

2021年5月21日

MURC Focus

高まる ECB のテーパリング観測

～PEPP の期間延長とテーパリングを組み合わせる可能性

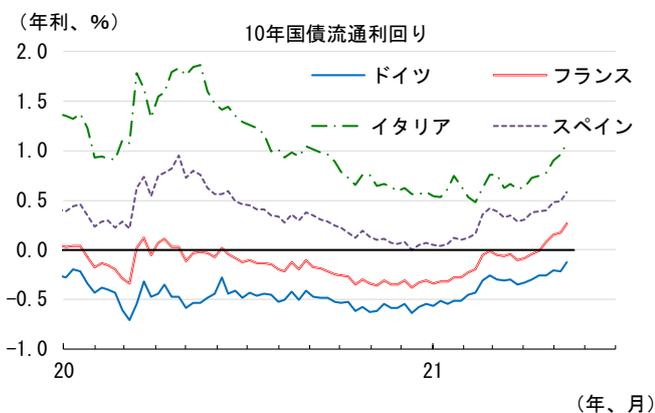
調査部 副主任研究員 土田 陽介

- ECB が実施している非常時の資産購入策（PEPP）の終了期限が2022年3月に迫る中、ECB が早ければこの夏にもテーパリングに着手するという見方が投資家の間で強まっている。
- とはいえ、景気の下振れリスクや金融市場の安定に配慮しつつテーパリングを進めるためには、現在定められているPEPPの期限を延長せざるを得ないと考えられる。
- その場合、現在1億8500億ユーロと定められているPEPPの総額での購入枠も数千億ユーロ規模で拡大を余儀なくされる。同時に2023年末までとされる再投資の期限も延長されるだろう。

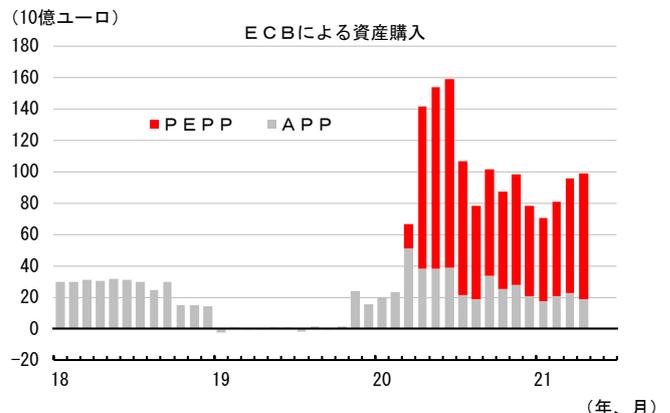
（1）テーパリング観測が高まる欧州

欧米ではワクチン接種が進んだことなどから新型コロナウイルスの感染者数が減少しており、行動制限の緩和が進んでいる。そうした中で、パンデミック危機対応の一環として強化された金融緩和の「手仕舞い」が意識され始めている。主要中銀で先陣を切ったのはカナダ中央銀行であり、4月の理事会で国債の購入を徐々に減額（テーパリング）することを決定した。

欧州でも、欧州中央銀行（ECB）がパンデミック危機対応として実施している非常時の資産購入策（PEPP）の終了期限が2022年3月に迫る中で、ECB が早ければこの夏にもテーパリングに着手するという見方が投資家の間で強まっている。ユーロ圏の長期金利（図表1）はこのところ上昇ピッチを強めているが、これはそうした投資家の見方を反映した動きである。

図表1. 上昇するユーロ圏主要国の長期金利


(注) 週次
(出所) Bloomberg

図表2. ECBの資産購入は小幅増にとどまる


(注) APPは景気対策（物価対策）として実施された、PEPPはパンデミック危機対応として実施された資産購入
(出所) 欧州中央銀行（ECB）

もともとECBは、年明けの米金利の上昇を受けて欧州の金利が急激に上昇したことから、3月の理事会で月次の資産購入を4～6月期は強化する方針を決定していた。しかしながら実際に蓋を開けると、4月の新規購入額（図表2）は3月から微増にとどまった。ECBのこうした消極的な姿勢も、ECBのテーパリング観測につながったと考えられる。

（2）加速が見込まれるインフレ

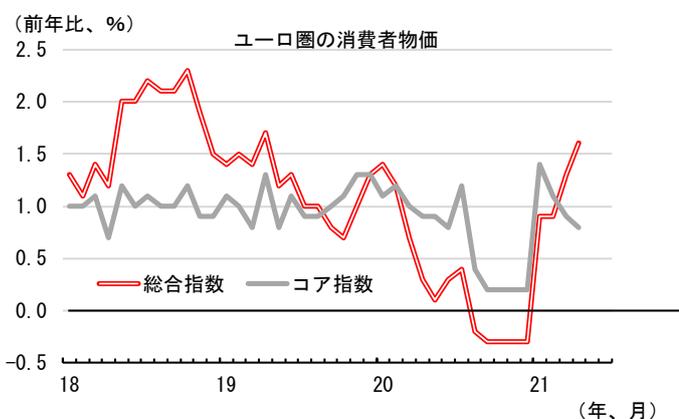
実際、行動制限の緩和によって景気の持ち直しが強まるため、欧州ではインフレの加速が見込まれる。足元のユーロ圏の物価（図表3）を確認すると、総合指数ベースではすでに上昇の加速が顕著であるが、一方で変動が大きい項目を除いたコア指数の伸び率はむしろ低下しており、需要の回復がインフレにまだ反映されていないことが分かる。

