

# 経済・金融 フラッシュ

## ECB政策理事会 ーインフレリスクは短期的には上方に傾く

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: 12月の決定内容を追認

2月3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】

- ・変更なし

#### 【記者会見での発言（趣旨）】

- ・インフレ見通しへのリスクは特に短期的には上方に傾いている
- ・今後のデータを注視し、中期的なインフレ見通しを丁寧に評価する
- ・3月には、利用可能なデータに基づいて、22年の残りの期間の純資産購入に関して、どのようなペース、速度、金額を適用するかを決定する

### 2. 金融政策の評価: インフレ率の上方リスクをかなり意識した内容

今回の理事会での金融政策方針は前回12月の決定内容の追認で大きな変更はなかった。

一方、理事会直前に公表された1月のインフレ率（速報値）が5.1%となり、今年に入ってドイツのVAT引き下げによるベース効果という一過性の物価押し上げ要因が剥落したにもかかわらず、12月の5.0%から伸び率が加速するというサプライズがあった。そのため、質疑応答はもめインフレリスクや金融引き締めに関する内容が多く見られた。

ECBの見解を示す材料としては、まず、冒頭説明のリスク評価に「インフレ見通しへのリスクは特に短期的には上方に傾いている」と明記された（12月はインフレリスクの評価は明記されていなかった）。

また、冒頭説明の結論について、前回12月は「中期的にインフレを2%で安定させるという目標には、APPによる純購入、フォワードガイダンス、といった金融緩和が引き続き必要である」として引き締めには慎重であることを意識させる文章だった。今回は「我々は引き続き今後のデータを注視し、中期的なインフレ見通しへの含意について丁寧に評価する」となっている。

いずれも、政策姿勢は金融引き締めに傾いていることをうかがわせる内容と言える<sup>1</sup>。

今回、上方リスクについて明記されたインフレ率について、リスクは「特に短期的」と記載され

<sup>1</sup> なお、声明文の政策スタンスについて、前回12月は、すべての手段を「いずれの方向」にも調整する、として引き締め方向にも配慮した記載に変更されていたが、今回はこの「いずれの方向」という表現が削除された。この理由については、質疑応答でラガルド総裁が「適切に (as appropriate)」という言葉で表現できているから、と説明している

たため、利上げのフォワードガイダンスと関係する 23 年や 24 年の見通しに関する質問が多く見られた。

前回 12 月の見通しでは、23 年と 24 年のインフレ率が 1.8%であり、2%に届いていないことから、金利のフォワードガイダンスを満たしていなかったが、2%を超えれば利上げが意識される。

冒頭説明文では、前回 12 月にはインフレ率が「予測期間にかけて 2%目標を下回る水準に落ち着く」と見通しに沿った内容が明記されていた。今回はインフレ率について「今年中には低下する」と書かれているものの、どの程度まで低下するのかの水準感が示されていない。ラガルド総裁も質疑応答で明言を避けている。むしろ、データや 3 月の見通し次第という点を強調し、また 12 月の質疑応答で「22 年中の利上げの可能性は低い」としていた発言内容を「条件付きの見解」として補足・修正している。

一方で、金融政策の正常化については、PEPPの終了→APPの減額→利上げ、という順序で実施する予定であることも強調している。APPの減額については、今年の購入予定がすでに提示されている。ラガルド総裁の発言を踏まえると、需給ギャップの縮小に 1 年程度は必要で、それと平仄を合わせる形で資産購入の減額を進めるというスケジュール感と見られるが、このAPPの減額ペースも次回 3 月に見直す予定であると質疑応答で言及している。

APPによる資産購入策は、PEPPの終了に伴う激変緩和措置の意味合いがあるため、3 月までのPEPPの減額ペースにも注目が集まりそうだ。PEPPの減額ペースが加速すれば、APPの減額→利上げ、というスケジュールの前倒し観測も強まるだろう。

一方、12 月に提示した見通しでもインフレ率は「かなり高い賃金上昇を考慮した」と説明しており、これが 3 月でどの程度上方修正されるかは未知数である。ただし、足もとでインフレ率が高止まりしていることから、インフレ率はさらなる上方修正が意識され、ECBの引き締め加速観測が強まりやすい状況と言えらるだろう。

