

2020年12月11日

MURC Focus

ECB は12月理事会で追加金融緩和を実施

～容易ではないデフレ圧力の緩和

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- 欧州中央銀行（ECB）は12月10日に開催した政策理事会で追加の金融緩和を決定、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の増額と延長が発表された。
- ECBが追加緩和を実施した背景にはデフレ圧力の存在がある。デフレ圧力が高まっている理由は需要（景気）要因と為替要因の2つに大別できるが、ECBの金融緩和だけでどうにかなる問題ではない。
- ユーロ圏19ヶ国の中銀であるECBの場合、株式の購入などは非常に高度な政治的判断を要する。日銀や米連銀に比べると取り得る選択肢が乏しいECBは、今後も厳しい政策運営を余儀なくされよう。

（1）ECBは資産購入を拡大

欧州中央銀行（ECB）は12月10日に開催した政策理事会で、追加の金融緩和を実施すると発表した。具体的には、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）として3月から行われている資産購入（量的緩和）策につき、これまでよりも5,000億ユーロ増額して、総額で1兆8,500億ユーロ（約234兆円）に拡大する方針を示した。

また期間に関してもこれまでより9ヶ月延長し、2022年3月までとした。一方で政策金利に関しては、一部でマイナス金利（預金金利に付された▲0.50%）の深掘り観測があったものの、結局は据え置かれた。金融機関の収益の悪化に配慮したものと推察される。反面、金融機関に対して低利で資金を貸し出す制度（TLTRO）も期間が22年6月まで1年延長された。

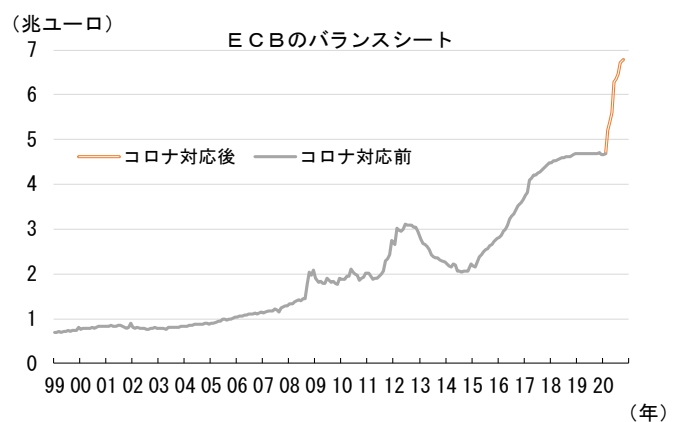
図表 1. 資産購入策の強化がメイン

ECBの12月理事会での決定の概要

政策金利の据え置き	主要政策金利を既往の年0.00%に、また貸出金利を年0.25%に、預金金利を年▲0.50%にそれぞれ据え置き。
資産購入策の強化	危機対応策であるパンデミック緊急対応プログラム（PEPP）での資産購入額を5千億ユーロ増額して総額1兆8500億ユーロに拡大。また期間を9ヶ月延ばして22年3月まで延長。再投資の期間も少なくとも23年末まで1年延長。 既往の資産購入プログラム（APP）は月額2百億ユーロでの購入をオープンエンド型で継続。
資金供給策の強化	危機対応策であるパンデミック緊急リファイナンスオペ（PETLRO）を21年に4回追加 預金金利（現在▲0.50%）をさらに0.50%ポイント引き下げた水準（現状▲1.00%）で行う期間3年の資金供給策（TLTROⅢ）は22年6月まで期間延長。

