

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

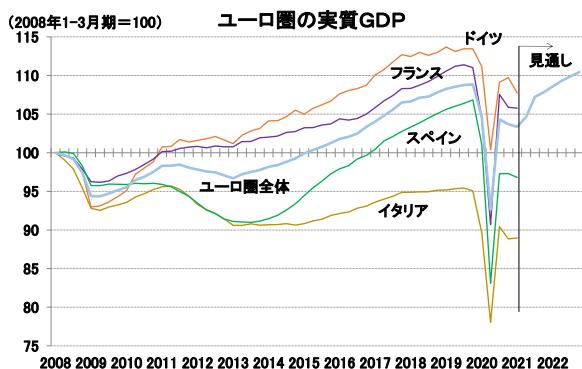
—景況感急改善で夏以降の回復期待が高まる

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

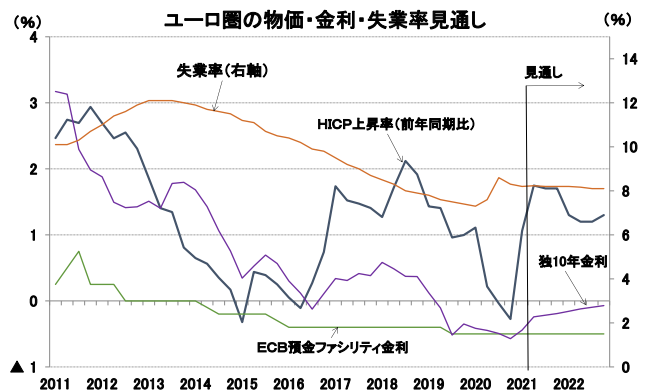
1. 欧州は昨年春の第1波を厳しいロックダウン（都市封鎖）で抑制したものの、その後、昨年9月頃から再び感染拡大（第2波）が目立ちはじめた。冬以降は、感染力が強いとされる変異株も流行しはじめ、医療崩壊リスクが高まったことで制限を再強化せざるを得ない状況となった。その結果、経済回復は腰折れし、20年1-3月期まで2四半期連続のマイナス成長を記録している。
2. 4月以降も感染拡大防止のための行動制限が続いているが、感染者数は年末のピークから低下、行動制限の段階的な緩和も進んでいる。小売店や娯楽施設の人流も回復しており、4-6月期の成長率は回復に向かうと見られる。
3. ユーロ圏ではここ数か月のワクチン接種ペースが大幅に加速しており、「夏の終わりまでに成人の70%以上」の接種完了も視野に入る勢いに達している。
4. 景況感も急回復している。EUではワクチン接種等に対する証明書の発行が進んでおり、今後、域内移動も増加すると見られる。特に7-9月期のバカンスシーズンからは、対面サービス消費も活発化するだろう。
5. ただし、経済全体で広く行動制限を課さなくても良い状況になるのは、ワクチン接種がかなり進み、医療崩壊リスクが十分に低下した段階と見られ、本稿ではこうした本格的な行動制限の緩和が可能になる時期を年末頃と考えている。
6. ユーロ圏の経済成長率は21年4.3%、22年3.6%を予想している（図表1・2）。
7. 先行きの不確実性は依然として高い。変異株を含む感染拡大で行動制限を再強化せざるを得ない可能性がある一方で、効果的なワクチンの早期普及は上方リスクである。また、行動制限が緩和された際のペントアップ需要の大きさも不確実である。

(図表1)



(四半期)

(図表2)



(四半期)

1. 欧州経済概況

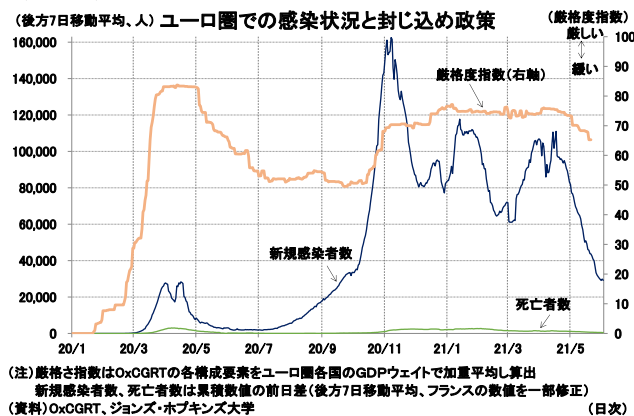
(振り返り：これまでのコロナ禍の状況)

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年以上が経過した。欧州¹経済はこの間、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きた。

