

Europe Trends

発表日: 2020年12月11日(金)

ECBはコロナ危機対応を延長強化

～PEPPとTLTRO3が緩和ツールの柱～

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10日の理事会で、①PEPPの買い入れ枠を5000億ユーロ増額し、2022年3月末まで9ヶ月間延長、②TLTRO3を3回追加実施、時限的な優遇金利の適用期間を1年間延長、適格担保基準の時限緩和措置を9ヶ月間延長、借り入れ上限を引き上げ、③PELTROを4回追加実施することを決定。政策金利の引き下げ、金利階層化の見直し、APPの時限買い入れ枠の増額延長は見送った。
- ◇ ECBは2021年末までの集団免疫獲得と経済活動正常化を想定。今後の金融環境次第で、PEPPの買い入れ枠を使い切らない可能性も、逆に買い入れをさらに強化する可能性もあることを示唆。足元のユーロ高進行と低インフレの長期化が懸念材料。短期的にはユーロ高進行にどう対処するか、中長期的にはコロナ危機対応から低インフレ長期化への対応にどうシフトするかが課題。

前回10月29日の理事会で追加緩和を強く示唆したECBは、年内最後となる10日の理事会で追加緩和策を発表した。緩和パッケージの内容は以下の通り（図表1）。

1) パンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）の増額・期間延長

- 買い入れ枠を現在の「1兆3500億ユーロ」から「1兆8500億ユーロ」に5000億ユーロ増額
- 買い入れ期間を現在の「少なくとも2021年6月末まで」から「少なくとも2022年3月末まで」9ヶ月間延長
- 満期償還分の再投資期間を現在の「少なくとも2022年末まで」から「少なくとも2023年末まで」1年間延長
- 買い入れ枠の性質については、従来「大幅なサプライズがない限り、買い入れ枠を使い切る（7月16日の理事会でのラガルド総裁の発言）」との方針だったが、今回の声明文では「予想されるインフレ経路へのパンデミックの下押しに対処するうえで、整合的でない金融環境の引き締まりを回避するため、市場環境に応じて柔軟に買い入れる」とあり、今後の金融環境次第で買い入れ枠を使い切らないことも買い入れをさらに強化することもあり得る

2) 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

- 四半期に1回のペースでTLTRO3を計3回追加実施（2021年6月、9月、12月）
- 時限的な優遇金利の適用期間を現在の「2021年6月末まで」から「2022年6月末まで」1年間延長
- 適格担保基準（随天使債を差出担保として認める）の時限緩和措置を現在の「2021年9月末まで」から「2022年6月末まで」9ヶ月間延長、2022年6月末までに当該措置を再検討

- 借り入れ上限を現在の「2019年2月18日時点の適格貸出残高の50%」から「同55%」に引き上げ
- 時限的な優遇期間中の最大優遇金利（▲1.0%＝オペ期間中の預金ファシリティ金利の平均－50 b p）は現在と同じ、優遇金利の貸出条件の判定期間を「2020年10月1日から2021年12月31日の間に適格貸出を基準対比で増やしたか」に変更

