

2021年12月20日

MURC Focus

コロナ危機対応の見直しに着手する欧州の中央銀行

～慎重派の ECB と積極派の BOE

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- 欧州中央銀行(ECB)は12月16日に開催した金融政策決定会合で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)と呼ばれる資産購入策を予定通り2022年3月で終了すると発表した。
- イングランド銀行(BOE)もまた12月16日に年内最後となる金融政策委員会(MPC)を開催、金融市場の金利据え置き観測に反し、政策金利(バンクレート)を0.15%ポイント引き上げ、年0.25%にした。
- PEPPの終了に当たり、ECBは金融市場との対話を重視してきた。一方BOEは利上げを巡る市場との対話に失敗、今後の金融政策運営に禍根を残す結果となった。

(1) ECB は来春 PEPP を終了へ

新型コロナウイルスの世界的な感染の拡大(パンデミック)を受けて、欧州各国の中央銀行は金融緩和を強化した。すでに中東欧諸国を中心にコロナ危機対応の見直しに着手する中銀は少なくないが、欧州連合(EU)の中銀である欧州中央銀行(ECB)と英国の中銀であるイングランド銀行(BOE)もまた、それぞれ12月の政策決定会合でコロナ危機対応の見直しを決定した。

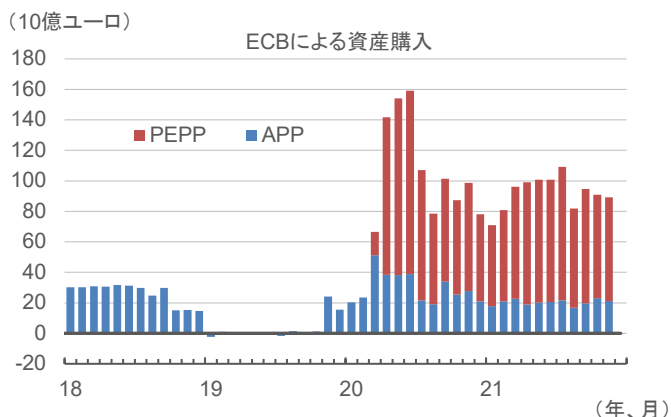
まず ECB であるが、ECB は12月16日に開催した金融政策決定会合で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)と呼ばれる資産購入策を予定通り2022年3月で終了すると発表した。同時に ECB は、現在月200億ユーロの規模で実施している通常の資産購入プログラム(APP)を一時的に増額すると発表した。事実上、これが PEPP 終了後の激変緩和措置となる。

具体的には、APP による資産購入は2022年4～6月期に月額400億ユーロへ増額され、続く7～9月期に300億ユーロになったのち、10月以降は再び200億ユーロに戻る。一方で ECB は APP 終了の期限を明示せず、利上げを意識するときに終えるという表現にとどめた。また PEPP 分の再投資の期限を2024年末と従来から1年延長したが、APP 分の期限は明言を避けた。

さらに PEPP 終了に伴い、適格担保要件(ECB 指定の格付け4社のうち、最低1社から投資適格級の評価を得ること)を満たしていないギリシャ国債は、ECB の新規の資産購入の対象から外れることになった。ECB(正確にはギリシャ中銀)は2022年4月以降、これまでの PEPP で購入した分の再投資を通じてギリシャ国債の流通利回りの上昇の抑制を図ることになる。

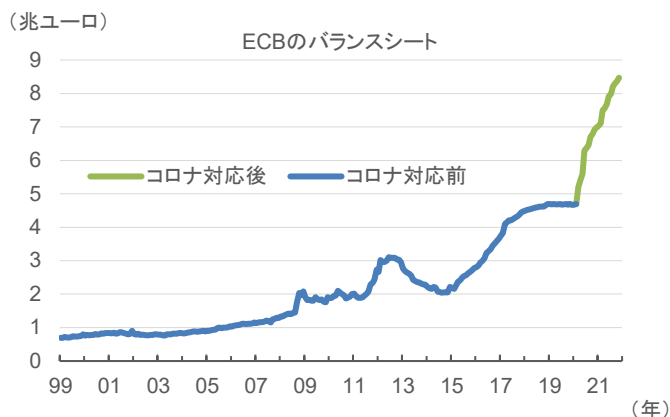
ECB は2020年2月以降、資産購入策を段階的に強化、その中心を担ったのが PEPP だった(図表1)。この間、現在に至るまで ECB のバランスシート(正しくは欧州中央銀行及びユーロ圏加盟19ヶ国の