### 3. 声明の概要(金融政策の方針)

2 月 3 日の政策理事会で発表された声明は以下の通り。

➤ 理事会は、前回 12 月の会合で決定した金融政策について再確認した (confirmed)

(パンデミック緊急資産購入プログラム：PEPP)

➤ PEPPの継続と終了予定 (政策の変更なし)

- ✓ 22 年 1-3 月期に、理事会はパンデミック緊急購入策 (PEPP) による純資産購入を、前四半期から減速したペースで実施中 (政策の変更なし)
- ✓ PEPPの純資産購入は 22 年 3 月末に終了するだろう (変更なし)

➤ PEPP元本償還分の再投資実施 (変更なし)

- ✓ PEPPの元本償還の再投資は少なくとも 2024 年末まで実施 (変更なし)
- ✓ 将来のPEPP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 (変更なし)

- 柔軟性およびPEPP再開の可能性について（政策の変更なし）
  - ✓ コロナ禍による緊迫した環境下で、資産購入の設計・実施の際の柔軟性が、金融政策の伝達への悪影響に対抗し、理事会の目標達成への取り組みをより効果的にすることを示した
  - ✓ 我々の責務の範囲内において、緊迫した環境下で、金融政策の伝達性が脅かされ物価の安定が危うくなる場合には、柔軟性が引き続き金融政策の一要素となるだろう
  - ✓ 特に、コロナ禍に関連して、市場の分断（fragmentation）が再発する場合には、いつでもPEPPの再投資は、実施期間、資産クラス、国構成を柔軟に調整する
  - ✓ これには、国構成に関して購入が中断され、コロナ禍の余波からの回復途上にあるギリシャ経済への金融政策の伝達が阻害されることを避けるために、償還再投資についてのギリシャが発行する国債を購入することも含まれる
  - ✓ PEPP下での純資産購入は、コロナ禍の負の影響に対抗するため、必要があれば再開する

#### （資産購入プログラム：APP）

- APPの実施（政策の変更なし）
  - ✓ 12月に決定した資産購入の段階的な減速と平仄をあわせ、金融政策姿勢の中期的な物価安定目標との一貫性をとるために、理事会はAPP下での純資産購入を22年4-6月期は月額400億ユーロ、7-9月期は月額300億ユーロとする（政策の変更なし）
  - ✓ 22年10月以降は、理事会はAPP下での純資産購入を月額200億ユーロで維持する（変更なし）
  - ✓ 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（変更なし）
  - ✓ 政策金利の引き上げが実施される直前まで実施（変更なし）
- APPの元本償還分の再投資（変更なし）
  - ✓ APPの元本償還分は全額再投資を実施
  - ✓ 政策金利を引き上げ、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

#### （政策金利）

- 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）
  - ✓ 対称的な2%のインフレ目標と金融政策戦略に沿って、見通し期間が終わるかなり前（well ahead）までにインフレ率が2%に達し、その後見通し期間にわたって持続的に推移すると期待され、現実に中期的な2%に向けたインフレ率の安定という十分な進展が見られると

判断されるまでは、理事会は政策金利を現在もしくはより低い水準で維持する

- ✓ そのため、一時的にインフレ率が目標をやや上回る可能性もある

#### (資金供給オペ)

- 流動性供給策の監視 (政策の変更なし)
  - ✓ 理事会は銀行の資金調達環境を監視し、T L T R O IIIの満期が金融政策の円滑な伝達を阻害しないよう保証する (変更なし)
  - ✓ 理事会はまた、条件付貸出オペが金融政策姿勢にどのように貢献しているかを定期的に評価する (変更なし)
  - ✓ すでに公表したように、T L T R O IIIの特別条件は今年6月に終了する (政策の変更なし)
  - ✓ 理事会はまた、豊富な過剰流動性がある環境下で、マイナス金利政策が銀行の仲介機能を制限することが無いよう、準備預金への付利の2階層制度の適切な運用 (appropriate calibration) について評価する (変更なし)

#### (その他)

- 金融政策のスタンス (一部の表現を変更)
  - ✓ インフレが2%の中期目標に向け推移するよう、適切に、すべての手段を調整する準備がある (「いずれの方向にも (in either direction)」という表現を削除)

