

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

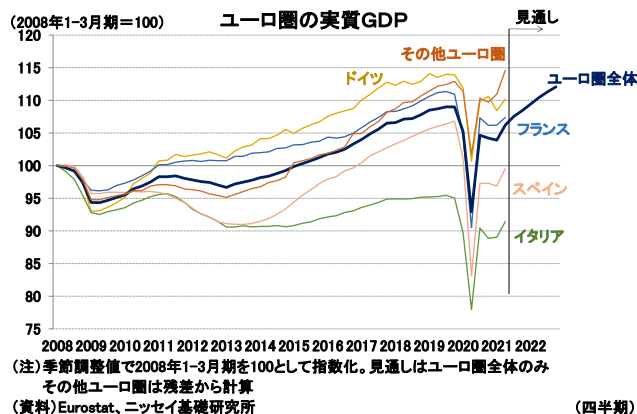
—コロナ禍のなか経済活動正常化を進める欧州

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

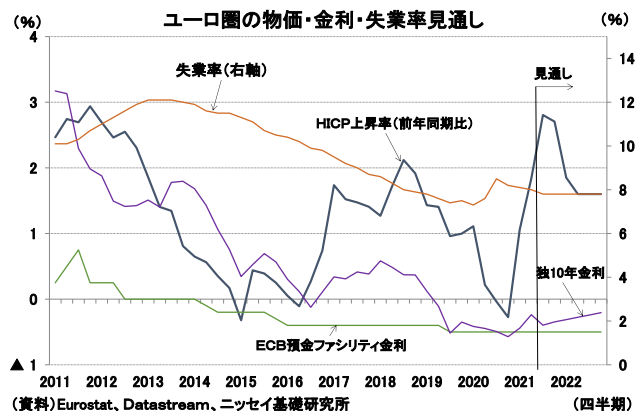
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 昨年春以降、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を大きく受けてきた欧州経済だが、最近では経済活動の正常化が進展している。EUのワクチン接種は8月に「夏の終わりまでに成人の7割が接種を完了する」という目標を達成した。
2. 4-6月期の経済成長率は行動制限の緩和により2四半期連続でのマイナス成長から急反発し実質GDPの水準はコロナ禍後のピーク（20年7-9月期）を上回った。コロナ禍からの回復ではスペインが遅れている。また、ドイツでは半導体などの部品や原材料不足による供給制約も生産活動の重しになっている。
3. 7月以降、ワクチン普及やワクチン接種証明書の活用により、経済正常化の動きは本格化している。ただし、回復はまだ道半ばであり、コロナ禍前の状況と比べれば対面サービス産業の活動水準は以前として低い水準にあると見られる。
4. 先行きについては、景況感が良好でワクチン普及で経済の感染症への耐性も増していることから、消費を中心にさらに経済回復が進むだろう。ワクチン接種証明書の活用も正常化への動きを後押しする材料となる。一方で、製造業では供給制約による生産活動の伸び悩みが当面の間続くとみられる。
5. ユーロ圏の経済成長率は21年4.6%、22年4.0%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く、変異株を含む感染拡大で経済活動をせざるを得ないリスクは残る。また、域外での感染拡大や行動制限の強化、財需要の拡大などにより部品・原材料不足が長期化、悪化する可能性もある。さらに、ペントアップ需要の大きさが不透明であることも経済の回復力の不確実性となるだろう。

(図表1)



(図表2)



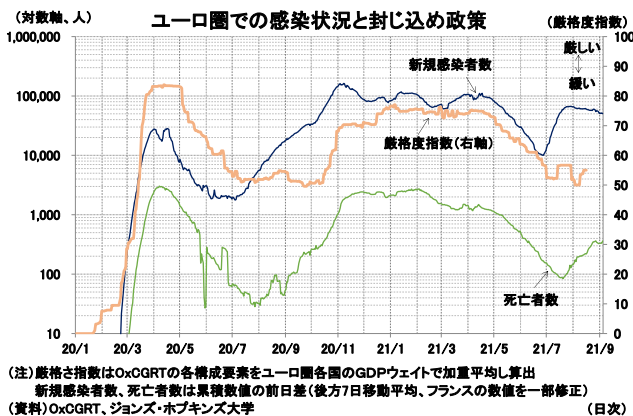
1. 欧州経済概況

(振り返り：コロナ禍とワクチン普及)

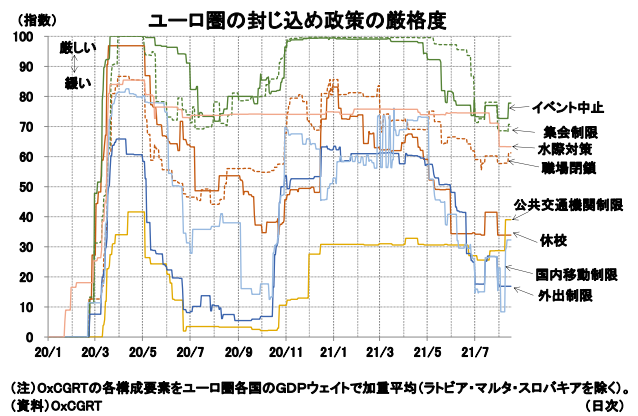
昨年春以降、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を大きく受けてきた欧州経済¹だが、最近では経済正常化の動きが進展している（図表3・4）。

