

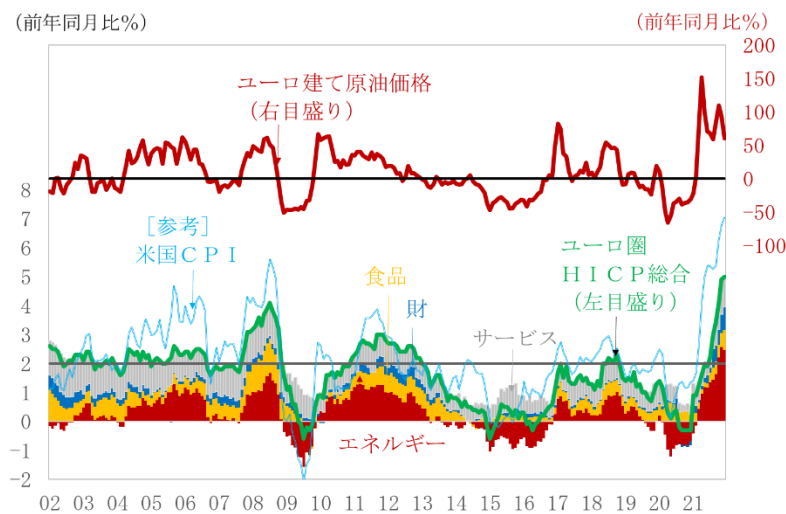
Weekly エコノミスト・ レター

グリーンフレーションとECBの金融政策 ー2010年代と異なるリスクとの闘い

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

1. ユーロ圏の高インフレは再エネ・シフトや脱石炭加速による「グリーンフレーション」の側面もある。ECBは、高インフレは「持続的」ではない、米国とは違うとの判断に基づき、緩和縮小は緩やか、かつ、段階的に進める方針だ。
2. ECBはユーロ危機の渦中の11年に利上げに動き、その後、デフレ・リスクとの長い闘いを迫られた主因は不況下の財政緊縮、銀行システム問題への対応の遅れにあった。
3. コロナ禍では、銀行システムは政策の波及経路としての役割を、財政政策は、危機の「傷痕」阻止に中心的役割を果たし、金融政策はそれを支えた。
4. 財政政策は、今後も復興を支える役割を果たすことが期待される。2020年代半ばまでは復興基金も利用可能だ。23年以降の財政スタンスに影響を及ぼすEUの財政ルールの見直し協議は持続可能な成長を支えるルールへと意見集約が進むだろう。
5. シュナベール専務理事は、脱炭素化のプロセスでの「グリーンフレーション」のリスクを認め、金融政策の対応が必要となる場面もあるとしている。ポスト・コロナのECBの課題は、2010年代と同じデフレではなく、移行期のインフレ、あるいはスタグフレーションのリスクとの闘いになる可能性が高まっている。

ユーロ圏のインフレ率と原油価格の推移



(注) ユーロ建て原油価格はIMFによるグローバルなブレント原油価格(未公表の21年12月分は欧州ブレント原油価格の月中平均値)をユーロ・ドル相場でユーロ換算したもの

(資料) 欧州委員会統計局(eurostat)、国際通貨基金(IMF)、セントルイス連銀(FRED)より作成

（ インフレ率5%、上振れ長期化、裾野拡大でもECBは「一時的」との見方を維持 ）

米連邦準備制度理事会（FRB）は、コロナ禍からの回復過程でインフレ率が2%の物価目標を明確に上回るようになってからも「インフレは一時的」との見方を維持してきた。結果としてインフレのオーバーシュートを招き、利上げ、量的縮小（QT）の前倒しに動く必要に迫られている。

ユーロ圏のインフレ率（HICP総合）は米国の後を追うように上昇し、21年12月には前年同月比5%という統計開始以来の高水準に達した（表紙図表参照）。ユーロ圏の物価の押し上げ要因のおよそ半分はエネルギー価格で説明できる。再生可能エネルギー・シフトや脱石炭に関わる「グリーンインフレーション（緑のインフレ）」の側面もある。2月2日に公表される1月速報値では、ドイツが20年下期に実施した付加価値税率（VAT）の一時的な引き下げの反動による押し上げ効果の剥落が見込まれるため、記録更新は免れそうだ。しかし、ウクライナ情勢の緊迫などの地政学的要因もあり原油価格が高騰していることで、エネルギー価格の高い伸びが続く。価格転嫁によって、食品、財、サービスまで価格が広く上昇する裾野の拡大も確認できるだろう。

