

2023年2月7日

MURC Focus

保有資産の再投資の部分停止に着手する ECB

～3月から6月まで月150億ユーロずつ削減

調査部 副主任研究員 土田 陽介

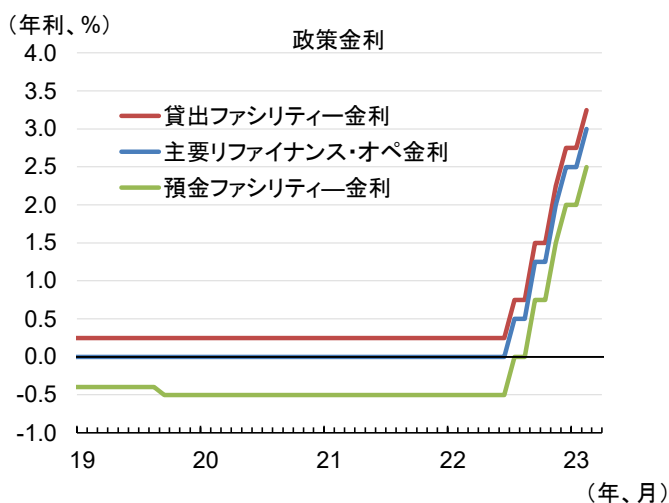
- 欧州中央銀行(ECB)は2月2日に2023年初となる定例の政策理事会を開催し、3種類ある政策金利をそれぞれ0.5%ずつ引き上げた。
- また ECB は声明で、追加利上げのピッチを徐々に減速させている米連銀(FRB)とは対照的に、3月16日に予定されている次回の理事会でも0.5%の利上げを行うと明言した。
- 同時に ECB は、いわゆる資産購入プログラムの下で買い入れてきた金融資産について、保有資産の再投資の部分的減額(partial reinvestment)に着手すると改めて表明し、その計画の詳細について公表した。

(1) ECB は2月の政策理事会でも0.5%の利上げを実施

欧州中央銀行(ECB)は2月2日に2023年初となる定例の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。その結果、政策金利の中心となる主要リファイナンス・オペ金利は年3%となり、貸出ファシリティ金利(銀行に対して貸出をする際の金利)は3.25%、預金ファシリティ金利(銀行から預金を引き受ける際の金利)は2.5%となった。

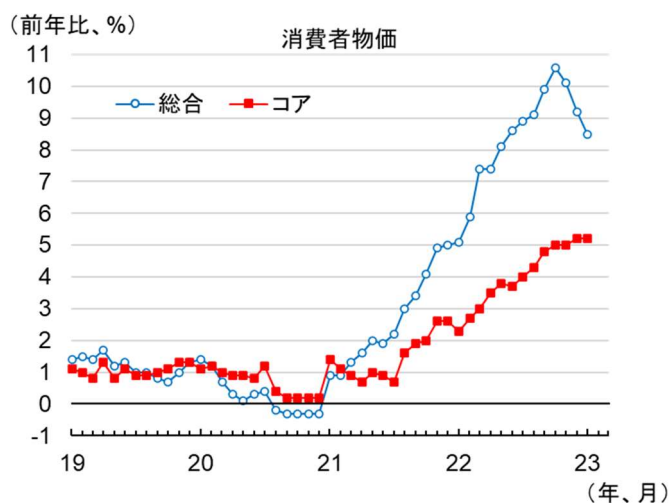
また ECB は声明で、3月16日に予定されている次回の理事会でも0.5%の利上げを行うと明言した。金融引き締めで先行する米連銀(FRB)が、1月31日から2月1日の間で開催された連邦公開市場委員会(FOMC)で利上げ幅を0.25%に圧縮し、追加利上げのピッチを徐々に減速させているのとは対照的に、ECBは引き続き0.5%の大幅利上げ路線を継続することになる。

図表1. 大幅利上げを続ける ECB



(出所) 欧州中央銀行

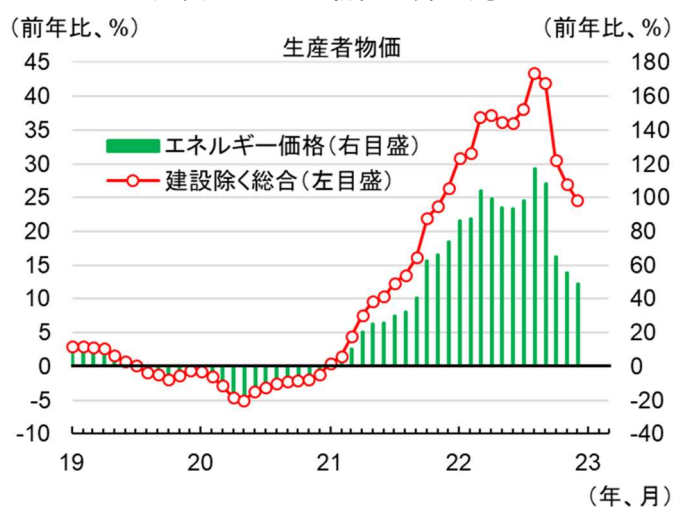
図表2. コア物価は依然として高止まり


 (注) コアベースはエネルギー、食品・アルコール・タバコを除くべ須
 (出所) ユーロスタット

ECB が大幅利上げ路線を継続している最大の理由は、インフレが依然として強いことにあると考えられる。ユーロ圏の最新1月の消費者物価は総合指数ベースで前年比8.5%上昇と、伸び幅は3ヶ月連続で縮小した（図表2）。総合指数ベースではディスインフレが進んでいるが、変動が激しい項目を除いたベースでは前月同様の前年比5.2%と、高止まりしている。