欧州では昨年春および昨年冬以降の感染拡大を厳しいロックダウン（都市封鎖）によって抑制してきた。昨年秋以降は行動制限の対象（地域・業種）や内容（テイクアウトは可など）を調整することで、経済への被害を小さくすることも試みたものの、感染拡大による医療崩壊リスクが高まりによって強い制限を課すことを余儀なくされてきた。

(図表3)



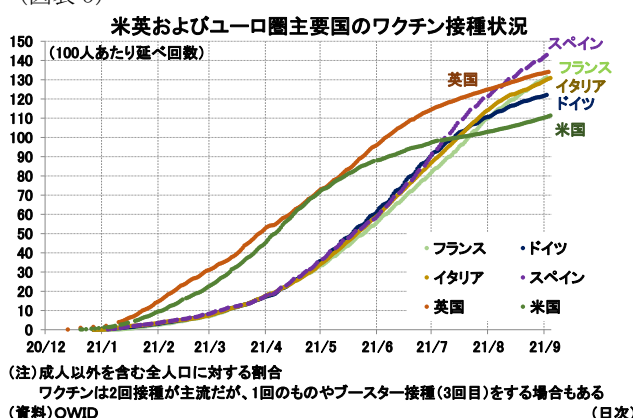
(図表4)



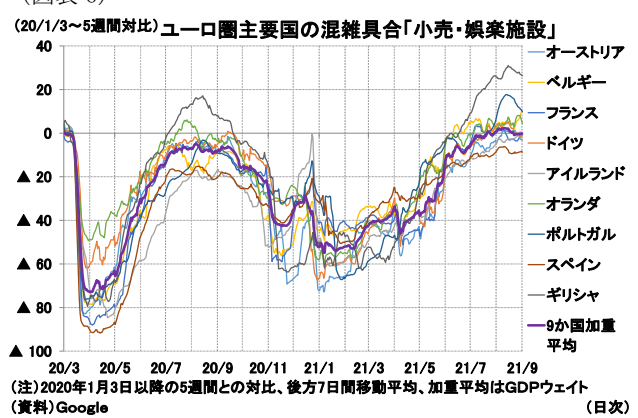
一方、今年にはワクチン接種を開始、4月頃からは接種ペースも加速し8月には「夏の終わりまでに成人の7割が接種を完了する」という目標を達成した²（図表5）。今夏にも感染拡大局面はあったが、感染者数のピークは昨年冬より低く、医療ひっ迫が抑えられたため経済正常化の動きが継続している（図表6）。

本稿では、正常化の動きが進んだ4-6月期の経済状況を確認し、今後の見通しについて分析・考察していく。

(図表5)



(図表6)



(振り返り：4-6月の期成長率は前期比+2.2%、2四半期連続のマイナスから急反発)

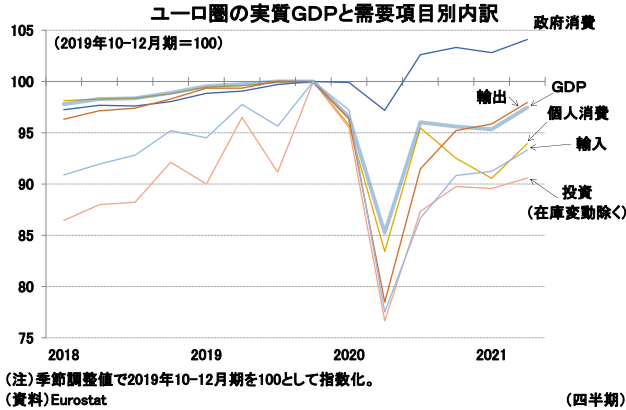
まず、21年4-6月期の実質GDP成長率を確認すると、前期比で+2.2%（年率換算+9.2%）となり、20年10-12月期（前期比▲0.4%）、21年1-3月期（同▲0.3%）の2四半期連続でのマイナス

¹ 本稿ではユーロ圏19か国を対象とする。

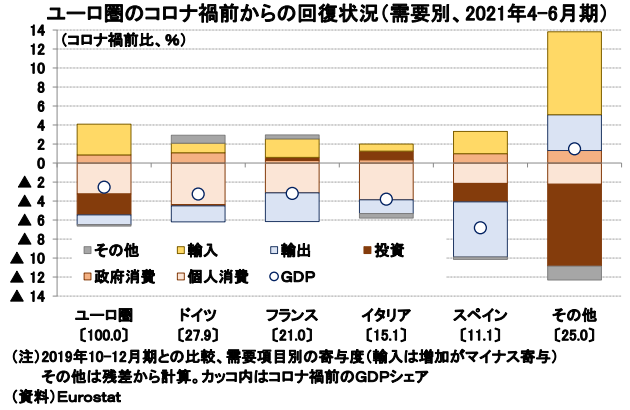
² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_4362

成長からプラスに転じ、20年7-9月期のピークも上回った。21年4-6月期の実質GDPはコロナ禍前（19年10-12月期）と比較すると2.5%低い水準まで回復している（図表7）。主要国別に見るとコロナ禍前との比較でドイツが▲3.3%、フランスが▲3.2%、イタリアが▲3.8%、スペインが▲6.8%でありスペインの回復が遅れている状況にある³（図表8）。