図表1. コロナ対応の中心であった PEPP



(注) 正確にはユーロシステムに参加している19ヶ国の中銀によって購入された金融資産の合計額。ECB 自体は国債を購入しない。
 (出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. コロナ対応で膨張した ECB のバランスシート



(注) 正確には ECB 及びユーロシステムに参加している19ヶ国中銀のバランスシートを連結したもの (consolidated balance sheet of the Eurosystem)
 (出所) 欧州中央銀行(ECB)

中銀の連結バランスシート)は4.6兆ユーロから8.4兆ユーロと2倍近くに膨らんだ(図表2)。今後は利上げに加えて、この膨張したバランスシートの圧縮が政策的な課題となる。

ECB は今回の理事会で、PEPP の再投資を従来から1年延長し、2024年末までにすると決定した。ECB が PEPP で購入した金融資産は2021年11月末時点で約1.5兆ユーロであり、その殆どを占める国債の平均残存年数は7.45年である。再投資の過程で残存年数が短い国債を購入するとしても、PEPP で購入した資産がバランスシートからなくなるのは2030年過ぎとなるだろう。

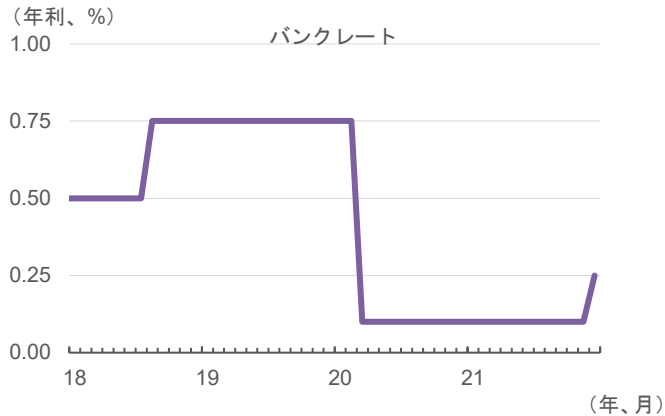
他方で ECB は、これまでの APP(注:APP は2015年3月~2018年12月及び2019年9月~で実施)で PEPP の倍以上となる3.1兆ユーロの金融資産(うち2.5兆ユーロ相当が国債で、平均残存年数は8.40年)を購入している。ECB は APP で購入した金融資産に関しては再投資の期限を明示していないため、バランスシートの本格的な圧縮までには10年単位の時間を要するかもしれない。

(2) BOE は予想外の利上げに着手

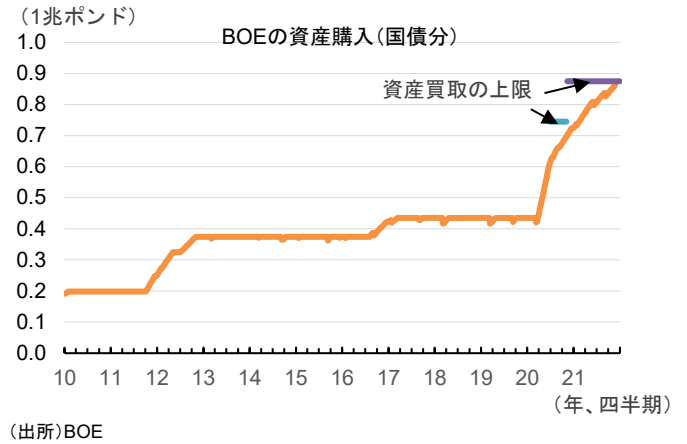
英 BOE もまた12月16日に年内最後となる金融政策委員会(MPC)を開催、金融市場の金利据え置き観測に反し、政策金利(バンクレート)を0.15%ポイント引き上げ、年0.25%にした(図表3)。利上げは18年8月以来であり、コロナ危機後は主要中銀の中で最も早い利上げとなった。英国でもオミクロン株が顕著に流行しているものの、BOE は高インフレへの対応を優先した。

資産購入策に関しては11月末で既往の上限枠(8,950億ポンド、うち国債が8,750億ポンドで社債が200億ポンド)に達しており、バランスシートの維持の局面に入っている(図表4)。BOE は経済環境が妥当であればという留保条件を付けながらも、政策金利が0.5%に達した時点で再投資を停止する意向を示しており、2022年2月3日予定の次回 MPC の行方に注目が集まる。