事実、足元のインフレの加速は、原油に代表されるエネルギー価格の回復やドイツの減税措置の終了など要因の影響を強く受けた現象である。しかし今後は、行動制限の緩和で繰越需要が顕在化するため、コア指数ベースでも物価は伸び率を高めていくと予想される。また供給サイドである事業者側の期待インフレ（図表4）も徐々に高まっている。

こうした物価の見通しに基づけば、ECBが今夏にもテーパリングに着手するという展開は十分にあり得るシナリオになる。とはいえ、新型コロナウイルスの感染拡大がこのまま収束するかどうか定かではない。感染力の強い変異株が蔓延すれば再び行動制限が強化される可能性も否定できず、その場合には景気が下振れすると警戒される。

それにテーパリングには、一時的とはいえ金融市場が不安定化するリスクを伴う。景気回復の足取りがそれほどしっかりしたものとはいえない今の環境で、インフレの加速懸念だけを理由に

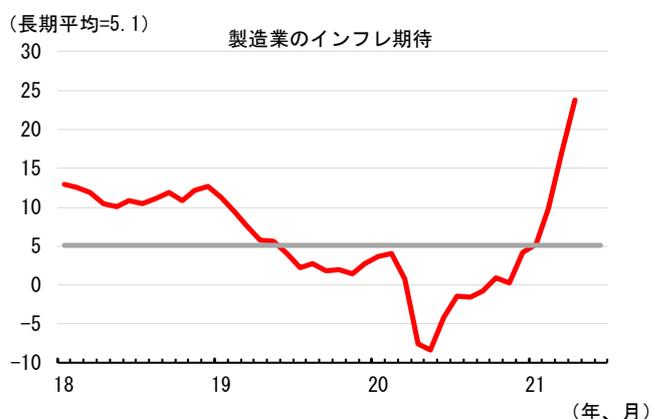
図表3. 相反する物価指数の動き



（注）コアはエネルギー及び生鮮、アルコール、タバコを除くベース

（出所）欧州連合統計局（ユーロスタット）、ドイツ連銀

図表4. 高まるインフレ期待



（注）長期平均は2000年以降

（出所）欧州委員会ECFIN

テーパリングを推し進めることは拙速である。ECBは様々なリスク要因に配慮し、極めて慎重にテーパリングを実施していく必要があるだろう。

(3) P E P Pの期間延長とテーパリングを組み合わせる可能性

金融市場の安定に配慮しつつテーパリングを進めるためには、現在2022年3月と定められているP E P Pの期限を延長せざるを得ないと考えられる。少なくとも半年は緩和の時間軸を延ばすことで金融市場の安定に配慮し、代わりに緩やかなテンポでテーパリングを行って危機対応からの出口戦略を進めることこそ、現実的な解ではないだろうか。

その場合、現在1億8500億ユーロと定められているP E P Pの総額での購入枠も数千億ユーロ規模で拡大を余儀なくされる。同時に2023年末までとされる再投資の期限も延長されるだろう。結果的にP E P Pは、その「手仕舞い」のために期間が延長されるわけだが、パンデミック危機という前代未聞の事態に鑑みれば致し方がない選択といえる。

なお技術的には、パンデミック危機対応としてのP E P Pを終了する代わりに、景気刺激策として実施している資産購入（A P P）を増額し、月次の資産購入の総額がそれほど減少しないように再編することも視野に入る。P E P Pは当初、イタリアの信用不安が他国に波及することを防ぐ観点から実施された危機対応策であったが、徐々にその意味合いが薄れている。

そうした意味で、もはやA P PとP E P Pには本質的な違いはないといってい。現在ECBはA P Pで月額2百億ユーロの金融資産を無期限で購入しているが、P E P Pのテーパリングと合わせてA P Pでの月次購入額を増額し、合計での資産購入の減額が小幅になるようにして金融市場に与える悪影響を軽減することは合理的な判断だろう。

(4) パンデミック危機対応の出口戦略でも取り残される日本

中銀の責務からすればECBはインフレ圧力を放置できないはずだが、一方で景気回復の足取りはまだしっかりしておらず、また金融市場も不安定化するリスクがあるため、テーパリングは慎重にせざるを得ない。こうしたことは、ECBと同様にパンデミック対応で巨額の資産購入を実施した米連銀（FRB）に関しても指摘できる。

FRBは現在、月800億ドルの米国債、同400億ドルのモーゲージ債を購入している。金融市場では、8月末にカンザスシティ連銀の主催で開催される年次シンポジウム（ジャクソンホール会議）において、FRBがテーパリングに関するアナウンスを出すという観測が高まっている。実際に何らかのヒントがあったとしても、新型コロナの感染動向は依然として不確実性が拭えない中で、FRBもまたテーパリングを慎重に行わざるを得ない。

問題は日本である。コロナショック以前から日銀は他の中銀と比べても強力な金融緩和を実施していたが、コロナショックを受けてさらに日銀の金融緩和は強化された。欧米に比べると新型コロナウイルスに伴う死者数自体は極めて少ない反面、医療供給体制の逼迫やワクチン接種の遅延というボトルネックが解消されず、行動制限の緩和に向けた道筋が描き難い。

こうした中で、パンデミック危機対応の出口戦略に関しても、日本は取り残される公算が大きい。こうした金融政策の方向感が反映される形で急速に円安が進むリスクについて留意したい。

－ 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。