（図表7）



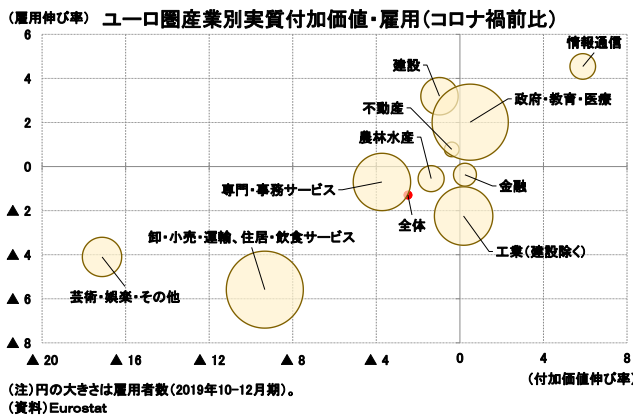
（図表8）



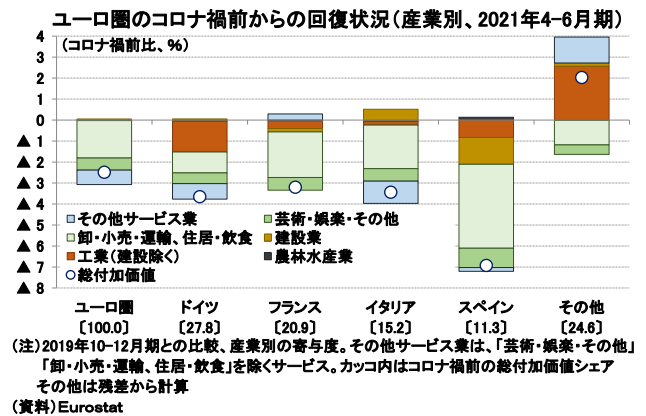
需要項目別の状況を確認すると、ユーロ圏全体では個人消費が前期比+3.7%、投資が同+1.1%、政府消費が同+1.2%、輸出が同+2.2%、輸入が同+2.3%であり、主要項目はいずれも改善、特に2四半期連続で急減していた個人消費の改善幅は大きかった。ただし、個人消費の水準はコロナ禍後のピークである20年7-9月期は下回った（図表7）。

主要国の需要項目別の回復状況を確認すると（図表8）、いずれの国でも個人消費の落ち込みが全体の落ち込みに大きく寄与している。なお、立ち直りの遅いスペインでは個人消費に加えて、投資や輸出についても他のユーロ主要国と比べて低迷している点に特徴がある。

（図表9）



（図表10）



続いて産業別の付加価値を見ると（図表9 横軸）、経済全体としては回復が進んでいるものの、コロナ禍の影響を大きく受けたサービス業（卸・小売・運輸、居住・飲食サービス、芸術・娯楽・その他）の活動水準が依然として低い。

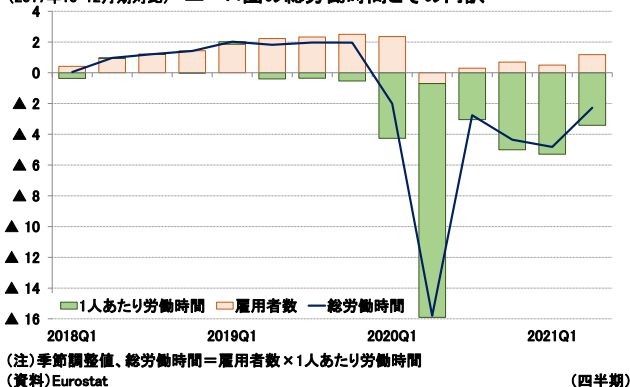
産業別の付加価値を主要国別に見ると、各国ともに対面サービス産業の活動水準が切り下がっている状況は共通している。しかし、ドイツでは対面サービス産業だけでなく、工業活動（大部分は

³ 図表8から分かるようにユーロ圏の主要国を除いた「その他」で見るとすでにコロナ禍前の水準を回復しているが、これはアイルランドによる寄与が大きい。アイルランドの実質GDPはコロナ禍前比で+20.7%、ユーロ圏全体のコロナ禍前比（▲2.5%）に対する寄与は+0.6%ポイント程度と無視できない大きさと言える。アイルランドでは外資系多国籍企業の活動のGDPへの寄与が大きく、コロナ禍での医薬品需要や巣ごもり需要の高まりがこうした外資系多国籍企業（特に医薬品生産や情報通信サービス）の活動を押し上げている面がある。なお、こうした外資系多国籍企業の活動を除いた修正国内需要（MDD）で見ると21年4-6月期はコロナ禍前比+0.8%にとどまる。また、アイルランドでもコロナ禍による消費減少や対面サービス産業低迷は共通している（図表8・10も参照）。

製造業)がGDPの落ち込みに寄与している面も小さくない(図表10)。年初以降、ユーロ圏では対面サービス産業が低迷する一方で、製造業が好調という二極化が続いてきたが、ドイツでは世界的な半導体などの部品不足や原材料不足の影響によって、製造業でも供給制約のために需要が大きくても生産が伸び悩むという状況が目立ちつつある。なお、対面サービス産業の落ち込みは、観光関連産業のシェアが大きいスペインで大きく、また、同国では建設業も低迷している。

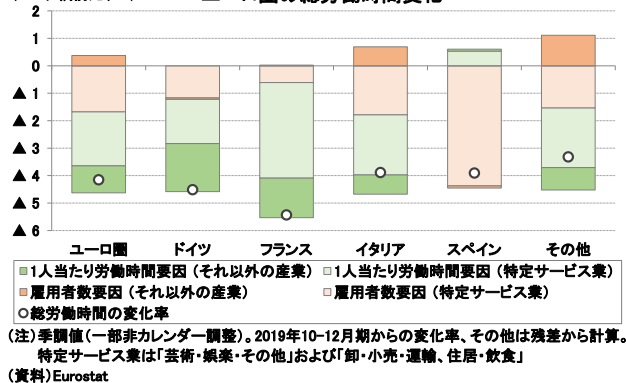
(図表 11)