図表3. 18年8月以来となる利上げに着手した BOE



図表4. 既に「維持」の局面にある資産購入

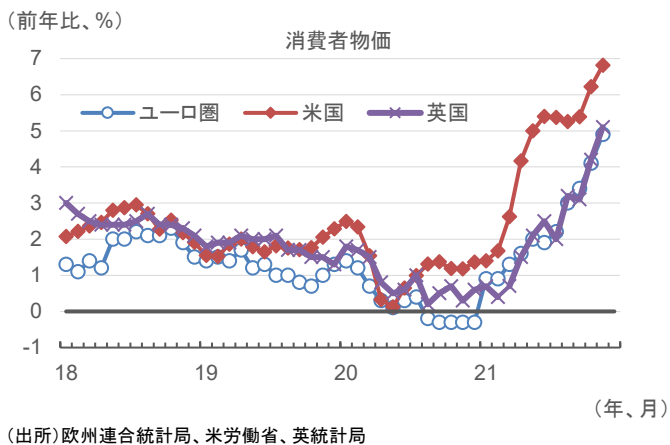


(3) 慎重派の ECB と積極派の BOE

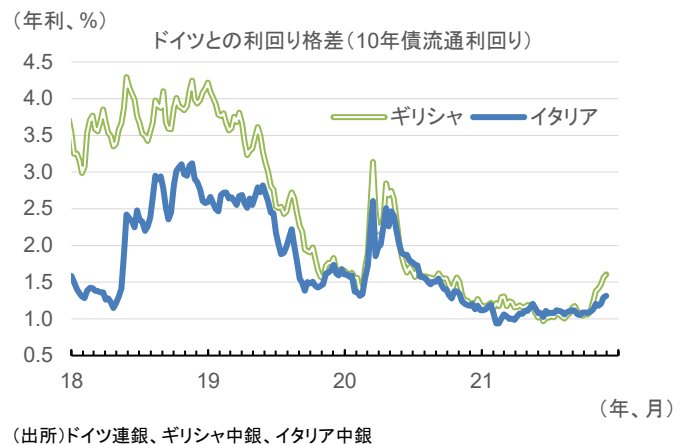
オミクロン株の流行で景気に下振れ圧力がかかっているにもかかわらず ECB と BOE がコロナ危機対応の見直しに着手した最大の理由は、インフレの加速にあると言えよう。米国ほどではないにせよ、欧州の消費者物価もまた上昇が加速している(図表5)。また米連銀(FRB)が11月から資産購入の段階的減額(テーパリング)に着手したことも、ECB と BOE の決定を後押ししたと考えられる。

とはいえ ECB は、コロナ危機対応の見直しに慎重にならざるを得ない。ユーロ圏内の信用格差は依然として深刻であり、重債務国であるイタリアやギリシャの国債利回りはユーロ圏で最も信用度が高いドイツ国債の利回りとの差は足元で拡大している(図表6)。信用格差が拡大することをできるだけ防ぎたい ECB は、コロナ危機対応の見直しに当たって金融市場との対話を重視している。

図表5. 加速する欧米のインフレ



図表6. 信用格差を抱える ECB



また ECB の場合、政策金利の一部である下限金利(金融機関が ECB に預金をする際に適用される金利)をマイナス圏(現在▲0.5%)まで引き下げており、その解消に当たっても戦略性が問われてくる。それに比べると BOE の場合、ユーロ圏の様な信用格差を抱えておらず、またマイナス金利の解消というハードルもないため、コロナ危機対応を見直しやすい環境にある。

それに英国経済の輸入超過体質を踏まえた場合、通貨防衛を図る必要があることも BOE がコロナ危機対応の見直しに積極的な理由と考えられる。12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で FRB が2022年3月にもテーパリングを終え、年内に3回の利上げを行う方向感が示された以上、ポンドの為替レートを一定に保つためには BOE も相応のペースで利上げを行う必要がある。

ここで問題となるのが、BOE の市場との対話姿勢である。そもそも BOE は11月 MPC での利上げを市場に意識させておきながら、結局は利上げを見送った。反して12月 MPC では、金利据え置き意識させておきながらも利上げを実施、BOE は2度、市場の期待を欺いたことになる。金融市場では BOE に対する疑念が強まっており、今後の金融政策運営が難しくなる可能性が意識される。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。