

2023年5月10日

MURC Focus

APPの再投資を停止する ECB

～金融引き締めの主軸は金利政策から量的政策にシフトか

調査部 副主任研究員 土田 陽介

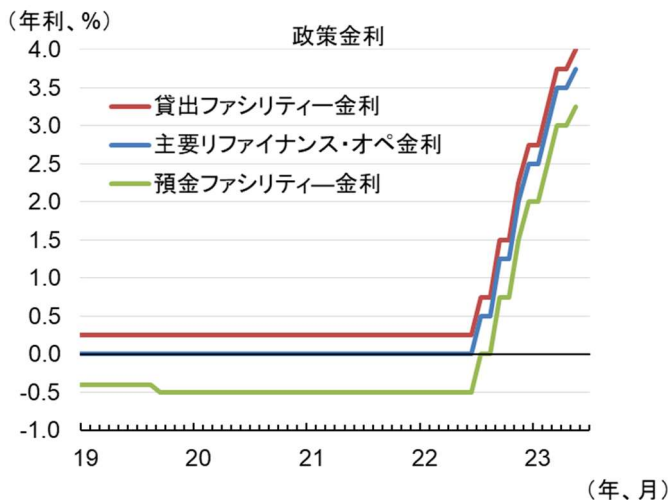
- ECBは5月4日に定例の政策理事会を開催し、3種類ある政策金利を0.25%ポイントずつ引き上げた。そして7月以降、APPを通じて購入してきた金融資産への再投資を停止すると発表した。
- ECBは物価と同時に金融システムの安定にも配慮せざるを得なくなっている。したがって、次回6月15日に予定されている政策理事会で、追加利上げは打ち止めになる公算が大きい。
- 量的引き締めの強化を受けた長期金利の上昇は、資産市場の調整圧力になる。特に住宅価格の下落が進めば、家計に強い逆資産効果が生じ、個人消費にさらなる重荷が申し掛かると警戒される。

(1) 0.25%の追加利上げを実施した ECB

欧州中央銀行（ECB）は5月4日に定例の政策理事会を開催し、3種類ある政策金利を0.25%ポイントずつ引き上げた（図表1）。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3.75%に、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4%に、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3.25%になった。

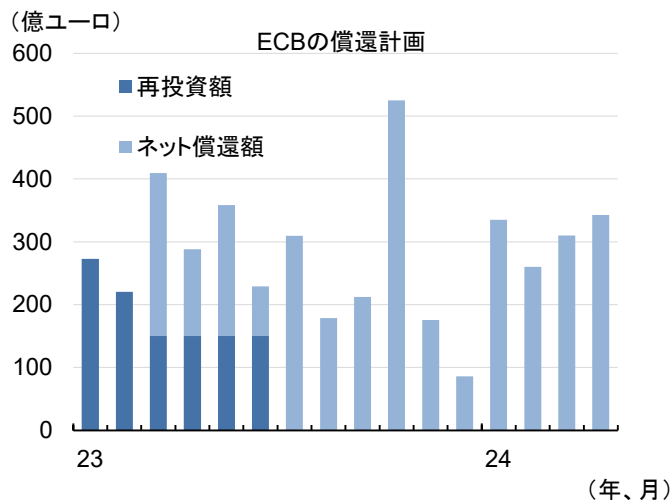
ECBは前回3月の理事会まで、3会合連続で0.5%ポイントの大幅な利上げを続けていた。ECBが今回の理事会で利上げ幅を0.25%ポイントに圧縮した背景には、米国発の金融不安の流れに対する配慮にあったと考えられる。また米連銀（FRB）が5月2~3日の会合（FOMC）で、ECBに先行して利上げ幅を0.5%から0.25%に圧縮したことも考慮したとみられる。