(2017年10-12月期対比) ユーロ圏の総労働時間とその内訳



(図表 12)

(コロナ禍前比、%) ユーロ圏の総労働時間変化



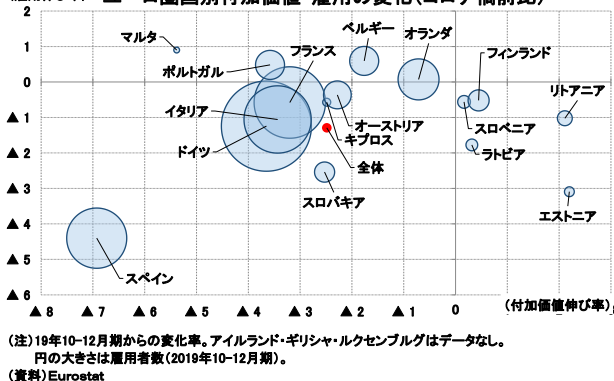
次に雇用の状況を確認すると、雇用者数は4-6月期に前期比+0.7% (+106.6万人)、コロナ禍前との比較で▲1.3% (▲208.1万人)となった。コロナ禍前との比較では対面サービス産業の雇用者数の減少幅が依然として大きい(図表9横軸)。なお、ユーロ圏ではコロナ禍における労働需給が主に労働時間によって調整されている(図表11)。総労働時間でみると、4-6月期は経済活動の正常化と合わせて4-6月期に前期比+2.7%と大きな改善が見られる。

主要国別に雇用の状況を確認すると(図表12)、コロナ禍前と比較した総労働時間の落ち込み幅は概ね同水準にある。ただし、ドイツ・フランス・イタリアが労働時間が主に削減されているのに対して、スペインでは主に雇用数が削減されている点に特徴がある。

最後に国別の付加価値・雇用の状況を概観すると(図表13)、上記で確認してきたように付加価値や雇用者数で見るとスペインの回復が遅れていると言える。

(図表 13)

(雇用伸び率) ユーロ圏国別付加価値・雇用の変化(コロナ禍前比)



(現状： 7月以降の状況)

次に7月以降の状況を確認したい。

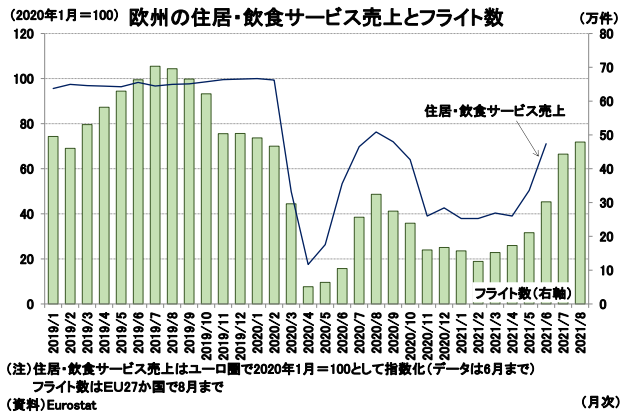
7月以降はバカンスシーズンが本格化し、対面サービス産業も活況となる時期である。EUでは、7月からワクチン接種証明(「デジタルCOVID証明書」)によるワクチン接種、検査結果(陰性証明)、感染症からの回復状況管理が正式に導入され、証明書の提示者に対する域内移動の制限緩和措置が始まっている。7月以降の経済統計データは少ないが、こうした動きを受けて、小売・娯楽施設への混雑具合(前掲図表6)やフライト数(図表14)は7月にコロナ禍後のピークを更新している。また、4-6月期のデータではあるが対面サービス産業の求人率⁴が上昇しており(図表15)、経済正常化に伴う人手不足感も生まれていることが示唆される。

⁴ 求人倍率(=求人数/求職者数)とは異なる。求人数の総ポスト(占有済ポスト+求人ポスト)に対する割合のこと。

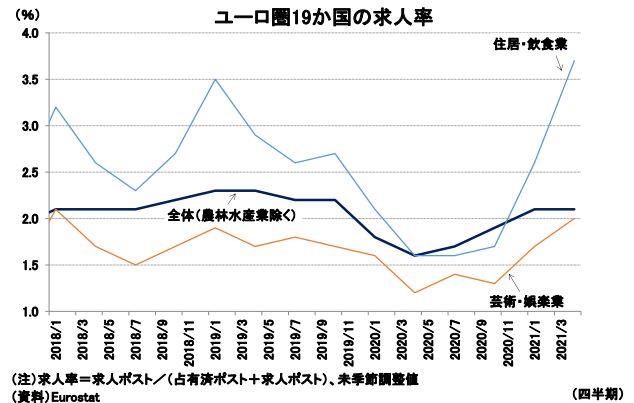
また、フランスやイタリアをはじめとした一部の国で、対面サービス産業を利用する際の条件としてワクチン接種証明の提示を導入する動きも見られる。これは感染拡大リスクの抑制と経済活動の維持を両立する手段と考えられ、感染者数が増加する局面でも医療崩壊リスクを抑制しサービス消費を回復させるのに寄与すると考えられる。