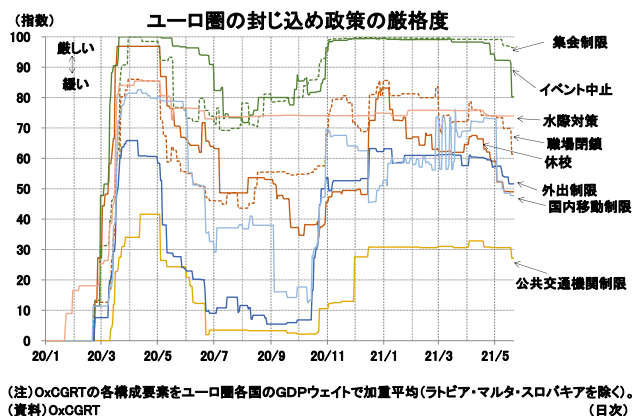
欧州は昨年春の第1波を厳しいロックダウン（都市封鎖）によって抑制した後、夏場はしばらく感染者が少ない時期が続き、経済も持ち直した（図表1）。しかし、昨年9月頃から再び感染拡大（第2波）が目立ちはじめた。第2波以降は、第1波とは異なり、できる限り経済への被害を小さくするために、制限対象（地域や業種など）や制限内容（テイクアウトは可など）の調整を行ってきたものの、医療崩壊リスクが高まる場面では強めの制限を課さざるを得ない状況となった。特に冬場の感染急拡大では、感染力が強いとされる変異株（アルファ株）も流行し、再ロックダウンを含めた制限の強化を実施、経済回復は腰折れしている（図表3・4）。行動制限の効果もあり、感染者数はピークアウトしたが、その後も4月頃までは感染者数が比較的多い状況が続いていた。

本稿では、強めの行動制限が課されていた1-3月期の経済状況を確認した上で、今後の見通しについて順に分析・考察していきたい。

(図表3)



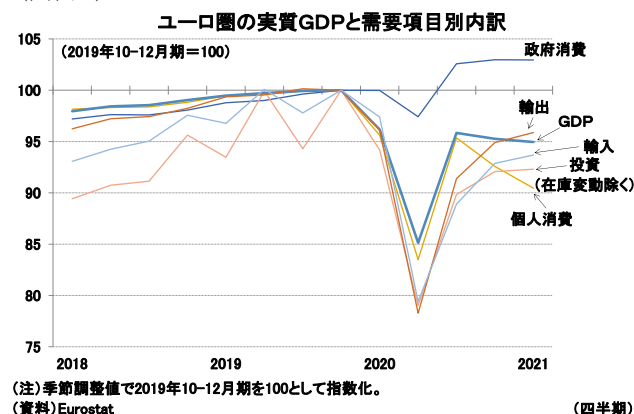
(図表4)



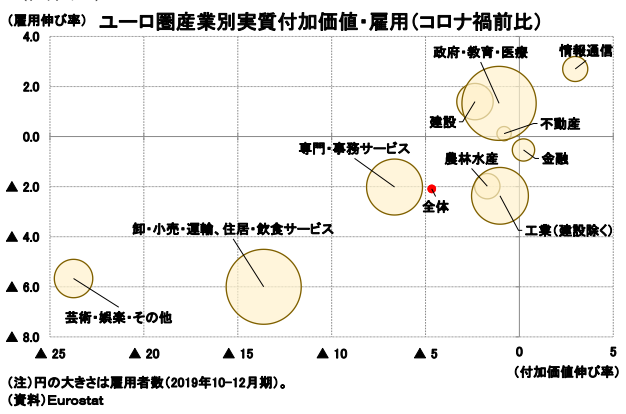
(振り返り：1-3月期は前期比▲0.3%、2四半期連続のマイナス)

まず、年明け1-3月期の経済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▲0.3%（年率換算▲1.3%）となり、10-12月期の前期比▲0.6%に続く2四半期連続でのマイナス成長となった。その結果、1-3月期の実質GDPはコロナ禍前（19年10-12月期）と比較して5.1%ほど低い水準となっている（図表5）。

(図表5)



(図表6)

