

# 経済・金融 フラッシュ

## ECB政策理事会 —第2波でリスクは下方、12月の「再調整」 を強調

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

### 1. 結果の概要: 政策は変更なし

10月29日、欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）は政策理事会を開催し、金融政策について決定した。概要は以下の通り。

#### 【金融政策決定内容】

- ・ リスクが下方に傾いていること、12月の金融政策手段の再調整を明示
- ・ 今回の変更はなし

#### 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・ 理事会は、（12月に）行動が必要であるという事実、再調整することが正しい方法であるという事実について、完全に合意している
- ・ 今回の理事会では具体的な政策手段の変更については、議論していない
- ・ デフレリスクは全く予想していない

### 2. 金融政策の評価: 12月の追加緩和について言及

今回の理事会は、新型コロナウイルスの感染が急拡大し、封じ込め政策の強化を余儀なくされる地域が多くなるなかで、追加緩和の期待も急速に高まるなかでの会合だった。

理事会での結果は9月に続き現状維持の決定となったが、声明文の冒頭には12月に金融政策手段を再調整（recalibrate）すると明記、質疑応答でも何らかの行動をする点を強調した。

同時に、声明文ではリスクが下方に傾いていることに言及した。ただし、質疑応答ではデフレリスクは予想していないとして、エネルギー価格低迷やドイツのVAT引き下げなど一時的な物価下落圧力が緩和されれば、2021年後半には上昇基調に回帰すると考えていると述べている。

金融政策については、具体的な再調整手段が、PEPPの規模拡大なのか延長なのか、どの程度なのかといった詳細については触れず、すべてを検討している旨を強調、手段もPEPPに限定されるものではない点も指摘している。ただし、PEPPの持つ柔軟性には度々触れていることから、12月の理事会では、PEPPの規模拡大・期間延長を中心に議論されるものと見られる。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

10月30日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

- 追加緩和へのスタンス（最終箇所にあったものを冒頭に移動し拡充・具体化）
  - ✓ 現在のリスクが明らかに下方に傾いているなかで、理事会は注意深く、感染拡大、ワクチン開発、為替レートの状態を注視する
  - ✓ 12月のスタッフ見通しで経済見通しとリスクバランスを十分に再評価できるだろう
  - ✓ この最新の評価に基づいて理事会は、適切に金融政策手段を再調整 (recalibrate) することで、状況に対応し、資金調達環境を良好に保ち、経済回復を支え、感染拡大によるインフレ率への負の影響を緩和する
  - ✓ これにより、インフレ率は対称性へのコミットメントに沿った形で、持続的に目標へと収束していくだろう
  
- 政策金利の維持（変更なし）
  - ✓ 主要リファイナンス・オペ（MRO）金利：0.00%
  - ✓ 限界貸出ファシリティ金利：0.25%
  - ✓ 預金ファシリティ金利：▲0.50%
  
- フォワードガイダンス（変更なし）
  - ✓ インフレ見通しが、見通し期間において 2%に十分近いがやや下回る水準へと確実に収束し、かつ、インフレ動向に一貫して反映されるまで、政策金利は現行水準もしくはより低い水準を維持する
  
- P E P Pの継続（変更なし）
  - ✓ 総枠 1 兆 3500 億ユーロの資産購入を実施
  - ✓ 緩和的な金融政策姿勢でパンデミックに伴うインフレ見通しの下方シフトの相殺に貢献
  - ✓ 購入に際しては、実施期間、資産クラス、国構成について柔軟性を持って行う
  - ✓ これにより理事会は金融政策の円滑な伝達に関するリスクを回避する
  
- 少なくとも 2021 年 6 月まで P E P Pの実施（変更なし）
  - ✓ 理事会は、P E P Pによる資産購入を新型コロナ危機が去るまで実施する
  
- P E P P元本償還分の再投資の実施（変更なし）
  - ✓ P E P Pの元本償還の再投資は少なくとも 2022 年末まで実施する
  - ✓ 将来の P E P Pの元本償還（roll-off）が適切な金融政策に影響しないよう管理する
  