このように経済正常化が進んでいるが、図表 14 から示唆されるようにコロナ禍前の状況と比べれば対面サービス産業の活動水準は以前として低い水準にとどまっていると考えられる。対面サービス消費の落ち込みの一部は、財消費や非対面サービス消費として代替されるだろうが、消費全体ではコロナ禍前の水準を回復するには至っておらず、回復にはさらに時間を要すると見られる。

(図表 14)



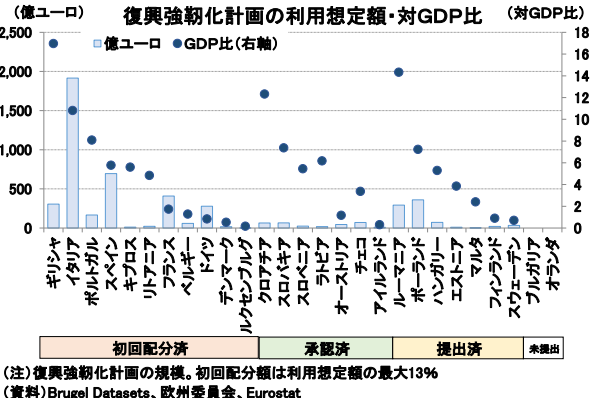
(図表 15)



(財政：復興基金は初回資金配分が開始)

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」) の稼働が円滑に進んでいる。基金の中核となる「復興・強靭化ファシリティ (6725 億ユーロ)」に関して、執筆時点 (9 月 9 日) 時点では EU27 か国のうち 25 か国が基金の用途をまとめた「復興・強靭化計画」を提出しており、うち 11 か国は欧州委員会の審査と欧州理事会の承認を経て初回の資金配分がされている (図表 16)。

(図表 16)



現時点での配分総額は 488.8 億ユーロ (2019 年の EU の GDP 比で約 0.4%、ユーロ圏加盟国でも GDP 比約 0.4%) であり、ユーロ圏加盟国への初回資金配分は大部分がなされたと見られる⁵。なお、来年以降も EU 全体の平準ペースでは年間約 1500 億ユーロの資金配分がされることになるが、計画の進捗次第で配分ペースが変わってくるため、引き続き計画の達成状況が注目される。

また、政治面ではドイツで 9 月 26 日に連邦議会選挙が実施される⁶。世論調査では 8 月以降に SPD (社会民主党) の支持率が急上昇し、これまで高い支持率を得ていた CDU (キリスト教民主同盟)・CSU (キリスト教社会同盟) や、春に支持率を高めた緑の党を上回っている。首相候補の世論調査でも SPD のショルツ氏の人気は CDU・CSU のラシェツ

また、政治面ではドイツで 9 月 26 日に連邦議会選挙が実施される⁶。

世論調査では 8 月以降に SPD (社会民主党) の支持率が急上昇し、これまで高い支持率を得ていた CDU (キリスト教民主同盟)・CSU (キリスト教社会同盟) や、春に支持率を高めた緑の党を上回っている。首相候補の世論調査でも SPD のショルツ氏の人気は CDU・CSU のラシェツ

⁵ なお資金調達計画では、長期債で約 800 億ユーロ (2019 年の EU の GDP 比で約 0.6%) を調達予定としているが、まだ初回配分がされていない国で受領予定額の絶対額として大きい国はルーマニアやポーランドといった非ユーロ圏の国々である (図表 16 参照)。ユーロ圏加盟国で計画を提出していないオランダを除いて、「ユーロ圏加盟国の初回配分受領総額 / (初回配分受領総額 + 未受領総額)」で初回配分額の消化割合を試算すると、95%程度となる (初回配分未受領国は計画の 13%を受領するものとして計算)。

⁶ 詳細は伊藤さゆり (2021)「公約から考えるメルケル後の独連立政権と政策」『研究員の眼』2021 年 9 月 6 日 を参照

ト氏や緑の党のベアボック氏より高い。

ただし、CDU・CSUや緑の党も一定数の支持は得ており、選挙戦ではこれら3党で議席が割れ、上位2党の獲得議席でも過半数に満たない可能性も高くなっている。その場合は、3党での連立政権を模索する必要があるが、現時点では、2党連立・3党連立のいずれの場合も、現連立与党であるCDU・CSUもしくはSPDが連立の核となる可能性が高いと見られる。政策の方向性は政権入りする党との交渉次第と言えるが、これまでのメルケル政権と比較すると、気候変動対応の加速、対中姿勢の慎重化、財政緊縮スタンスの柔軟化などが進むと見られる。これらの取り組みが漸進的となるか急進的となるかは連立交渉による部分も大きいだろう。

見通し作成においては、今後の(連立)政権については様々なシナリオが一定の蓋然性を持って考えられるため、前提を置かなかった。ただし、メインシナリオでは政策の方向性として気候変動対応はマイルドに加速、財政スタンスは過度な引き締めは回避されるとの前提を置いた(極端な政策に傾く可能性は小さいとしている)。

