

Europe Trends

発表日: 2020年10月30日(金)

12月の追加緩和は決定的

～感染第二波に最適な緩和策の組み合わせは？～

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

◇ 感染第二波とロックダウン再開でサプライズ緩和観測も浮上していたが、ECBは今後の感染動向や経済・物価への影響見極めもあり、10月の緩和決定を見送った。だが、ラガルド総裁は記者会見の冒頭で、事務方が政策ツールをどのように再調整するかの検討に入っていることを明かし、12月の緩和決定を強く示唆した。PEPPの買い入れ枠を来年末まで5000億ユーロ追加、再投資期間の延長、TLTRO3の追加実施と優遇金利の適用期間延長が緩和パッケージの核となろう。

ECBは29日の理事会で追加緩和の決定を見送った。コロナの感染第二波が欧州を襲うなか、前日にはフランスやドイツでロックダウンの再開が伝えられ、サプライズ緩和への期待も俄かに高まっていた。だが、今後の感染動向の見極めと再ロックダウンが景気や物価に与える影響に加えて、米大統領選や英EU間の貿易協議の行方など先行きには不確実性の高いイベントも多い。ECBは声明文の中で、リスクは明確に下振れ方向にあり、今後入手可能な情報を注意深く検討するとし、12月のスタッフ見通しが景気の見方やリスクバランスを詳細に検討する機会になるとの見解を表明した。ラガルド総裁は記者会見の冒頭で、政策ツールをどのように再調整 (recalibrate) するかの検討にスタッフが着手していることを明かし、12月10日の次回理事会で追加緩和を決定することを強く示唆した。事務方への検討指示は過去にも追加緩和決定のシグナルとされてきた。

総裁は追加緩和が単独の政策ではなく、様々な政策の組み合わせになる可能性を再三にわたって示唆。ドラギ前総裁時代のECBは、政策を小出しにするのではなく、パッケージ化することが多かった。現理事会で政策変更を提案する立場にあるレーン理事 (チーフ・エコノミスト) は、昨年9月の追加緩和パッケージも立案。12月の追加緩和も様々な政策を組み合わせたパッケージとなる可能性が高い。緩和の具体策がどの程度踏み込んだ内容となるかは、今後の感染動向、再ロックダウンの影響、政府の景気下支え策、金融市場動向などに依存する。それまでには、米大統領選の結果や英EU間の貿易協議にも一定の結論が出ている可能性が高い。

政策の選択肢としては、①政策金利の一段の引き下げ、②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) 構造の見直し、③通常の資産買い入れプログラム (APP) の一時増額の延長強化、④APPの月額買い入れ規模の増額、⑤パンデミック緊急資産買い入れプログラム

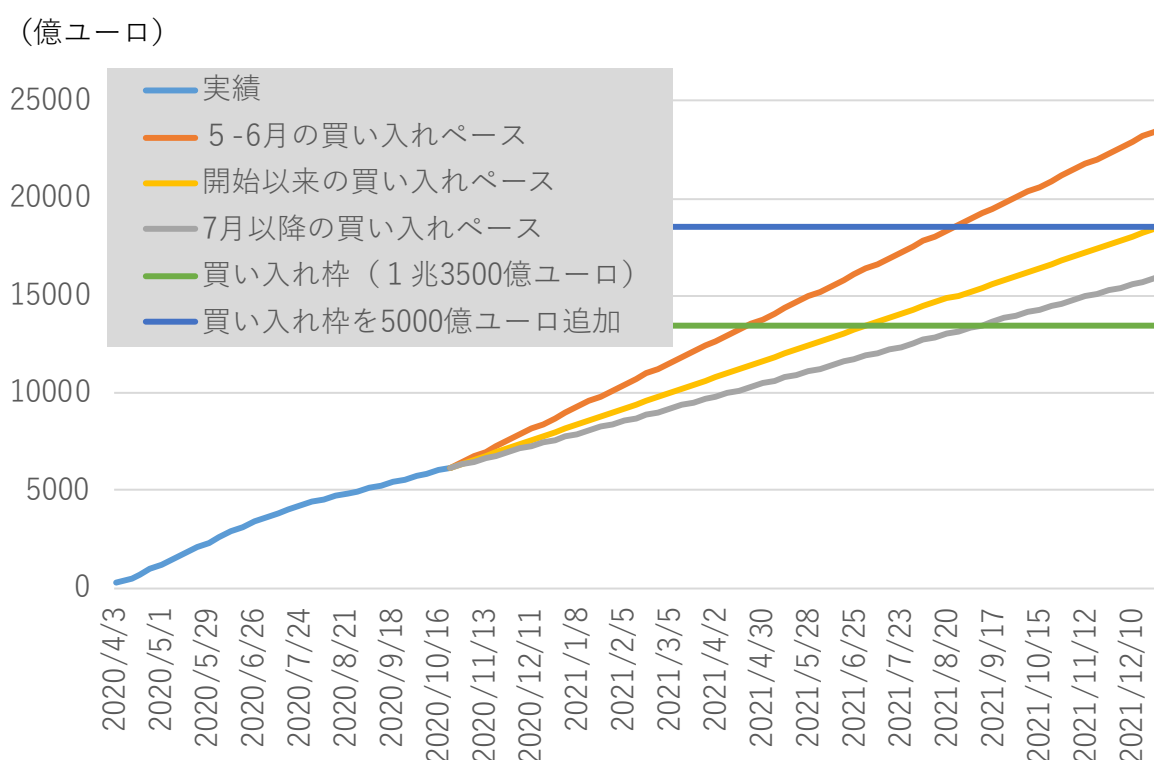
(PEPP) の増額延長、⑥条件付き長期流動性供給オペ第3弾 (TLTRO3) の追加実施と利用条件緩和、⑦パンデミック緊急長期流動性供給オペ (PELTRO) の追加実施、⑧過去の資産買い入れの満期償還分の再投資期間の延長などが考えられよう。