## 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)

- 十分な政策支援の助けもあって、ユーロ圏経済は回復を続け、労働市場もさらに改善している
  - ✓ 現在の感染の波が経済活動の重しとなり、1-3月期の成長率は引き続き鈍化しそうだ
  - ✓ 引き続き、いくつかの産業において、原材料、部品、労働力不足が生産を抑制している
  - ✓ 高いエネルギー価格が収入を脅かしており、支出を鈍化させる見込みである
  - ✓ しかし、経済が感染の波から受ける影響はかなり軽減されており、生産や支出の制約要因が次第に緩和されることで、今年中に再び力強く回復するだろう
- インフレ率は最近急上昇しており、さらに1月の上振れは驚きだった
  - ✓ これは、エネルギー価格の上昇が多く部門に広がったこと、および食料品価格の上昇が主因である
  - ✓ インフレ率は当初の予想よりも長期間高くなりそうだが、今年中には低下すると見られる
- したがって、理事会は前回12月の会合で決定した金融政策について再確認した (confirmed)
  - ✓ 我々は今後、資産購入のペース削減を続け、PEPPによる純購入は3月に終了する予定である

- ✓ 現在の不確実性に照らして、金融政策の実施には柔軟性と選択肢 (optionality) が今まで以上に必要である
  - ✓ 理事会はインフレが 2%の中期目標に向け推移するよう、適切に、すべての手段を調整する準備がある
- 経済とインフレ率の状況をどう見ているかの詳細と金融・通貨環境への評価について述べたい

### (経済活動)

- 経済成長は、21年10-12月期には0.3%に減速した
- ✓ しかし、生産量は21年末にはコロナ禍前の水準に到達した
  - ✓ 経済活動と需要は、いくつかの理由によって今年前半は弱いものとなりそう
  - ✓ 第一に封じ込め政策がサービス消費、特に旅行、観光、接客、娯楽に影響を及ぼしている
  - ✓ 感染率はかなり高いものの、コロナ禍が経済生活に及ぼす悪影響は軽減している
  - ✓ 第二に、高いエネルギー価格が消費者購買力と、企業の収益性を低下させており、消費や投資の制約になっている
  - ✓ 第三に、いくつかの部門における、部品、原材料、労働力不足が製品生産の妨げ、建設の遅れ、サービス部門のある部分における回復の抑制となっている
  - ✓ これらのボトルネックは緩和されつつある兆しがあるものの、しばらく続くだろう
- 短期より先については、成長率は域内需要の拡大により22年にかけて力強く回復するだろう
- ✓ 労働市場は改善が続いており、多くの人々が職を得、雇用維持政策を利用する人が減少することで、家計は所得増加と支出増を謳歌するだろう
  - ✓ 世界経済の回復と、財政・金融政策の支援がこの楽観的な見通しに貢献するだろう
  - ✓ 重点的かつ成長志向の財政政策と構造改革が、ユーロ圏各国の異なる環境に応じてなされることで、引き続き金融政策の効果を補完する鍵となるだろう

### (インフレ)

- インフレ率は1月に5.1%となり、12月の5.0%から加速した
- ✓ 引き続き、短期的な高止まりが見込まれる
  - ✓ エネルギー価格は引き続き、インフレ率上昇の主因となっている
  - ✓ エネルギー価格の直接的な寄与は1月のヘッドラインインフレ率の過半を占めており、また多くの部門の物価を押し上げている
  - ✓ 食料品価格も上昇しており、季節要因のほか、輸送費や肥料価格の上昇が要因にある
  - ✓ 加えて、物価上昇が広がっており、多くの財やサービスで際立った上昇が見られる
  - ✓ 最近では多くのインフレ基調の指標が上昇しているが、コロナ禍の一時的な要因が持続的なインフレ率の上昇にどれほどの役割を果たすかには不透明である
  - ✓ 市場観測の指標は、エネルギー価格の上昇は22年にかけて落ち着き、供給制約による価格上昇圧力も軽減することを示している

- 労働環境はさらに改善しているが、総じて賃金の上昇率は鈍い
  - ✓ 時間が経過し、経済が完全な稼働率に戻ることが賃金上昇を支えるだろう
  - ✓ 市場観測の長期インフレ期待は、前回の理事会以降、2%をわずかに下回る（just below）数値で安定している
  - ✓ インフレ期待の調査では2%付近にある
  - ✓ これらの要因はインフレ基調とヘッドラインインフレ率を2%目標に固定することに貢献するだろう