また、来年春にはフランスで大統領選挙が予定されている。

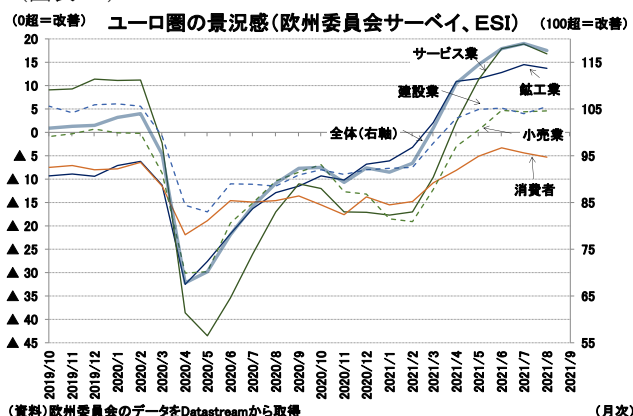
世論調査では現職の共和党前進マクロン大統領と、極右政党である国民連合(RN)のルペン氏の一騎打ちが想定されている。ただし、6月に開催された統一選挙では35%に届かない低投票率のなか、中道右派の共和党および中道左派の社会党が議席を伸ばし、共和党前進も国民連合も不振に終わった。大統領選の本格化はこれからであり、各党の大統領候補者選びなどに注目が集まるだろう。見通しのメインシナリオでは、フランスでも大統領選挙後も現在の政策からの修正は小さいとして作成している。なお、極右政党であるルペン氏の人気が高まるようであれば、金融市場に影響が波及する可能性もあるだろう。

2. 欧州経済の見通し

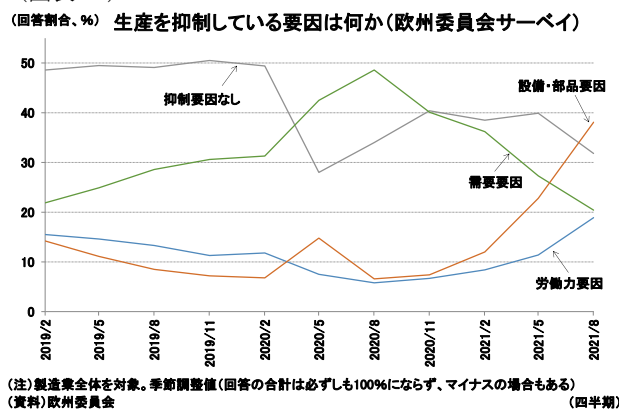
(見通し： 短期的にはペントアップ需要と供給制約が焦点)

次に欧州経済の先行きについて考えていきたい。

(図表 17)



(図表 18)



まず、景況感を確認すると、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、方向としては頭打ちの兆しも見られるが水準は高い状態を維持している(図表 17)。したがって、今後も景況感の良好さを背景にした需要の回復が期待できる。

バカンスシーズンの後の消費状況で注目されるのはクリスマスシーズンだろう。昨年冬はロックダウンの下で過ごさざるを得ず、今年は行動制限を緩和した状態でクリスマスを迎えることがで

できれば、抑制されてきた消費の回復（ペントアップ需要の顕在化）が生じることが期待される。

一方、企業活動としては上記で見たように部品・原材料不足による供給制約による影響が懸念される（図表 18）。供給制約の解消は少なくとも年内は難しいと見られ、製造業に関しては域内・域外の需要が増加する局面でも、ドイツを中心に生産の伸びが限定される状況が当面は続くだろう⁷。

短期的なユーロ圏の回復力の焦点はペントアップ需要を含む消費意欲がどこまで改善するか、供給制約がどれほど生産に影響を及ぼすか、ということになると見られる。

一方、中長期的には、コロナ禍が経済に恒久的な悪影響を及ぼしていないか（いわゆる「傷跡効果（scarring effect）」や「履歴効果（hysteresis）」と呼ばれるもの）が重要になるだろう。これまでは政府の政策により、悪影響を回避できていた部分があるが、経済正常化とともに政府の政策も縮小されると見られる。今後は、経済正常化後に対面サービス産業の回復が円滑に進み、二極化傾向が早期に縮小するかが重要となるだろう。

メインシナリオでは、新型コロナウイルスとの共生は続くが、ワクチン普及と医療崩壊リスクの後退により、対面サービス消費も改善が続くと想定している。また、供給制約は年内は生産が低迷するものの、来年から次第に解消していくと考えている。その結果、22年1-3月期には実質GDP水準がコロナ禍前の水準を回復すると予想する（前掲図表 1）。

ただし、域外移動などは短期的にコロナ禍前の水準を回復するのは難しいだろう。そのため、対面サービス消費は一時的にはペントアップ需要などで盛り上がったとしても、基調としての伸び率は低めになり、一部恒久的な影響も残ってしまうと想定される。一方で「復興基金」を呼び水とした投資拡大は経済を下支えするだろう。経済成長率は21年4.6%、22年4.0%を予想している。

需要項目別の状況としては以下の通り予想している。

個人消費はワクチン普及や接種証明書の活用を背景に、行動制限の緩和が継続することで改善が続くと見ている。雇用環境は政府による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、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、対面サービス産業の回復は道半ばであり（前掲図表 10・12 も参照）、労働時間や賃金の回復には時間を要すると考えられる。その間は失業率の改善も見込みにくい状況となるだろう。

投資は、域内・海外経済の需要回復や復興基金が順調に稼働していることもあり、改善が進むだろう。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。

政府消費は景気の回復とともに経済に影響を及ぼさない形で正常化が進むと見ている。各国には復興基金などによりグリーンやデジタルといった特定産業への資金配分がされるため、裁量的支出を行う余裕が残る。また、安定・成長協定（SGP）による財政ルールは停止されており、コロナ禍からの回復に腰折れ懸念が生じれば、追加の支援策を講じる余地も大きいと言える。

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・米国の需要が引き続きけん引役となる見込みであるが、一方で、短期的には部品・原材料不足による供給制約が輸出入の回復の伸びを抑制する要因になるだろう。

