

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

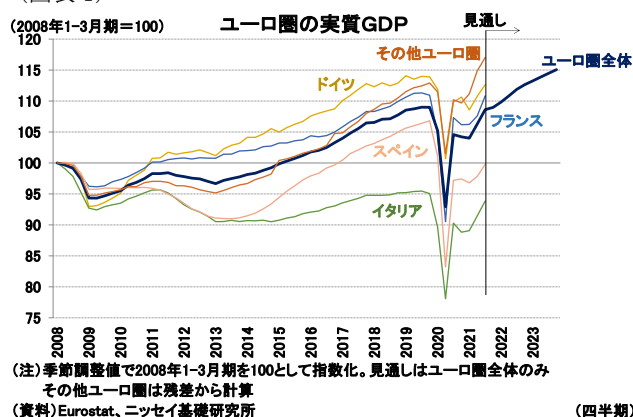
—懸念材料は多いが正常化を目指す欧州経済

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

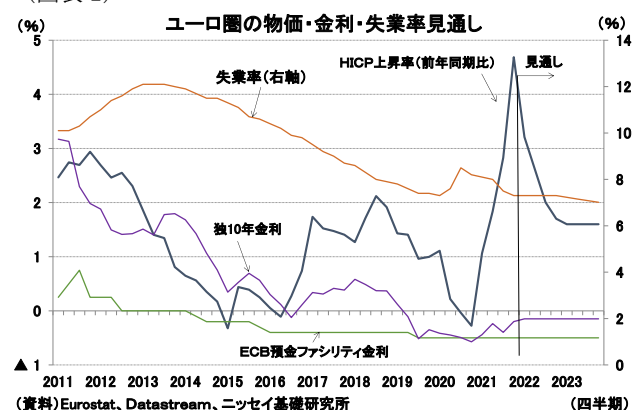
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済は、新型コロナウイルスの感染状況に左右される状況が続いているが、今年に入ってからワクチン接種を加速、着実に経済正常化を進めてきた。
2. しかし、冬にかけて再び感染が急拡大、重症者や死亡者の数は以前のピークより少ないものの、医療がひっ迫リスクが高まった地域では、感染予防策の強化が講じられている。加えて、部品・原材料不足といった供給制約や高インフレも長期化、悪化している。
3. 感染拡大についてはワクチンの効果もあり、昨年講じたような厳しい措置を導入しなくても医療ひっ迫は緩和に向かうと見られる。そのため、先行きについては、一時的には成長率が減速するものの、その後は経済正常化の動きを継続できると予想する。
4. 供給制約は長期化しているものの、世界的な供給力強化の動きを受けて、来年後半には解消に向かうと予想する。
5. インフレについてはエネルギーや財価格に加えて、足もとでサービス価格にも加速が見られる。一方、賃金の上昇圧力は強くない。今後は供給制約の緩和とエネルギー価格の下落により、エネルギー・財価格を中心に上昇圧力が弱まると見ている。また賃金と物価が相互に上昇することで高インフレが続く可能性も低いだろう。ただし、インフレ圧力が継続するリスクは以前よりも増していると考えられる。
6. E C Bはインフレ率が一時的に目標から上方乖離することを容認しているため、コロナ禍の緊急対応からの正常化はすすめるものの、緩和的な政策を継続すると予想する。
7. ユーロ圏の経済成長率は 21 年 5.1%、22 年 4.1%、23 年 2.6%、インフレ率は 21 年 2.6%、22 年 2.4%、23 年 1.6%を予想する（図表1・2）。
8. 先行きの不確実性は依然として高い。感染拡大による医療ひっ迫が下方リスクとなる一方、新型コロナウイルスに対する脅威が低下すれば消費の活性化が見込める。

(図表 1)



(図表 2)

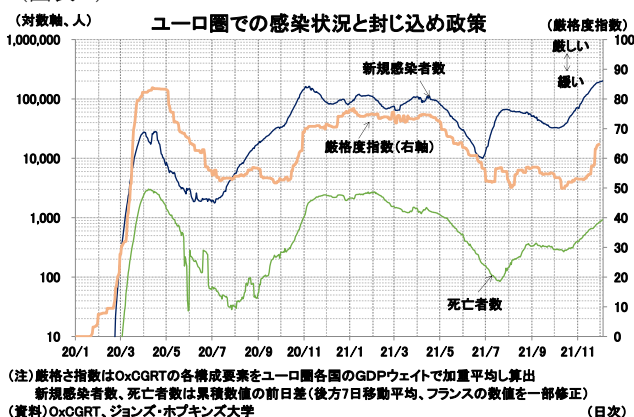


1. 欧州経済概況

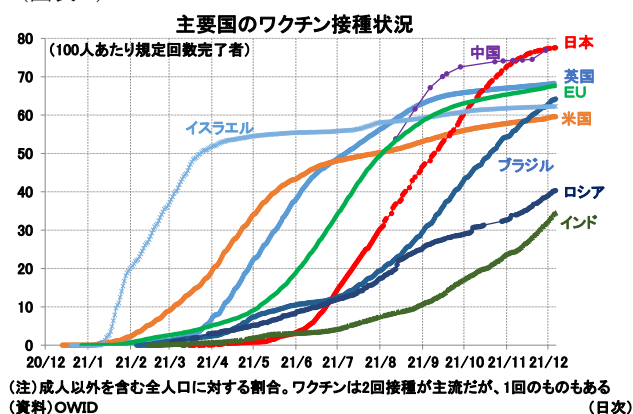
(概観：経済活動再開から再び感染拡大へ)

昨年以降、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、今年に入ってからワクチン接種を加速、着実に経済正常化を進めてきた（図表3・4）。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、夏のバカンスシーズンには対面サービス消費の回復が進んだ。

(図表3)



