (図表1)。延長後の終了期限 (来年6月末) まで買い入れを続けるには、何れかの時点で買い入れ枠をさらに追加するか、買い入れペースを減額する必要がある。来年6月末まで現状の買い入れペースを続けるには不十分ながら、事前の市場予想を上回る規模と期間の拡充を決定し、少なくとも2022年末まではバランスシートの縮小を開始しない方針を明らかにしたことは、現時点での対応としては満額回答と言ってよい。発表済みの潤沢な流動性供給策とともに、コロナ禍のユーロ圏経済の下支えと市場環境の安定への強い決意が感じられる (図表2)。

(図表1) 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

(図表2) ECBのコロナ危機対応策

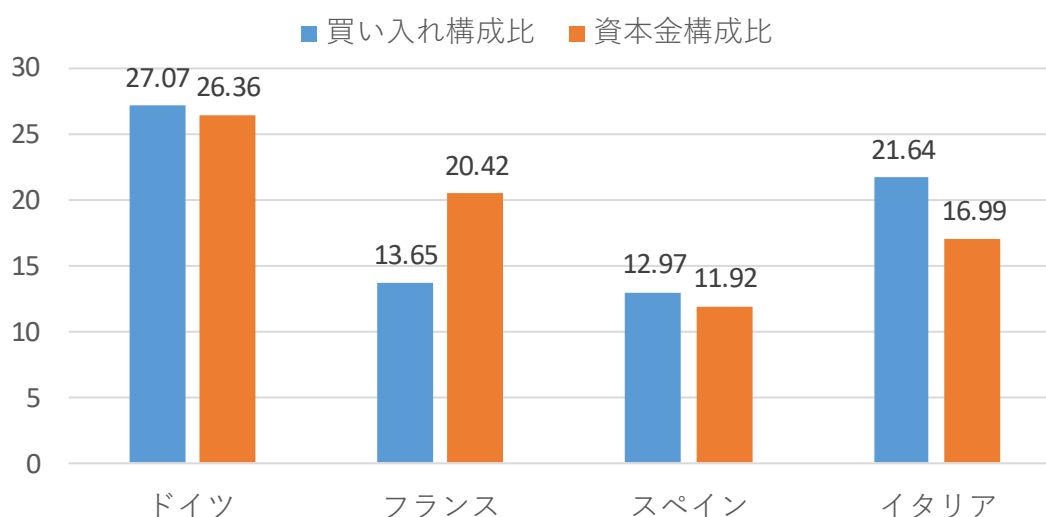


出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ラガルド総裁は、PEPP開始後に社債の発行額が大幅に増加し、コマーシャル・ペーパー（C P）の金利が低下するなど、市場の緊張が緩和したとし、PEPPの有効性を説明した。また、PEPPが買入れのタイミング、対象資産、国別構成の諸点で高い柔軟性を持つことを強調した。PEPPの増額・延長を決断するに至った背景の説明としては、コロナ危機によって、物価安定が大きく損なわれる恐れがあることと、ユーロ圏全体でみた金融環境が引き締まっていることを挙げた。今回の決定については、「何らかの行動が必要な点で理事会の意見は一致していた」、「6000億ユーロの増額幅について広範な賛成があった」と説明。具体的な増額幅や延長期間については、理事会内で多少の意見相違があった可能性が示唆される。今回の増額幅（6000億ユーロ）と延長期間（6ヶ月）の根拠を問われた総裁は、コロナ前に想定された物価経路への復帰に必要と見積もられる緩和規模であると説明し、また来年6月末には物価が回復軌道に復帰している見通しであることを理由とした。

2日に初めて発表されたPEPPの資産別購入実績は、イタリア国債の買入れ割合が国債全体の21.5%と意外に少なかった（図表3、詳細は6月3日付けレポート「[PEPPの全貌が明かされる](#)」を参照されたい）。これは資本金構成比の17.0%を上回るが、再投資で調整できないほどの乖離幅ではない。この点は将来的にPEPPの条約抵触リスクを軽減する。それでも、3～5月中に新規発行額を上回るイタリア国債を買入れたことを意味し、PEPPについても事実上の財政ファイナンスであるとの訴訟が新たに提起される恐れがある。