### （リスク評価）

- 我々は引き続き経済見通しに関するリスクを総じて中立的（balanced）と見ている
  - ✓ 消費者の景況感がより改善し、予想以上に貯蓄を減少させれば経済活動も予想以上に強くなるだろう
  - ✓ 対照的に、コロナ禍に関連した不確実性は低下したが、地政学的な緊張が高まっている
  - ✓ さらに、エネルギー価格の高止まりが消費や投資の予想以上の重しとなる可能性がある
  - ✓ 12月の予想と比較して、インフレ見通しへのリスクは特に短期的には上方に傾いている
  - ✓ 物価上昇圧力が予想以上に賃金上昇に波及する、あるいは経済の稼働率がより早く完全に戻れば、インフレ率がより高くなる可能性がある

### （金融・通貨環境）

- 市場金利は12月の会合以降、上昇している
  - ✓ しかし、銀行の調達費用は現在のところ、落ち着いている
  - ✓ 銀行の企業や家計向けの貸出金利は引き続き歴史的な低水準にあり、経済の資金調達環境は引き続き良好である
  - ✓ 企業向け貸出は短期、長期ともに増加している
  - ✓ 住宅購入需要の強さが家計向け貸出を維持している
  - ✓ 銀行は今やコロナ禍前程度の収益性があり、財務諸表の健全さは維持されている
- 銀行貸出動向調査によれば、21年10-12月期の企業の借入需要はかなり増加した
  - ✓ 供給制約による運転資金需要と、長期投資の資金需要の双方が強かった
  - ✓ 加えて、銀行は経済見通しに対する肯定的な評価を主因に、引き続き信用リスクについて総じて楽観的な見方を維持している

### （結論）

- 要約すれば、ユーロ圏経済は回復が続いているが、1-3月期の成長は引き続き弱いと見られる
  - ✓ インフレ率の見通しには不確実性があるが、インフレ率は予想よりも長く高止まりし、その後、今年中には低下すると見られる
  - ✓ 我々は引き続き今後のデータを注視し、中期的なインフレ見通しへの含意について丁寧に

## 評価する

### (質疑応答 (趣旨))

- ユーロ圏の1月のインフレ記録に関して、理事会ではどのような議論が行われたか。摩擦や行動を求める声は大きくなっているか
  - ✓ 理事会ではインフレの数値とその短期的な影響、欧州の人々に与える影響についての懸念が全会一致 (unanimous) であった
  - ✓ 中期的な見通しについては、3月の理事会で深い分析をするつもりで、現在はその機会ではない
  - ✓ 我々は適切な時に、適切な行動を行うことに配慮しており、今後数週間で実施されるデータとその分析に基づいた適切かつ徹底した評価を行う前に急いで決定を下さないようにしている
  
- 市場では22年に2回の利上げが織り込まれている。あなたは今年の利上げの可能性は非常に低いと言ったが、いまま同じで利上げの可能性は「非常に低い (highly unlikely)」か、それとも変わったのか
  - ✓ 私は無条件での誓約はしていないが、現在は、その点により気を付けることがより重要になっている
  - ✓ 我々は状況を注意深く評価し、データ依存であり、3月にそれらを行うつもりだ
  
- イングランド銀行は数時間前に0.25%の利上げを実施し、9人中4人の委員が0.5%の利上げを望んだ。異なる経済なので異なる決定がされたと言えるが、英国の5.4%のインフレ率とユーロ圏の5.1%のインフレ率の違いは何か。なぜECBは同じ行動に至らなかったのか
  - ✓ 第一に、英国は歴史的にユーロ圏よりも高いインフレを経験してきた
  - ✓ また、労働市場に決定的な違いがある
  - ✓ 英国では職に対して労働力が不足していて、政治的なスタンスを抜きにすれば、非英国の労働力が英国を離れてしまっており、補完されていない
  - ✓ 労働力不足が英国の労働市場には関係している点が大きく異なる
  
- 賃金上昇について。ユーロ圏の賃金上昇はどうか、何か兆しや懸念材料があるか
  - ✓ ユーロ圏の失業率は7%という記録的な低水準にある
  - ✓ 労働市場では雇用者もコロナ禍前の水準まで戻っている
  - ✓ これらは祝うべき良いニュースである
  - ✓ 賃金上昇については、大きな動きを観測できていない
  - ✓ 賃金交渉に関連した動きも大きくない
  - ✓ 今後の動向にも注意を払っており、3月と6月の会合でフォワードガイダンスの3つの基準が満たされているかを判断することが重要と言える