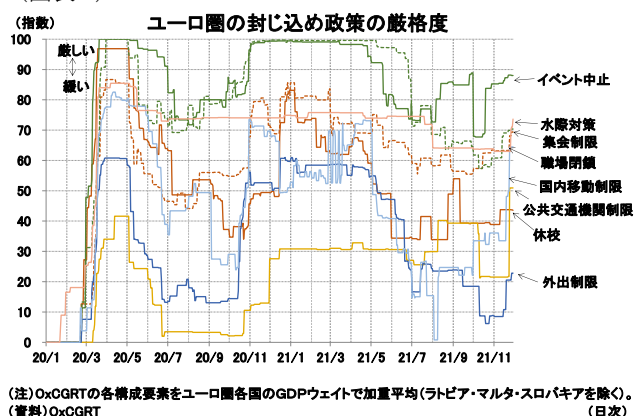
(図表4)



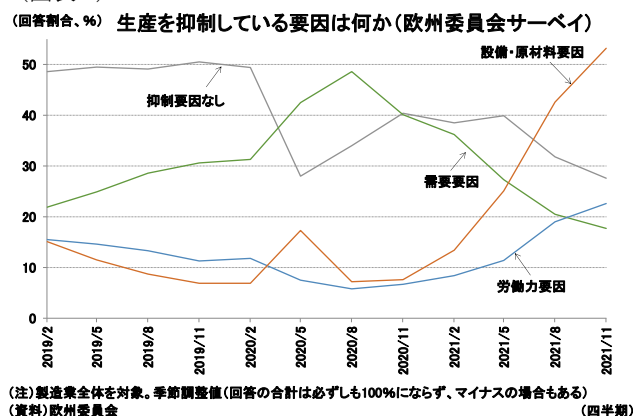
しかし、冬になると一部地域で感染者の再拡大が見られはじめた。ワクチンが普及したことで、重症者・死亡者数は昨年ほど深刻でないものの、医療がひっ迫リスクが高まった地域では、感染予防策の強化が講じられている（図表3・5）。また、今年に入ってから顕在化した世界的な半導体不足や原材料高を受けた供給制約およびインフレ圧力といった回復の阻害要因は年後半にかけても継続、悪化している（図表6）。

本稿では、バカンスシーズンで行動制限の緩和を進めた7-9月期の経済状況を確認、その後、感染拡大した足もとの状況も確認した上で今後の見通しについて考察したい。

(図表5)



(図表6)



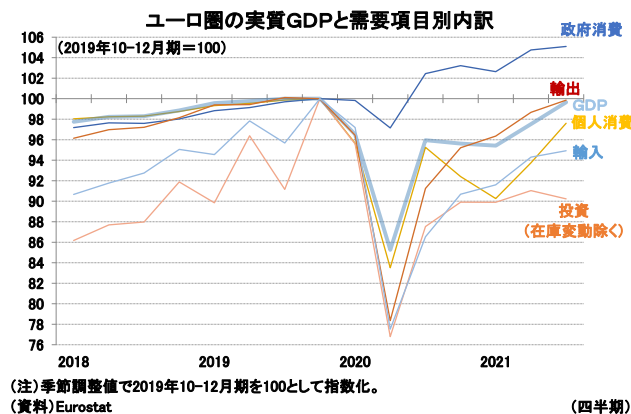
(振り返り：7-9月期成長率は前期比+2.2%、2四半期連続でプラス成長)

まず、21年7-9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9.1%）となり、4-6月期（前期比2.2%）に続いて2四半期連続で高いプラス成長を記録、実質GDPの水準はコロナ禍前（19年10-12月期）と比較して0.3%低い水準まで回復した（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▲1.1%、フランスが▲0.1%、イタリアが▲1.3%、スペインが