図表1. 利上げ幅を圧縮した ECB



(出所) 欧州中央銀行

図表2. 保有資産の圧縮を進める ECB


 (注) ネット償還額の方、ECBがAPPで購入した金融資産の保有額が削減される
 (出所) ECB

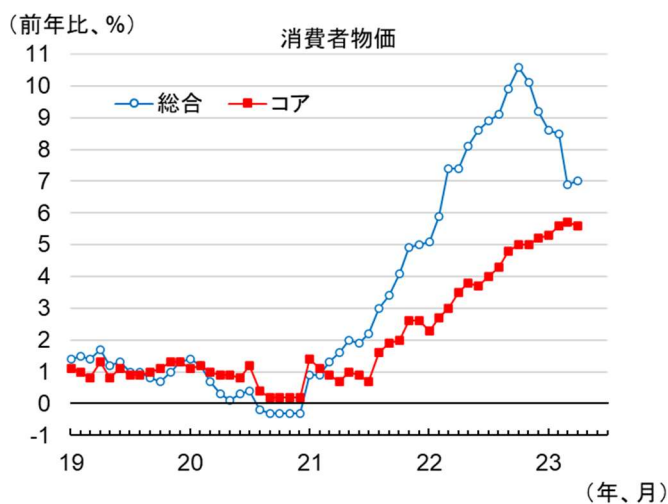
一方で量的引き締め策に関しては、ECBは資産購入プログラム（APP）の下で購入してきた金融資産への部分的再投資（partial reinvestment）に3月から着手し、保有資産を月額150億ユーロ程度のテンポで削減しているが、これを予定通り6月まで継続するとともに、7月以降は再投資を完全に停止し、量的引き締め策を強化すると決定した。

ECBの最新の償還計画によると、ECBは7月から来年4月まで2,735億ユーロ、月平均で約273億ユーロの金融資産を償還する予定である（図表2）。今回の決定を受けて、この分の再投資が実施されず、バランスシートから削減されることになる。3月から6月の間、保有資産の削減テンポは月額150億ユーロだったため、7月以降の削減テンポは概ね二倍に加速することになる。

ECBが注視する物価動向に関しては、最新4月の消費者物価が総合ベースで前年比+7.0%と、前月（同+6.9%）からほぼ横ばいとなった（図表3）。また変動が激しい項目を除いたコアベースでも、食品やエネルギーを除くモノやサービスの価格上昇が続いたため、同+5.6%と前月（同+5.7%）とほぼ同水準となり、ディスインフレが足踏みしている（図表3）。

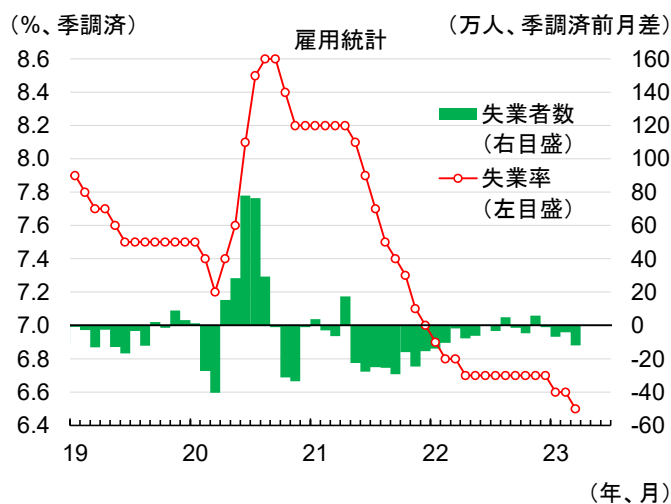
加えて、失業率の低下が続くなど労働需給が引き締まっていることから、賃金上昇圧力も強まっている（図表4）。そのためECBは、ユーロ圏ではディスインフレが進みにくい状況が続くと認識しており、クリスティーヌ・ラガルド総裁もまた理事会後の会見で、ECBは引き続き、インフレの動向に鑑みて利上げを行う可能性があるとして述べた。

図表3. 依然として強いインフレ圧力



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

図表4. 改善が続く雇用情勢



(出所)ユーロスタット

(2) 金融引き締めの主軸は量的政策にシフトか

ECBは引き続き金融引き締めの姿勢を表向きは堅持しているが、一時期よりは落ち着いたとはいえ、欧州の金融市場もまた不安定な状況が続いている。そのためECBは、物価と同時に金

