

Europe Trends

発表日:2020年7月17日(金)

ECBも復興基金の合意待ち

～PEPPの買い入れ枠は使い切る～

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)

◇ 今回のECB理事会は、復興基金の合意を目指す欧州首脳会議の前日。コロナ危機の金融政策対応も大方出揃い、政策や政策方針の変更はなし。複数のECB高官が最近、6月に増額したパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）の買い入れ枠を使い切らない可能性を示唆。ラガルド総裁は大幅なサプライズがない限り、買い入れ枠を使い切ると発言。理事会内のタカ派意見を牽制するとともに、今後も緩和的な金融環境を維持することを示唆した。現在のスケジュールでは、PEPPが終了する来年6月末以降、資産買い入れの規模が急縮小する。段階的な縮小に着手するのか、PEPPをさらに増額・延長するかが次の焦点となろう。

16日のECB理事会は無風。6月にパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）の増額と延長を決定したばかりなうえ、復興基金の合意を目指す欧州首脳会議の前日であったこともあり、目新しい情報は少なかった。政策金利、既存の資産買い入れプログラム（APP）とPEPPの買い入れ方針、条件付き長期流動性供給オペ第3弾（TLTRO3）の利用条件、政策金利に関するフォワードガイダンス、再投資の方針は何れも変更なし。理事会後の記者会見での注目点は、①足元の景気指標の改善をどう評価するか、②PEPPの買い入れ枠を使い切るか、③PEPPの再増額・再延長、④危機時対応から平時対応への移行、⑤PEPPの柔軟性、⑥マイナス金利の副作用を軽減する金利階層化（ティアリング）の見直しなど。こうした点に関する記者会見での主な発言要旨は以下の通り。

<PEPPの買い入れ枠>

ECBの次の一手を巡っては、年内にもPEPPの再増額・再延長を決定するとの観測が浮上する一方で、予想を上回る景気指標の改善、金融市場の不安心理後退、PEPPの買い入れ枠を使い切らない可能性を示唆する最近のECB高官発言、復興基金が合意に近づいていることから、資産買い入れを徐々に減額する平時移行に着手するとの観測も浮上している。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で景気が底入れした可能性に言及したが、各種景気指標が危機前の水準を大幅に下回り、先行きの不透明感も極めて高く、回復が業種や国でバラつきがあり、リスクが引き続き下振れ方向にあることを示唆し、慎重姿勢を崩さなかった。予想を大幅に上回るサプライズがない限り、景気回復を後押しするため、現在1兆3500億ユーロのPEPPの買い入れ枠を使い切ることを示唆した。

<PEPPの目的や柔軟性>

PEPPには、①金融政策の伝達を阻害する市場分断のリスクに対処する、②コロナ危機が引き起こす景気や物価の下振れに対応し、金融政策スタンスを緩和する—2つの政策目的があると説明。ECBの資本金構成比に基づく国債買い入れが最終的に達成するベンチマークであるが、買い入れの

規模やタイミング、対象資産、対象国については柔軟性が認められている。資本金構成比に収斂する過程で、金融政策の効果が損なわれないように運営することを示唆した。

<金利階層化>

金融緩和の強化で余剰流動性が増加しており、短期金融市場が落ち着きを取り戻し、インターバンク金利の上昇リスクが限定的なことから、金利階層化の対象（マイナス金利を適用しない範囲）を拡大するとの観測も一部で浮上している。ラガルド総裁はマイナス金利による金融緩和の効果を保ちつつ、銀行への副作用を軽減する階層化はこれまでのところ機能しており、今回の理事会では議論していないと説明したが、将来の変更可能性を排除しなかった。

<金融政策の戦略検証>

コロナ禍で実施が見送られてきた金融政策の戦略検証は9月に再開する予定で、最終的な結果公表は来年央ではなく、来年後半にずれ込む可能性を示唆した。戦略検証ではコロナ危機による影響のほか、気候変動と金融安定も独立したテーマとして取り上げる。途中経過の発表有無を問われた総裁は、理事会で検討中であると答えた。

前回理事会後の経済・金融環境に大きな変化はなく、欧州首脳会議前日のECB理事会で重要な決定が行われると見る向きは皆無だった。金融緩和への過度な依存に警笛を発する最近のECB高官発言もあり、今後も緩和再強化の可能性を示唆するか、徐々に平時対応への移行を滲ませるかが注目点だった。ラガルド総裁は先行きの不透明感が高いとし、今後も緩和的な政策スタンスが必要であることを示唆。復興基金の最終合意が待たれるなか、ハト派的なトーンを維持することは当然の帰結であったと考えられる。復興基金が近く合意に達した場合も、実際の稼働は来年以降。稼働済みの欧州安定メカニズム（ESM）の融資枠も今のところ利用する国は現れていない。景気下支えの役割をすぐに財政政策にバトンタッチすることはできず、当面は金融政策と財政政策との連携を維持・強化する意向とみられる。12月末には一時増額したAPPの買い入れ枠が終了し、来年6月末には延長後のPEPPの終了期限が迫る。現在月額1500億ユーロ前後の資産買い入れ規模は、一気に月額200億ユーロに縮小する。金融緩和の急縮小を回避するため、PEPPのさらなる増額・延長で対応するのか、買い入れペースを徐々に減額していくのか、PEPP終了を睨んでAPPの増額で対応するのか、週毎の買い入れ実績や市場対話を通じて探っていくことになる。

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。見直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。