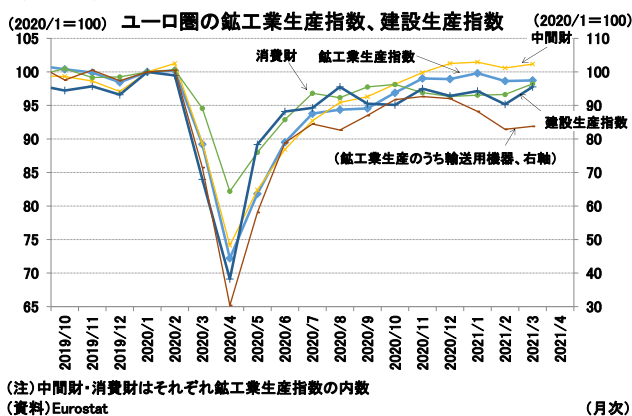


¹ 本稿ではユーロ圏19か国を対象とする。

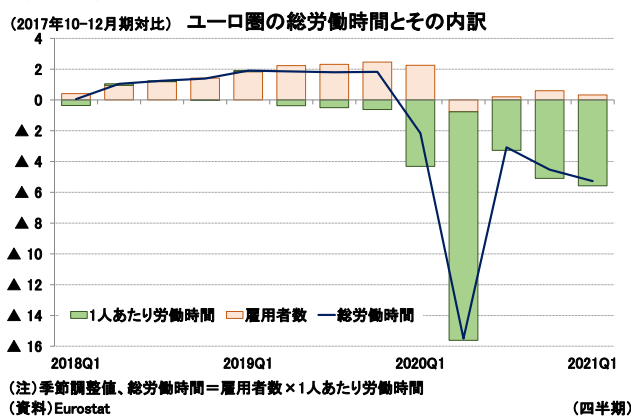
1-3 月期の需要項目別の伸び率を見ると個人消費が前期比▲2.3%、投資が同 0.2%、政府消費が同▲0.0%、輸出が同 1.0%、輸入が同 0.9%であった。個人消費の落ち込みが全体の GDP 減少の主因であり、年初以降の行動制限が経済を停滞させたと言えるが、一方で、投資や輸出入は回復が続いており、これらの活動への影響は限定的だったとも言える。これは昨年 10-12 月期も同様の傾向にあった（図表 5）。

業種別の付加価値を見ると（図表 6 横軸）、特に第 2 波以降の行動制限が一部の対面サービス産業に集中していることもあって、回復が進む業種（情報通信、金融、不動産、政府・教育・医療、工業など）と落ち込む業種（卸・小売・運送、居住・飲食サービス、芸術・娯楽・その他）の二極化を強めている。

（図表 7）



（図表 8）

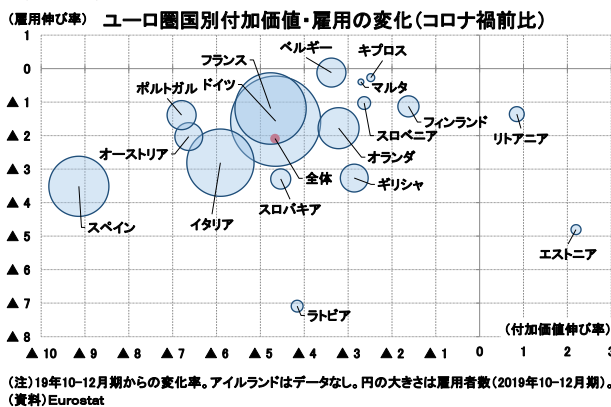


なお製造業（工業に含まれる）は回復が進む業種の一角であり、すでにコロナ禍前の水準に達しているものの、輸送用機器生産に限ってみると、年初以降に低迷している（図表 7）。これは世界的な半導体不足を受けた部品の供給制約が生産回復の重しになっているものと見られる。

次に、雇用者数を見ると 1-3 月期の雇用者数は前期比で▲0.3%（43.7 万人の減少、10-12 月期は+0.4%）、コロナ禍前（19 年 10-12 月期）との比較では▲2.1%（336.2 万人の減少）となっている。一方、総労働時間は 1-3 月期で前期比▲0.8%（10-12 月期▲1.5%）と雇用者数と比較して大きく落ち込んでいる。雇用が維持されている一方、労働時間を削減することで、労働投入が調整されていることが分かる。ただし、労働時間に比べ雇用者数は相対的に維持されているものの、産業別に見れば（図表 6 縦軸）、実質 GDP と同様に一部の産業は低迷しており、二極化傾向が見て取れる。

国別の付加価値・雇用の状況を見ると、雇用はラトビアなど一部の小国を除き、概ねコロナ禍前比で▲4%未満となっており、バラツキは小さい。一方、付加価値の状況はバラツキが大きく、特にスペインの低迷が目立つ（図表 9）。