- 資産購入プログラム（A P P）の実施（変更なし）
  - ✓ 月額 200 億ユーロに加えて、年末までの総枠 1200 億ユーロの購入を実施
  - ✓ 毎月の購入は、緩和的な政策金利の影響が強化されるまで必要な限り継続
  - ✓ 政策金利の引き上げが実施される直前まで実施

- A P P の元本償還再投資（変更なし）
  - ✓ A P P の元本償還分は全額再投資を実施
  - ✓ 利上げ後の相応の期間、十分な流動性と金融緩和を維持するために必要な限り実施
  
- 十分な流動性供給の実施（文言の変更、政策上の変更なし）
  - ✓ リファイナンス・オペを通じて十分な流動性供給を継続
  - ✓ 特に T L T R O III は銀行の魅力的な資金源であり、企業・家計への貸出支援となっている

#### 4. 記者会見の概要

政策理事会後の記者会見における主な内容は以下の通り。

##### （冒頭説明）

- 本日の理事会には欧州委員会のドゥブロウスキ副委員長も出席した
  
- コロナウイルスの再拡大は、公衆衛生およびユーロ圏・世界経済への新たな課題となっている
  - ✓ 最新の情報によると、ユーロ圏の回復は、夏の間部分的で不均一だが力強い回復をしたのち、予想以上のペースで勢いを失いつつある
  - ✓ ウイルスの拡大と封じ込め政策の強化は経済活動の重しになり、短期的な見通しを明らかに悪化させている
  - ✓ 実際、製造業は回復が続いているものの、サービス業の活動は減速している
  - ✓ 財政政策は家計・企業を支えているものの、消費者は感染拡大や雇用・所得へ影響を危惧している
  - ✓ さらに、財務状況の悪化と経済見通しの不確実性の高まりが企業の設備投資への重しとなっている
  - ✓ インフレ率は、エネルギー価格の低迷および、需要低迷、労働市場や生産市場の停滞を反映した物価情報圧力の弱さにより、抑制されている
  
- 3月初旬以降の金融政策は、全業種・地域の資金調達環境を支え、ユーロ圏経済の回復と中期的物価安定への重要な支援となっている
  - ✓ （声明文冒頭の追加緩和へのスタンス、12月の金融政策手段の再調整に言及）
  - ✓ 緩和的な金融政策姿勢を取ることを再確認した
  
- 金融政策の決定内容
  - ✓ （具体内容は上記第3節記載の通り）

##### （経済分析）

- ユーロ圏の実質GDPは20年4-6月期に前期比▲11.8%と減少した

- ✓ 4月を底として、7-9月期は強い回復を見せ、上半期の落ち込みの半分を戻した
  - ✓ 夏以降の感染拡大と封じ込め政策の強化は短期的な見通しへの明らかな逆風である
  - ✓ 実際、最新統計や調査、高頻度データでは、10-12月期の経済活動が大きく鈍化していることを示している
  - ✓ 加えて、経済状況は業種によって異なる
  - ✓ 特にサービス業は、社会活動・移動制限により大きな影響を受け、鈍化している
  - ✓ 感染拡大に関する不確実性が労働市場や消費・投資の急回復を弱める可能性が高いなかで、ユーロ圏経済は、良好な資金調達環境、拡張的な財政政策によって支えられる必要がある
- ユーロ圏経済の見通しを取り巻くリスクは、明らかに下方に傾いている
    - ✓ これはウイルスの感染拡大と封じ込め政策の強化、および、感染拡大が今後の経済・金融市場にもたらす不確実性によるリスクである
  - インフレ率は、エネルギー価格および非エネルギーの財・サービスの価格を反映し8月▲0.2%から9月▲0.3%に下落した
    - ✓ 原油価格の動向と一時的なドイツ付加価値税（VAT）の引き下げを考慮すると、21年初までマイナス圏で推移する可能性が高い。
    - ✓ 短期的な物価圧力は需要の弱さ、特に観光・旅行関連業の弱さ、賃金上昇圧力の弱さ、為替相場の増価（上昇）による弱さが続くだろう
    - ✓ 感染拡大の影響が剥落すれば、緩和的な金融・財政政策に支えられた需要回復によって中期的には、物価上昇圧力があるだろう
    - ✓ 市場観測・サーベイ調査による長期的インフレ期待は引き続き低水準にとどまっている