（図表3）PEPPの買入れ実績と資本金構成比の比較

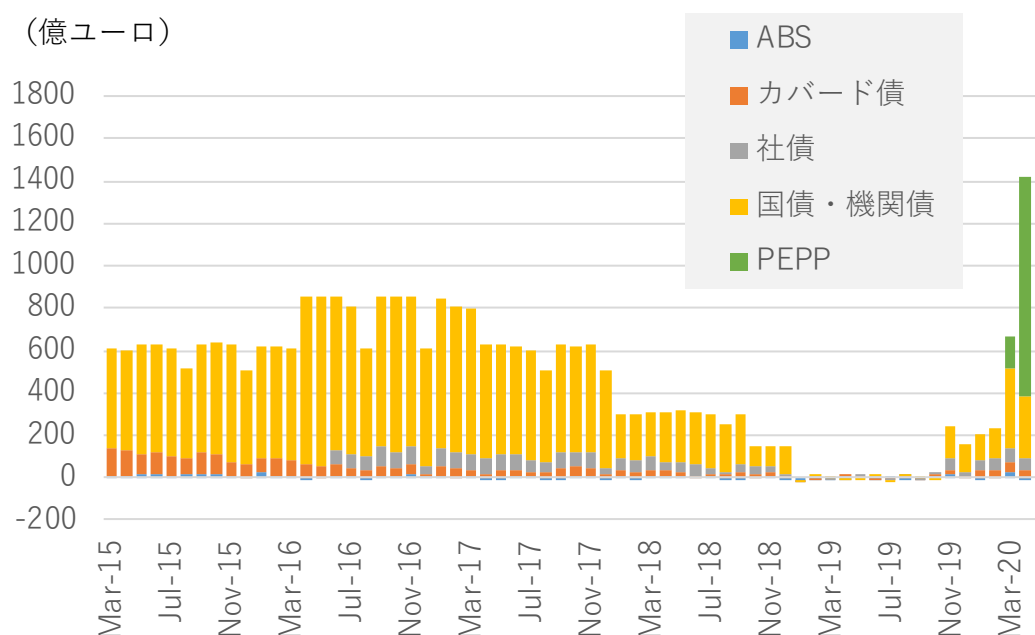


出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

先行きはコロナ危機後の景気低迷が長引き、中期的な物価安定が脅かされ続けた場合、追加対応余地に不安が残るのは事実だ。昨年11月に再開した通常の資産買入れプログラム（APP）は、

月額200億ユーロを予め終了期限を定めずに買い入れを続けている（図表4）。一時的な措置として年末までに1200億ユーロの追加の買い入れ枠を設定したが、コロナ危機対応という性質上、PEPP同様にいつまでも増額や延長を繰り返す訳にはいかない。APPはPEPPに比べて制約が多く、1債券・1発行体当たりの保有上限（国債の33%ルール）の縛りを受け、国債の国別購入割合（資本金構成比）のルールもより厳格に適用される。

（図表4）欧州中央銀行の資産買い入れの月額推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

こうしたなか、ドイツの憲法裁判所は5月5日、APPの公的資産買い入れプログラム（PSPP）が比例性原則を満たしているかを疑問視、3ヶ月以内にECBが十分な検証や説明をしない場合、ドイツ連銀のPSPP参加を停止するとの法的判断を下した（詳しくは5月7日付けレポート「[ドイツ憲法裁がECBに3ヵ月の執行猶予宣告](#)」を参照されたい）。最大出資国であるドイツの司法当局に国債買い入れの反対意見を突き付けられた形で、APPのさらなる買い入れ強化を潜在的に難しくする。ラガルド総裁が、金融政策の波及経路を阻害する市場の分断（フラグメンテーション）を回避する目的だけでなく、中期的な物価安定を達成するうえでPEPPが果たす役割を強調したことは、今後のPEPPの増額や延長に道を拓く意図があったとも考えられる。

記者会見でもドイツ憲法裁判所の判決に関する質問が繰り返され、ラガルド総裁は、①ECBは欧州司法裁判所（ECJ）の司法管轄下にあり、ECJは既に資産買い入れがECBの政策権限に沿ったものであるとの判断を下している、②ドイツ憲法裁判所の判決を参考にするが、それはドイツの連邦政府と連邦議会に対するものであり、ECBの独立性、EU法の優越性、ECJの司法判

断を傷つけることがない良い解決策が見つかることを確信している、③ECB理事会は金融政策ツールの有効性、効率性、費用対効果を定期的に検証しており、それらは主に議事要旨の中に反映されている、と説明した。

ECBは今回、PEPPの買い入れ期間を来年6月末まで延長し、その後もコロナ危機局面が終了したと理事会が判断するまで買い入れを継続するとした。このことは、“コロナ危機局面”がウイルス感染に限定するものではなく、経済的な打撃を広く含めたものであることを示唆する。今後の追加の金融政策対応は引き続きPEPPが軸となろう。筆者は今回の発表で当面の政策変更が見送られ、年末か来年早々にPEPPのさらなる増額と期間延長が決定されると予想する。なお、ジャンク債の購入を検討しているかを問われたラガルド総裁は、今回の理事会で検討しなかったことを明かすとともに、今後の状況を注視し、適切で状況に応じた対応を行うことを示唆した。

ECBの積極対応がEU各国政府の危機意識を後退させ、復興基金の議論の進展を妨げているとの懸念もある。だが、PEPP開始で市場の緊張が緩和した後も、復興基金の取りまとめに向けたEUの政治意思が減退する様子はない。ドイツ政府が4に付加価値税（VAT）引き下げや家族向け給付金などを柱とする追加の経済対策を発表したことや、ここに来て復興基金の議論が前進する可能性が高まってきていること（詳しくは5月28日付けレポート「[債務共有化に動き出すEU](#)」を参照されたい）は、むしろ33%ルールとの抵触や買い入れ資産の枯渇が遠退くことを意味する。