（図表 9）



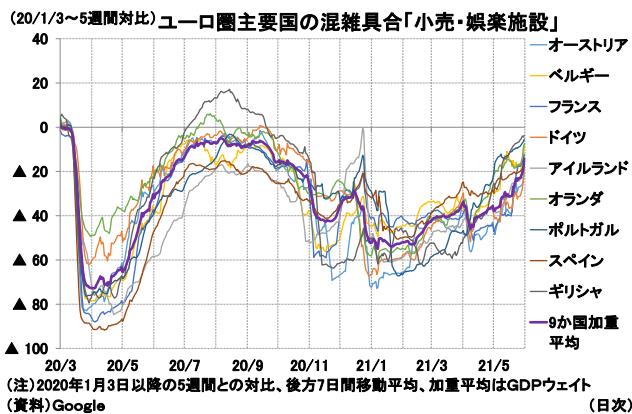
（ 現状： 4-6 月期にはようやく持ち直し ）

次に 4 月以降の状況を確認したい。

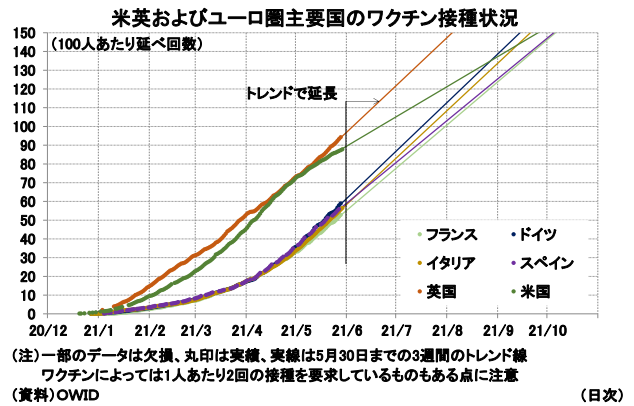
ユーロ圏では 4 月以降も感染拡大防止のための行動制限が続いている。

ただし、感染者数が年末のピークと比べてかなり減少しており、特に5月以降は行動制限の緩和も進んできた（前掲図表3・4）。そのため、小売店や娯楽施設の混雑具合も急速に回復している状況にある（図表10）。

（図表10）



（図表11）



また、ワクチン接種も進んできた。

EUでは少なくとも1回のワクチン接種を終えた人が人口比40%を超えた（うち、接種完了者は20%超、延べ接種回数では人口比60%超、図表11）。

EUは「夏の終わりまでに成人の70%以上」の目標を掲げている。3か月前は約5%（完了者は3%弱）であったが、この数か月で接種ペースが大幅に加速している。春時点ではワクチンの調達に苦しんだこともあって、かなり高い目標と思われたものの、現時点のペースが続けば目標の達成も視野に入る²。ここ数か月での大きな進展と言え、こうしたワクチンの普及も、感染拡大を抑制しつつ行動制限が段階的に緩和されている背景にあると見られる。

そのため、4-6月期は行動制限の段階的な緩和に合わせる形で、これまで低迷していた対面サービス消費の持ち直しが進むだろう。自動車産業を中心に供給制約という新たな課題にも直面しているものの、全体として見れば成長率は回復に向かうと見られる。

（ 財政：6月以降は復興基金の資金調達も開始 ）

財政面では、昨年設立が合意された7500億ユーロ（2018年価格、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。5月には加盟各国による資金調達法（the Own Resources Decision）の批准手続きが完了、正式にEUによる資金調達が可能になっている。

こうした状況を受け、欧州委員会は今年6-12月の資金調達計画を発表した。資金調達計画では、今年6月以降の調達額を長期債で約800億ユーロ（2019年のEUのGDP比で約0.6%）、残りを短期債で最大数百億ユーロとしている。したがって、今年最大で1000億ユーロ程度の資金配分がされることになるだろう。

一方、加盟国による基金の用途をまとめた「復興・強靱化計画」については、欧州委員会が当初求めていた期限（4月末）から1か月以上が経過したが、執筆（6月10日）時点でも4か国が提出

² EUの人口約4.5億人のうち、18才以上人口は約82%である。18才以上人口の70%は全人口の約57%（約2.6億人）に相当する。1人あたり2回のワクチン接種が必要とすると、「成人（18才以上）の70%が接種完了」するには延べ接種回数が人口比約115%と必要がある。EUの足もとの延べ接種割合は人口比約57%である。5月の1か月間に人口比約23%の接種が進んでおり、このペースが維持できれば8月中旬に115%を超える計算となる（図表11も参照）。

できていない³。ただし、遅れはごく一部であり、資金配分額の大きいほとんどの地域で計画の提出がされていることに鑑みれば、今年下半期の資金配分に向けた準備は着々と進んでいると評価できるだろう⁴。

来年以降は平準ペースでは年間約 1500 億ユーロの資金調達と配分がされることになるが、実際には計画の進捗次第である。本稿の見通しでは復興基金の利用は円滑なされることを前提としているが、計画の遅延・停滞があれば、ユーロ圏の回復の遅れをもたらす可能性もあるため、利用状況は引き続き注目と言える。

政治面では、2月にイタリアでドラギ氏が首相に任命された。これまで、各政党から幅広い支持を得ており、政局の安定に貢献していると言える。

ドイツでは、秋の総選挙を目前に緑の党の支持率が上昇し、現与党のCDU（キリスト教民主同盟）・CSU（キリスト教社会同盟）の支持率と拮抗しており、次期首相候補も緑の党のベアボック氏とCDU・CSUのラシェット氏が有力な状況にある。

緑の党が掲げる政策は、党名にある通り野心的な気候変動目標（二酸化炭素削減目標は、EUの2030年55%減に対し、緑の党は70%減）や人権重視の外交（対ロシア、対中国姿勢の硬化）などがあり、財政赤字には寛容と見られるが、短期的に見れば経済への負の影響が危惧される。

ただし、現時点では緑の党、CDU・CSUのいずれも単独与党となるほどの勢いはなく、いずれの党が与党となった場合でも極端な政策は取られないと見られる。ただし、これまでのメルケル路線がそのまま引き継がれることも難しいだろう。本稿の見通しではCDU・CSUが与党となり、環境配慮や対中姿勢の慎重化など、従来のメルケル路線からは一定の軌道修正をするものの、経済への大きな影響はないと見ている。ただし、政権支持率はコロナ対策に左右される部分も大きいなど総選挙へ向けて不透明感の強い状況が続くと考えられる。