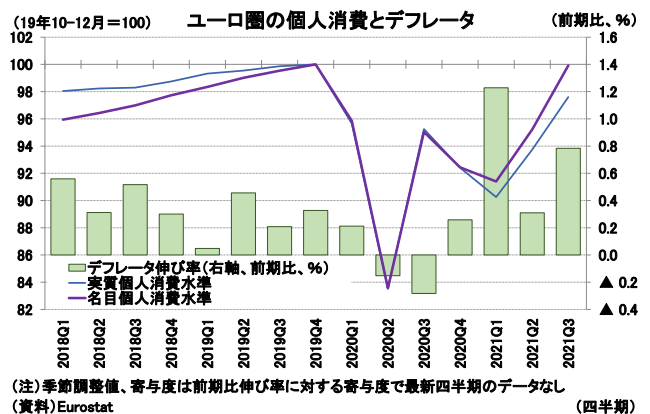
¹ 本稿ではユーロ圏19か国を対象とする。

▲6.6%となり、スペインの回復が遅れている状況にある（図表8）。

（図表7）



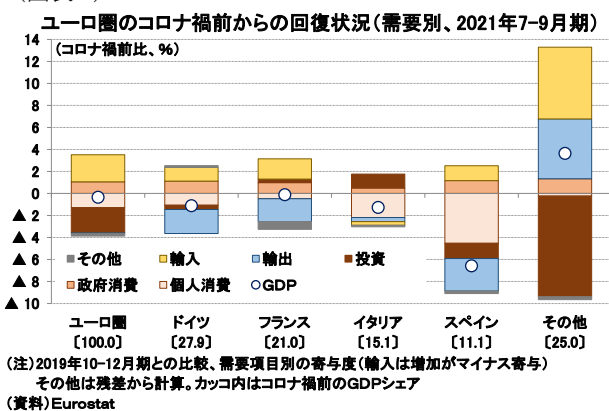
（図表8）



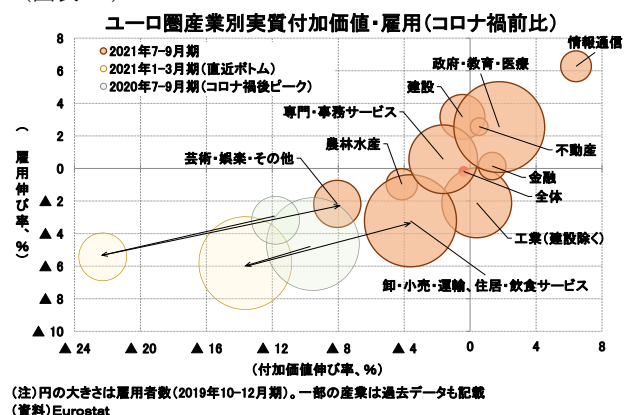
需要項目別の状況を確認すると、ユーロ圏全体では個人消費が前期比 4.1%、投資が同▲0.9%、政府消費が同 0.3%、輸出が同 1.2%、輸入が同 0.7%となった。成長を主導したのは個人消費で、実質消費はコロナ禍後のピーク（20 年 7-9 月期）を更新、コロナ禍前と比較して 2.4%低い水準まで回復した（図表7）。なお、足もとのインフレ率は高めでの推移が続いており、名目消費はほぼコロナ禍前の個人消費水準に達している（図表8）。

主要国別に需要項目の回復状況を確認すると（図表9）、スペインを除き個人消費の回復が進み、GDP（コロナ禍前比）に対する個人消費の押し下げ寄与度は低下している。また、ドイツやフランス、スペインでは輸出の押し下げ寄与が相対的に高まっている²。

（図表9）



（図表10）



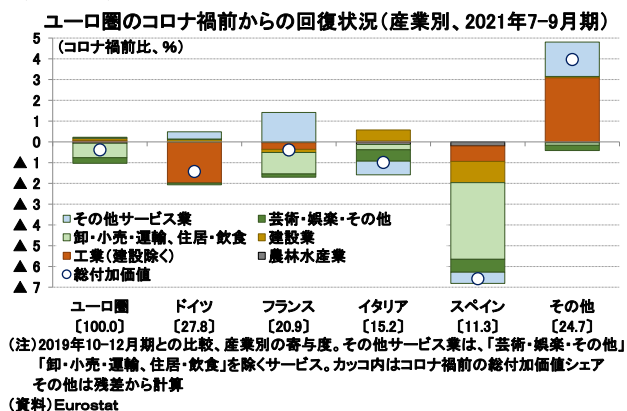
続いて産業別の付加価値を見ると（図表10 横軸）、経済活動の再開が続いたことで、コロナ禍の影響を大きく受けたサービス業（卸・小売・運輸、居住・飲食サービス、芸術・娯楽・その他）と他の産業の格差がかなり縮小した。コロナ禍前の水準には戻っていないものの、今年のバカンスシーズン（21 年 7-9 月期）は、コロナの感染者は比較的少なかった昨年のバカンスシーズン（20 年 7-9 月期、図表9の薄い緑の円）と比較して経済活動水準が高かったことが分かる。

産業別の付加価値を主要国別に見ると、スペインを除き、対面サービス産業が経済全体の下押し

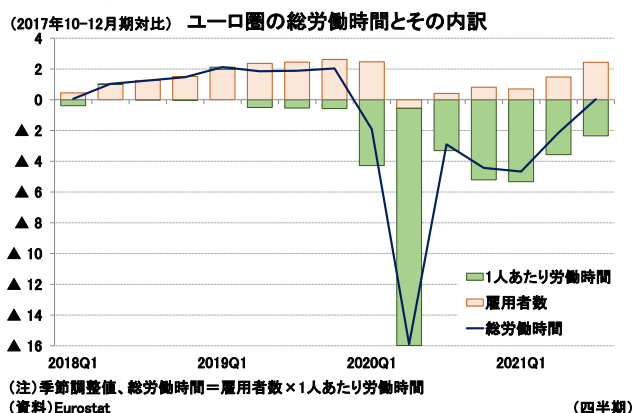
² 図表9から分かるようにユーロ圏の主要国を除いた「その他」の伸び率は高く、これはアイルランドによる寄与が大きい。アイルランドの実質GDPはコロナ禍前比で+22.3%、ユーロ圏全体のコロナ禍前比（▲0.3%）に対する寄与は+0.6%ポイント程度となる。アイルランドでは外資系多国籍企業の活動のGDPへの寄与が大きく、コロナ禍での医薬品需要や巣ごもり需要の高まりがこうした外資系多国籍企業（特に医薬品生産や情報通信サービス）の活動を押し上げてきた。こうした外資系多国籍企業の活動を除いた修正国内需要（MDD）で見ると21 年 7-9 月期の水準はコロナ禍前比で+3.3%となる。なお、アイルランドでは（無形資産を含む）投資の振れ幅が大きく、コロナ禍前の基準としている19 年 10-12 月期の投資規模が大きかったため、コロナ禍前を基準として見た時の投資の水準が低くなっている（図表8、図表7はユーロ圏全体だが振れ幅が大きく、アイルランドの投資が寄与している部分は小さくない）。

圧力になっている状況はおおむね解消されている（図表 11、緑色の棒グラフ）。むしろ、ドイツでは工業活動（大部分は製造業）がGDPの落ち込みに寄与する形となっている（図表 11、茶色の棒グラフ）。国によって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る供給制約による回復の遅れが目立つ状況と言える。