新たに発表されたECBスタッフのマクロ経済見通しによれば、2020年のユーロ圏の実質GDP成長率は▲8.7%落ち込んだ後、2021年に+5.2%のプラス成長に復帰、2022年も+3.3%と予想する（図表5）。2020年の成長率は3月の前回見通しより大幅に下方修正され、5月のECB月報で発表したコロナ危機の中心シナリオよりもやや悲観的な内容。新型コロナウイルスの治療薬が利用可能になるのが2021年央と想定し、それまでは感染再発が続き、ある程度の感染抑止策を継続する必要があるとの前提に基づいて作成されている。景気は既に底を打ったと判断しているが、落ち込みに比べて回復ペースが緩やかなものにとどまり、予測最終期の実質GDPの水準は、3月のスタッフ見通し対比で4%低くなる。なお、ECBは景気のリスク判断を下振れ方向としている。

原油価格の大幅な想定引き下げもあり、2020年のユーロ圏の統一基準消費者物価（HICP）は+0.3%に大幅下方修正され、2021年が+0.8%、2022年が+1.3%とその後も中期的な物価安定に届かない。ECBはコロナ危機による物価への影響を、インフレ的でなくデフレ的のみていることが分かる。予測最終期（2022年10-12月期）の前年比の物価上昇率も+1.4%にとどまる（図表6）。この点も景気や物価の僅かな下振れでECBの追加緩和が必要となることを意味する。

(図表5) ECBスタッフのマクロ経済見通しの新旧比較

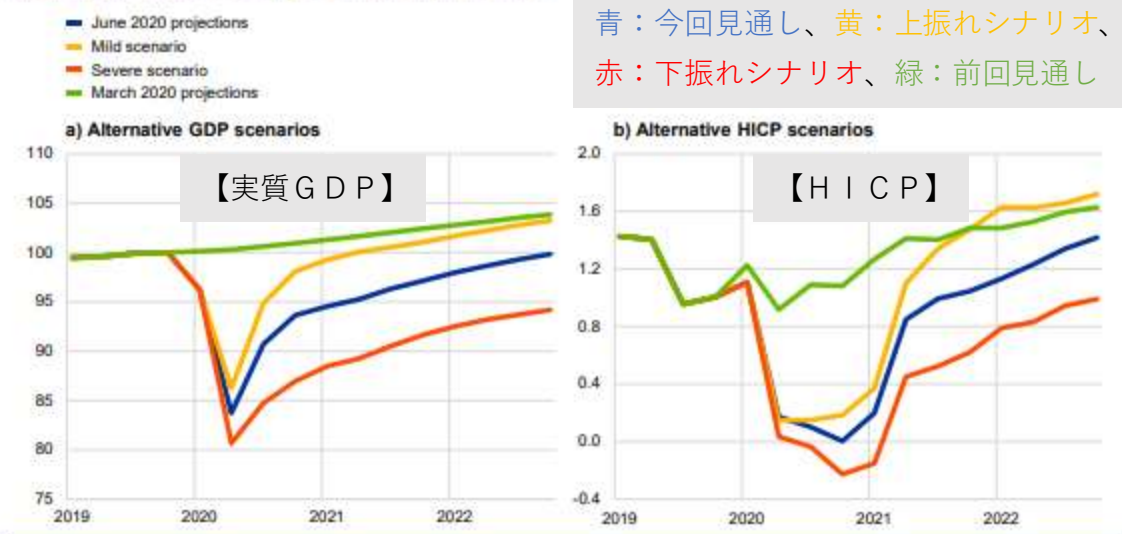
	今回 (2020年6月)			前回 (2020年3月)		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
実質GDP (%)	-8.7	5.2	3.3	0.8	1.3	1.4
失業率 (%)	9.8	10.1	9.1	7.6	7.6	7.5
HICP (%)	0.3	0.8	1.3	1.1	1.4	1.6
HICP (食料・エネルギー除く)	0.8	0.7	0.9	1.2	1.4	1.5
財政収支の対GDP比率 (%)	-8.5	-4.9	-3.8	-1.1	-1.5	-1.5
公的債務残高の対GDP比率 (%)	101.3	100.6	99.9	83.9	83.4	82.6
原油価格 (USD/b)	36.0	37.2	40.7	56.4	55.6	55.4
10年債利回り (%)	0.3	0.4	0.6	0.1	0.2	0.3
為替レート (USD/EUR)	1.09	1.08	1.08	1.09	1.09	1.09
世界の实質GDP (%)	-4.0	6.0	3.9	3.1	3.5	3.4

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6) シナリオ別のECBスタッフ見通し

## Alternative scenarios for real GDP and HICP inflation in the euro area

(index: Q4 2019 = 100 (left-hand chart); year-on-year rate (right-hand chart))



出所：欧州中央銀行資料より転載

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。