2. 欧州経済の見通し

（見通し： バカンスシーズン以降の急回復に期待）

次に欧州経済の先行きについて考えていきたい。

ユーロ圏のここ数か月でのワクチン接種の加速と並ぶ大きな変化としては、景況感の急改善が挙げられるだろう。

欧州委員会が実施している景況感調査（ESI：経済センチメント指数）はコロナ禍以降、年明けまで低迷を続けてきたが、ここ数か月で急回復、5月調査では主要カテゴリ（鉱工業、建設業、小売業、サービス業、消費者）すべてでほぼコロナ禍前の水準まで戻っている。さらに、鉱工業の景況感はややコロナ禍前の水準を大きく上回っているため、全体の指数は18年1月以来の高い水準に達している（図表12）。

Markit社の景況感指数（PMI）では、コロナ禍以降、製造業は堅調でサービス業は低迷するという二極化が続いていた。しかし、最近はサービス業も景況感判断の基準となる50を超え⁵、5月

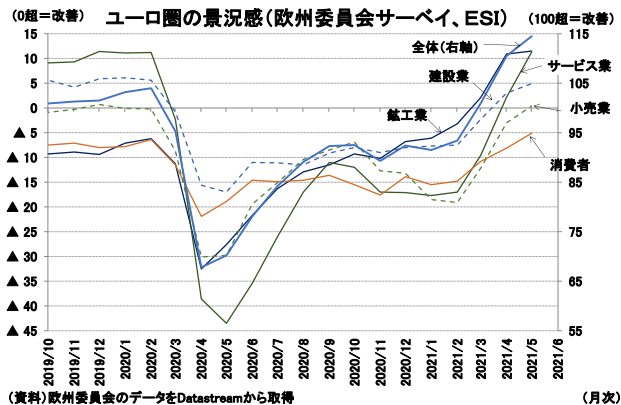
³ ブルガリア、エストニア、マルタ、オランダの4か国。

⁴ 復興基金の資金調達と配分の仕組みについては、伊藤さゆり（2021）「[欧州復興基金の実相（2）－資金調達と配分遅延のリスク](#)」[Weeklyエコノミスト・レター2021-04-23](#)を参照。計画提出後には、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）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）。

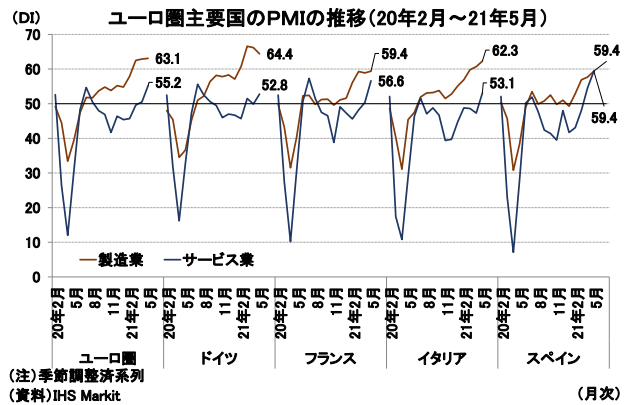
⁵ 景況感調査は方向性を示すいわゆるDI（diffusion index）で示される。前月より良くなったか（上昇・増加・改善）、あるいは悪

調査ではサービス業景況感が昨年の夏(20年7月)の水準を上回るまでに回復している(図表13)。

(図表12)



(図表13)



こうした景況感の急改善の背景に今夏のバカンスシーズンでは域内の需要回復期待が高まっている。

ユーロ圏の足もとの行動制限の状況は先に見た通りで、ワクチン接種は加速しているものの、まだ行動制限を大幅に緩和するには至っていない。しかし、ワクチン接種、検査結果(陰性証明)、感染症からの回復についての状況を管理する「デジタル COVID 証明書(EU Digital COVID Certificate)」の導入が進んでおり、域内移動の活発化が見込まれる。

証明書については、すでに一部地域で発行が開始されており、EU全体での本格稼働(7月1日)前には、証明書保有者に対する移動制限の原則免除が勧告される見通しである⁶。

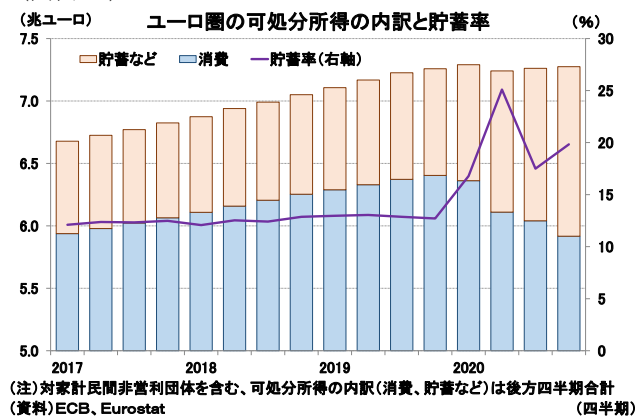
証明書の各国内での活用方法は各国当局に任されているが、これまで不振だった観光関連産業のシェアが大きい南欧諸国を中心に、証明書も活用した行動制限の緩和が進めば、7-9月期のバカンスシーズンでの、速やかな対面サービス消費の回復にも期待できる。