- ▶ 政策姿勢のガイダンスについて、「いずれの方向にも (in either direction)」という表現を削除したことにはどれほどの意味があるのか。金利のガイダンスでは(政策金利を現在もしくはは「より低い水準で (or lower)」と残している。双方向ではなく下方のみが選択肢であるように思えるが、下方のみに向かうのか、そんなことは意図していないのか
  - ✓ 双方向を示す部分を削除したのは事実
  - ✓ 「適切に (as appropriate)」という言葉で、我々のすべての利用可能な選択肢とその行動を示すのに十分であると考えている
  - ✓ なされた議論を思い出すと、「いずれの方向にも」という言葉は方針の変更と、低インフレ環境が長期化しないという変化を示す意味で1度だけ挿入された
  
- ▶ 見通しについて。E C B見通しの最近の実績はかなりまちまちである。一生に一度の出来事をモデル化できていないのは明らかに見える。見通しについてどう考えているか
  - ✓ 我々は予測を額面通りに受け取るわけではなく、現状の直面している不確実性の水準やとりまく地政学的リスクを考慮すると、特にそう言える
  - ✓ 理事会での判断に使われる1要素である
  
- ▶ 先の利上げの質問に関連して再確認したい。あなたは利上げの可能性について「非常に低い (highly unlikely)」を繰り返すつもりはないのか
  - ✓ 私は無条件での誓約はしていないし、前回の会見でも、データとその評価に基づいて発言している
  - ✓ 今は、3月なれば追加データを得て、ここ数日で入手したデータを分析・統合して、データに基づく徹底的な評価ができる、としか言えない
  - ✓ どのような決定をするかと言えば、データに基づいて決定する、金利でいえばフォワードガイダンスに基づいて決定する、ということになる
  
- ▶ 短期的に上方に傾いたとするインフレリスクについて。中期的な見通しはどうか、23年や24年は2%を下回るのか
  - ✓ 残念ながら、短期的な上方リスクしか評価していない
  - ✓ 1点言えば、中期的には目標に近づいており、中期的な要因も幸運にもインフレ率を目標へ到達させる原動力になっている
  - ✓ これは良い展開だが、欧州の人々、特に、ガソリンを満タンにし、食卓に食事を置く人々にとって、どれほどの困難となるかを認識しており、懸念もしている
  
- ▶ 需要ではなく、供給要因によってインフレ率が加速している場合のE C Bの最良の策は何か。ユーロ圏ではエネルギー価格が高騰しており、あなたが述べたように需要の重しになっている
  - ✓ 少し注意しておきたい点は、高インフレが長く続けば、波及効果が起きる可能性が高まることである
  - ✓ その場合には、明らかに金融政策手段を講じる必要がある



- イタリアとフランス政府のアドバイザーが安定成長協定 (Stability and Growth Pact) に関する提案をしているが、それを見たか。特に E C B の部分、金融政策の余力を増やすために E C B の保有する国債を何らかの欧州機関に移管するという点についてどう考えるか
  - ✓ 新聞の社説に掲載された記事を読み、財政ルールがどう適用されるかという点に興味があるため、安定成長協定について関心があり、E C B の理事会としての見解も持っている
  - ✓ ただし、個別の提案について、判断をするつもりはない
  - ✓ 理事会としては、単純で、使いやすく、景気変動に抑制的 (counter-cyclical) な対応ができるルールを望んでいる
  - ✓ 我々の観点では、財政同盟が強いほど金融政策にとっては好ましい
  
- 市場が今年数回の利上げを織り込んでいることは、先走っているのか
  - ✓ 金利については、フォワードガイダンスの 3 つの基準に照らして、利上げの条件が満たされた状況になったら行う
  - ✓ ただし、純資産購入が終了するまで利上げを実施しない、という順序を忘れてはいけない
  - ✓ 3 月には、利用可能なデータに基づいて、22 年の残りの期間の純資産購入に関して、どのようなペース、速度、金額を適用するかを決定する
  
