

2022年12月19日

MURC Focus

ECB は0.5%の追加利上げを実施

～2023年3月より量的引き締めにも着手

調査部 副主任研究員 土田 陽介

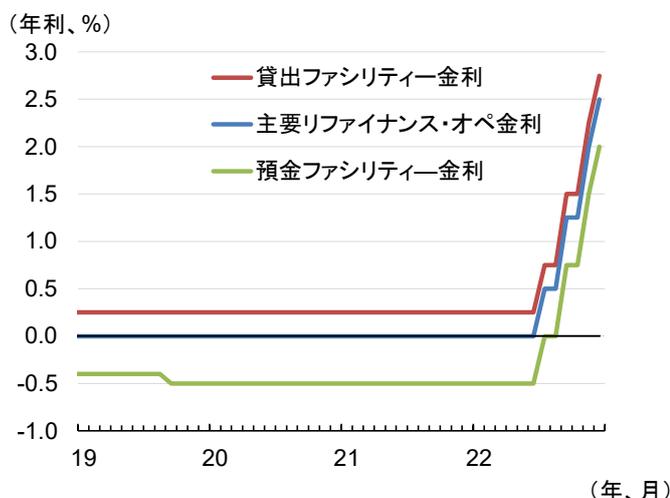
- 欧州連合(EU)の欧州中央銀行(ECB)は12月15日に年内最後となる政策理事会を開催し、3種類ある政策金利をそれぞれ0.5%ずつ引き上げた。
- さらに ECB は、2015年3月以来、断続的に行われてきた資産購入プログラム(APP)の下で購入してきた金融資産の保有高の削減に取り組む方針を示した。
- ECB は2023年2月2日に予定されている次回の理事会で詳細について発表し、3月から満期償還分の再投資の停止に着手する。

(1)0.5%の追加利上げを実施

欧州連合(EU)の欧州中央銀行(ECB)は12月15日に年内最後となる政策理事会を開催し、3種類ある政策金利をそれぞれ0.5%ずつ引き上げた(図表1)。9月と10月の理事会での利上げ幅は0.75%だったが、今回の理事会では0.5%になった。また今回の利上げで、政策金利の中心である主要リファイナンス・オペ金利の水準は年2.5%となった。

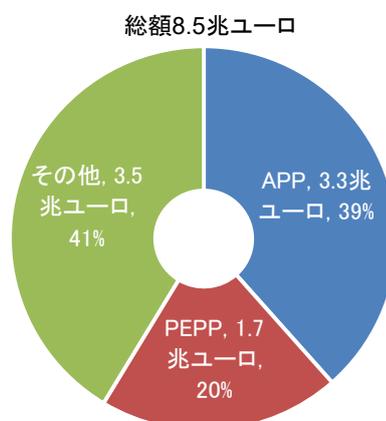
さらに ECB は、2015年3月以来、断続的に行われてきた資産購入プログラム(APP)の下で購入してきた金融資産(公債と社債、ABS債、カバード債)の保有高の削減に取り組む方針を示した。ECB は2023年2月2日に予定されている次回の理事会で詳細について発表し、3月から満期償還分の再投資の停止に着手する。

図表1. ECB の政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. ユーロシステムの総資産の内訳(22年11月)



(注) ECB および ECB に参加する19ヶ国の統合バランスシート (出所) ECB

ユーロシステムのバランスシート（ECB およびユーロ制度に参加する EU19ヶ国の統合バランスシート）の規模は2022年11月時点で約8.5兆ユーロ（約1,230兆円）だったが、そのうち APP の下で購入された金融資産の規模は3.3兆ユーロであり、全体の39%に相当する（図表2）。この部分に関して、ECB は量的引き締め（QT）を始めることになる。

2023年3月から6月まで、APP の下で購入した金融資産の保有高は月平均150億ユーロずつ削減されるが、6月以降の削減テンポに関しては未定である。またどの金融資産の売却を優先するか、ECB は明らかにしなかったが、金融市場への悪影響に鑑みて、資産の8割を占める公債（約2.6兆ユーロ）以外の資産（社債など）の売却を優先するかもしれない。