先行きのリスクについては、引き続き新型コロナウイルスに関する不確実性がある。

ワクチンはかなり普及しているが、「ワクチンが効きにくい変異株の流行」や「ワクチンの有効性

⁷ 半導体不足に関する貿易やインフレへの影響は例えばECBから6月24日に次のような分析が公表されている。[Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis and Máté Tóth \(2021\), The semiconductor shortage and its implication for euro area trade, production and prices, ECB Economic Bulletin, Issue 4/2021.](#)

が（時間とともに）低下」することで医療崩壊リスクが高まる可能性がある。ユーロ圏では昨年冬に感染が急拡大したため、寒くなるこの時期の状況は注目される。

ただし、ワクチン接種については、既存のウイルスに対しては、発症・重症化リスクを後退させるといった効果がすでに確認されており、感染症に対する経済の耐性は増していると見られる。欧州委員会も更なるワクチン確保に動いており、必要があれば追加接種（いわゆるブースター接種）を進めることで、リスクをさらに軽減できるものと見られる。一方、域外でも感染急拡大とそれに応じた封じ込め政策や感染者隔離がなされることで工場の稼働率低下したり、対面サービス消費を避ける代替として財需要に拍車がかかる可能性がある。需給のひっ迫から生じる部品・原材料不足が供給制約が長期化、悪化する可能性はあるだろう。

また、ペントアップ需要の大きさも不透明である。

今後、積みあがった貯蓄が大きく取り崩され、対面サービス産業への消費が急改善すれば二極化傾向も早期に解消するだろうが、一方で、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、経済活動に制限が課されなくても二極化傾向が続く可能性がある。対面サービス産業の低迷が長期化すれば、経済に恒久的な悪影響が残ることも懸念される。

（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）。

- ・ワクチン接種の進展と証明書の活用を背景に、行動制限が緩和され7-9月期は消費の急回復が見込まれる。
- ・10-12月期以降も経済活動への制限が解消されることで、消費の回復は継続すると見られる。短期的には製造業において部品や原材料不足による生産伸び悩みが見込まれるが、復興基金を呼び水にした投資なども進み経済全体としては回復基調が続くだろう。
 - －経済成長率は21年4.6%、22年4.0%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。
 - －変異株を含む感染拡大で行動制限を強化せざるを得ないリスクがある。ワクチンにより域内での経済活動制限のリスクは低下していると見られるが、域外でも感染拡大や行動制限の強化による工場稼働率の低下や財需要の拡大などにより部品・原材料不足が長期化、悪化する可能性もある。
 - －ペントアップ需要の大きさが不透明であることも経済の回復力の不確実性となるだろう。

（図表19）

		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、%	▲6.3	4.6	4.0	▲3.0	▲14.5	▲4.0	▲4.4	▲1.2	14.3	2.8	4.1	5.3	4.0	3.5	3.3	
	前期比年率、%	▲6.3	4.6	4.0	▲13.2	▲39.1	60.9	▲1.7	▲1.1	9.2	5.0	3.4	3.7	3.7	3.2	2.8	
内需	前年同期比寄与度	▲6.01	3.63	4.52	▲0.33	▲13.78	▲3.98	▲6.33	▲3.80	11.79	3.03	4.54	5.97	4.67	3.93	3.56	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	▲7.9	3.2	5.7	▲3.7	▲16.2	▲4.5	▲7.5	▲5.4	12.6	1.6	5.6	9.1	6.2	3.8	3.9
	総固定資本形成	前年同期比、%	▲7.2	5.0	7.3	6.1	▲20.5	▲4.2	▲10.2	▲6.2	18.2	6.0	5.4	7.4	8.0	7.3	6.5
外需	前年同期比寄与度	▲0.33	1.01	▲0.50	▲2.72	▲0.75	▲0.01	1.94	2.57	2.53	▲0.35	▲0.49	▲0.66	▲0.72	▲0.42	▲0.21	
消費者物価（HICP）	前年比、%	0.3	2.1	1.7	1.1	0.2	▲0.0	▲0.3	1.1	1.8	2.8	2.7	1.8	1.6	1.6	1.6	
失業率	平均、%	7.9	7.9	7.8	7.3	7.6	8.5	8.2	8.1	8.0	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	
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	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.14	1.19	1.19	1.10	1.10	1.17	1.19	1.20	1.21	1.18	1.17	1.18	1.19	1.19	1.19	
対円為替相場	平均、円	122	130	134	120	119	124	125	128	132	130	131	132	133	134	134	

（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

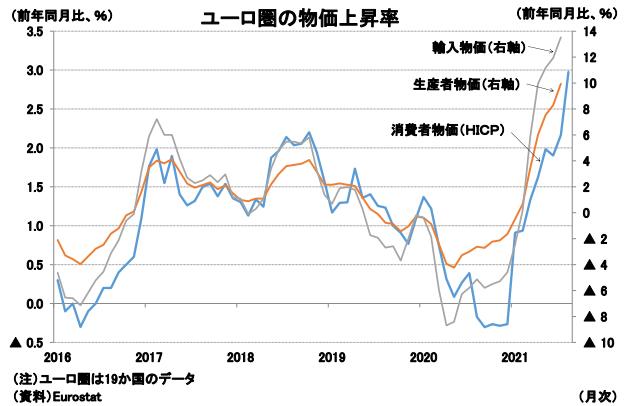
(見通し：インフレ率急上昇は一時的)

