

ECBの金融政策は戦略検証を受けどう変わる？

Topics

- ▶ ECBが、金融政策の「戦略検証」を踏まえ、2003年以来となる金融政策戦略の変更を行いました。主要な変更点は、インフレ目標2%へのコミットメント強化と金融政策運営に気候変動への取り組みが加わった点です。
- ▶ 2%のインフレ目標達成のために、ECBの緩和的な金融政策は、より長期化する見通しです。
- ▶ また、金融政策運営に気候変動への取り組みが加わったことで、企業や金融機関の気候変動への対応は、一層加速するとみられます。

エコノミスト 仲嶺 智郎

ECBが新しい金融政策戦略を公表

欧州中央銀行（ECB）は、7月8日、昨年から進めていた「戦略検証」を踏まえ新しい金融政策戦略を公表しました（図表1）。金融政策戦略の変更は2003年以来のことです。今回の主要な変更点は、①インフレ目標2%へのコミットメント強化と②金融政策運営に気候変動への取り組みが加わったことだと思われます。

まず、インフレ目標は、従来の「2%を下回るが2%近辺」といった目標から上下対称的な「2%」に変更となりました。このことは、「2%以上は許容しない」という考え方から「2%を目指す」、言い換えれば、遅まきながらECBの闘う相手は高すぎるインフレではなく低すぎるインフレとなったことを明確にしたものと考えられます。

インフレ目標変更の理由

インフレ目標の変更の背景には、ユーロ圏の低インフレの定着があります。その原因を考えると、まず経済の構造的な変化が挙げられます。2000年代からのグローバル化による商品や労働者の移動、デジタル化によりインターネット上での価格比較が容易になったこと、また人口動態による成長率の鈍化など、これらの構造的な変化が低インフレ要因になったと思われます。

次に、金融政策が2%以上のインフレ上昇に対し過度に反応していたことも、低インフレの原因になったと思われます。ユーロ圏では、原油価格の上昇を受けて2008年に利上げをした直後に世界金融危機で景気後退に陥ったほか、欧州債務危機最中の2011年の利上げ直後も景気後退に至りました。これらの対応は失敗だったと評価せざるを得ません（図表2）。実際、経済の構造的変化に加え、この二つの景気後退がユーロ圏の低インフレ顕在化の契機となったとみることも可能だと思われます。

ECB自身も今回の検証で、「2%を下回るが2%に近辺」という目標のあいまいさや、目標が上下非対称であるとの認識が、インフレ目標がアンカーとしての役割を果たさず、低インフレが持続する原因となった可能性に言及しています。

このため、低インフレの定着を防ぐためには、強力で継続的な緩和措置が必要との認識から、2%のインフレ目標へのコミットメントを強めることで金融緩和を徹底し、一時的にインフレ率がインフレ目標を緩やかに上回ることを許容することとしたもようです。ただし、こうしたECBの物価重視の姿勢は、米国が雇用と物価の両方を重視し、インフレ目標を明確に上回ることを許容しているのとは、大きく異なっていると思われます。

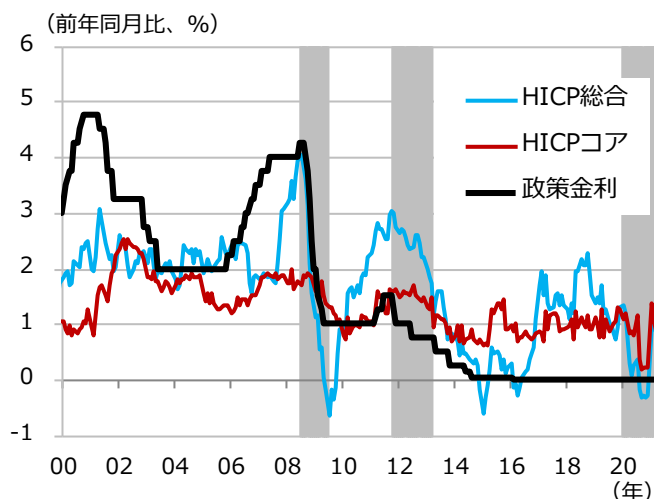
次ページへ続く

図表1 ECBの新しい金融政策戦略

①	HICPを、引き続き物価安定目標を達成するための物価指標として確認、家計に関するインフレ率をより適切に表す指標として帰属家賃を含む物価指標考慮
②	インフレ目標を従来の「2%を下回るが2%近辺」から上下対称的な「2%」に変更
③	インフレ率が、 <u>インフレ目標を一時的に上回ることを許容</u>
④	<u>中期的に</u> インフレ率が2%の目標で安定するように金融政策を決定
⑤	<u>金融政策運営への気候変動の要素の組み込み</u>
⑥	一般市民との金融政策に関するコミュニケーションをさらに強化
⑦	戦略検証を定期化し、次は2025年に