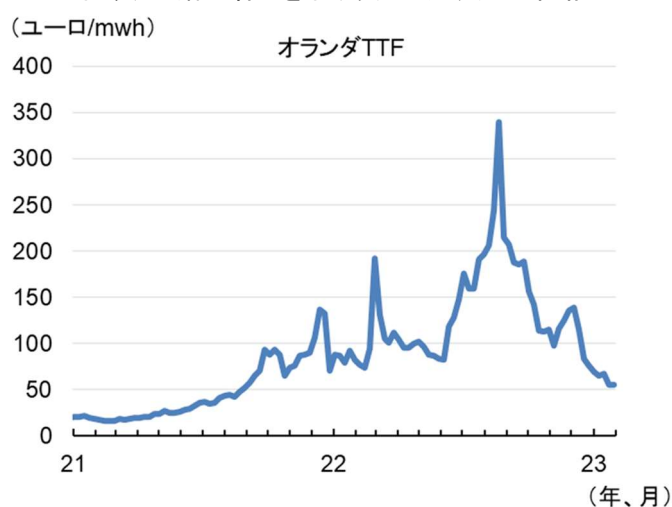
消費者物価の先行指標となる生産者物価は、2022年12月時点で前年比24.6%上昇と、伸び幅が4ヶ月連続で縮小している（図表3）。また物価を押し上げてきたエネルギーのうち、特に重要な天然ガスの価格も落ち着いている（図表4）。さらに家計と企業のインフレ期待を落ち着かせ、早期の物価安定を図るべく、ECBはハイピッチでの利上げ継続を志向している模様である。

図表3. 川上の物価上昇は鈍化



(出所)ユーロスタット

図表4. 落ち着きを取り戻した天然ガス価格



(出所)CME

(2) 保有資産の再投資減額に着手

同時に ECB は、今回の理事会で、2022年12月に開催された前回の理事会でのアナウンスの通りに、いわゆる資産購入プログラム（APP）の下で買い入れてきた金融資産（国債、社債など）について、保有資産の再投資の部分的減額（partial reinvestment）に着手すると改めて表明するとともに、その計画の詳細について公表した。

ECB が APP の下で購入した金融資産の保有残高は、2022年12月時点で3兆2,537億ユーロであった。その満期償還分の再投資を一部停止することを通じて、3月から6月までの間、これを月150億ユーロずつ、計600億ユーロ削減する。7月以降の保有資産の削減テンポについては、経済・金融環境を見極めつつ、新たに設定されることになる。

一方、ECB は、社債（2022年12月時点で3,441億ユーロの残高）への再投資に関しては、発行市場も含めて、いわゆる「グリーンボンド」を手厚く購入する方針を示した。環境対策を後押し

することにその目的がある。公債を除くその他の金融資産に関しては、再投資を完全に停止するとともに発行市場での買入も徐々に取りやめる（phased out）ことになる。

この partial reinvestment は、いわゆる量的引き締め（Quantitative Tightening）に相当するものであり、利上げとともに金融引き締め効果を持つ。にもかかわらず、量が限定されているとはいえ、社債の再投資に関してはグリーンボンドを優先し、限定的だが緩和効果を保つという点には、環境対策を重視するラガルド総裁のスタンスが強く反映されている。

(3)ターミナルレートは4%前後

先行きの ECB の金融政策を展望すると、主要リファイナンス・オペ金利が4%前後に達したとき、利上げが打ち止めになるだろう（いわゆるターミナルレート）。ECB の理事会は今年あと7回（3月、5月、6月、7月、9月、10月、12月）予定されているが、3月に関しては0.5%の追加利上げが明言されている。

その後 ECB は、FRB が利上げピッチを減速させていることもあり、早ければ5月の理事会で利上げ幅を0.25%に圧縮すると考えられる。その場合、続く6月にも0.25%の利上げを行って、利上げを停止することになる可能性が高い。そのあとは、保有資産の再投資の部分的減額の強化を通じて金融引き締めを図っていくのではないだろうか。

他方で、デフインフレが進まないと判断された場合、5月の理事会でも0.5%の利上げが行われるだろう。とはいえ、FRB が利上げを継続するものの、0.25%の小幅に圧縮する以上、6月の理事会では0.25%に利上げ幅が圧縮されるのではないだろうか。いずれにせよ、今回の ECB の利上げ局面におけるターミナルレートは4%前後になると想定される。

－ 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。