#### （金融分析）

- M3伸び率は8月の9.5%から9月に10.4%と上昇、コロナ禍前の水準を大きく上回っている
  - ✓ 通貨の強い拡大は、域内の信用拡大、ユーロシステムによる資産購入、金融部門における予防的な理由からの貨幣保有選好が反映されている
  - ✓ 流動性の高い狭義通貨（M1）が引き続き広義通貨の伸びをけん引している
- 民間部門への貸付も引き続き新型コロナウイルスが経済活動へ与えた影響を受けている
  - ✓ 非金融法人向け貸付はコロナ禍直後の強い上昇の後、8月・9月は7.1%と安定している
  - ✓ しかし、最近の月次貸出動向は鈍化している
  - ✓ 家計向け貸出伸び率は8月3.0%、9月3.1%と微増した
  - ✓ 民間部門への貸出伸び率は引き続き歴史的低金利の恩恵を受けている
- 7-9月期の銀行貸出調査によれば、企業への貸出姿勢は厳格化している
  - ✓ 資金調達環境と財務状況は良好であるものの、リスク認識の高まりが信用創造への重しとなっている

- ✓ 調査対象行は、7-9 月期の企業の借入需要が緊急流動性確保の必要性低下や設備投資の弱まりを反映して鈍化している、と報告している
  - ✓ 家計のネットでの借入需要は増加しているが、家計への貸出姿勢は厳格化を示している
- 我々の政策手段は、各国政府・欧州機関による政策とともに、引き続きコロナ禍の影響を大きく受けた人々への資金調達支援となるだろう

#### (検討結果)

- 経済分析・金融分析の結果、物価安定のために十分な金融緩和策が必要であると確認された

#### (財政政策・構造政策)

- ユーロ圏経済の急激な縮小と民間需要の減少を踏まると、野心的かつ協調した財政政策が重要
- ✓ コロナ禍対応としての財政政策は、可能な限り一時的かつ対象を絞る必要があるが、企業や家計の需要は弱く、回復が遅れるリスクが高まっていることから、引き続き財政政策による支援が必要である
  - ✓ 欧州理事会の労働者・企業・国家のための 5400 億ユーロの政策は重要な支援となる
  - ✓ 理事会は、「次世代EU」基金の主要な役割を認識しており、遅延なく実行することの重要性を強調する
  - ✓ 基金が生産的な公共支出に使用され、生産性向上の構造政策が伴うのであれば、「次世代EU」はより迅速に、より強く、より均一な回復に寄与し、加盟国経済の強靱さと潜在成長率を高め、域内の金融政策の実効性も支えるだろう
  - ✓ こうした構造政策は特に、長期的な構造的・制度的な脆弱性に対処し、グリーンやデジタルへの移行を加速させるために重要である

#### (質疑応答 (趣旨))

- 12 月までにどの程度、どの手段を拡大しようとしているか。APP か PEP P か両方か。
- ✓ ひとつの手段を見ている訳ではない
  - ✓ すべての手段を見て、相互作用はどうか、最適な結果は何か、状況に対処するための最もよい組み合わせは何かを検討する
- FRB は新しいインフレ目標を速やかに導入した。インフレ目標の上方乖離 (overshooting) についてどう考えるか
- ✓ 戦略見直しは 9 月に再開したが、インフレ目標やその定義は、後半の議論となる
  - ✓ 今後、明確な説明をしたいと思うが、今は時期尚早である
- 10-12 月期 GDP 伸び率の予測は前期比 3.1%<sup>1</sup>のままか、今となつては楽観的だと考えるか。

<sup>1</sup> 9 月のスタッフ見通し

二番底、マイナス成長の可能性はあるか。

- ✓ 10-12月期の成長は鈍化する可能性が高いが、マイナスになるかは分からない
- ✓ 11月の数字は良いものになると思っていないが、12月が11月の悪さを相殺するのかもしれないのかについては予想が難しい