また、コロナ禍期間中には行動制限によって消費が抑制される一方、政府の支援策による所得補償が行われてきたこともあって、マクロの家計貯蓄が増加している(図表14)。こうした抑制されてきた消費が回復すること(ペントアップ需要の顕在化)も今後の成長率の押し上げ材料になるだろう。

一方、経済全体で広く行動制限を課さなくても良い状況になるのは、ワクチン接種がかなり進み医療崩壊リスクが十分に低下した段階となるだろう。それにはしばらく時間を要すると見られ、本稿では本格的な行動制限の緩和が可能となる時期を年末頃と予想している。

上記のような状況を受け、個人消費は7-9月期から本格的に改善すると見ている。雇用状況につ

(図表14)



くなくなったか(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)。

⁶ 8月12日までは移行期間(Phase-in period)として各国独自の証明書も有効とする予定。また、証明書保有者でも感染急拡大地域や変異株流行地域からの渡航者に対して自主隔離を課すことができる抑制措置も導入。証明書の導入経緯やその含意については、伊藤さゆり(2021)「EUのワクチン・パスポートは景気回復の切り札か?」Weeklyエコノミスト・レター2021-05-27を参照。

いては、経済回復に伴って支援規模の縮小が行われると見られるが、対面サービス産業の需要が回復し二極化も解消に向かうことによって、さらなる失業率の悪化は回避できると想定している。ただし、需給ギャップの解消までは時間を要することから、労働時間や賃金については伸び悩みが続き、またコロナ禍で労働市場から脱退した人が求職活動を再開することも想定されるため、失業率は低下しにくい状況となるだろう。

投資は、域内・海外経済のコロナ禍からの回復や復興基金の稼働が、年後半の投資を押し上げるだろう。特に復興基金では再生エネルギー関連などのグリーン投資や次世代通信網整備などのデジタル投資の加速が見込まれる。緩和的な金融政策も、こうした投資の伸びを促進すると見られる。

一方、政府消費については景気回復とともに正常化を目指すことになるだろう。ただし、安定・成長協定（SGP）による財政ルールは停止されており⁷、また復興基金などによってグリーンやデジタルといった特定産業への投資についてはEUから資金配分がされるため、各国の裁量的支出も確保できる状況にある。したがって、正常化は経済に悪影響を及ぼさない形で慎重に実施されることが見込まれる。仮に、コロナ禍からの回復が腰折れするといった懸念が顕在化した際などは各種の支援策が再び実施・強化されるだろう。

海外環境については、いち早くコロナ禍からの景気回復が進む中国に加え、米国の回復も本格化してくる見込みであり、これらを追い風に堅調に推移するだろう。

総じて見ると、「デジタル COVID 証明書」を活用しつつ、ワクチン接種が進展することで年後半から二極化を解消する形での経済回復が進むだろう。その後、来年以降にワクチンが普及し医療崩壊リスクが後退、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、22年前半には実質GDP水準がコロナ禍前の水準を回復すると想定している（前掲図表1）。

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。

見通しでは、有効性の高いワクチンが普及し、医療崩壊リスクが低下することを前提としているが、ワクチン接種ペースの鈍化（例えばワクチン忌避）やワクチンが効きにくい変異株の流行は、こうした前提を崩してしまうだろう。

例えば、英国では、インドで流行した変異株（デルタ株）の感染者数が増加し、感染再拡大の懸念も強まっている。ユーロ圏でもこれら変異株の流入・拡大のリスクがある。医療崩壊リスクが高まるようであれば、冬のように行動制限の強化せざるを得ない状況となる可能性がある。その場合は、さらに経済の二極化傾向が強まり、対面サービス産業を中心に失業や倒産などの恒久的な影響をもたらす可能性もある。バカンスシーズンの行動制限緩和は経済にとってはプラス要因であるが、人流が増加し感染再拡大のリスクも高まるという点ではマイナス要因になる可能性もある。

逆に、上方リスクとしては、効果の高いワクチンの早期普及が挙げられる。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。

また、ペントアップ需要の大きさも不確実といえる。積みあがった貯蓄の取り崩しが大きく、対面サービス産業への消費が大きく伸びれば二極化傾向が早期に解消するだろう。一方、行動制限が緩和されても消費者が、ウイルスの脅威などで消費を手控えたままであれば、二極化傾向が続くことになる。メインシナリオでは景況感の改善を受けて一定のペントアップ需要が顕在化、昨年のバカンスシーズンを大きく上回る消費がされると見込んでいるが、消費行動が伴わなければ、回復が遅れる可能性がある。