物価については、8月のH I C P上昇率は総合指数が前年同月比+3.0%、コア指数が同+1.6%まで上昇した(図表20)。ただし、総合指数ではエネルギーの寄与が大きく、コア指数ではドイツで実施されていた付加価値税(VAT)引き下げが終了したという要因があるため⁸、インフレ基調としてはヘッドラインやコアの数値ほどは強くないと見られる。

上述したように、製造業での供給制約によって財価格には上昇圧力が生じやすい状況になっているものの、サービス価格については、需給ギャップのマイナスが当面は続くと思われる。低めのインフレ率に抑えられるだろう。全体として見たインフレ基調についてもそこまで上昇しないと考えている。

したがって、エネルギー価格の上昇がピークアウトすればH I C P上昇率も低下するだろう。来年はドイツVATのベース効果も剥落するため、年平均インフレ率は21年で2.1%、22年で1.7%を予想している(図表19、表紙図表2)。

(図表20)

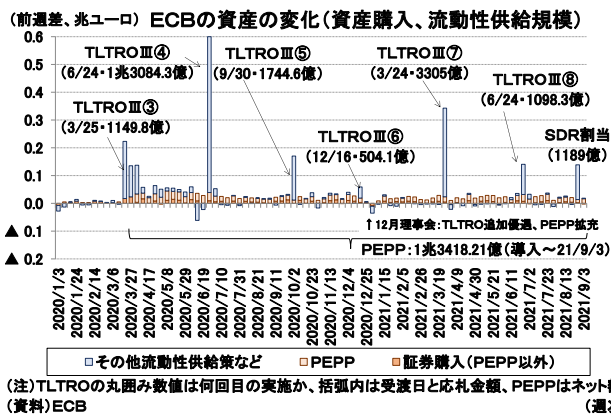


(見通し：金融政策正常化は段階的に行われると予想)

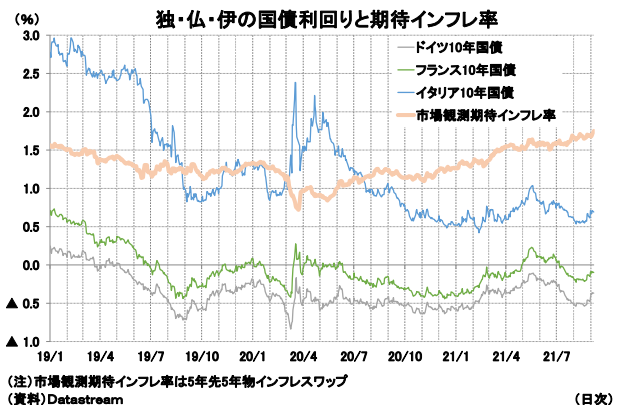
ECBはコロナ禍以降、大規模な流動性供給と量的緩和・信用緩和手段を続けている。

政策の主軸は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(TLTRO III)であり、前者は総額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、後者は最大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(オペは今年9月と12月の残り2回、貸出期間は3年間)予定となっている(図表21)。

(図表21)



(図表22)



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。

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。

またECBは7月8日に「戦略見直し (strategy review)」の結果を公表した¹⁰。戦略の変更点の主なものは「2%物価目標の設定」「物価指標への帰属家賃の考慮」「気候変動への取り組み」と言える特に、物価目標はこれまでの「2%に近いがやや下回る」から「中期的に2%」と対称的な表現に改め、実効的な名目金利の下限制約から低金利下では強力・持続的な緩和策が許容されるとした。

戦略の見直しを受けて、7月22日のECB理事会では、政策金利のフォワードガイダンスを四半期ごとにECBが公表するスタッフ見通しとより関連付けるものに変更している。具体的には「①見直し期間の中頃でインフレ見通しが2%に達すること」「②その後、見直し期間終了までに安定的に2%となること」「③足もとのインフレ基調が中期2%の達成に照らしてきちんと進展していること」の3点を政策金利を引き上げる必要条件とした。

これら戦略見直しおよびフォワードガイダンスの変更はECBのハト派的な姿勢を強化する内容と理解されるが、一方で経済の正常化も進展しており、PEPPやTLTROⅢの終了も視野に入っている。ECBは9月9日の政策理事会でPEPPの購入ペースを減速すること決定し、金融政策の正常化にも取り組み始めた。

今後、さらなる正常化が進められると見られるが、あくまでも段階的に進められると見ている。

まず、利用額が低下してきたTLTROⅢを予定通り終了する一方で、PEPPについては購入ペースを落としつつ実施期間を延長すると見ている。パンデミックのリスクが完全に解消されたわけではないため、金利を低めに誘導し「良好な資金調達環境」を維持するための手段として温存すると考えている。ECBにより経済活動の回復やワクチン普及によりパンデミックを脱したとの判断がなされ、PEPP自体も終了する可能性もあるが、その場合には既存の資産購入策であるAPPの増額や柔軟化（上述注記9も参照）を行うことで、あくまでも緩やかに金融政策の正常化が図られると見ている。

長期金利については、夏頃から米国債利回りが低下したことから、ユーロ圏の各国国債利回りも低めで推移している（図表22）。復興基金の資金調達も開始されており（7月に長期債で450億ユーロを調達済）、今後、経済回復が進展することで金利上昇圧力は強まると見ているが、ECBの緩和的な政策によって上昇ペースは抑えられるだろう。その結果、ドイツ10年債金利は21年で平均▲0.4%、22年は平均▲0.3%での推移を想定している（図表19、表紙図表2）。

¹⁰ 詳細は [高山武士 \(2021\)「ECBの新戦略」『基礎研レター』2021-7-13](#) を参照。