- 声明文でワクチン開発に言及したことについて。ワクチンはどの程度、状況を緩和するのか。
  - ✓ 声明文に挿入した理由は、ワクチン開発の見通しがかなり暗いため
  - ✓ ワクチン（の効果）ではなく、ワクチン普及（rolling out）（の時期）を指している
- いくつかの加盟国の消費者信頼感の低下に言及したが、理事会はこれがデフレ圧力につながることをどの程度懸念しているか
  - ✓ デフレは自己実現的な現象であり、現在の商品価格やVATといった一時的な影響とは関係がない
  - ✓ デフレリスクは全く予想していない
- EUが承認した緊急パッケージが進展していないことについて。手遅れになる懸念があるか。
  - ✓ 「次世代EU」の合意は、明らかに欧州を見ている人たちが抱く、感情やイメージ、印象に大きな影響を与えた
  - ✓ 次の問題が、実行にあるのは明らか
  - ✓ 声明にあるように、欧州当局間で合意に達することを強く提案する
- 銀行にとって魅力的な資金源と述べたTLTROについて。銀行が直面する不良債権問題のような課題に対応するために、この手段の改善について議論したか。
  - ✓ （TLTROはすでに）非常に魅力的で、十分に調整されており、とても成功している。金利をかなり低い水準に抑え、相当多く信用を拡大している。
- 理事会は、第2波とその封じ込め政策が欧州の銀行に及ぼす影響について議論したか
  - ✓ 第2波の影響は、銀行自身の状況による。市場規模、市場アプローチ、事業モデルなど
  - ✓ ECBの焦点は2つある。経済に信用が供給されること、ショックに対応するために流動性が供給されること
  - ✓ 我々はそれができるように、柔軟性の利用や再調整を行う
- 今日、だれかが政策変更を求めたか。政策手段の変更について議論したか
  - ✓ 具体的な政策手段の変更については、議論していない
- 今後数週間で、理事会の回数を増やす計画はあるか。3月のように臨時理事会を開催する必要があると思うか
  - ✓ 定期的に対面で議論を行い、可能な限り全会一致での解決策を導くことは維持していく

- ✓ (一方で) リモートは非常に簡単に会うことができ、必要があれば利用していく
  - ✓ 緊急に会う必要があれば、そうするし、その準備はできている
- 理事会は、12月に何らかの追加策を講じるということで合意した、と考えてよいのか
    - ✓ プレスリリースの1段落目が重要で、そこにすべてが書かれている
    - ✓ 「最新の評価に基づいて理事会は、適切に金融政策手段を再調整する」としている
    - ✓ また、手段 (instruments) はPEPPだけのことではなく、すべての手段を指している
- あなたが、PEPPの購入を加速させようとしている、という考えは正しいか
    - ✓ PEPPが持ち、維持し、必要があれば利用する、重要な特徴は柔軟性だ
    - ✓ もし、柔軟性を利用する必要があるらば、そうする
- 12月に調整や追加緩和をしないという状況があれば、説明してほしい
    - ✓ 理事会は、行動が必要であるという事実、再調整することが正しい方法であるという事実について、完全に合意している
- 第二の景気後退やインフレ見通しの悪化を受けて、ユーロ圏が低インフレ基調、もしくはデフレになっているという懸念はないのか
    - ✓ 21年の後半には、回復が始まり、需要が刺激されると見ている、特に、財政・金融政策が回復を継続する場合にはそうなると見ている。
- レーン理事が実体経済と直接取引することにオープンだと述べたが、銀行を仲介しない取引と解釈している。これについての見解と理事会で議論したかを知りたい。
    - ✓ レーン理事が銀行を「近道する」という意味で述べたとは思わない
    - ✓ 明らかに銀行は金融政策をユーロ圏経済のすべての業種に伝達するための重要な経路と言える
- 財政政策はすでに十分か、あるいは刺激を行う余地のある政府はそうすべきか
    - ✓ ここ数年では初めてとなる財政と金融の共同作業を見られたことを非常に心強く思う
    - ✓ 現在の悪化する状況を考えると、国家単位でさらなる財政支援が行われても驚かない
- ユーロ圏が回復する際、ばらつきが見られるかもしれない。ECBは断片化にどう対応するか
    - ✓ 財政面では、「次世代EU」とRRFがあなたの言及するリスクに対応するように設計されている
    - ✓ 金融面では、断片化に対応する手段があり、3月以降、効果的に金融政策を伝達するのに使われたが、現在の断片化リスクは取り除かれている
- ECBのトップに就任してからの1年間をどう振り返るか