- ロシアとウクライナの緊張が経済見通し、特にインフレ率に及ぼす影響をどう見ているか
  - ✓ 政治的なスタンスを取るつもりはないが、端的にはリスクが顕在化すれば (materialise)、エネルギー価格の上昇を通じて、物価全体に波及する可能性がある
  - ✓ その結果、所得の減少、消費の減少、投資の先送りにも影響を及ぼし得る
  
- インフレについて。12 月と 1 月のインフレ率の上振れは、12 月の E C B 見通しがすでに古いということの意味しているか。特に 23 年と 24 年に 2% を下回るという部分について、どうか
  - ✓ 最近では金融政策声明でインフレリスクの言及をしてこなかったが、20 年間再確認 (double-check) をしている
  - ✓ インフレリスクへの言及はかなり明示的な表現で、年末時点の予想よりも今年は高くなりそうだ、ということだと考えている
  
- 金融緩和度について。インフレ率が予想より高いということは、実質金利は予想より低下している。したがって、金融政策も予想より拡張的であり、これ自体が金融引き締めをする理由になるのではないか
  - ✓ (明確な回答なし)
  - ✓ 金融政策で経済を支え続けなければいけないのは明らかであり、現在の政策は、経済に良い結果をもたらしている
  
- 3 月の見通しについて。3 月の更新された見通しで、23 年と 24 年のインフレ率が目標の 2% を

超えていたら、資産購入策を現在の予定よりも減速させる理由になるか

✓ 理事会でどのような決定を下すかについて、この場で推測するつもりはない

➤ TLTROの特別金利終了に関して、金融収縮の度合いが決定要因となるのか

✓ TLTROについては理事会で議論されなかった

✓ 3月もしくはその後に議論される事項の1つだろう

➤ 本日の政策決定は全会一致 (unanimously) だったか

✓ インフレへの懸念と同じく、本日の決定には一般合意 (general consensus) があった

➤ コロナ禍で政府債務が拡大しているが、国債利回りスプレッドのリスクがECBの金融政策の正常化ペースを決める要因になるか

✓ 現時点では、利回りは上昇したが、スプレッドは大きく拡大していない

✓ 状況を注視し、もし変化があれば、様々な手段や正当性があれば柔軟性が利用できる

➤ ドルがユーロに対してかなり上昇していることが、ドル建てで計算されるエネルギー価格の上昇要因と言える。そのため、ECBの現在の金融政策姿勢は、インフレを煽っているという批判があるが、どう回答するか

✓ 欧州外で主に決定される原油価格を決めることは金融政策の範疇ではない

✓ インフレ率の50%に影響を及ぼすエネルギー価格はECBに帰属できないと考えるものの、ECBと理事会は物価安定という責務に焦点をあてている

✓ 責務であり、必要があり条件が整えば、行動するつもりであり、信じて欲しい

➤ インフレ率は2%の目標に対してかなり高いが、マイナス金利の下限から対応しなければならない。ECBはこの下限から高インフレにどのように対応するのか、できるのか

✓ 金利を引き上げて対応する

✓ 取り決められ、合意した順序でそれを行う。データ依存で、まずは純資産購入に着手し、次に金利に着手する

➤ 段階的アプローチについて。理事会ではAPPの純資産購入は利上げの直前 (shortly before) まで行うとしている。インフレが長期に高止まりした場合、「直前」とは何を意味するのか

✓ 「直前」は、ただの「前」よりは短いという意味だろうが、理事会にて、データとその評価に基づいて決定するつもりである

✓ PEPFの純購入を3月に終了し、次はAPPに目を向けるつもりだ

✓ 急な利上げがあると思いたまわないで欲しい、我々は手続きを急ぐつもりはない

➤ 賃金と物価の波及効果を避けることは重要である。組合に賃金交渉を穏当にして、波及効果を避けるようお願いするつもりはあるか

- ✓ 物価と賃金の波及効果でインフレが抑制できなくなることは見たくないことだが、賃金上昇を穏当に抑制すべきと言っているわけではない
  
- 世界銀行副総裁のカーメンラインハート氏が本日のシュピーゲルで、中央銀行の独立性は紙上だけで、公的債務水準が大きいため行動することをためらっていると述べていたが、どう思うか
  - ✓ 私は読んでいないのでコメントするつもりはない
  - ✓ 彼女は政府債務の専門家であり、彼女は過剰な政府債務は国家の負担で、取り組むべきことという見解を持っている
  - ✓ 彼女が世界銀行のチーフエコノミストとしてその問題に取り組んでいることについては驚かないし、新興国や低所得国に焦点をあてたものだと考えている