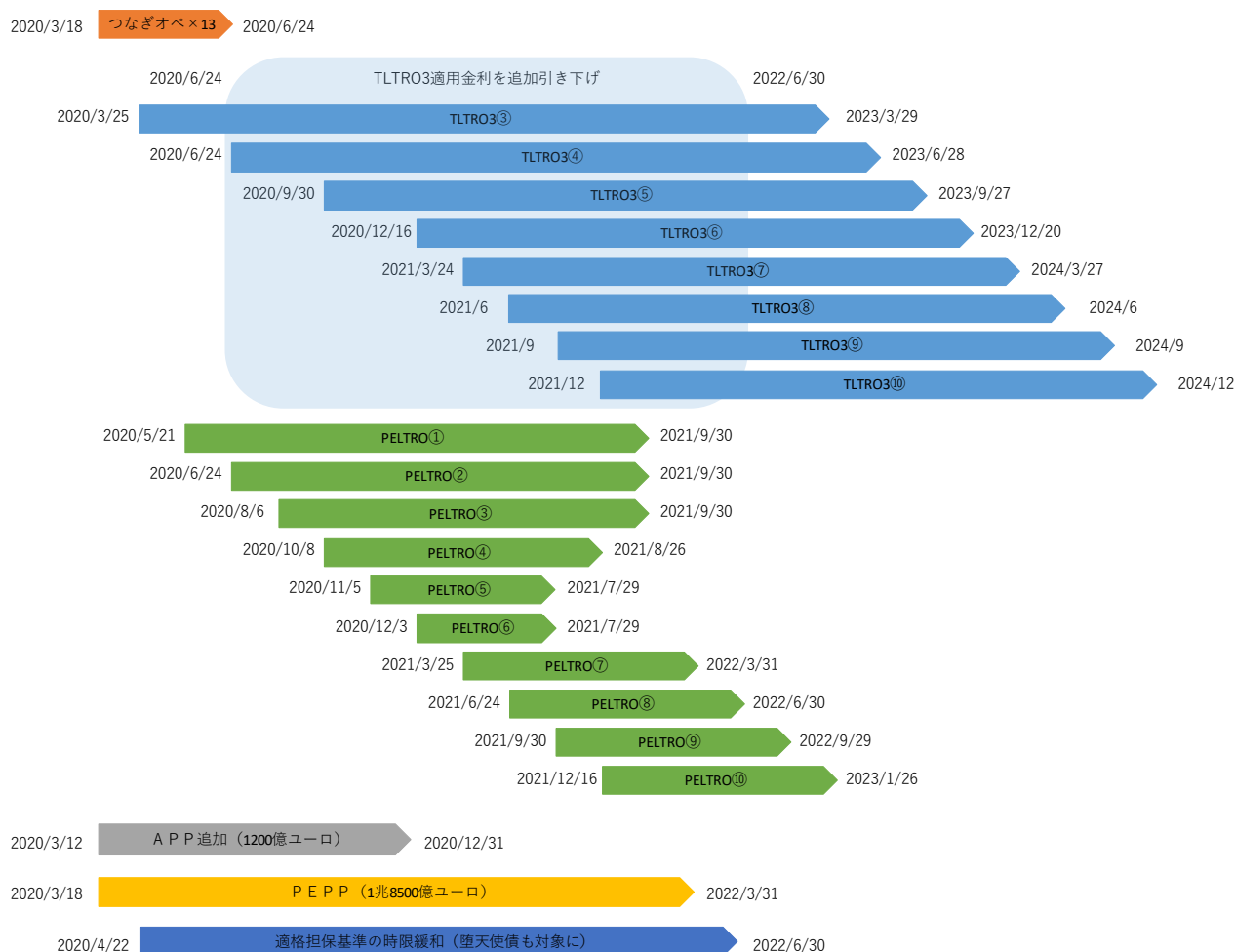
3) パンデミック緊急長期流動性供給オペ（PELTRO）の追加実施

- 4月に開始したPELTROを4回追加実施（2021年3月、6月、9月、12月）
- 追加実施分の満期は12～13ヶ月（これまでの7回は8～16ヶ月）、適用金利は期間中の主要リファイナンス金利（現在0%）－25 b p（現在▲0.25%）でこれまでと同じ