- ✓ まず、とてつもなくはやく過ぎ去った。また、想像する以上に多くの経験をしてきた
- ✓ これまでも楽しんできたし、多くの仕事に全力を尽くせることを光栄に思う
  
- 再調整には他の中央銀行が実施してきたような、高利回り債の購入、株ETFの購入のようなものも視野に入っているのか
  - ✓ すべてを検討し、再調整する。声明文に書いてある通り
  
- ECBは感染拡大の第2フェーズを乗り越えるために、すべての火力を使い、ほとんど燃料が残らないことを懸念しているか
  - ✓ 第1波では、新しい手段を導入することを明確に示した
  - ✓ ECBは第2波のなかで、我々が合意した再調整で、(第1波)と同様の柔軟性を示すつもりである
  
- 為替レートなどは、直接の目標でなく制御もできないなかで、再調整はどう行うのか
  - ✓ 我々は謙虚であると考えており、影響を与えられないものだが、経済支援と物価の安定の結果として導くことができるものであると認識している
  
- 行動が実施される12月では、全会一致かそれに近い形で決定できると思うか。かつてのような(意見の)分裂をせずに決定できる感触はあるか。
  - ✓ 広く意見を表明し、歓迎され、議論し、最後に理事会によって広く承認される。これがこれまで実施されてきたことで、毎回全会一致にしなければいけないという訳ではない
  
- 米国大統領選挙の潜在的なリスクについて議論したか
  - ✓ 英国離脱(Brexit)の交渉とともに、地政学的なリスクのひとつであり、このリスクについては理事会でも考慮している
  
- (コロナウイルスの被害にあった人たちへのお見舞いの言葉)



(参考)

