

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

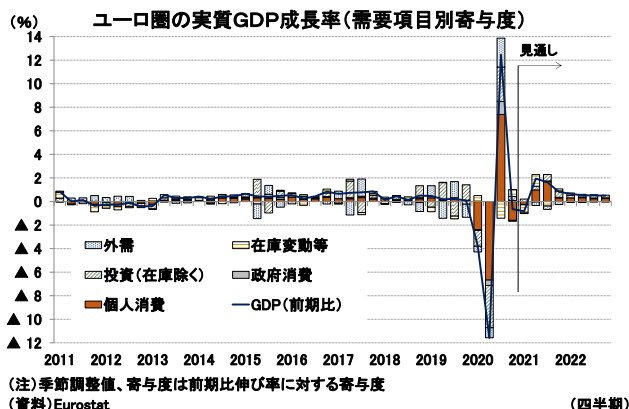
— 行動制限長期化で二極化が続く形の回復へ

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

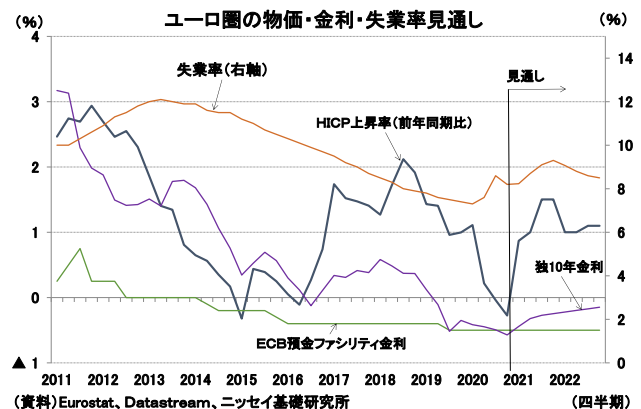
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州主要国では、昨年春の感染第1波を厳しいロックダウン（都市封鎖）によって抑制した後、昨年9月頃から再び感染の拡大（第2波）が見られている。11月以降は医療崩壊リスクも高まり、行動制限を強化し経済活動重視から感染抑制重視に舵を切っている。
2. 11月以降に講じてきた行動制限の強化では営業制限をサービス産業の一部に絞る形で実施していることから、多くの生産・消費活動が維持され、経済全体で見ればGDPの急落を避けられている。ただし、特定のサービス産業に行動制限の影響が集中した結果、回復が続く業種と落ち込む業種に分かれ、二極化傾向が拡大、長期化している。
3. 年明け以降も変異株の脅威が拡大しており、感染拡大防止に重点が置かれた措置が講じられている。今年1-3月期の成長率は10-12月期に続き対面サービス産業を中心に低迷し、前期比で2四半期連続のマイナス成長となると想定している。
4. 今後は経済活動再開の動きが模索されるが、変異株の流行懸念などから当面は感染拡大防止に重点が置かれ、行動制限の緩和も段階的に進められると予想する。そのため今年是对面サービス産業の低迷といった二極化の傾向が続く形での回復となるだろう。ワクチン普及によって医療崩壊リスクが後退し、感染予防策としての行動制限が不要となるのは来年以降だろう。
5. ユーロ圏の経済成長率は21年3.8%、22年3.4%を予想している（図表1・2）。
6. 先行きの不確実性は依然として高い。変異株の流行は短期的な医療崩壊リスクを高め、行動制限が強化される可能性がある。中期的にはワクチンの効果が得られず医療崩壊リスクが後退しない場合などに長期間の行動制限が必要となるだろう。一方で、効果的なワクチンの早期普及は回復ペースの加速に寄与するだろう。

(図表1)



(図表2)



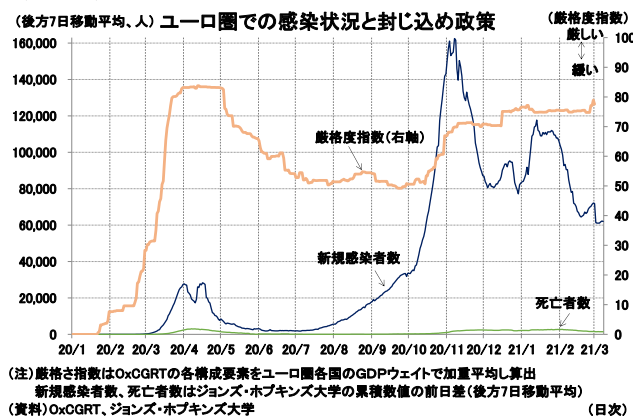
1. 欧州経済概況

(振り返り : 10-12 月期 GDP 成長率は前期比▲0.7%)

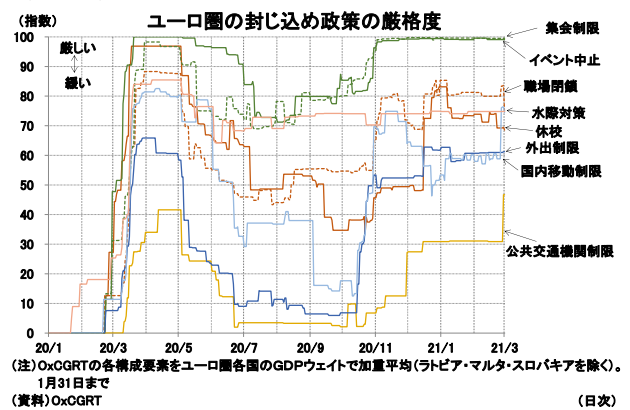
昨年春に新型コロナウイルスの感染が拡大（第1波）してから1年が経過したが、欧州¹経済は、依然としてウイルスの感染拡大とその封じ込め政策に左右される状況が続いている。