（図表 11）



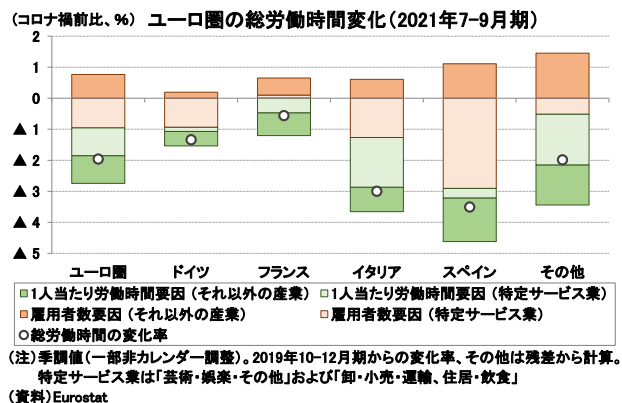
（図表 12）



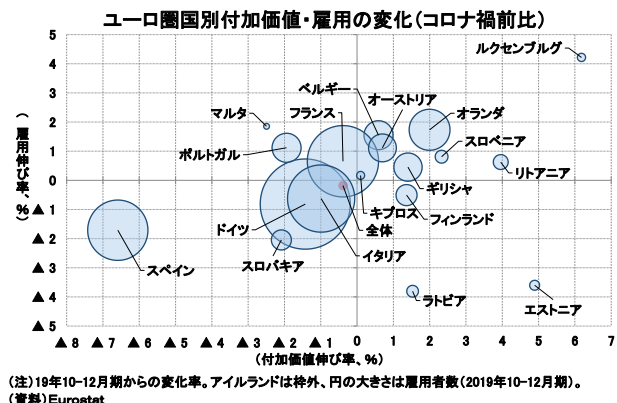
次に雇用の状況を確認すると、雇用者数は7-9月期に前期比0.9%（+150.6万人）、コロナ禍前との比較で▲0.2%（▲29.1万人）となった。対面サービス産業の雇用者数も回復しており（図表 9 横軸）、雇用の面からも正常化が進んできたことが分かる。ユーロ圏ではコロナ禍における労働需給が主に労働時間によって調整されてきたが（図表 12）、総労働時間でも7-9月期は前期比+2.2%、コロナ禍前比▲2.0%となり改善が見られる。

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イタリアやスペインで相対的に大きい。最後に国別の付加価値・雇用者の状況を概観すると（図表 14）、上記で確認してきたようにスペインの回復が遅れている状況が続いている。

（図表 13）



（図表 14）



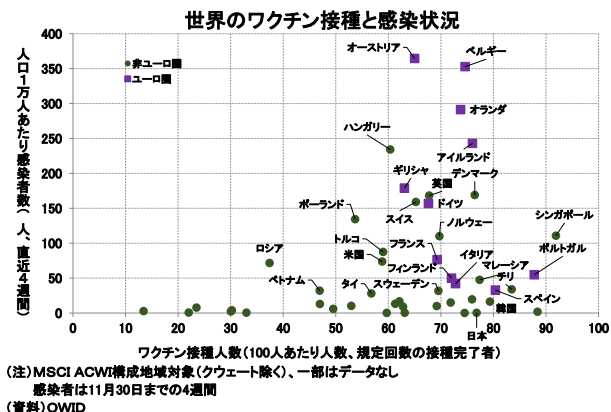
（ 現状： 10月以降は感染拡大リスクが再び顕在化 ）

次に10月以降の状況を確認したい。

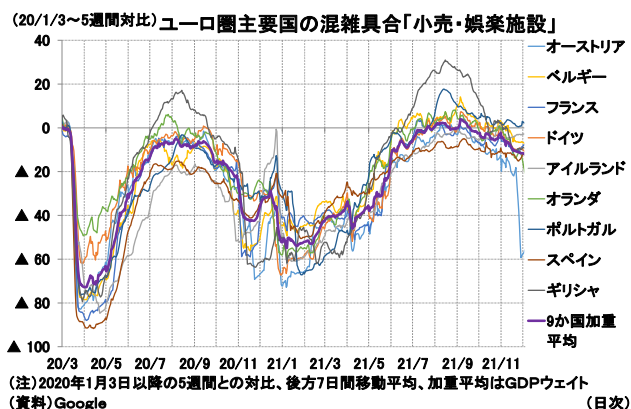
10月頃までは新型コロナ感染者が減少傾向にあり経済活動の再開を続けてきたユーロ圏であるが10月後半から感染者が急拡大しはじめ、状況は一変している。国ごとに感染状況は区々であり（図表 15）、また昨年冬とは異なりワクチン普及の効果もあって、死亡者や重症者は以前のピークと比べ低い水準にある。しかし、一部の地域では医療がひっ迫しており、感染予防策の強化を余儀なくされている。現時点での予防策はワクチン接種証明書の活用（保持者でない人に対して行動制限を課す）、ワクチン接種の義務化といった動きが中心であり、昨年冬に見られた厳しいロックダ

ンに踏み切っている状況ではない。

(図表 15)

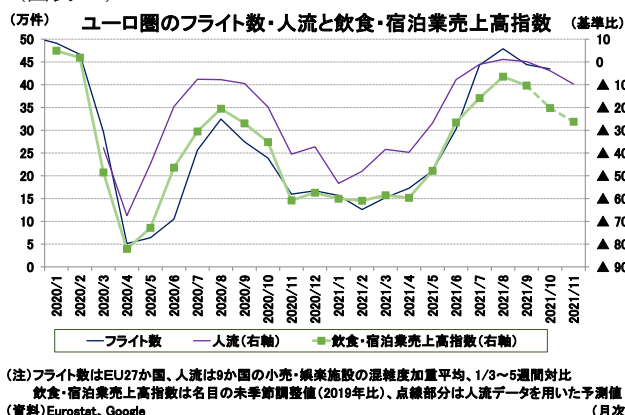


(図表 16)

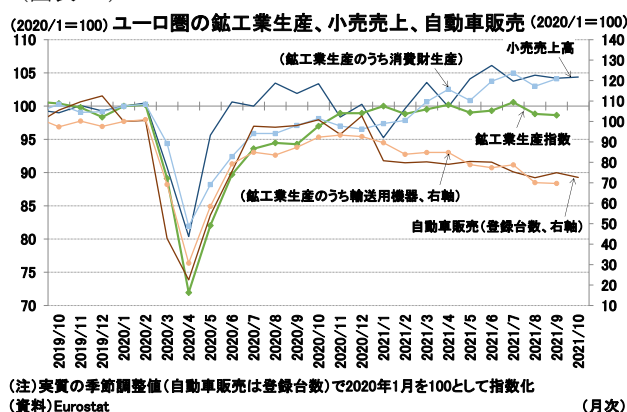


しかし、一部の地域ではワクチン接種者も含めて行動制限を課しており、人流も減少傾向にある(図表 16)³。そのためサービス業、とりわけ経済活動の再開で活性化しつつあった観光関連産業を中心とした対面サービス産業の回復は再び足踏みすると見られる(図表 17)。