4) 中銀に対するレポ・ファシリティ（EUREP）と非ユーロ圏中銀とのスワップ・レポラインの延長

- 6月に時限措置として開始、現在の「2021年9月まで」から「2022年3月まで」6ヶ月延長

（図表1）ECBのコロナ危機対応策

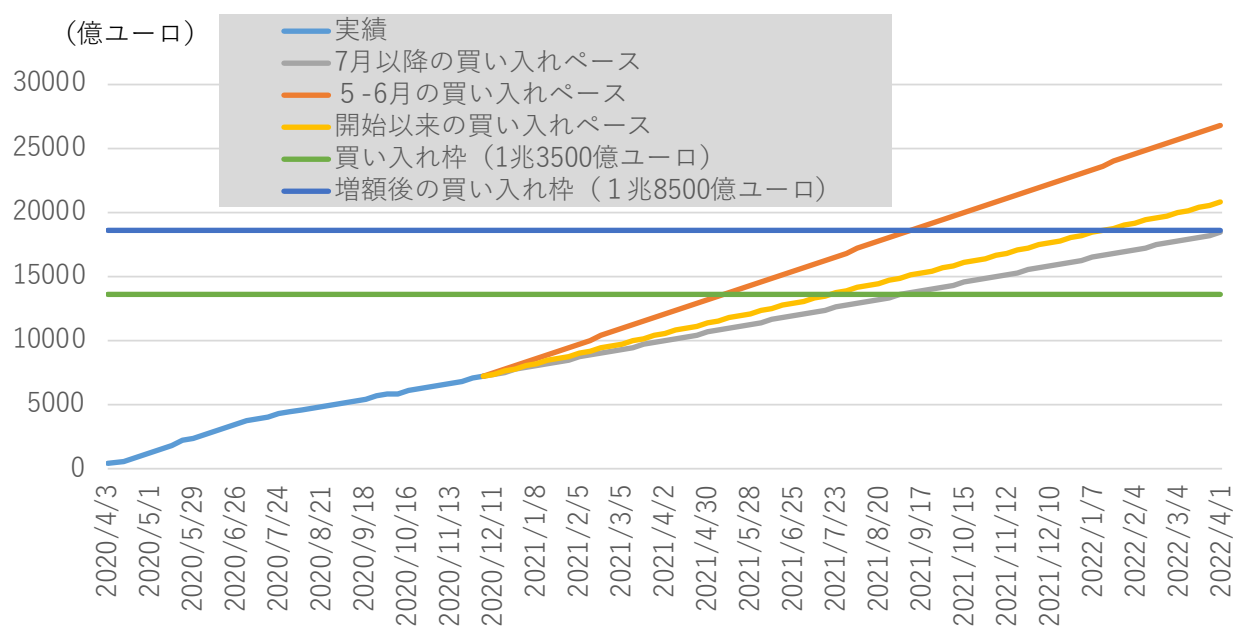


出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

政策発表の声明文では7項目の緩和策が列挙されているが、上記に挙げた以外の項目は現在の緩和策を今後も継続することを表明したもの。他に考えられる政策選択肢のうち、①政策金利の引き下げ、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コロナ危機対応で一時増額した通常の資産買い入れプログラム（APP）の買い入れ枠（2020年末まで1200億ユーロ）の延長強化、④APPの月額買い入れ規模（買い入れ終了期限を定めずに月額200億ユーロ）の増額、⑤TLTRO3の優遇金利の貸出条件緩和や金利優遇幅の引き上げは見送られた。

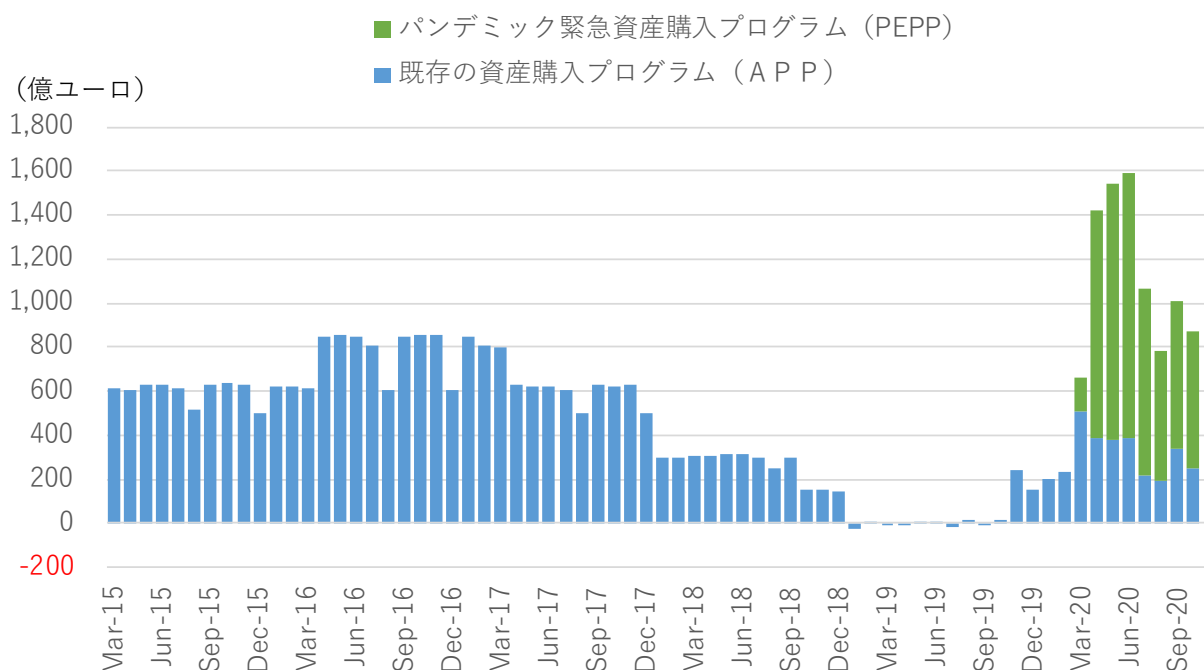
PEPPの延長期間が想定対比でやや長かったが、緩和パッケージの中身は概ね事前想定通り。買い入れ開始以来の平均的な買い入れペースが続く場合、増額後の買い入れ枠は2022年1月中に枯渇するが、市場の緊張が緩和した7月以降の買い入れペースが続く場合、ちょうど2022年3月末に買い入れ枠を使い切る計算となる（図表2）。また、APPはコロナ危機対応で一時増額した1200億ユーロの買い入れ枠が2020年末で失効するため、危機以前の月額200億ユーロの買い入れペースに戻る。市場の緊張が緩和した7月以降のPEPPの平均買い入れ規模は月額700億ユーロ程度、このペースが続けばAPPと合わせた月額の買い入れ規模は900億ユーロ程度となる（図表3）。市場環境激変時はPEPPの買い入れ強化で対応することになる。

