

## 新型コロナウイルス感染症拡大以降のECBによる金融政策

## &lt;ポイント&gt;

1. 2020年、新型コロナウイルス感染症（以下「感染症」という。）が金融資本市場に大きな影響を与えたことを受けて、世界各国の中央銀行は政策金利の引下げや量的緩和の開始など、相次いで金融緩和政策を実施した。21年に入り、ワクチン接種の進展等もあり景気が持ち直す中、感染症以降に導入した金融緩和政策の縮小に向けた動きが一部の国や地域でみられ始めている。そこで本稿では、感染症以降に導入された欧州中央銀行（以下「ECB」という。）の金融政策を整理し、今後の金融緩和縮小に向けた取組みを検討する。
2. 20年3月12日、ECBは感染症による金融資本市場への影響を抑えるため、資産買入プログラム（以下「APP<sup>1</sup>」という。）の下、20年末までに追加で1,200億ユーロの資産を購入する等の政策を発表、また同18日には緊急理事会を開催し、新たにパンデミック緊急購入プログラム（以下「PEPP<sup>2</sup>」という。）を導入することを発表した（表1）。その後、感染症の影響が長期化の様相を見せる中、20年6月以降はPEPPによる資産買入枠の拡大や期間の延長を決定するとともに（図1）、パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ（PELTROs<sup>3</sup>）の導入など、円滑な資金調達環境を維持する政策を相次いで打ち出した。
3. 21年1月、ワクチン接種が本格化し、経済活動が再開する中、追加経済対策や景気回復による需要の回復等により物価上昇率がプラスに転じた。そのため、ECBは21年3月、6月の理事会でPEPPにおける購入を「次の四半期において年初の数か月を大きく上回るペースで行う」ことを決定したものの、PEPPの期限である22年3月まで同様のペースで買入を行えば、それまでに買入額が上限に達することから、市場では9月の理事会でECBが買入ペースの減速を決定するということが予想された。そして9月の理事会ではPEPPによる買入ペースを前2四半期と比べて「適度にペースを下げて（moderately lower pace）」行うことが発表された<sup>4</sup>。
4. PEPPの買入ペースを「適度に下げる」ことが決定された背景について、ラガルドECB総裁は資金調達環境の改善及び物価上昇率の加速を指摘している。図2は資金調達環境を示す指標の一つである銀行貸出調査（Bank Lending Survey）<sup>5</sup>の結果を示している。これをみると企業の資金需要は20年第2四半期に急増した後、第3四半期には減少し、市中銀行の貸出基準は20年第3四半期に厳格化した後、21年第2四半期には緩和に転じていることが分かる。この点について、ECBは20年第2四半期においては、感染症の拡大とそれを受けた都市封鎖による影響で企業の資金需要が高まった一方、金融緩和政策等を受けた資金供給により市中銀行の貸出基準は20年第1四半期から横ばいだったと指摘し、また20年第3四半期においては、前期に資金を調達できたことを背景に企業の資金需要は減少した一方、景気見通しの悪化や企業の信用リスクの高まりを

<sup>1</sup> APPとは、カバードボンド購入プログラム第3弾（CBPP3）、資産担保証券購入プログラム（ABSPP）、公的部門購入プログラム（PSPP）、企業部門購入プログラム（CSPP）の4つのプログラムの総称を指す。

<sup>2</sup> PEPPでの購入対象資産には、APPの対象資産全てに加えてギリシャ国債やコマーシャル・ペーパーが含まれている。また期間は、導入当初は20年12月末までであったが、その後複数回にわたって延長され、22年3月末まで実施される予定となっている。

<sup>3</sup> PELTROsとは、適用金利を-0.25%（政策金利を0.25%ポイント下回る水準）とする資金供給オペ。

<sup>4</sup> ただし、ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で「本決定がテーパリング（資産買入額の縮小）ではなく（the lady isn't tapering.）、買入ペースの再調整である」と説明している。