欧州主要国では、昨年春の第1波を厳しいロックダウン（都市封鎖）によって抑制した後、昨年9月頃から再び感染拡大（第2波）が目立ちはじめた（図表3）。11月以降は医療崩壊リスクも高まったことで、再びロックダウンを含む行動制限強化を実施、経済活動重視から感染抑制重視に舵を切っている（図表4）。本稿では、行動制限を強化しはじめた昨年冬の10-12月期の経済状況を確認した上で、今後の見通しについて考察していきたい。

(図表3)

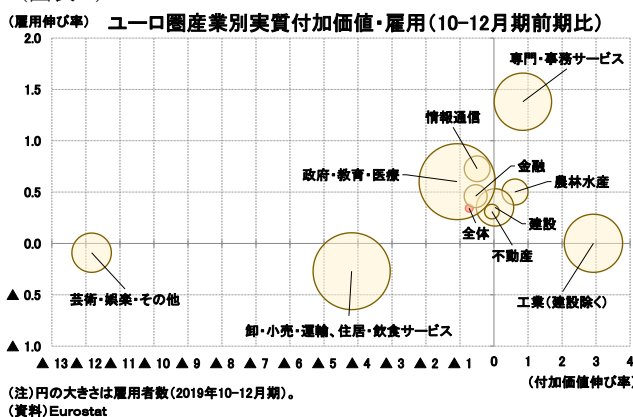


(図表4)

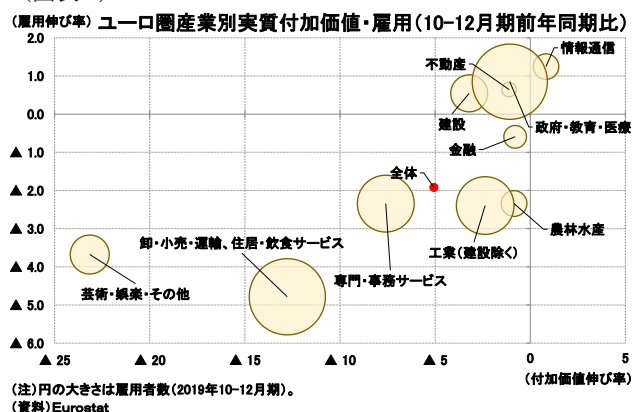


昨年10-12月期の状況について四半期データで確認すると、実質GDP成長率は前期比で▲0.7%（年率換算▲2.6%）と行動制限強化によりマイナス成長となった。また、コロナ禍前と比較できる前年同期比では▲4.9%とまだ5%ほど低い。しかし、昨年春の落ち込み（前年同期比では▲14.6%）と比較すると、昨年冬のマイナス幅はかなり小幅である。11月以降の行動制限強化では営業制限の対象を一部のサービス産業に絞る形で実施していることから、多くの生産・消費活動が維持され、経済全体で見ればGDPの急落を避けられている状況にある。

(図表5)



(図表6)



需要項目別には個人消費が前期比▲3.0%（前年同期比▲7.6%）、投資が同1.6%（▲8.7%）、政府消費が同0.4%（2.5%）、輸出が同3.5%（▲5.6%）、輸入が同4.1%（▲7.6%）だった。投資・輸出・輸入が前期比でプラス成長を維持したが、個人消費の落ち込みが全体のGDP減少にも寄与

¹ 本稿ではユーロ圏19か国を対象とする。

していることが分かる。

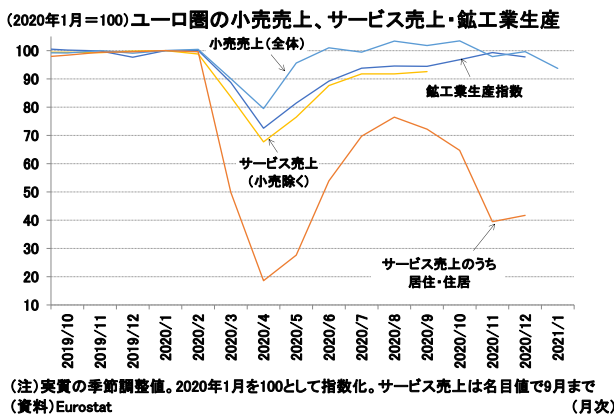
また10-12月期の雇用者数は前期比で+0.3% (54.0万人の増加)、労働時間は前期比▲1.6%となった。雇用者数はGDPや労働時間が減少に転じるなかでも増加基調を維持できており、とりわけ行動制限強化による影響の大きい産業について、政府の雇用維持政策が延長・継続されていることが雇用環境の悪化を防いでいると評価できる。

産業別にコロナ禍前との状況を比較すると(図表5は前期比、図表6は前年同期比で横軸は実質GDP(付加価値)・縦軸は雇用)、一部のサービス産業に行動制限の影響が集中した結果、回復が続く業種と落ち込む業種に分かれ、二極化傾向が拡大、長期化している。