（出所）欧州中央銀行（ECB）

図表 2. 膨張が続く中銀のバランスシート


 （注）月次
（出所）ECB

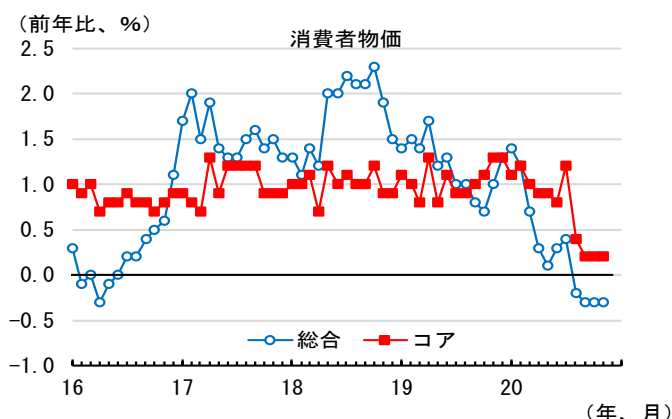
既にECBのバランスシート（図表2）はコロナ禍で2兆ユーロ近く拡大しているが、今回の決定でさらに膨張することになる。ECBはいわゆる再投資を少なくとも2023年末まで継続すると従来示していた時間軸よりも1年後ズレさせたが、金融や経済の環境は不透明感が色濃く、この時間軸通りにバランスシートの縮小に着手できるか定かではない。

（2）追加緩和の背景にあるデフレ圧力

ECBが追加緩和を実施した背景にはデフレ圧力の存在がある。直近11月の消費者物価（図表3）は総合指数が前年比 -0.3% と、3ヶ月連続で前年割れとなっている。コア指数は同 $+0.2\%$ とまだプラス圏内にあるが、こちらも弱含んでいる。デフレ圧力が高まっている理由は需要（景気）要因と為替要因の2つに大別できる。

何より新型コロナウイルスの感染の拡大の伴う景気の悪化が、需要面から欧州の物価を下押ししている。加えて図表4のようにユーロ高が進んでいることが、為替面からデフレ圧力を高めている。ユーロ高が進んだ最大の理由は米国発のドル安圧力（経済対策を受けた歳出拡大と米連銀による金融緩和）にあると考えられる。

図表3. 前年割れが定着する消費者物価



(注) コアは変動が大きい生鮮食品やアルコール・タバコ、またエネルギーを総合から除いたベース
(出所) 欧州連合統計局（ユーロスタット）

図表4. 20年のユーロは対ドルで8%近く上昇

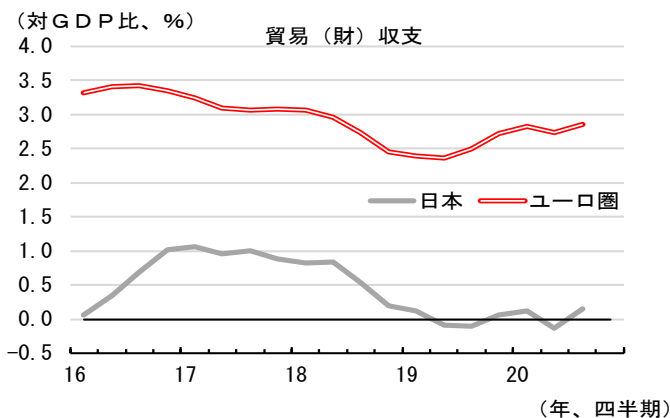
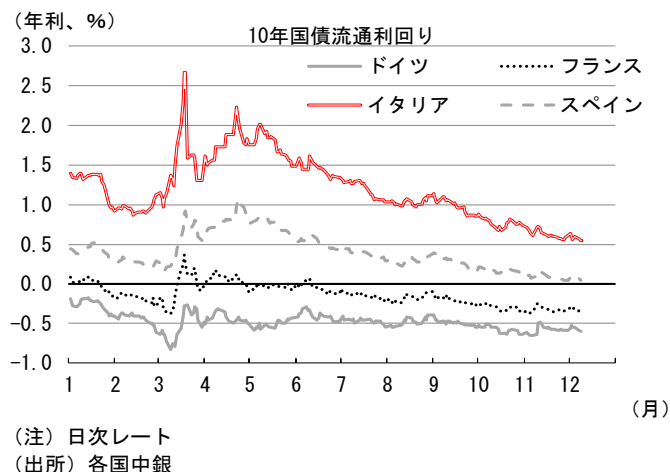


(注) 週次レート
(出所) ECB

12月10日時点でユーロの対ドル相場の年初来騰落率は終値ベースで7.75%である。一方で日本円の年初来騰落率は4.26%にとどまっている。日本円よりもユーロが投資家に好まれた理由に実需要因があると考えられる。日欧の貿易収支（財貿易に限る）の対GDP比率（図表5）を比較すると、ユーロ圏の水準の方が圧倒的に高いことが分かる。