<sup>5</sup> 本調査は、ユーロ圏の銀行貸出状況に関する調査であり、企業や家計における資金の供給と需要に関する情報等が含まれる。

背景に市中銀行の貸出基準は厳格化したと指摘している。21年第2四半期については、ECBは景気の回復期待を背景に資金需要が拡大、貸出基準も緩和したと指摘している。

5. 図3はユーロ圏の消費者物価指数であるHICPを示す。ラガルド総裁は21年3月の理事会で同年1月のHICPがプラスに転じた要因として、エネルギー価格及び20年7月から12月までドイツで導入された付加価値税（VAT）の引下げといった一時的要因による影響を指摘している。また9月に公表されたECBのスタッフ見通しでは、これらの一時的要因を背景に21年は前年比+2.2%となるものの、22年は同+1.7%、23年は同+1.5%まで低下すると予想している<sup>6</sup>（表2）。
6. さらに、資金調達環境が改善し、物価上昇率が上昇している要因として、ECBは景気の回復を挙げている。図4はユーロ圏のGDPギャップを表す。22年までの見通しでは依然マイナスで推移するものの、マイナス幅は縮小していくことが予想されている。また図5はユーロ圏、ドイツ、フランス及びイタリアの実質GDPの推移を示す。20年第2四半期はいずれの国でも大きく落ち込んだが、その後は国によってばらつきはあるものの回復していることがわかる。特に、消費（実質小売売上高）に焦点を当てると、イタリアを除き、感染症前の水準を回復していることが分かる<sup>7</sup>（図6）。今夏は、ドイツやフランス、イタリア等において8月から飲食店や交通機関の利用等に際し、ワクチン接種証明書の提示が必要となるなど、感染拡大防止と経済活動の両立に向けた動きがみられており、図7からも飲食・宿泊等の消費や人流の持ち直しが続いていることも示唆される。金融資本市場にも目を向けると、イタリア及びギリシャの10年国債の対ドイツ国債スプレッドは20年3月から5月にかけて上昇したが、その後は低下し安定的に推移していることが分かる（図8）。
7. 以上からみたように、景気回復を背景に資金調達環境の改善が継続すれば、物価がECBの目標である「中期的に前年比+2%」につながっていくことが期待され、今回の変更により、ECBはPEPP終了に向けた第一歩を踏み出したとみられる。

<sup>6</sup> ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2021.

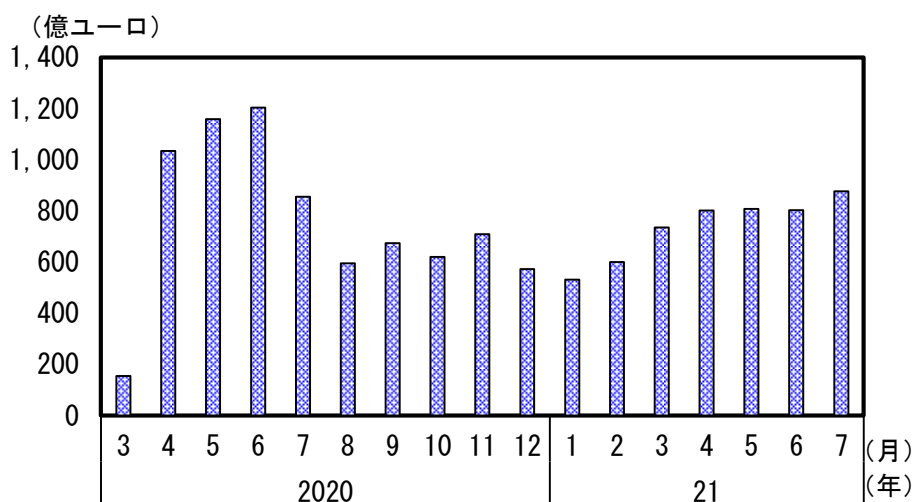
<sup>7</sup> イタリアでは感染症拡大を受けて、20年11月6日から21年6月20日まで夜間外出を制限する等の措置が実施された。

表1 ECBの政策対応（20年3月以降）

政策内容	
政策金利	主要リファイナンス金利： 0.00% [2016/3/10公表] 限界貸出ファシリティ金利： 0.25% [2016/3/10公表] 預金ファシリティ金利： ▲0.50% [2019/9/12公表]
資産購入	①資産購入プログラム（APP）： ・合計月200億ユーロ [2019/9/12公表] ・+1,200億ユーロ [2020/3/12公表、2020/12末終了] ②パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）： ・買入額：合計7,500億ユーロ [2020/3/18公表] →13,500億ユーロ [2020/6/4公表] →18,500億ユーロ [2020/12/1公表] ・期限：2020.12まで [2020/3/18公表] →2021.6まで [2020/6/4公表] →2022.3まで [2020/12/10公表]
流動性供給	長期資金供給オペ（TLTRO3） ・金利：▲0.50～0.00% [2019/3/7公表] →▲0.25～▲0.75% [2020/3/12公表] →▲0.50～▲1.00% [2020/4/30公表] ・対象となるオペ：2021.3までの実施オペ [2019/3/7公表] →2021.6までの実施オペ [2020/3/12公表] →2022.6までの実施オペ [2020/12/10公表]
	パンデミック緊急長期リファイナンス・オペ（PELTROs） ・金利：▲0.25% [2020/4/30公表] ・対象となるオペ：2020.12までの実施オペ [2020/4/30公表] →2021.12までの実施オペ [2020/12/10公表]