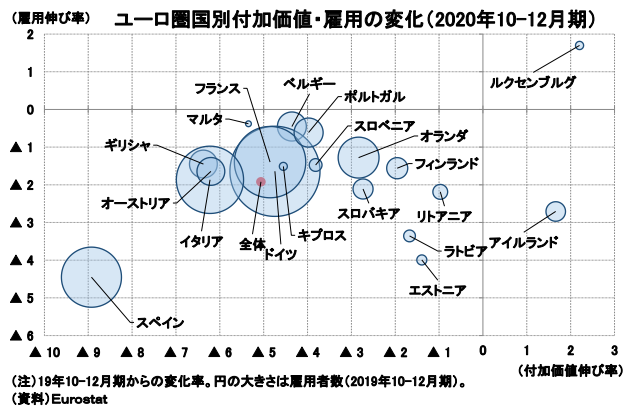
具体的には「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」「芸術・娯楽等」のGDPや雇用水準がコロナ禍前から大きく低下している。一方で、「情報通信」が実質GDPと雇用者数の双方でコロナ禍前の水準を回復しているほか、「政府・教育・医療」「不動産」「建設」「金融」も回復が早い。月次のデータでも住居・飲食サービスについては11月以降は大きく生産を減少させていることが分かる(図表7)。

また国別の動向を確認すると、観光関連産業のGDPや雇用シェアが大きいスペインがGDP・雇用回復の双方で出遅れが目立つ(図表8)。

(図表7)



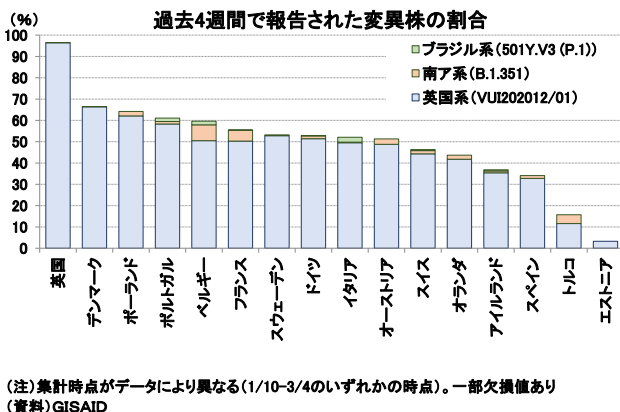
(図表8)



(現状： 1-3月期は2四半期連続の前期比マイナス成長へ)

1月以降の状況を確認すると、一部の国では経済活動の再開を模索する動きがあるものの、ユーロ圏全体として見れば、感染拡大防止に重点が置かれている状況と言える。背景には英国で流行している感染力が強い変異株への感染が増えており(図表9)、これら変異株の域内流入や拡大防止のために、水際対策の強化やその他の行動制限を続けていることが挙げられる(図表10)。

(図表9)



(図表10)

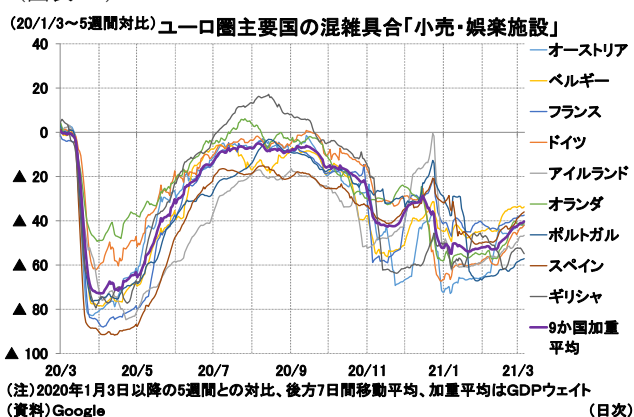
| | 期間 | 活動制限内容 |
|------|--|---|
| ドイツ | 2020/11/2-翌3/28 (12/16~は再強化、3/8~感染者数に応じて段階的緩和) | <ul style="list-style-type: none"> 不要不急の移動制限、大人集会の禁止 移動制限の制限(1/11~)、外出時のマスク着用強化(1/19~) 12/1以降は私的集まり5人以下に制限 飲食店、娯楽施設の営業停止、店舗への入場制限(12/16~は小売店の営業停止) 企業活動は継続(可能なテレワーク) 学校は継続(大学はオンライン、12/16~は原則閉校) 水際対策強化(1/31~) |
| フランス | 2020/10/30-12/14 (12/15からは夜間外出制限に移行し順次厳格化) | <ul style="list-style-type: none"> 不要不急の移動制限(その後夜間の制限へ)、大人集会の禁止 飲食店、娯楽施設、小売店の営業停止(11/28からは小売店の営業再開) 大型商業施設の営業停止(1/31~) 企業活動は継続(可能なテレワーク) 学校は継続 水際対策強化(1/31~) |
| イタリア | 2020/11/6-翌3/27 (1/16から緩和・地域ごとの制限へ) | <ul style="list-style-type: none"> 夜間外出の禁止(クリスマス期間は自治体間移動を禁止) 都市間の移動制限 小売店の休日前日の営業停止 飲食店の夜間営業停止(一部地域では、全面的な移動制限や小売店・飲食店の営業停止を実施) 学校は継続(高校はオンライン) |
| スペイン | 2020/10/25-翌5/9 (非常事態宣言) | <ul style="list-style-type: none"> 夜間外出の禁止 都市間の移動制限(自治体による) 商業施設、娯楽施設の収容率制限、夜間営業停止(制限内容は自治体依存) |