⁷ 伊藤さゆり（2021）「コロナ後のEUの財政ルール～成長指向は強まるか？」Weeklyエコノミスト・レター2021-05-10を参照

(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 15)。

- ・4月以降、感染の落ち着きとともに行動制限が段階的に緩和され、人流もやや増えている。4-6月期は2四半期連続の前期比マイナスから反転し、プラス成長となるだろう。
- ・7-9月期以降はワクチン接種者を中心に域内移動が活発化し、対面サービス消費が急回復することが見込まれる。ただしコロナ禍の影響は大きく、需給ギャップの解消までには時間がかかるだろう。
- ーワクチン接種が進んだことで、21年下半期からは証明書を活用した経済回復が進み、また年末頃には経済全体で広く行動制限が緩和され、本格的な経済正常化に向かうだろう。
- ー経済成長率は21年4.3%、22年3.6%を予想する。失業率は急上昇は避けられるものの、改善ペースは遅いと見ている。
- ・先行きの不確実性は依然として高い。
- ー変異株を含む感染の再流行で行動制限を再強化せざるを得ない可能性がある。一方で、効果的なワクチンの早期普及は上方リスクである。
- ーペントアップ需要の大きさも不確実性が高く、経済の回復力には不透明な部分が残る。

(図表 15)

		ユーロ圏の経済見通し															
		2020年				2021年				2022年							
		実績	予測	予測	1-3月期 実績	4-6月期 実績	7-9月期 実績	10-12月期 実績	1-3月期 実績/予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	
実質GDP	前年同期比、%	▲ 6.5	4.3	3.6	▲ 3.3	▲ 14.6	▲ 4.1	▲ 4.7	▲ 1.3	12.9	2.8	4.0	5.1	4.5	2.5	2.4	
	前期比年率、%	▲ 6.5	4.3	3.6	▲ 14.5	▲ 38.6	60.6	▲ 2.4	▲ 1.3	5.1	10.3	2.3	2.7	2.7	2.1	2.1	
内需	前年同期比寄与度	▲ 6.05	4.03	4.18	▲ 1.47	▲ 13.65	▲ 3.86	▲ 5.49	▲ 2.86	11.32	3.73	5.13	6.35	5.06	2.83	2.57	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	▲ 7.9	3.6	5.1	▲ 3.9	▲ 16.2	▲ 4.6	▲ 7.4	▲ 5.4	12.5	2.5	6.1	9.4	6.2	2.6	2.7
	総固定資本形成	前年同期比、%	▲ 8.2	6.5	5.9	0.8	▲ 20.9	▲ 4.7	▲ 7.9	▲ 2.0	18.1	6.5	6.4	7.2	7.1	5.5	4.0
外需	前年同期比寄与度	▲ 0.47	0.25	▲ 0.60	▲ 1.85	▲ 0.98	▲ 0.24	0.75	1.59	1.63	▲ 0.98	▲ 1.12	▲ 1.28	▲ 0.61	▲ 0.37	▲ 0.16	
消費者物価 (HICP)	前年比、%	0.3	1.6	1.2	1.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	1.7	1.7	1.7	1.3	1.2	1.2	1.3	
失業率	平均、%	8.0	8.2	8.1	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1	
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	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.14	1.21	1.21	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.21	1.22	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	
対円為替相場	平均、円	122	132	136	120	119	124	125	128	132	134	136	136	136	137	137	

(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

3. 物価・金融政策・長期金利の見通し

(見通し : インフレ率は高いが一時的)

物価については、5月のHICP上昇率は18年10月以来となる2%台(前年同月比+2.0%)まで上昇した(図表16)。ただし、ほぼエネルギー要因による上昇であり、コア指数は+0.9%の上昇率にとどまっている。なお、コア指数でもドイツで実施されている付加価値税(VAT)引き下げ終了という押し上げ要因があり⁸、インフレ圧力は強くないと言える。

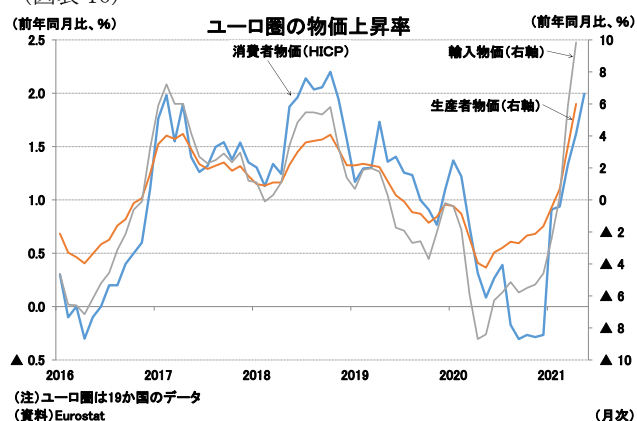
足もと、エネルギー以外の原材料価格も上昇しているため、こうした材料価格の上昇が消費者物価に転嫁されるとインフレ要因になり得る。しかし、サービス物価については、賃金価格と関連の強く、賃金は需給ギャップがマイナスのため、上昇圧力は弱い状況が続くと見ている。