（備考）ECBより作成。

図1 PEPPによる買入額の推移



（備考）ECBより作成。

図2 銀行貸出調査

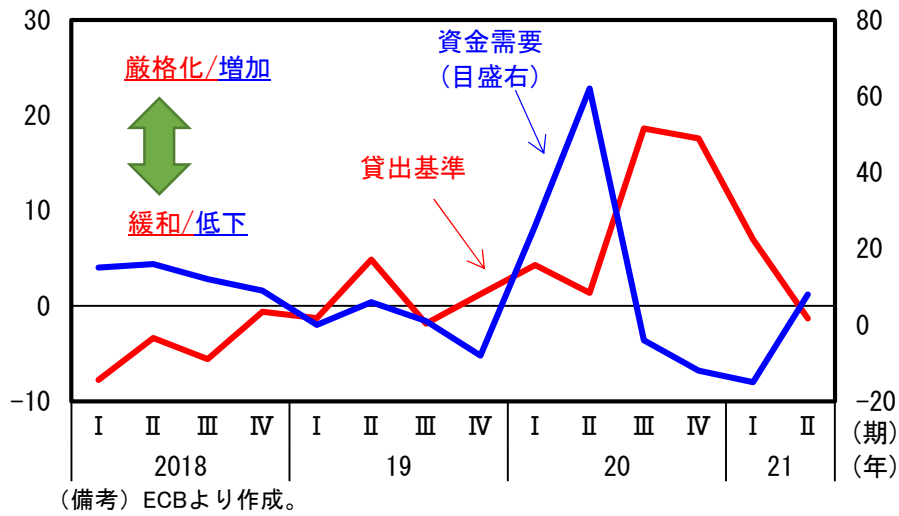


図3 消費者物価(総合)の寄与度分解

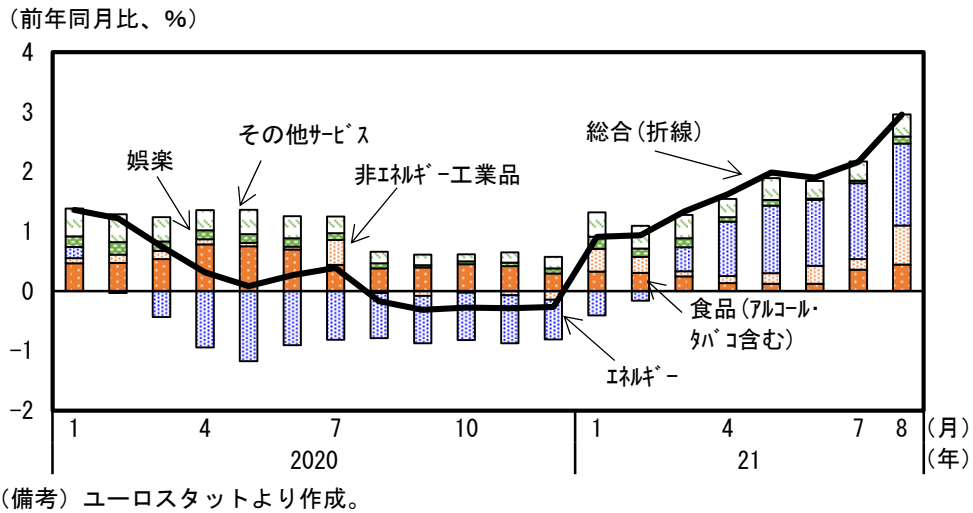


表2 ECBスタッフ見通し

(前年比、%)			21年 (見通し)	22年 (見通し)	23年 (見通し)
ECB	GDP	2021年9月	5.0	4.6	2.1
		2021年6月	4.6	4.7	2.1
	HICP	2021年9月	2.2	1.7	1.5
		2021年6月	1.9	1.5	1.4