(図表 17)



(図表 18)



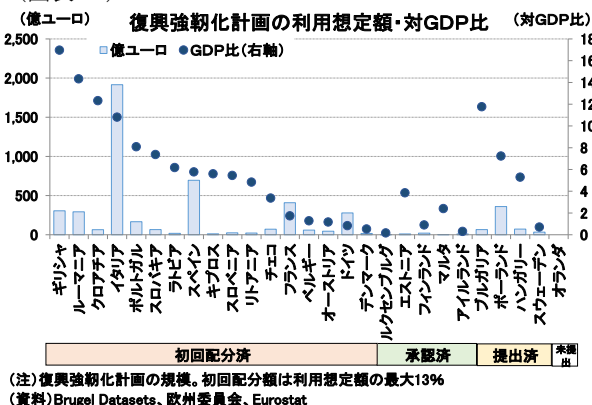
一方、財消費については対面サービス消費と比べに好調な状況が続くと見られる。ただし、足もとで生じている高インフレは消費全体の抑制要因になると見られ(前掲図表 8、後掲図表 23)、その結果、10月以降のクリスマスシーズンを含めた実質消費については、昨年よりは活性化するのがほぼ横ばい圏での推移を予想している。

企業活動では、財消費の好調さを受けて、製造業の消費財生産は良好な状況といえるが、自動車の生産・販売などは、供給制約の影響を受けて低迷している。そのため全体でみた生産活動は横ばい圏での推移となっており、供給制約が緩和される来年後半までは同様の傾向が続くと見ている(図表 18)。

(財政：復興基金は順調に稼働)

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

(図表 19)



³ 例えばオーストラリアでは、外出制限を実施、飲食店での飲食や娯楽施設、生活に必要な店舗以外の小売店を除いて終日の営業制限を実施した(図表 16 ではオーストラリアの人流低下が目立つ)。制限オランダでは、可能な限り外出を避けることを要請、また生活に必要な店舗を除いて夜間の営業を制限した。いずれの国でもその他にソーシャルディスタンスの確保やマスク着用の義務付けを実施。

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・強靱化ファシリティ(6725 億ユーロ)」に関しては、執筆時点(12 月 9 日)では今年の長期債での資金調達 710 億ユーロが完了し、18 か国に初回の資金配分がなされている(図表 19、合計 541.5 億ユーロ)。

さらにスペインでは追加の資金配分申請(100 億ユーロ)がマイルストーン達成と合わせて提出されており、復興基金を活用した投資が進んでいるものと見られる。

2. 欧州経済の見通し

(見通し: 短期的には感染拡大・供給制約・インフレが左右)

次に欧州経済の先行きについて考えていきたい。

前述のとおり、欧州経済は回復基調にあるものの、足もとでは新型コロナウイルスの感染再拡大、供給制約、高インフレといった要因が回復の懸念材料として大きくなっている。景況感の高い水準を維持しているものの、感染拡大や供給制約の影響を大きく受けているドイツではやや悪化している(図表 20)。

短期的な見通しについては、これらの要因に左右される部分が大きいだろう。

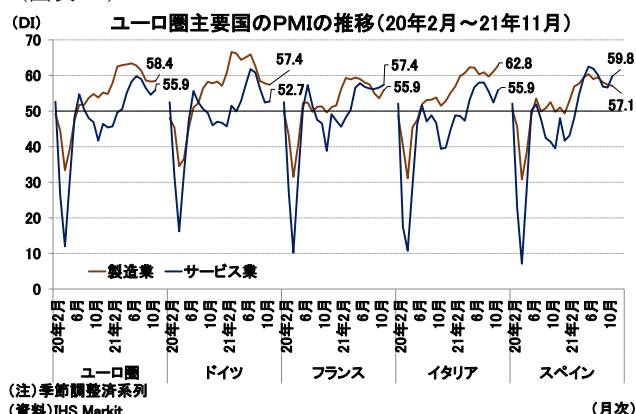
このうち、経済活動の制限については、昨年講じたような厳しい措置を導入しなくても医療逼迫が緩和されると考えており、この冬の成長率は鈍化するものの、来年前半には再び経済再開を継続できるものと考えている。

なお、新しい変異株(オミクロン株)が発見され欧州にも流入しており、先行きの不確実性は高まっている。変異株についての感染力や毒性、ワクチンの有効性に関する情報は限定的だが、仮に変異株の感染力と毒性が強く、既存ワクチンの効果も薄ければ厳しい行動制限を必要とする可能性は高まるだろう。ただし、オミクロン株については感染力は高いが弱毒化を示唆するデータも見られており、見通しの前提としては変異株も従来株(デルタ株)と比較し、医療体制に及ぼす影響としては大きな変化がないとした。

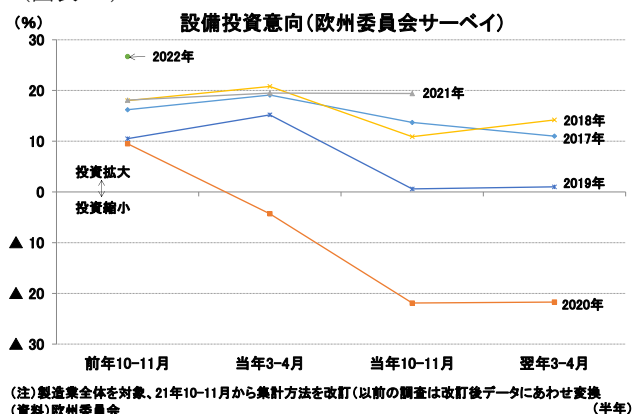
供給制約および高インフレについては、部品・原材料の生産体制や供給網の強化を受けて、来年には制約が緩和、インフレ率も財価格を中心に上昇圧力が緩和され、22 年中には 2%を超える高インフレは解消されると想定している(なお、インフレ率については 3 章でも確認する)。