(注)3月9日時点
(資料)各種報道より筆者作成

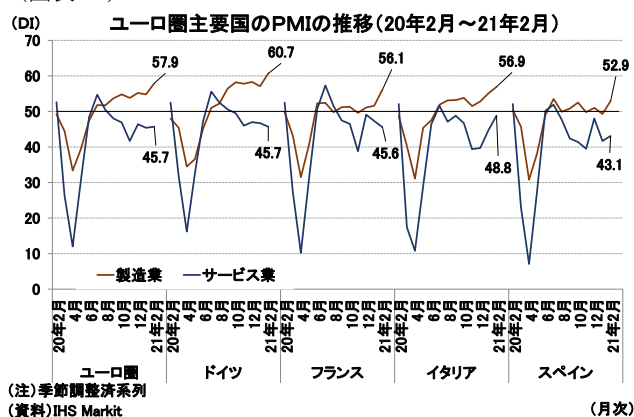
年明け以降の小売店や娯楽施設の混雑具合を見ると、足もとまで低水準での推移が続いている（図表 11）。そのため、今年 1-3 月期の成長率は 10-12 月期に続き対面サービス産業を中心に低迷し、前期比では 2 四半期連続のマイナス成長となると想定している。

一方、製造業の生産活動などは引き続き継続され、産業別の格差はさらに長期化することが予想される。Markit 社の景況感指数（PMI）でも、景況感にこうした産業間の格差が生じていることがわかる²（図表 12）。

（図表 11）



（図表 12）



（ 財政：復興基金稼働の準備が進む ）

財政面では、昨年合意された 7500 億ユーロ（うち補助金 3900 億、融資 3600 億）規模の復興基金（「次世代EU」）の稼働が本格化する。今年 2 月には基金の中核となる「復興・強靱化ファシリティ（6725 億ユーロ）」の設立が欧州議会で採択された。基金の割り当てには各加盟国が提出する計画が欧州理事会（EU 首脳会議）で承認される必要があるが、最速で年央となる資金配分への準備は進んでいる³。

復興基金 7500 億ユーロは対 EU の GDP 比で 5.6% の規模であるが、数年にわたって支出されることが見込まれるため、単年度での GDP 押し上げ効果としては総額よりも小さくなる。ECB（欧州中央銀行）では復興基金のユーロ圏の GDP 押し上げ効果についてシナリオ別に試算している⁴。この試算によれば生産的な公共投資に利用した場合は、最も GDP が押し上げられる年で約 1.5% 程度（ベースライン対比）の効果が見込まれる。一方、非生産的な支出（所得移転など）に利用した場合には最大約 0.25%、既存の債務を削減するために利用した場合には最大約 0.5% 程度の押し上げ効果としており、用途によって効果にも幅が生じることに言及されている⁵。

本稿では、今年終盤から復興基金の予算が利用され始め、見通し期間にかけて、GDP を押し上げると見ているが、その効果は ECB の試算における公共投資に利用したシナリオと債務削減に利用したシナリオの中間程度を想定している。

² 景況感調査は方向性を示すいわゆる DI（diffusion index）で示される。前月より良くなったか（上昇・増加・改善）、あるいは悪くなったか（低下・減少・悪化）という回答を集計している。Markit 社の調査（PMI）は、前月と比較した調査月の景況感を集計しており、50 を超えると過半数が改善したと回答したことを意味する（回答者によっては経済活動が回復していても活動水準が低いことから、「悪くなった」と回答する可能性もある点に注意が必要）。

³ 加盟国は「復興・強靱化計画」を 4 月末までに提出し、欧州委員会の審査（2 か月以内）と欧州理事会の承認（1 か月以内）を得る必要がある。最大 13% を前払い金として承認後 2 か月以内に受領でき、最速で年央から利用可能。残額の配分は計画の進展に応じて加盟国が年に 2 回まで申請でき、欧州委員会が予備審査（2 か月以内）の上、閣僚理事会（経済・財務相理事会、ECOFIN）の意見を踏まえて承認する（なお、ECOFIN で計画達成状況について疑義が呈された場合は、欧州理事会での議題となる）。

⁴ Krzysztof Bankowski, Marien Ferdinandusse, Sebastian Hauptmeier, Pascal Jacquinet, Vilém Valenta (2021), [The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area, Occasional Paper Series, No 255/January 2021](#)

⁵ これらシミュレーションによる結果であり、実際には復興基金の用途はグリーンやデジタルなど限定されている。上述の通り「復興・強靱化計画」が承認される必要があり、用途についての各国の裁量は制限されている。

政治面では、イタリアにおいて復興計画に関する連立政権内の意見対立を発端に、コンテ首相が辞任する事態となった。その後、新たな首相としてECBの前総裁であるドラギ氏が任命され市場からの評価も高い同氏が任命されたことで、政局の混乱は短期に収束している。ドラギ首相の政治運営については未知数な面もあるが、経済への影響としては軽微にとどまるだろう。