出所：ECB資料よりアセットマネジメントOne作成

図表2 ユーロ圏の政策金利と消費者物価の推移



期間：2000年1月～2021年6月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：HICPコアは、除くエネルギー、食品、アルコール、たばこ
灰色はCEPR(欧州経済政策研究センター)による景気後退局面

金融政策戦略に気候変動の要素を組み入れ

2つ目の大きな変化は、金融政策運営に気候変動への対応が組み込まれたことです。ECBは、欧州連合（EU）の政策優先課題である気候変動対策を金融面から強力に支援していくこととなります。

今回ECBは、新しい金融政策戦略とともに、気候変動に関する行動計画とロードマップを公表しました（図表3）。この中で、ECBの経済見通しや経済モデルへ気候変動リスクを反映させるほか、そのための統計データの整備などを挙げています。これにより、異常気象や脱炭素社会への移行コストなどの経済への影響を分析し、金融政策に反映させることになるとみられます。

また、ECBの担保受入れや資産購入の際の適格要件として、企業や金融機関に対し環境関連情報の開示などを求めているほか、社債購入にあたり気候変動リスクを考慮する計画も打ち出しています。加えて、ECBは既に気候変動に伴う経済リスクを評価するためのストレステストを始めていますが、2022年には個別の銀行に対する気候変動のストレステストを実施する予定です。こうした動きは、企業が社債を発行するにあたって気候変動対応を考慮する必要が出てくるばかりでなく、銀行の企業への融資姿勢にも影響する可能性があります。注目されます。

緩和的な金融政策は長期化へ

ECBの金融政策は、金融政策戦略の変更に伴い、今後調整される見通しです。来週予定されている7月の理事会に関しては、ラガルド総裁が既にフォワードガイダンス（先行き指針）の修正に言及しています。

また、9月の理事会では、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による10-12月期の債券購入額が維持されるかが注目されます。これは、PEPPの購入方針決定を、経済・物価見通しを検討する四半期ごとの理事会で行うとしているためです。

加えて、2022年3月で終了が予定されているPEPP後の量的緩和の枠組みの行方も検討されると思われます。6月の経済・物価見通しでは、足元の経済成長率を上方修正し、景気回復シナリオを示したにもかかわらず、2023年の物価見通しは、1.4%にとどまっています（図表4）。2%のインフレ目標を実現するためには、PEPP終了により債券購入を急に減らすことはできないはず。既存の資産購入プログラム（APP）の増額、もしくは新たな枠組みでの債券購入プログラムの立ち上げなどが、早ければ9月の理事会で遅くとも12月の理事会で決定されると予想しています。いずれにせよ、金融政策戦略の変更に伴い、ECBの金融緩和政策が長期化することは避けられないと思われます。

図表3 ECBの気候変動に関する主な行動計画

	2021	2022	2023	2024
1	気候変動要因をECBの経済予測に反映		反映	
2	気候リスクをモデルに組み込み、シナリオ分析を実施		実施	
3	気候変動リスク分析のための統計データの整備		指標を開発	新たな統計収集
4	担保や資産購入の適格要件として環境関連情報の開示		準備	対応期間 施行
5	気候変動ストレステストの実施	準備	試行	定期的実施
6	気候変動リスクを担保評価に反映		検証	監視
7	気候変動リスクを社債購入プログラム（CSPP）に反映		提案	開始

出所：ECB資料よりアセットマネジメントOne作成

図表4 ECB経済・物価見通し（6月時点）

	2021年	2022年	2023年
実質GDP（前年比、%）	4.6	4.7	2.1
3月見通し	4.0	4.1	2.1
失業率（%）	8.2	7.9	7.4
3月見通し	8.6	8.1	7.6
HICP（前年比、%）	1.9	1.5	1.4
3月見通し	1.5	1.2	1.4
HICP（除くエネルギー・食品）	1.1	1.3	1.4
（前年比、%） 3月見通し	1.0	1.1	1.3

出所：ECB資料よりアセットマネジメントOne作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。