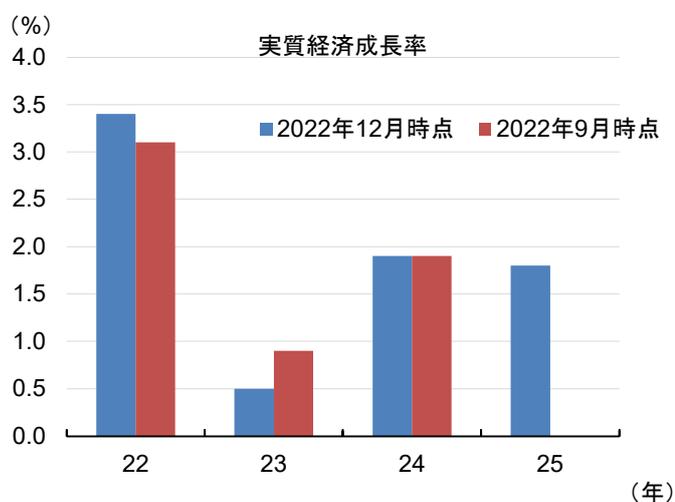
なお ECB は2020年2月から2022年3月まで、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）と称される APP とは別枠の資産購入策を実施してきた。その規模は2022年11月時点で1.7兆ユーロであり、ユーロシステムのバランスシートの20%に相当する（図表2）。APP と異なり PEPP で購入された金融資産に関しては、2024年末まで再投資が継続され残高は維持される。

(2) ECB はインフレ見通しを引き上げ

12月15日の政策理事会と同時に、ECB は最新のマクロ経済予測を発表した。ECB は経済成長率見通しを、2022年は3.1%から3.4%に引き上げる一方で、23年は0.9%から0.5%に引き下げ、24年は1.9%に据え置いた（図表3）。他方で消費者物価上昇率見通しを、22年を8.1%から8.4%に、23年を5.5%から6.3%に、24年を2.3%から3.4%に引き上げた（図表4）。

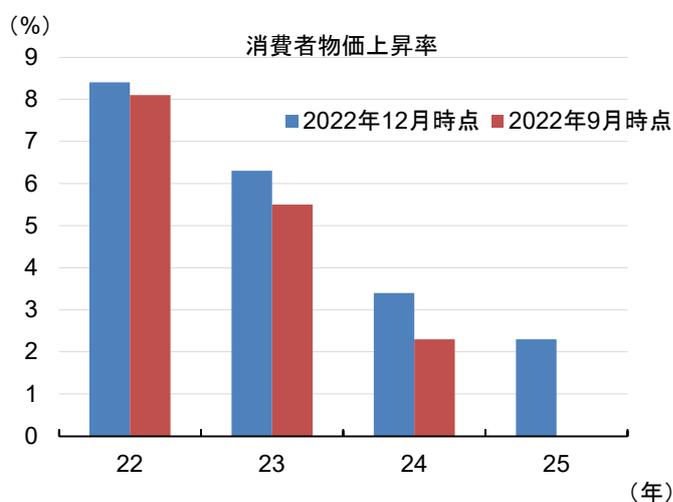
ECB は先行きのインフレに関して、不確実ながらもエネルギー価格や食品価格の上昇が落ち着くと予想している。反面、それ以外のモノやサービス一般の上昇が続くことを想定しており、

図表3. ECB の経済成長予測



(出所) ECB

図表4. ECB のインフレ見通し



(出所) ECB

それがインフレ見通しを引き上げたことの主因となっている。コスト高に加えて、通貨ユーロの下落や賃金の上昇が、インフレの安定を阻むとしている。

今回、ECB は利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小したが、報道では0.75%の利上げを支持する理事会メンバーも少なからずいたとされている。また0.5%に縮小したとはいえ、ECB のラガルド総裁は、インフレを安定させるために今後も大幅な利上げを続ける（will have to rise significantly at a steady pace）と表明している。