感染拡大・供給制約・インフレといったいずれも足もとでは下方リスクにやや傾いているが、メインシナリオとしては回復が腰折れすることはなく、来年後半以降は成長率を強めると見ている。

(図表 20)



(図表 21)



一方、中長期的には、コロナ禍長期化し経済に恒久的な悪影響を及ぼすか（失業や倒産が潜在成長率を押し下げてしまうこと、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。

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、ブースター接種を含めたワクチン接種の進展と、経口治療薬（飲み薬）の開発・普及によって、医療崩壊リスクはさらに後退し、恒久的な悪影響は限定的となると考えている。

域外移動がコロナ禍前の水準を回復するには時間を要すると見られるものの、上述したように域内移動の活性化により観光関連産業もコロナ禍前の活動水準にかなり近づいており、今後も回復は持続すると見ている。また、今後の投資意欲も高く「復興基金」を呼び水とした投資の活性化も期待できる（図表 21）。経済成長率は 21 年 5.1%、22 年 4.1%、23 年 2.6%を予想している（図表 22）。

（図表 22）

		2020年	2021年	2022年	2023年	ユーロ圏の経済見通し				2022年				2023年			
		実績	予測	予測	予測	2021年	2021年	2021年	2021年	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
実質GDP	前年同期比、%	▲ 6.4	5.1	4.1	2.6	▲ 1.1	14.4	3.9	4.6	5.6	4.3	3.0	3.4	3.1	2.7	2.3	2.1
	前期比年率、%	▲ 6.4	5.1	4.1	2.6	▲ 0.8	9.1	9.1	1.3	3.2	3.8	3.9	2.7	2.2	2.2	2.1	2.1
内需	前年同期比寄与度	▲ 6.03	3.67	3.98	2.82	▲ 3.76	11.89	3.57	4.02	5.26	3.95	3.02	3.74	3.48	3.00	2.52	2.31
	民間最終消費支出	前年同期比、%	▲ 7.9	3.3	5.2	▲ 5.6	12.2	2.5	5.5	8.8	5.9	2.9	3.7	3.4	2.8	2.1	2.0
	総固定資本形成	前年同期比、%	▲ 7.0	4.0	7.0	▲ 6.0	18.5	3.1	3.8	5.7	6.2	8.9	7.0	6.4	5.8	5.3	4.7
外需	前年同期比寄与度	▲ 0.33	1.42	0.07	▲ 0.25	2.60	2.48	0.29	0.52	0.33	0.36	▲ 0.04	▲ 0.36	▲ 0.34	▲ 0.27	▲ 0.22	▲ 0.17
消費者物価 (HICP)		前年比、%	0.3	2.6	2.4	1.1	1.8	2.8	4.7	3.2	2.6	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
失業率		平均、%	7.9	7.7	7.3	8.1	8.0	7.5	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.2	7.2	7.1	7.0
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	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
対ドル為替相場		平均、ドル	1.14	1.18	1.14	1.20	1.21	1.18	1.14	1.15	1.14	1.14	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
対円為替相場		平均、円	122	130	130	128	132	130	130	129	130	130	130	130	131	131	132

（資料）Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

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、足もとの感染再拡大で短期的には減速するが、来年以降には再び回復に向かうだろう。政府による雇用支援は縮小されるものの、対面サービス産業の需要回復に伴い、労働需要は高まり失業率の悪化は避けられる（前掲図表 10・12 も参照）。労働時間も改善しており、賃金については高インフレを受けて上昇圧力が生じやすい環境となるだろう。

投資は、域内・海外経済の需要回復や復興基金に後押しされる形で、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を中心に加速が見込まれる。金融政策はコロナ禍対応から平時対応に移行するが、金利は低めでの推移が継続すると見られ、投資を促進するだろう。

海外環境は、良好な状況が続くものの、けん引役である中国・米国の成長率が安定化に向かうことで、牽引力はやや低下するだろう。

政府消費は経済に影響を及ぼさない形で正常化が進むと見ている。コロナ禍を受けて 22 年まで停止されている安定・成長協定（S G P）の財政ルールは、今後の回復が順調に進めば、23 年には新しいルールとして再導入されると見られる⁴が、経済回復に急ブレーキがかかることはない想定している。新たな財政ルールが課される際には、コロナ禍の影響がほぼ解消されると見込まれることに加えて、復興基金で年間約 1500 億ユーロの資金配分がされることとが、財政ルールによる

⁴ コロナ禍前のルールよりも簡素化されると見られるが、まだ具体的な形は見えていない。詳細は伊藤さゆり（2021）「始まったEUの財政ルールを巡る攻防ー過剰債務国と儉約国の対立再び」『Weekly エコノミスト・レター』2021-09-15 を参照。

財政出動制約を補完すると見られるためだ。ただし、復興基金の配分ペースは計画の進捗により変わるため、計画の達成状況が注目される。

なお、欧州委員会は、12月1日に域外のインフラ投資計画である「グローバル・ゲートウェイ」を発表している。官民合計で3000億ユーロ規模（2027年まで）と大規模だが、域外での投資計画であるため、域内成長率の直接的な押し上げ材料としては見込んでいない。ただし、世界におけるEUの存在感を高める計画として今後の動向が注目される。

政治面では以下の通り前提を置いている⁵。

ドイツでは9月26日に連邦議会選挙が実施された。第1党がCDU（キリスト教民主同盟）・CSU（キリスト教社会同盟）からSPD（社会民主党）に変わり、SPD・緑の党・FDP（自由民主党）と3党連立の政権が樹立された⁶。連立協定によれば、気候変動対応の加速、対中・対露姿勢の慎重化、財政緊縮スタンスの柔軟化などが進むと見られるが、政策の急転換はなく経済に及ぼす影響は限定的と考えている。なお、首相にはSPD党首のショルツ氏が就任し、緑の党共同党首のベアボック氏とハーベック氏がそれぞれ外相と経済・気候相に、FDP党首のリントナー氏が財務相に就任した。