感染第二波への政策対応という性質を考えると、物価安定目標達成に比重を置くAPPよりも、コロナ危機対応を目的とし、より高い柔軟性が認められるPEPPの方が優先順位が高くなる。現状の買い入れペースに鑑みて、来年6月末までに総額1兆3500億ユーロの現在の買い入れ枠を、来年12

月末まで5000億ユーロ追加すると予想する（図表1）。PEPPの延長に伴い、現在2022年末の再投資期間も2013年末まで1年間延長されるとみる。

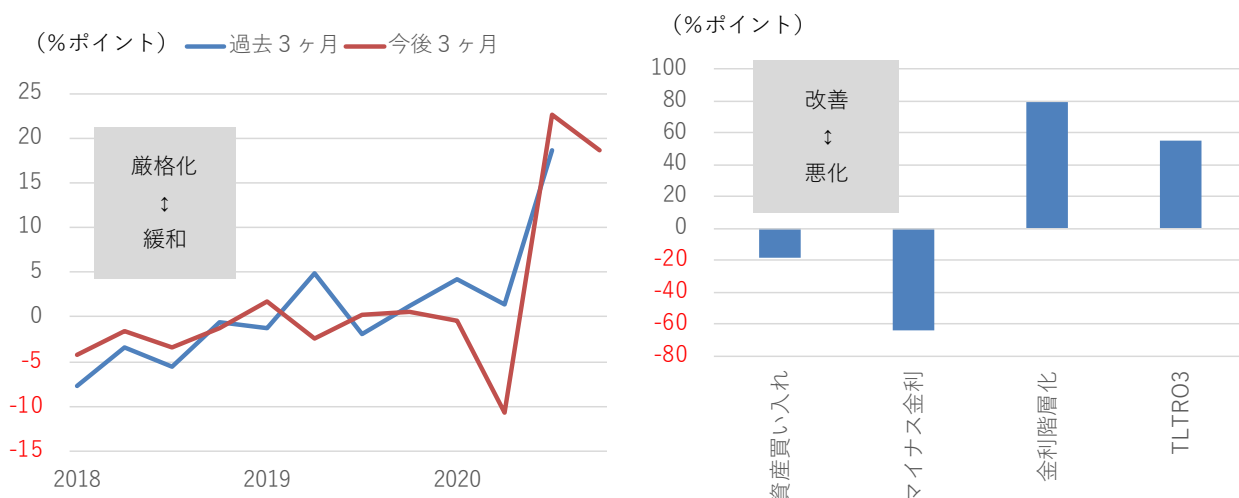
27日に発表されたECBの貸出態度調査（調査機関は9月21日～10月6日）では、経済活動の低迷と政策打ち切り懸念を背景に銀行が貸出態度を厳格化していることや、TLTRO3がマイナス金利の副作用軽減につながっていることが示唆される（図表2）。そのため、TLTRO3の追加実施と利用条件緩和も同時に決定される可能性が高い。具体的には、来年6月以降も四半期に1回のペースでTLTRO3を計4回追加実施し（2022年3月まで）、来年6月までの時限的な優遇金利の適用期間を1年間延長することや、適格担保基準（随天使債を差出担保として認める）の時限緩和措置を1年間延長することが考えられる（図表3）。優遇金利の貸出条件の緩和、金利優遇幅の引き上げ、利用可能上限の引き上げについては（図表4）、感染が長期化した際の追加緩和メニューとして温存するか判断が分かれるところだ。貸出条件を要求されないPELTROの追加実施、APP買い入れ枠の一時増額の延長強化を同時に決定するかも、今後の感染動向、景気・物価動向、市場環境などに依存しよう。一方、マイナス金利の深掘りは銀行の利鞘縮小などの副作用が警戒されるとともに、理事会内の反対意見も根強く、政策の優先順位は低い。