融システムの安定にも配慮せざるを得なくなっている。したがって、次回6月15日に予定されている政策理事会で、追加利上げは打ち止めになる公算が大きい。

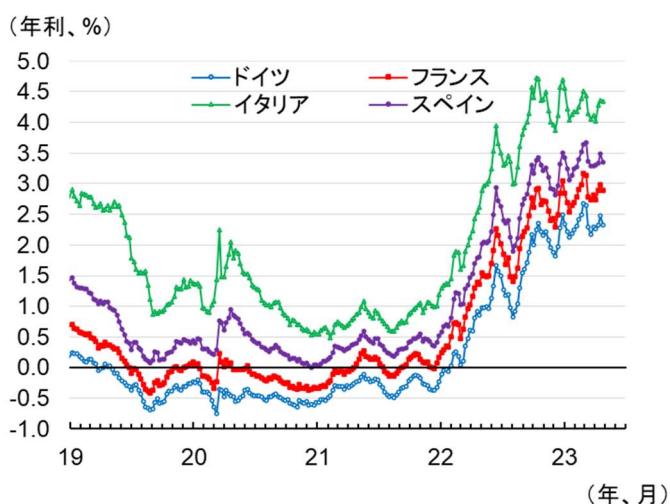
とはいえ ECB が警戒感を示すように、ユーロ圏のインフレ圧力は依然として強いことも事実である。こうしたことから、ECB は今後、政策金利を高水準で据え置きつつ、量的引き締め策を強化することを通じて、物価の安定を図ると考えられる。つまり ECB による金融引き締めの主軸は、これまでの金利政策から量的政策にシフトすることになるだろう。

ユーロ圏主要国の長期金利は、2022年前半に急上昇したが、米金利の上昇一服や ECB による再投資政策を受けて、2022年後半からは概ね横ばい圏で推移している（図表5）。一方で、この間に ECB が利上げを急ピッチで進めたことに比べれば、懸念されたイタリアの信用不安が顕在化しなかったこともあり、長期金利にはまだ上昇の余地があると考えられる。

同時に ECB は、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を通じて買い入れた金融資産の再投資を2024年まで継続する。この PEPP の再投資は、信用不安への配慮から、場合によっては特定の国の国債を手厚く購入するなど弾力的に行われる。そのため、ユーロ圏の長期金利の上昇は緩やかなピッチにとどまり、景気のオーバーキルにはつながらないと期待される。

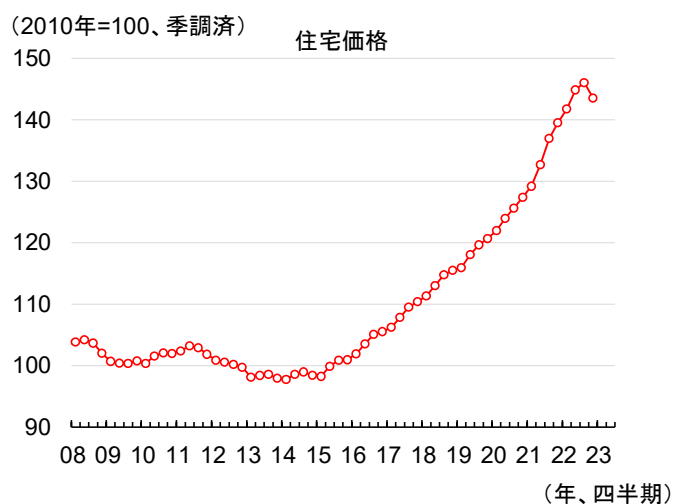
こうした状況を考慮すれば、ECB が量的引き締め策を強化する観点から、満期に達していない保有資産のうち、特に国債を市場で売却する展開は、まず考えにくい。仮に量的引き締め策を強化するとしても、PEPP で買い入れてきた金融資産の再投資を段階的に停止することを優先するのではないだろうか。

図表5. ユーロ圏主要国の10年国債流通利回り



(注)週次
(出所)各国中銀

図表6. 下落に転じたが高水準にある住宅価格



(出所)ユーロスタット

(3) 警戒される住宅市場への影響

しかしながら、長期金利の上昇は資産市場の調整圧力となる。特に懸念されるのが、価格の上昇が続いた住宅市場への影響である。ユーロ圏の住宅価格は2016年以降上昇が続いており、コロナショック後の金融緩和を受けて、上昇が一段と加速した（図表6）。住宅価格は2022年10~12月期に下落に転じたが、依然として高水準であり、下げ余地は大きいとみられる。

長期金利の上昇で住宅価格の下落が進めば、家計に強い逆資産効果が生じ、個人消費にさらなる重荷が申し掛かると警戒される。また銀行も、金利の上昇で住宅ローンの不良債権が増加するリスクが大きくなる。ユーロ圏では、特にオランダやキプロス、ギリシャなどで家計の債務残高が多いとされる。こうした国々で金融不安が顕在化しないか、注視したいところである。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとさ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さまの決定、行為、およ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、お客さま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。