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。

現時点の世論調査では、現職の共和党前進マクロン大統領、共和党候補のペクレス氏、極右政党である国民連合（RN）のルペン氏の支持率が高く、次いで無所属で極右のゼムール氏が追う形になっている。

大統領選の展開については、現時点ではまだ不透明であるが、経済見通しのメインシナリオとしては、大統領選挙後も現在の政策からの修正は小さいとの前提を置いている。ただし、極右のルペン氏やゼムール氏の人気が高まったり選挙で勝利する展開になれば、政策の修正が予想されるため、金融市場に影響が波及する可能性が考えられる。

リスク要因としては、上述の通り、新型コロナウイルスの感染拡大、供給制約や高インフレの動向が挙げられる。また、いずれも年初よりも不透明感は強くなっている。

新型コロナウイルスでは、感染力が高い変異株や重症化しやすい変異株が流行すれば医療崩壊リスクが高まる。供給制約や高インフレが長期化・悪化することも下方リスク要因である。供給制約や高インフレは、コロナ禍を契機にした財消費の増加（巣ごもり需要）から生じている面があるため、コロナ禍の長期化が供給制約や高インフレといった悪影響も助長する可能性もある。加えて、インフレ率については、ECBが警戒するような賃金インフレが発生し、コロナ禍の一過性要因ではなく、物価と賃金が相互に上昇する持続的なインフレとなる可能性がこれまでより高まっている。ECBの目標を上回る賃金・物価の上昇が続く場合は、ECBに金融引き締めが求められ、金利も上昇すると見込まれることから、投資等の下押し圧力になるだろう。

一方、上方リスクとしては、引き続きコロナ禍で積みあがった貯蓄が大きく取り崩されることで、消費が急改善される可能性が指摘できる。効果の高い経口治療薬（飲み薬）の開発・普及やウイルスの弱毒化で感染に対する脅威が低下する環境になれば、消費意欲は活性化しやすいだろう。

⁵ ドイツ、フランス、イタリアの政治に関する注目は伊藤さゆり（2021）「2022年欧州の焦点－メルケル後のドイツ、フランス大統領選、ドラギ効果の持続力」『Weekly エコノミスト・レター』2021-12-08を参照。

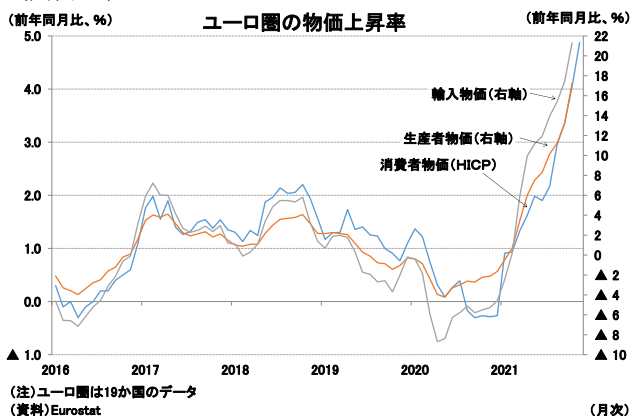
⁶ なお、SPDの獲得議席数は735議席中206議席だった（約28%）。緑の党（118議席）とFDP（92議席）の3党では計416議席となる。CDU・CSUは196議席だった。

3. 物価・金融政策・長期金利の見通し

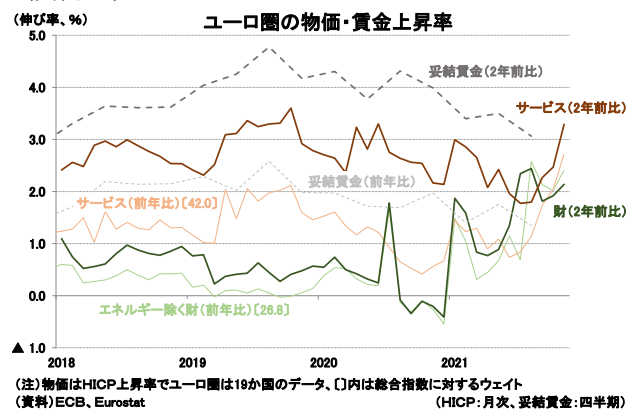
(見通し：インフレ率の急上昇は一時的と見込むが、長期化するリスクも高まっている)

物価については、11月のHICP上昇率は総合指数が前年同月比4.9%、コア指数が同2.6%まで上昇した(図表23)。このうち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⁷、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。ただし、伸び率は統計データ公表開始以来の高に水準にあり、エネルギー価格やVATによる一時的な要因を除いたとしても2%台の伸び率に達したと見られる。

(図表 23)

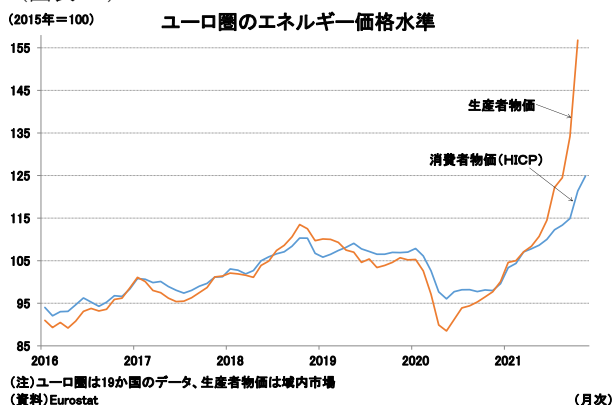


(図表 24)