ECBの金融政策ツール

金融政策ツール	概要	最近の変更点
公開市場操作		2021年9月までの適格担保拡大(2020/4/7) -ACC(追加信用債)プレミアムワークの拡充 (政府保証付貸付の担保採用、銀行社内格付の採用、ACC貸出報告の簡素化) -最小担保額の引き下げ(25000→0ユーロ) -1金融機関の適格担保債の売上上限引き上げ(2.5→10%) -ギリシャ国債を担保とする場合の最低信用条件の緩和 -担保採用のヘアカット率を一律20%削減 2021年9月までの最低信用条件緩和(2020/4/22) -2020/4/7時点で適格(BBB-水準以上)であればBBB水準を割らない限り採用 -ABSは2020/4/7時点で適格(A-水準以上)であればBB+水準を割らない限り採用 -将来発行する証券に対しても有効 -ヘアカット率は(格下げ後の)実際の格付から算出
伝統的		
MRO (主要リファイナンス・オペ)	適用金利: 0.00%	
LTRO (長期リファイナンス・オペ)	・2020年3月18日から6月10日まで1回実施 ・貸出期間は、満期2020年6月24日(TLTRO III 4回目の決済日) ・貸出上限なし(完全割当) ・貸出金利は預金ファンリシティ金利(▲0.5%)	2020/3/12公表
PELTRO (パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ)	・2020年5月21日から12月3日まで7回実施 ・貸出期間は、満期2021年7月から9月にかけて段階的に設定 (後半ほど満期が短くなる設定) ・貸出上限なし(完全割当) ・貸出金利は主要リファイナンス・オペ金利-0.25%(=現在▲0.25%)	2020/4/30公表
FTO (徴調整オペ) 構造オペ	・為替スワップ等	
常設ファンリシティ		
限界貸出ファンリシティ	適用金利: 0.25%	
預金ファンリシティ	適用金利: ▲0.50% (超過準備のうち、法定準備額×6を超える額に付利)	
準備預金制度	満期2年未満の負債: 1% 満期2年以上の負債: 0%	
フォワードガイダンス	インフレ見通しが、見直し期間において2%に十分近いがやや下回る水準へと確実に収束し、かつ、インフレ動向に一貫して反映されるまで、政策金利は現行水準もしくはより低い水準を維持する	
非伝統的		
APP(資産購入プログラム)	・毎月200億ユーロ+1200億ユーロ(月120億換算、民間中心に2020年12月まで) ・元本償還分は再投資	年末までの購入額増額(2020/3/12)
CBPP3 (カバード債券購入プログラム第3弾)	・投資適格級のカバード債券購入 ・年制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
ABSPP (資産担保証券購入プログラム)	・投資適格級のABS購入 ・年制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
PSPP (公的部門購入プログラム)	・投資適格級の中央・地方政府、政府機関・国際機関等購入 ・対象年限は1年以上31年未満 ・出資比率に応じた規模で買入 ・購入上限 -1発行体あたりの33%(国際機関債は50%) -1銘柄あたりでは33%もしくは25%(国際機関債は50%)	
OSPP (企業部門購入プログラム)	・投資適格級の社債購入 ・対象年限は6か月以上31年未満 -ただし満期が1年未満のCPは28日以上の残存日数で購入 ・購入上限 -1銘柄あたり70% -発行体規模も考慮する	CPの満期について柔軟化(実質的な非金融CP購入、2020/3/18)
TLTRO III (貸出条件付長期資金供給オペ)	・2019年9月25日から2021年3月24日まで7回実施(3回実施済) ・貸出期間は、3年 ・貸出条件は、非金融向けもしくは住宅以外の個人向け ・金利 -貸出金利: 主要リファイナンス・オペ金利(=現在0.00%)の平均 -優遇金利: 預金ファンリシティ金利(=現在▲0.50%)の平均 -2020年6月24日から2021年6月23日まで上記金利に▲0.50%したものの平均 -優遇金利は、2020年3月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比1.15%以上、もしくは2019年4月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比1.15%以上で適用 ・貸出上限は2019年2月末の基準準備金に対し、各入札の上限なし、累計50% ・早期返済は、貸付1年後から可能(2021年9月開始)	金利を▲0.50%引き下げ(2020/4/30、3/12決定の▲0.25%から追加引き下げ) 優遇金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限を緩和(各入札10%→撤廃、累計30→50%) (2020/3/12) 早期返済可能時期を前倒し(2→1年後) (2020/3/12) 適格担保要件・最低信用条件は公開市場操作欄に記載の通り
PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	・1兆3500億ユーロ(少なくとも2021年6月末まで実施) ・民間部門、公的部門ともに対象 -APP対象資産は購入可能 -ギリシャ国債も購入可能 -公的部門の対象年限は70日以上31年未満 -PSPPの購入上限は適用しない ・出資比率に応じた割合を算入 -ただし、期間・資産クラス・国の柔軟化が可能 ・元本償還部分は少なくとも2022年末まで再投資	2020/3/18公表 規模拡大(7500億→1兆3500億ユーロ)(2020/6/4) 期間延長(少なくとも2020年末→少なくとも2021年6月末)(2020/6/4) 元本償還分の再投資について明示(2020/6/4)
OMT (国債買切りプログラム)	「EFSF/ESMマクロ経済調整プログラム」「予防的プログラム」の形態 ・EFSF/ESMプログラムの履行が条件 ・購入上限なし ・発行市場での購入も想定 ・満期1-3年の購入が中心 ・不活化実施	

(注) 伝統的、非伝統的等の区分は筆者の見解にもとづく。  
太字は新型コロナウイルスの影響が拡大した後(2020/3/18以降)に変更・新設された主な政策。下線は今回の政策理事会で変更された政策(資料)ECBより筆者作成

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。