(参考)

### ECBの金融政策ツール

金融政策ツール	概要	20年3月以降の変更点
公開市場操作		2022年8月までの適格担保拡大(2020/4/7、2020/12/10)に期間延長 -ACC(追加信用債)フレームワークの拡充 (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) -最小担保額の見直し(25000→0ユーロ) -1金融機関の無担保債権の受入上限引き上げ(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 -担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2022年8月までの最低信用条件緩和(2020/4/22、2020/12/10)に期間延長 -2020/4/7時点で適格(BBB-水準以上)であればBB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對しても有効 -ヘアカット率は(格下げ後の)実際の格付から算出 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 適格担保要件の緩和を延長(2021年9月→2022年6月)(2020/12/10)
伝統的		
MRO (主要リファイナンス・オペ)	週1回、適用金利:0.00%	
LTRO (長期リファイナンス・オペ)	・月1回、適用金利:MRO金利 ・コロナ対応として2020年3月18日から6月10日まで週1回追加実施(BLTRO、済) ・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(金額制) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(=現在▲0.50%)	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2021年12月16日まで11回実施 ・2020年12月3日までのオペは貸出期間は、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) ・2021年の追加オペは3か月おきに実施、貸出期間は12か月~13か月程度 ・貸出上限なし(金額制) ・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 実施回数追加(20年12月3日まで7回→21年12月16日まで11回)(2020/12/10)
FTO (微調整オペ)	・為替スワップ等	
構造オペ		
常設ファシリティ		
限界貸出ファシリティ	適用金利:0.25%	
預金ファシリティ	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)	
準備金制度	満期2年未満の負債:1% 満期2年以上の負債:0%	
非伝統的		
フォワードガイダンス	対称的な2%のインフレ目標と金融政策戦略に沿って、見直し期間が終わるかなり前までにインフレ率が2%に達し、その後見直し期間にわたって持続的に推移すると期待され、現実と中期的な2%に向けたインフレ率の安定という十分な進展が見られると判断されるまでは、理事会は政策金利を現在もしくはより低い水準で維持する	戦略見直しを受けて変更(2021/7/22)
APP(資産購入プログラム)	・22年4-6月期:月額400億ユーロ、7-9月期:月額300億ユーロ、それ以降:月額200億ユーロ ・コロナ補償として1200億ユーロ(月120億換算、長期間中心に2020年12月まで) ・元本償還分は再投資 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~)	年末までの購入額増額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券も購入(2020/9/22) 4-6月期、7-9月期の増額を決定(2021/12/16、月額200億ユーロから増額)
CBPP3 (カバードボンド購入プログラム第3 種)	・投資適格級のカバードボンド購入 ・年限制限なし ・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 ・年限制限なし ・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・国際機関債等購入 ・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銘柄あたりは33%もしくは25%(国際機関債は50%)	
CSPP (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8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12月まで10回実施 ・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 -償還金利:預金ファシリティ金利(=現在▲0.50%)の平均 -2020年6月24日から2022年6月23日までは上記金利に▲0.50%したものの平均 (また償還金利の場合は、平均が▲1%を超える場合▲1%を適用) -償還金利の適用条件(21/8/24-22/8/23の期間は①で判定、それ以外は②③のいずれか) ①2020年10月1日から2021年12月31日の貸付額が基準対比0%以上 ②7日引上げオペ対象)2020年3月1日から2021年3月31日の貸付額が基準対比0%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 ・貸出上限は2019年2月末の基準額高に對し、各入札の上限なし、累計55% ・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) 償還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%→一律、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 実施期間の延長(21年3月24日まで→21年12月)(2020/12/10) 金利引き下げの適用期間の延長(21年6月23日まで→22年6月23日まで) 貸出上限の引き上げ(50→55%)(2020/12/10)
PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	・1兆8500億ユーロ(少なくとも2022年3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 ・出資比率に依じた割合を算入 -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2024年末まで再投資 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~)	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(2020/8/4) 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 規模拡大(1兆3500億→1兆8500億ユーロ)(2020/12/10) 期間延長(少なくとも2021年6月末→少なくとも2021年3月末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2022年末→少なくとも2023年末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2023年末→少なくとも2024年末)(2021/12/16)
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(2020/3/12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。