したがってインフレ圧力は生じにくく、高いHICP上昇率は一時的なものにとどまるだろう。

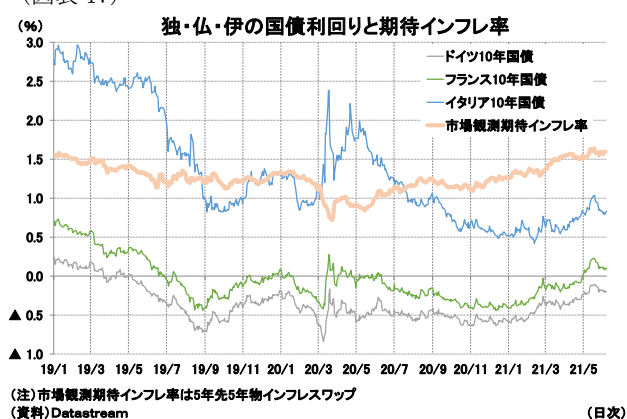
⁸ 税率で19%→16%(軽減税率は7%→5%)への引き下げを20年7月から12月まで実施。

来年以降は予測期間にわたってECBのインフレ目標である「2%に近い」状況には到達せず、年平均インフレ率は21年で1.6%、22年で1.2%を予想している（図表16、表紙図表2）。

（図表16）



（図表17）



（見通し：金融政策も正常化を模索）

ECBはコロナ禍以降、大規模な流動性供給と量的緩和・信用緩和手段を続けている。

昨年12月にPEPP（パンデミック緊急購入プログラム⁹）および、金利を優遇した貸出条件付資金供給オペ（TLTROⅢ）を拡充、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、TLTROⅢ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）ことを決定、この方針が現在まで続いている。その後の微調整として、今年3月の理事会では域内金利が上昇したことを受け、緩和策の大枠は変更せずにPEPPの購入ペースを大幅に加速させることを決定、その後、3か月ごとに購入ペースの見直す運営とし、6月の理事会でも大幅に加速したペースの維持が決定された。

来年以降は、経済の正常化とともに金融政策も正常化が図られるだろう。しかしながら、コロナ禍については、変異株を含めた感染再拡大の景気下振れリスクが引き続き残ること、需給ギャップの解消までには時間を要し、その間、インフレ率が低位で推移することから、PEPPについては購入ペースは減速されるものの、実施期間は延長され、予測期間中はPEPPによる量的緩和策（資産購入策）が継続されると見ている。一方、流動性供給策（TLTROⅢ）は見直し通りに行動制限が緩和され、資金繰り需要が低下すれば、予定通り今年で終了されるだろう。

また、今秋には「戦略見直し（strategy review）」が予定されている¹⁰。気候変動対策への取り組みの提示や、インフレ目標の水準（「2%に近いがやや下回る」）も見直される可能性があるため、注目される。ただし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、年初に米景気回復期待につられる形で、ユーロ圏の各種国債利回りがやや上昇した（図表17）。その後も、域内のワクチン接種加速や景気回復期待により、ユーロ圏の金利上昇圧力は強まっている。また今後も、復興基金の資金調達といった需給要因による上昇圧力が生じることが考えられる。ただし、ECBは、経済の不確実性が高いため、ワクチン接種が十分に進み、行動制限を撤廃しても域内の景気回復が進むという確証が得られるまでは、量的緩和策による

⁹ 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。

¹⁰ 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。

金利低下（「良好な資金調達環境」の維持）に注力すると見られる。景気回復の確証が得られるのは少なくとも来年半ば頃になるとみられ、その結果、ユーロ圏の金利上昇ペースはゆっくりとした上昇となるだろう。ドイツ10年債金利は21年で平均▲0.3%、22年は平均▲0.1%での推移を想定している（表紙図表2）。

（図表18）

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
伝統的	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(追加信用債権)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 -担保評価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SDGs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)	・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(TLTROⅢ4回目の決済日) ・貸出上限なし(金額割当) ・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)	・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7日にかけて段階的に設定 (後半ほど満期が短くなる設定) ・2021年の追加オペは毎月おきに実施、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(20年12月3日まで7回→21年12月16日まで11回)(2020/12/10)
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 ・SDGs達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~) 年末までの購入総額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDGs達成と利率が変動する債券も購入(2020/9/22)
	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)
	TLTROⅢ (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(21/6/24-22/6/23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月末の基準残高に対し、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%→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 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 ・CSPP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・国の柔軟化が可能 ・元本償還部分は少なくとも2023年末まで再投資 ・SDGs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SDGs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2023年末)(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。
 (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もありません。