（図表2）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 3) 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

同時に発表されたECBスタッフのマクロ経済見通しは、感染第二波の影響で2020年10～12月期がマイナス成長に転落、2021年1-3月期もその影響が残存し、発射台が低くなることもあり、2021年の実質GDP成長率を下方修正した(図表4)。一方、ワクチン普及で経済活動の正常化が進むことから、2022年を上方修正した。物価見通しは、ドイツのVATの時限引き下げや原油安の影響が剥落することから、2021年に1%台を回復した後、2022年もほぼ同水準で低迷。2023年にやや加速するものの、予測期間中はECBが中期的な物価安定とする2%弱に届かない。前回見通し対比で2022年が下方修正され、全体に回復時期が後ずれし、予測最終期の2023年10-12月期でも+1.4%にとどまる。

ラガルド総裁の理事会後の記者会見は、緩和パッケージの内容を読み上げることに時間を費やしたこともあり、いつもに比べて回答した質問数も少なかった。利下げを回避した理由を問われ、「フォワード・ガイダンスで示唆する通り、必要に応じて引き下げる準備があり、政策選択肢から排除していない」と説明。ユーロ高進行に関しては、「為替レートの目標水準はないが、物価の下押し要因となり、非常に注意深く監視している」と簡潔に答えた。また、コロナ危機克服をどう判断するかとの質問に関連して、不確実性が高いとしながらも、2021年末までの集団免疫獲得を想定していることを示唆、感染収束後も経済的な打撃がしばらく続くため、2022年3月までPEPPを継続する今回の緩和措置を決定したと説明した。

感染収束による経済活動の正常化、大規模な財政出動や金融緩和の効果、復興基金の稼働などが、来年以降の景気回復を後押しするとみられる。ただ、今回の追加緩和にもかかわらず、スタッフ見通しは2022～23年の物価の基調が1%台前半で低迷すると予想する。ラガルド総裁はコロナ危機の影響が長引けば、2022年3月以降もPEPPを継続する可能性を排除していないが、足元のユーロ高進行を食い止める有効な政策手段が見当たらない。短期的にはユーロ高進行にどう対処するか、中長期的にはコロナ危機対応から低インフレ長期化への対応にどうシフトするか、具体的には感染収束後の追加緩和が必要な場合に、PEPPのさらなる増額延長が可能か、他に有効な政策選択肢があるかが問われることになろう。

(図表4) 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	-3.7	6.2	3.8	-
	今回	-3.0	5.8	3.9	3.6
原油価格（USD/b）	前回	42.8	47.5	49.2	-
	今回	41.6	44.0	45.7	46.9
為替レート（USD/EUR）	前回	1.14	1.18	1.18	-
	今回	1.14	1.18	1.18	1.18
実質GDP	前回	-8.0	5.0	3.2	-
	今回	-7.3	3.9	4.2	2.1
消費者物価（統一基準）	前回	0.3	1.0	1.3	-
	今回	0.2	1.0	1.1	1.4
米国型コア物価（食品・エネルギー除く）	前回	0.8	0.9	1.1	-
	今回	0.7	0.8	1.0	1.2
失業率	前回	8.5	9.5	8.8	-
	今回	8.0	9.3	8.2	7.5
財政赤字（対GDP比率）	前回	-8.8	-4.9	-3.6	-
	今回	-8.0	-6.1	-3.9	-3.0
公的債務残高（対GDP比率）	前回	100.7	100.0	98.9	-
	今回	98.4	99.9	98.3	97.8

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。