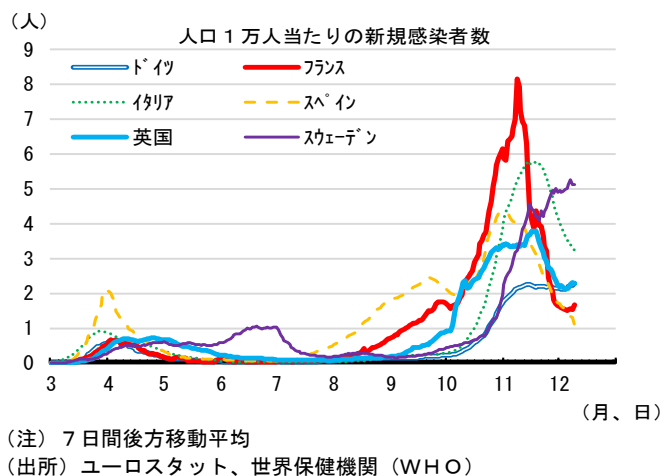
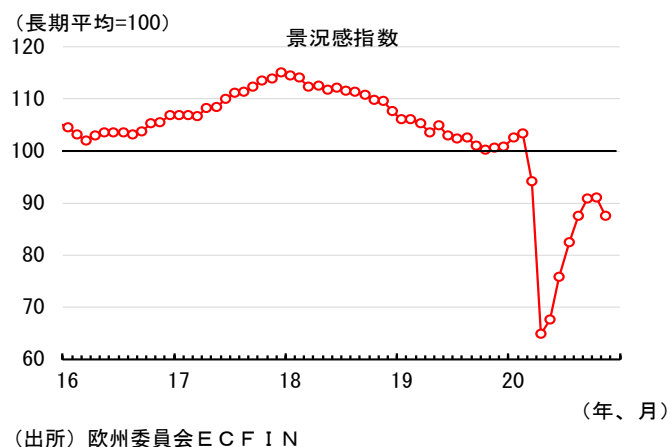
デフレが定着すると、政策金利の操作による金融政策の波及経路が断たれることになる。そのためECBは資産購入を拡大し、デフレ圧力の払しょくを図るとというのが追加緩和のロジックである。これはECBが2015年3月に金融緩和策として資産購入を初めて導入した際にもその説明に用いられた論理展開である。

実際、資産購入が持つ信用不安対策としての性格は春先に比べるとかなり後退している。とりわけ信用不安が深刻であったイタリアの長期金利（図表6）は、足元にかけて安定して推移している。ECBは引き続き物価の安定（≒景気の下支え）を図る観点から資産購入を継続していくことになるだろう。

図表5. ユーロの実需圧力は大きい

図表6. イタリアの長期金利は安定


（3）容易ではないデフレ圧力の緩和

10月末より欧州各国は行動制限を強化、その効果もあって新規感染者数（図表7）は徐々に減少している国が多い。とはいえ行動制限の結果、ユーロ圏景気は景況感指数（図表8）の動きが示すように「二番底」に陥ってしまった。感染拡大を受けて行動制限を強化するというパターンを脱せない限り、景気が本格的な回復軌道に乗ることはないだろう。

図表7. 行動制限で感染拡大は落ち着くが

図表8. ユーロ圏景気は「二番底」


また米国発のドル安圧力もすぐに和らぐことはない。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて悪化した景気の回復を促すべく、米国でもまた財政と金融の両面で景気刺激策が強化される方向にある。つまりECBが直面するデフレ圧力は、景気要因と為替要因のいずれの面からも、ECBの金融緩和だけでどうにかなる問題ではない。

ユーロ高を放置することは、景気を下支えする役割が期待される輸出の重荷にもなる。とはいえ潤沢な貿易黒字にサポートされたユーロ高を覆すには、かなり大胆な緩和手段を取る必要があるだろう。例えば日銀のように、資産購入の対象に株式のETF（上場投資信託）を組み込むことができれば、ユーロ相場の反転につながり、デフレ圧力が和らぐかもしれない。

しかしユーロ圏19ヶ国の公平性を勘案・担保する必要があるECBの場合、満期で償還される社債やCP（コマーシャルペーパー）はともかく、満期がない株式を購入するという選択肢は非常に高度な政治的判断を要する。このように日銀や米連銀に比べるとECBは取り得る選択肢が乏しいため、今後も厳しい政策運営を余儀なくされるだろう。

－ 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、当社の統一的な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。