（図表1）ECBのパンデミック緊急資産買い入れの試算値



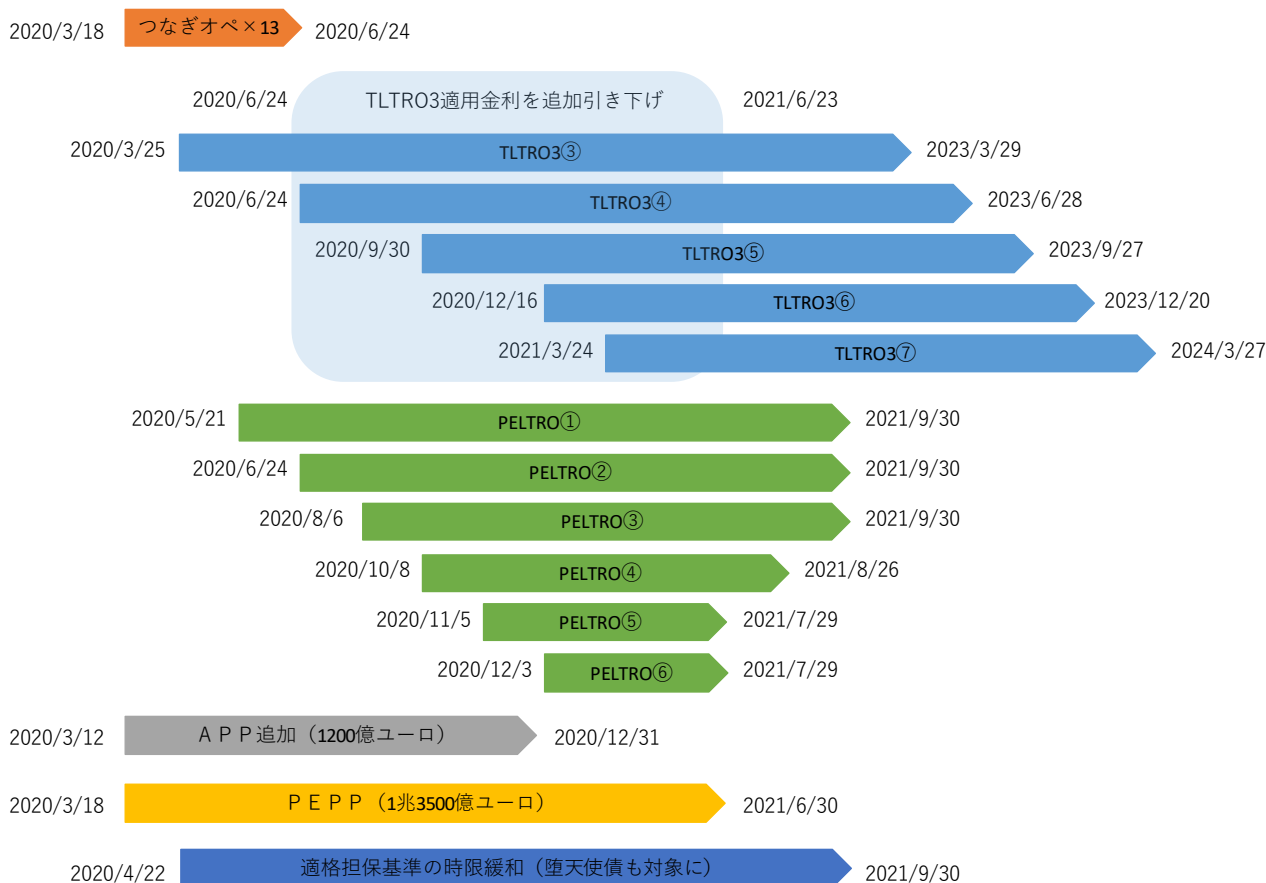
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) ユーロ圏銀行の貸出判断 (左) と E C B の政策が銀行の利益率に与えた影響 (右)



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3) E C B 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

(図表4) 貸出条件に応じたTLTRO3の適用金利

	2020年3月1日～2021年3月31日の貸出			
	増加	減少		
		2019年4月1日～2021年3月31日の貸出		
		+1.15%以上	+1.15%未満	減少
2020年6月24日～ 2021年6月23日の 時限的な優遇期間 中の適用金利	avg DFR- 50bp	avg MRO- 50bpとavg DFRの低い方	avg MRO- 50bp	avg MRO- 50bp
	▲1.0%	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5%
それ以前かそれ以 降の適用金利	avg DFR	avg DFR	avg MRO-貸 出増加率に応 じた優遇幅	avg MRO
	▲0.5%	▲0.5%	▲0.5～0.0%	0.0%

注：下段の数値例（網掛け）はオペ期間中に現在のDFRとMROが続く場合

avg：オペ期間中の加重平均

DFR：預金ファシリティ金利（現在▲0.5%）

MRO：主要リファイナンス金利（現在0.0%）

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。