また、今年秋はドイツのメルケル首相が任期満了となり、総選挙が実施される。注目は、メルケル首相の後任候補と、新政権である。現与党は、CDU（キリスト教民主同盟）・CSU（キリスト教社会同盟）とSPD（社会民主党）の連立政権であり、本稿ではCDU・CSUが第一党となることを想定、ポストメルケルとしてはCDUの新党首で新メルケル派のラシェット氏が新首相として選出され、現在のメルケル路線を引き継ぐと見ている。現在、首相として他の候補者が選出されるシナリオにも一定の蓋然性があるが、経済への影響は限定的と見ている。また連立政権としてCDU・CSUが緑の党と組むシナリオなど考えられるが、こちらもすでに欧州全域で環境配慮の取り組みが志向されていることなど、経済への影響は限定的と言えるだろう。

2. 欧州経済の見通し

（見通し：3月以降は慎重に経済再開、22年にはワクチン普及か）

次に欧州経済の先行きについて考えていきたい。

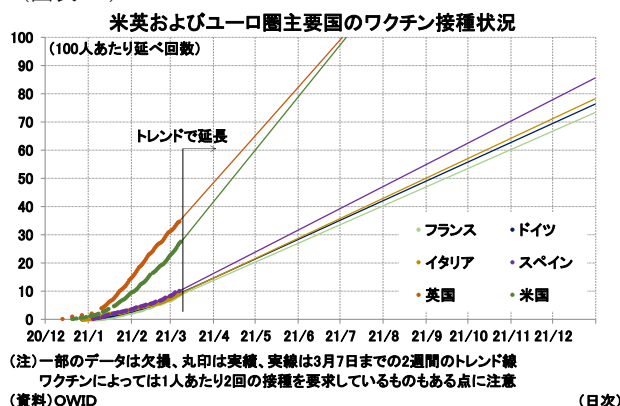
足もと新型コロナウイルスの新規感染者や死亡者数がピークアウトしていることから、今後は経済活動再開の動きが模索される公算は高いと言える。ただし、前述の通り変異株が流行する兆しもあり、当面は感染拡大防止に重点が置かれ行動制限の緩和も段階的に進められるだろう。

一方、集団免疫獲得とそれによる行動制限緩和については、ワクチン接種の動向も重要となる。欧州委員会は1月19日に「3月末までに医療・介護従事者および80才以上の高齢者の80%以上」「夏の終わりまでに成人の70%以上」という接種目標を掲げている。

ユーロ圏ではEUが先導してワクチンを確保しており、現時点で全人口をカバーできる以上の量を契約している。しかし実際の接種はワクチンメーカーの供給量が想定以上に少ないなどの理由で思うように進んでいない。人口当たりの接種ペースは米英と比較して大きく遅れている状況であり、欧州委員会は今後の接種ペースの加速を目指しているが、現時点では「夏の終わり」はかなり高い目標と言わざるを得ない（図表13）。

本稿では、ワクチン接種の効果が表れる時期として、段階的に景況感は改善していくものの、免疫獲得により医療崩壊リスクが後退し、行動制限を課さなくても良い状況になるのは来年以降になると想定している。したがって、それまでの間は、接触の増加が感染者数増加や医療崩壊リスクを高めてしまうため、感染予防策に重点が置かれた経済活動が続くことになると見ている。

（図表13）



こうした状況を踏まえて、個人消費は今年前半は感染防止策のため低調に推移し、その後ゆっくりと回復していくという経路を辿ると予想する。今年是对面サービス消費については弱含む一方で、

財や非対面サービス消費が回復していくという二極化が続くだろう。対面サービス消費が本格的に回復するのは来年以降と予想している。雇用状況については、失業率は現時点では雇用維持政策の効果もあって急上昇が回避されているが、今後は経済回復を模索する一方、支援規模は縮小を目指すと考えられ、21年後半にかけて次第に高まっていくだろう。

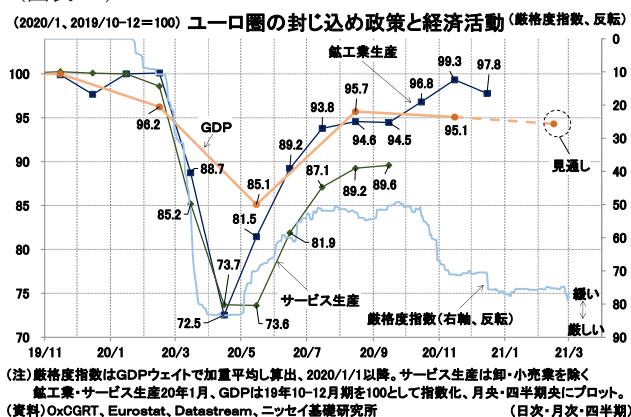
投資については企業収益の悪化が民間投資の重しとなる一方で、引き続き緩和的な金融環境が継続する見込みであること、復興基金が稼働しはじめることが投資の呼び水となり成長を後押しするだろう。とりわけ復興基金ではその過半をグリーンとデジタル投資として利用することが条件付けられていることから、関連投資が成長のけん引役となるだろう。

政府消費については各国ともに昨年よりは減少するものの、拡張的な支出が継続されると見ている。ワクチン普及までは積極的な需要喚起策を講じにくい、財政政策として昨年来拡充されている雇用維持政策などが失業率の急増を防止し、個人消費の下支えする状況を生み出すだろう。