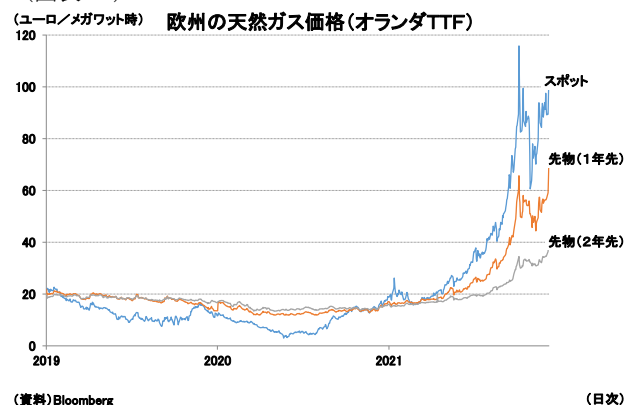


エネルギー価格を除いた財・サービス物価の上昇率はいずれも2%台後半に達しており、さらにコロナ禍期間中に物価が低迷したベース効果を除いても高い水準にある(図表24、コロナ禍の影響を除くために2年前比を太線で記載、20年に実施したドイツの付加価値税減税の影響も除かれている)。このうち過去と比較して伸び率が急加速しているのは財価格であるが、これは原材料不足などの供給制約によってもたらされている面が大きいと見られる。また、サービス価格も足もとで上昇基調にある。こちらは経済活動の再開で需給ギャップが縮小したことで、コロナ禍前の伸び率まで回帰したと考えられる。

(図表 25)



(図表 26)



このうち、財価格は来年以降は生産力の向上と供給制約の緩和により次第に低下していくことが見込まれる。一方で、サービス価格は賃金の動向に大きく左右されるだろう。現在は、労働時間に見られるように需給ギャップが若干ではあるが存在しており、賃金上昇圧力は強くないと考えてい

⁷ 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。

る。そのため、賃金と物価が相互に上昇することで高インフレが続く可能性は高いと見ている。ただし、今後賃金上昇圧力が高まることで高インフレが長期にわたって続くリスクは以前よりも増していると言えるだろう。

また、エネルギー価格にも注視が必要だろう。足もと、エネルギー価格の寄与だけで（他の物価が上昇しなくても）物価上昇率が2%を超える状況にあるが、それでも資源高が消費者物価には十分転嫁されていないと見られる（図表25）。高騰している資源価格がこのペースで上昇を続ける事は考えにくい、資源価格が高止まり、消費者物価への転嫁が続くだけでもインフレ圧力は長期化する可能性がある。来年以降、エネルギー価格は足もとの高水準から低下することを見込んでいるが、気候変動対応の移行期にあって旺盛なガス需要続くなど、価格の高止まりが懸念される状況にあることはリスク要因と言える（図表26）。

ECBは物価の一時的な目標からの乖離を許容しているが、高インフレが長期に続けば中央銀行の引き締め観測は高まることから、金利上昇やそれを受けた実体経済への下押し圧力が生じるリスクがある。ただし、賃金インフレとエネルギー価格の高止まりのいずれの場合においても、インフレ目標を大きく上回る伸び率が長期間にわたって続く可能性は低いと見ている。

メインシナリオとしては年平均インフレ率は21年で2.6%、22年で2.4%とインフレ目標を上回るものの、23年には1.6%に低下する予想している（図表22、表紙図表2）。

（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策を続けている。

政策の主軸はPEPP（パンデミック緊急購入プログラム⁸）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月まで実施する予定となっている。

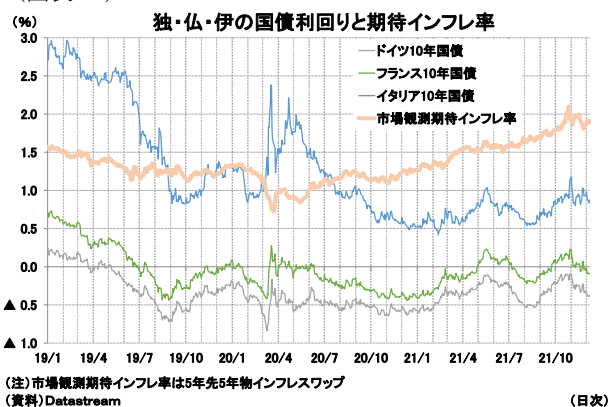
ラガルド総裁は理事会で、PEPPについては3月に終了する予定であると明言する一方で、具体的な政策手段については12月の理事会（16日に開催予定）に議論するとして検討を先送りしており、現時点でも当局者からの発信は少ない。

足もと物価は急上昇しているが、ECBは現在の物価上昇が一時的であるとの見解を堅持しており、引き締めへの急転換はされないと考えられる。

メインシナリオでは正常化は「良好な資金調達環境」を維持しつつ、段階的に進められると見ている。

ラガルド総裁の発言通りPEPPは来年3月に予定通り終了するものの、購入額が急激に縮小することを避けるために既存のAPP（資産購入プログラム、毎月200億ユーロ購入）を増額し、またAPP設けられていた1銘柄当たりの保有上限については緩和されると見ている。PEPPでは投機的格付けの国債（ギリシャ国債）購入や国別シェアの出資比率からの乖離も認められていたた

（図表27）



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、（投資適格でない）ギリシャ国債の購入も許容している。

め、この柔軟性が今後の政策にも引き継がれるかが注目されるものの、メインシナリオでは平時の購入プログラムに戻すという観点から、これらの制限は再び課されると想定した。

また、流動性供給策は、現在の TLTROⅢ で実施されているような金利優遇策は終了し、優遇が限定的な流動性供給策が実施されると見ている。

長期金利は、米国の利上げ観測の高まりを受けて夏頃からは上昇したが、感染再拡大やオミクロン株の流入でリスク回避的な下落圧力も見られる（図表 27）。当面は不透明感が強い状況が続くと見られるが、先行き、経済正常化と回復が進展すれば再び金利上昇圧力は強まるだろう。ただし、ECB は金融政策の正常化を緩やかに進め、短期的な利上げも実施しないと見られることから長期金利の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▲0.3%、22 年および 23 年は平均▲0.1 と推移すると想定している（図表 22、表紙図表 2）。

（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。