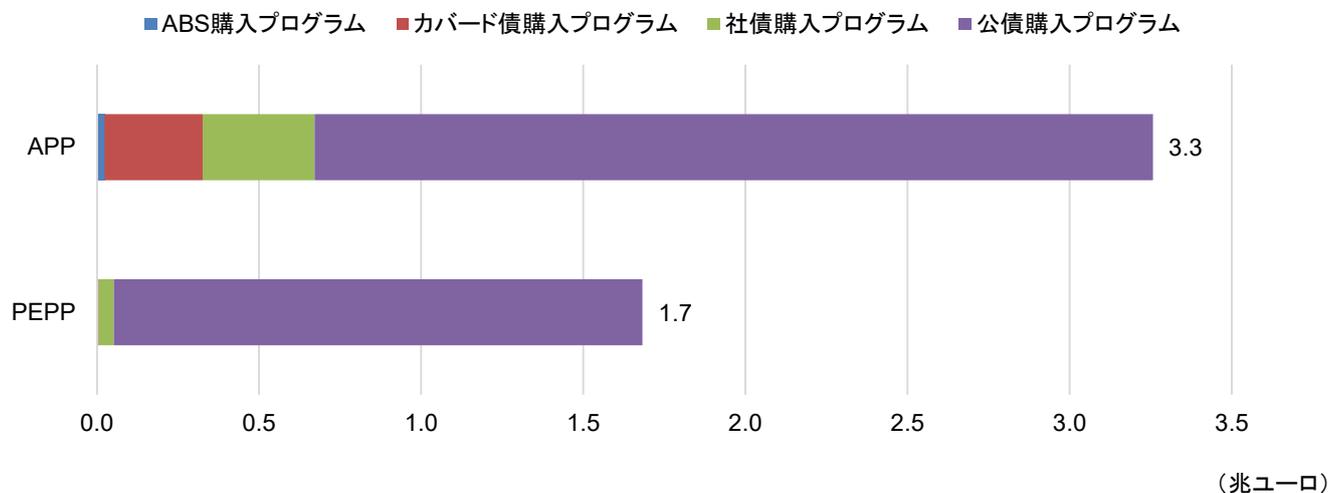
したがって当面の間、ECB は0.5%ずつ利上げを行うと予想される。その結果、主要リファイナンス・オペ金利（今回の理事会での利上げで2.5%）のターミナルレート（利上げサイクルの最終時点での金利水準）は3.5%から4.0%程度になるだろう。主要リファイナンス・オペ金利がこのレベルまで引き上げられるのは、実に20年ぶりのことになる。

(3) 注目される QT のテンポ

今後 ECB は、ターミナルレートを意識しつつ、金融引き締め的主軸を QT に移すことになるだろう。APP の下で購入した金融資産の保有高の削減に関しては、来年2月の理事会でその詳細が明らかとなるが、特に注目されるのが購入してきた金融資産の8割を占める公債（国債・地方債など）の保有高の削減テンポである（図表5）。

ECB が APP で購入してきた公債の加重平均マチュリティー（weighted average maturity）は11月時点で8.51年である。つまり、再投資を停止するだけで APP を通じて購入してきた公債の保有高を大幅に削減しようとする、8年以上の歳月を要する。したがって、バランスシートの圧縮を急ぐなら、満期償還前に公債を市場で売却しなければならない。

図表5. APP と PEPP のプログラム別内訳



（注）PEPP ではコマーシャルペーパーも購入されているが、少額であるため社債に含めた。
（出所）ECB

とはいえ、公債の売却を優先し過ぎると、金利が急騰する事態を招きかねない。特にイタリアなどの重債務国は、金利の急騰で利払い負担が急増するため、財政問題が再燃する危険性が高い。ECB はイタリアなどの金利が急騰した場合、もう一つの資産購入策である PEPP における再投資を通じて金利の上昇を抑制するとしているが、実効性があるかどうか疑わしい。

先行して6月より QT に取り組んでいる米連銀（FRB）でさえ、技術的な困難もあり、金融資産（公債と住宅ローン担保証券）の市場での売却は計画を下回っている。19ヶ国の金融政策を束ねるとともに、各国の財政にも配慮せざるを得ない ECB の場合、市場で公債の売却は FRB 以上の困難が予想される。

そもそも、APP で購入してきた金融資産のうち、どの程度まで保有を削減すべきなのかという極めて重要な論点もある。いずれにせよ、ECB の場合、公債の市場での売却は他の中銀以上に慎重に行われて然るべきだろう。ECB が来年2月に発表する APP の QT に関する計画の詳細に注視したいところである。

— 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。