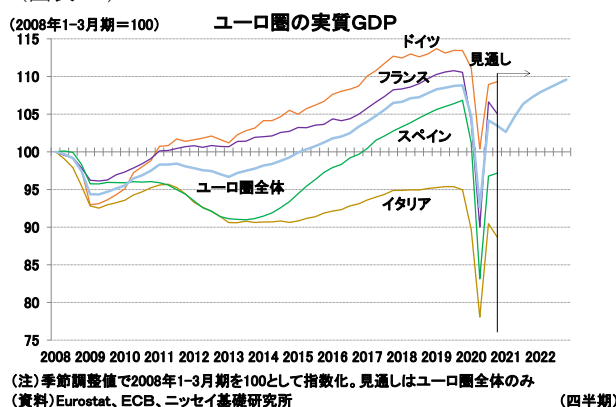
海外環境については、特に景気回復が進む中国に対する貿易がけん引役になると見られる。また、米国でも大規模な財政支出が予定されており、需要の高まりが予想されることから今後は米国向け輸出も加速するだろう。ただし、主要貿易相手国であるEU（非ユーロ圏）については、ユーロ圏と並みの回復となり、輸出全体の伸び率としてはそれほど強くはならないだろう。

総じて見ると、今年は二極化の傾向を強めながら、経済全体では回復という形になるだろう。その後、来年以降にはワクチンが普及し医療崩壊リスクが後退するため、感染防止策としての経済活動制限が不要となる本格回復を予想している。その結果、実質GDP水準がコロナ禍前の元の水準に戻るの、22年後半と想定している（図表14・15）。

（図表 14）



（図表 15）



先行きのリスクについては、新型コロナウイルスに関する不確実性が引き続き高い状況にある。具体的な下方リスクとしては、短期的には感染力の高い変異株の流行などで、行動制限の緩和が春以降も進められないリスクが挙げられる。中期的には、ワクチンの有効性を低下させるウイルスの流行やワクチン接種が遅れることなどがリスクとなる。本稿では来年にはワクチン普及による医療崩壊リスクの後退を受けて、ウイルスが経済に及ぼす影響は弱まっていくと見ているが、こうしたリスクが顕在化すれば、医療崩壊リスクが後退せず、ソーシャルディスタンスや行動制限などの感染予防策を長期間にわたって続ける必要が生じる。ワクチン接種については、ワクチン忌避といった国民の接種意向の影響も受けるだろう。

また、復興基金の円滑な稼働も重要となる。ウイルスの脅威が続く間は、観光関連産業の依存度の高い南欧諸国を中心に復興基金が経済を下支えすると見ている。こうした国では、計画通りに復興基金の投資を実行できるかが重要で、政局の混乱などで投資計画が遅延すれば、それ自体が成長

率を押し下げただけでなく、基金からの追加配分も遅れることになる。

逆に、上方リスクとしては、効果の高いワクチンが早期に普及することが挙げられる。この場合は感染防止に重点を置いた行動様式から早期に解放されるため、回復に弾みがつくだろう。対面サービス産業の低迷という状況が長期化せずに済むため、格差拡大が長期化せずに対面サービス産業が回復する点も雇用維持・企業支援などで貯蔵されていた生産力が速やかに利用できる点でポジティブと言える。

またEUでは「グリーンパス」(ワクチン接種証明)の実用化取り組みも進められており、効率的に活用できれば迅速な回復が見込める可能性もある。本稿ではワクチン接種人数が一定数を超えるまでは感染防止に重点が置きつつ経済活動が行われると見ているが、「グリーンパス」を活用することで、医療崩壊リスクを避けつつ対面サービス消費を喚起できる可能性がある。観光関連産業のシェアが高い国でこうした政策を講じることが可能になれば、経済正常化を加速させる材料になり得るだろう⁶。

(見通し:ポイント)

以上の議論を踏まえて、ユーロ圏の経済見通しは以下の通りとした(表紙図表1、図表16)。

- ・年初以降も感染予防を重視した行動制限が続いており、1-3月期は2期連続となる前期比マイナス成長となるだろう。
- ・4-6月期以降は段階的に行動制限を緩和、年後半から投資が成長をけん引するだろう。
 - －21年中は感染拡大防止のための措置が講じられ、医療崩壊リスクも残る。
 - －22年以降はワクチン普及により医療崩壊リスクが後退、感染予防策として行動制限などの経済活動に影響を講じる必要がなくなっていく。
 - －経済成長率は21年3.8%、22年3.4%、失業率は21年後半に9%台に上昇すると予想する。
- ・先行きの不確実性は依然として高い。
 - －変異株の流行は短期的な医療崩壊リスクを高める可能性がある。さらにワクチンの効果が得られない変異株の流行で医療崩壊リスクが後退しない場合、行動制限を長期にわたって講じなければいけない可能性がある。一方で、効果的なワクチンの早期普及といった上方リスクも考えられる。