(備考) ECBより作成。

図4 ユーロ圏GDPギャップ

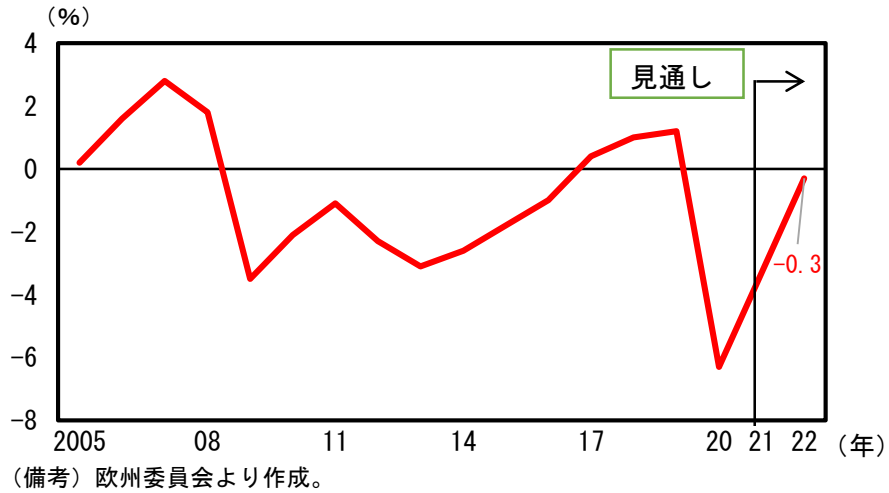


図5 ユーロ圏、ドイツ、フランス、イタリアの実質GDP

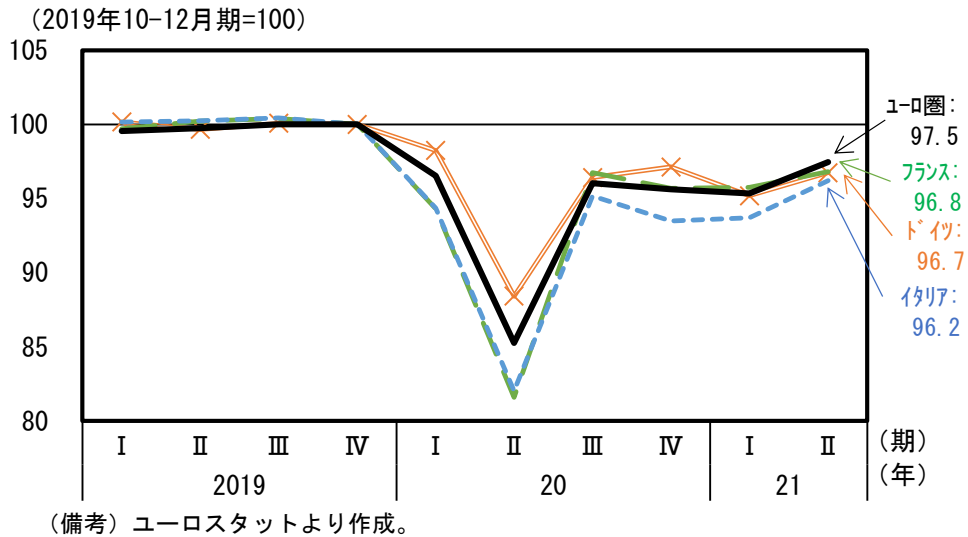


図6 ユーロ圏、ドイツ、フランス、イタリアの実質小売売上高

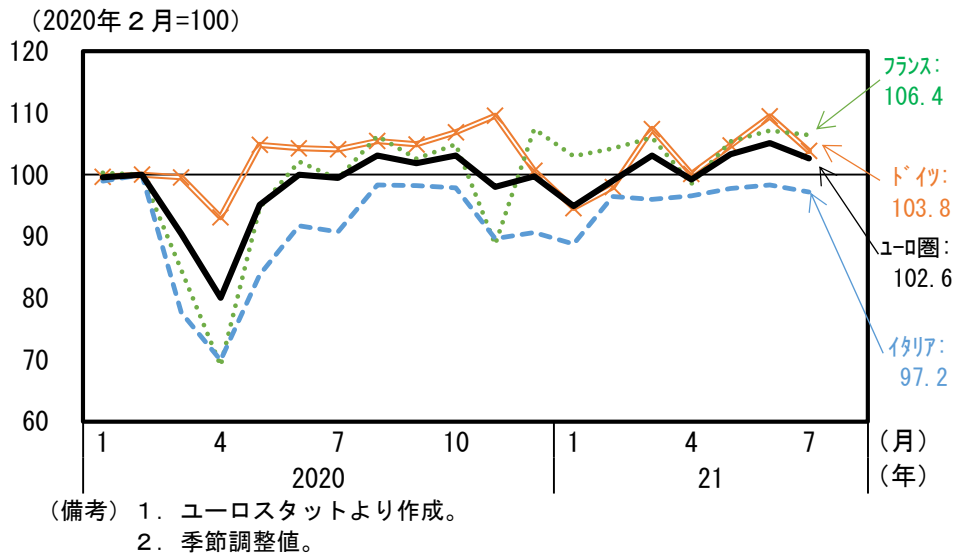
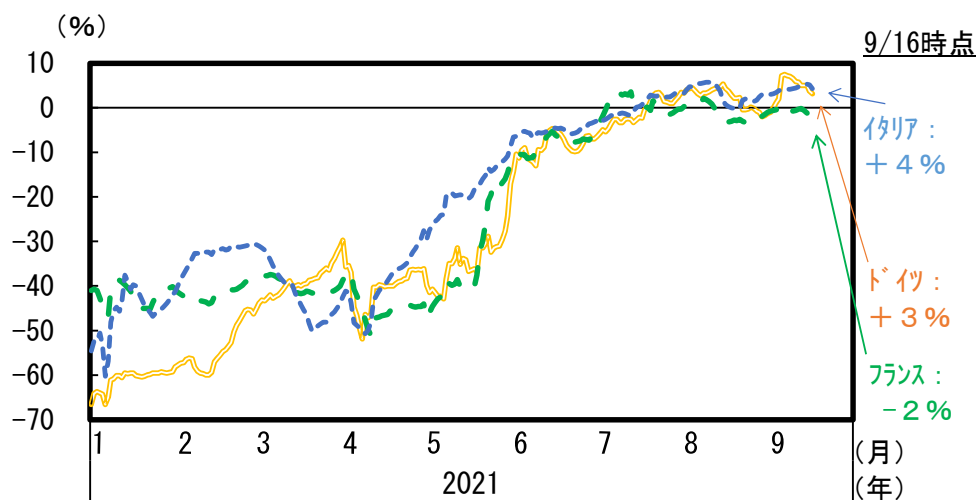
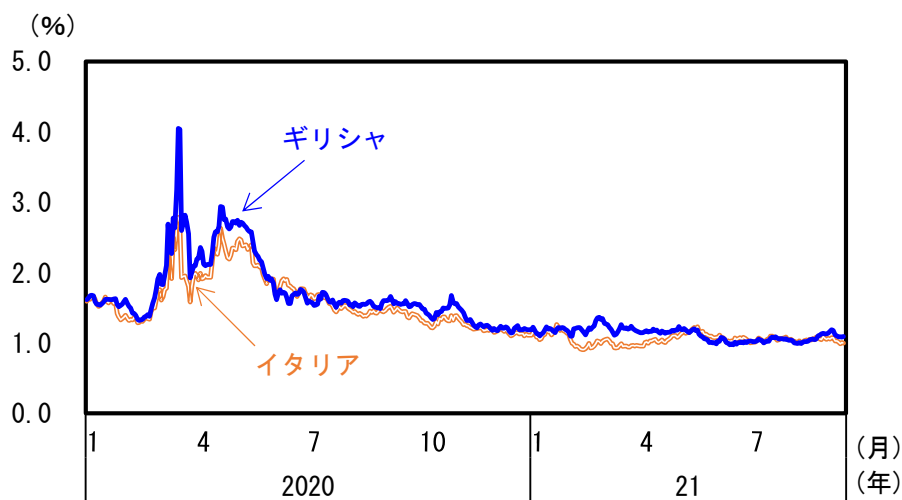


図7 ドイツ、フランス、イタリアの人流  
 (レストラン・ショッピングセンターなどの小売娯楽施設)



(備考) 1. Google “COVID-19 Community Mobility Report ”より作成。  
 2. 各施設等における訪問・滞在時間が、2020年1月3日～2月6日における同じ曜日の中央値との比較で、どの程度変化したかを示す。

図8 イタリア、ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッド (10年物)



(備考) bloombergより作成。

担当：内閣府 政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付  
 三谷 信彦（直通 03-6257-1581）

本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。