(図表16)

| | | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022年 | | | | | | | | | |
|-------------|----------|---------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| | | 実績 | 予測 | 予測 | 実績 | 予測 | 予測 | 実績 | 予測 | 予測 | | | | | | | |
| 実質GDP | 前年同期比、% | ▲ 6.6 | 3.8 | 3.4 | ▲ 3.3 | ▲ 14.6 | ▲ 4.2 | ▲ 4.9 | ▲ 2.0 | 13.0 | 2.1 | 3.6 | 5.1 | 3.7 | 2.5 | 2.2 | |
| | 前期比年率、% | ▲ 6.6 | 3.8 | 3.4 | ▲ 14.2 | ▲ 38.8 | 59.9 | ▲ 2.6 | ▲ 3.2 | 8.0 | 6.7 | 3.3 | 2.7 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | |
| 内需 | 前年同期比寄与度 | ▲ 6.14 | 3.48 | 3.89 | ▲ 1.64 | ▲ 13.60 | ▲ 3.91 | ▲ 5.65 | ▲ 3.21 | 11.02 | 2.78 | 4.49 | 6.03 | 4.30 | 2.93 | 2.38 | |
| | 民間最終消費支出 | 前年同期比、% | ▲ 8.0 | 3.5 | 3.9 | ▲ 3.9 | ▲ 16.1 | ▲ 4.6 | ▲ 7.6 | ▲ 3.7 | 12.2 | 1.5 | 5.2 | 6.4 | 5.0 | 2.2 | 2.1 |
| | 総固定資本形成 | 前年同期比、% | ▲ 8.3 | 6.9 | 5.9 | 0.8 | ▲ 20.8 | ▲ 4.6 | ▲ 8.7 | ▲ 2.1 | 18.4 | 6.6 | 7.4 | 7.5 | 7.0 | 5.4 | 4.0 |
| 外需 | 前年同期比寄与度 | ▲ 0.45 | 0.34 | ▲ 0.51 | ▲ 1.64 | ▲ 1.04 | ▲ 0.30 | 0.73 | 1.28 | 1.97 | ▲ 0.73 | ▲ 0.89 | ▲ 0.89 | ▲ 0.63 | ▲ 0.39 | ▲ 0.17 | |
| 消費者物価(HICP) | 前年比、% | 0.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 0.2 | ▲ 0.0 | ▲ 0.3 | 0.9 | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | |
| 失業率 | 平均、% | 7.9 | 8.8 | 8.7 | 7.3 | 7.6 | 8.6 | 8.2 | 8.2 | 8.7 | 9.1 | 9.3 | 9.1 | 8.8 | 8.6 | 8.5 | |
| ECB市場介入金利 | 期末、% | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| ドイツ10年国債金利 | 平均、% | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | ▲ 0.5 | ▲ 0.6 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | |
| 対ドル為替相場 | 平均、ドル | 1.14 | 1.20 | 1.18 | 1.10 | 1.10 | 1.17 | 1.19 | 1.21 | 1.20 | 1.19 | 1.19 | 1.18 | 1.18 | 1.18 | 1.18 | |
| 対円為替相場 | 平均、円 | 122 | 128 | 129 | 120 | 119 | 124 | 125 | 127 | 128 | 129 | 129 | 129 | 129 | 129 | 130 | |

(資料) Eurostat, Datastream, ニッセイ基礎研究所

⁶ ワクチン接種者のみ対面サービス消費を優遇する(差別する)措置は、ワクチンが十分普及していないなかでは倫理的な問題も抱える。そのため、各国がどこまで「グリーンパス」を活用した需要喚起策等を講じるかは未知数な部分もある。

3. 物価・金融政策・長期金利の見通し

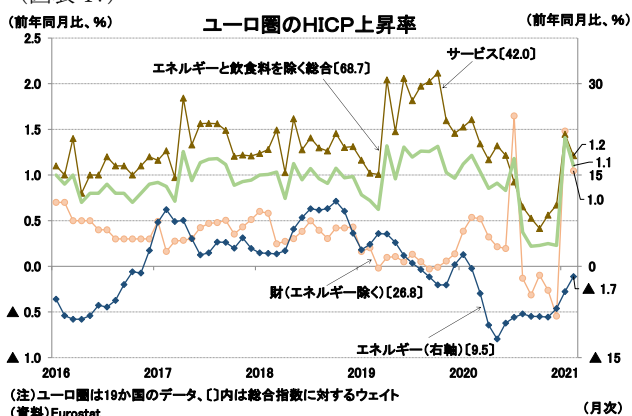
(見通し：足もとのインフレ率は上昇しているが基調は弱い)

物価については、ドイツで実施されている付加価値税（VAT）引き下げが終了したこと⁷や、コロナ禍での原油安の影響が後退していることから、2月のHICP上昇率は前年同月比+0.9%まで上昇（1月も+0.9%）、コア指数も+1.1%（1月は+1.4%）となった（図表17）。

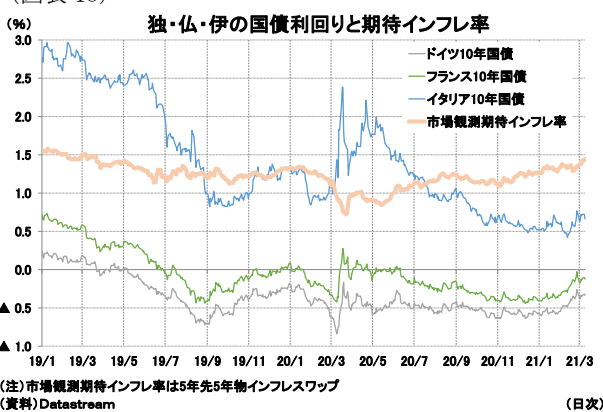
特にコア指数では1月にはECBのインフレ目標である「2%に近いがそれ以下」に迫る上昇率に達している。ただし前述の通り、VATの引き下げなど一過性の要因で高めの数値となっている部分も大きく、現時点で継続的な上昇圧力が見られる状況とは言えない。

今後についても当面は感染拡大防止にも重点を置いた経済活動が続き、しばらくは需要増によるインフレ圧力は強くないと見ている。HICP上昇率は今年半ばには1%台を超える伸び率となるものの、22年末までの予測期間にわたってECBのインフレ目標である「2%に近い」状況には達しないと見ている。具体的には21年で1.2%、22年で1.1%を予想している（図表16、表紙図表2）。

(図表17)



(図表18)



(見通し：金融政策は引き続き緩和的、長期金利は低位ながらもやや上昇)

ECBはコロナ禍の拡大を受けて、大規模な流動性供給と量的緩和・信用緩和手段を実施している。現在は、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム⁸）および、金利を優遇した貸出条件付資金供給オペ（TLTRO III）を政策の中心に据えている（図表19）。PEPPでは総額1.85兆ユーロの資産購入を少なくとも22年3月まで実施、TLTRO IIIでは最大2年間にわたって▲1%の優遇金利を受けられる流動性供給策を21年12月まで実施する（貸出期間は3年間）方針を決定しており、年内はこれらの政策による緩和が続くだろう。

来年以降は、経済の正常化とともに金融政策も緩和的な状況からの正常化を模索していくと見られるが、インフレ率が低位で推移することもあり、予測期間中は量的緩和策（資産購入策）は継続すると予想している。またマイナス金利政策についても現行水準が維持されると見ている。

なお、今年半ばには「戦略見直し（strategy review）」が予定されている⁹。気候変動に対する中

⁷ 税率で19%→16%（軽減税率は7%→5%）への引き下げを12月まで実施する予定。

⁸ コロナ禍前の資産購入策（APP）との違いとして、ECBは、PEPPは各国国債の購入比率として、出資比率（capital key）にもとづく購入を基準にしているものの、一時的にそこから乖離する柔軟性も持たせている。このほか、ECBは購入ペースや資産クラス（国債、社債などの資産種類）についても明確に基準を設けておらず、柔軟性がある点を強調している。さらに、（投資適格級でない）ギリシャ国債の購入も許容している。

⁹ ECBは戦略見直し（strategy review）として物価安定の量的定義や金融政策手段、経済・金融分析、市場との対話慣行などの見直しに着手している。金融システムの安定性、雇用、環境の持続性といった点も議論され、当初は20年末までに実施する予定だったが、新型コロナウイルス感染拡大を受けて21年半ばに半年間の延長がされている。

中央銀行の貢献について積極的であることから、金融政策方針の決定に際して気候変動に配慮する枠組みなどが整備される可能性があるほか、インフレ目標なども見直される可能性もある。ただし現在の緩和的な金融政策方針が大きく変わり、経済・金融市場に影響を及ぼすような変更がされることは想定しておらず、現状の緩和的な政策を正当化させる戦略となると考えている。

長期金利については、足もと米国で景気回復期待や追加の国債発行観測から米10年債が上昇する場面が見られ、ユーロ圏の各種国債利回りもやや上昇している(図表18)。今後も基調としては、米国の景気回復を背景に、ユーロ圏の金利にも上昇圧力が生じるだろう。こうした状況を受けECBは3月の政策理事会においてPEPPの購入ペースを大幅に拡大させる決定を行っている。インフレ期待が高まっているのではなく、今後も金利が大きく上昇した際にはECBが資産購入を強め金利低下を促すと考えられる。その結果、ユーロ圏の金利上昇ペースは名目のインフレ上昇に合わせる形でのゆっくりとした上昇となるだろう。ドイツ10年債金利は20年および21年は平均で▲0.3%、22年も平均▲0.2%での推移を想定している(表紙図表2)。

(図表 19)

ECBによるコロナ対応の主要金融政策ツール

| 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6月までの適格担保拡大(2020/4/7、2020/12/10に期間延長) -ACC(追加信用枠)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) -最小担保額の引き下げ(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 -担保範囲のヘアカット率を一律20%削減 2022年6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 -2020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) |
| LTRO (長期リファイナンス・オペ) | <ul style="list-style-type: none"> ・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(全額割当) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(=現在▲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) | <ul style="list-style-type: none"> ・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(全額割当) ・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 実施回数追加(2020年12月3日まで7回→21年12月16日まで11回)(2020/12/10) |
| APP(資産購入プログラム) | <ul style="list-style-type: none"> ・毎月200億ユーロ+1200億ユーロ(月120億換算-長関中心に)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) |
| GSPP (企業部門購入プログラム) | <ul style="list-style-type: none"> ・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) | <ul style="list-style-type: none"> ・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(21/6/24-22/6/23の期間は①で判定、それ以外は①②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 ②(7回目オペまで対象)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月末の基準騰高に対し、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) | <ul style="list-style-type: none"> ・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 -PEPPの購入上限は適用しない ・出資比率に応じた割合を購入 -ただし、期間・資産クラス・国は柔軟化が可能 ・元本償還分は少なくとも2023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(2020/6/4) 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) |

(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。