それでも、ECBが2月3日に開催する金融政策を決める政策理事会で、緩和縮小を急ぐシグナルを出す可能性は低そうだ。ECBは、高インフレは当初の予想より長引き、需要やインフレ圧力を過小評価していたことを認めているが、なお2%超を「持続的」とは見していない。ECBのチーフエコノミスト・フィリップ・レーン専務理事は、最近のメディアのインタビューで「(パンデミックのサイクルの影響で)22年前半は、インフレ率は依然として高いままだが、年後半にはかなり下がると予想している」¹と述べ、2022年は年間で3.2%、23年と24年は1.8%、すなわち2%の物価目標を下回るという21年12月時点の見通し²を追認している。

（ ECBは緩やか、かつ、段階的な緩和縮小の方針 ）

ECBは、コロナ禍対応の金融緩和措置の縮小を、緩やか、かつ、段階的に進める方針だ。

ECBは、コロナ禍への対応では、マイナス金利の深堀りは見送り、資産買入れプログラム（PEPP、2020年4月開始、総額1兆8500億ユーロ）の拡張と、ターゲット型資金供給第3弾（TLTROⅢ）の強化とパンデミック緊急長期資金供給オペ（PELTRO）の実施という資金供給の拡大で対応した（図表1）。20年3月以降、22年1月第3週までに、資産買入れの残高はおよそ2兆ユーロ、資金供給の残高はおよそ1.6兆ユーロ拡大した（図表2）。

ECBのコロナ禍対応の政策の縮小の順序は、FRBと同じく、第1段階が資産の新規買入れ停止、第2段階が利上げ開始、第3段階がバランス・シートの縮小開始だ。現時点でのECBの見通しとフォワードガイダンスに従えば、22年は規模を縮小しながら資産の新規買入れを継続する「テーパリング」の段階であり、第1段階に道筋をつける局面となる。21年12月17日の政策理事会³での決定事項は、PEPPの新規買入れを22年3月末で終了することと、「激変緩和」のため、従来、月200億ユーロのペースで行ってきた資産買入れプログラム（APP）の買入れペースを22年4～6月期は月400億ユーロ、7～9月期は月300億ユーロに一時的に引き上げ、10～12月に月200億ユーロに戻し、「必要な限り継続」することである。PEPPの元本再投資は24年末まで実施し、「市場の分断が表面化した場合には、再投資の期間や資産クラス、対象地域を柔軟に調整する」ともしている。「市場の分断」とは、世界金融危機の後や、コロナ禍の初期のように、ユーロ導

¹ [Interview with Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Emilis Linge and Dalius Simenas, 25 January 2022](#)

² [ECB Macroeconomic projections, December 2021](#)

³ 詳細は高山武士「ECB政策理事会－「平時の金融政策」に向けた出口方針を決定」ニッセイ基礎研究所 経済・金融フラッシュ 21-12-27をご参照下さい。

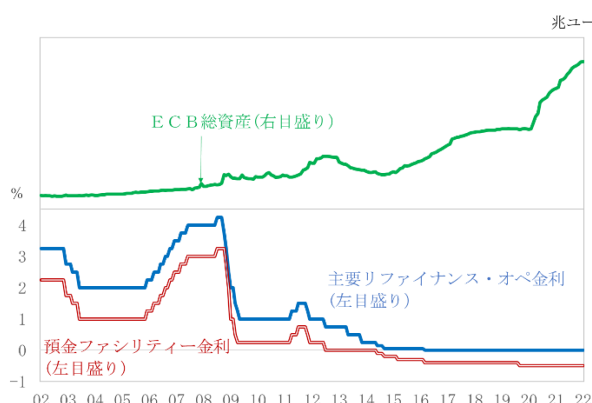
入国間のスプレッドが拡大するような場面（図表3）を指すと思われる。

図表1 ECBのコロナ対応の金融政策

枠組み	
資産買入れ	パンデミック緊急支援プログラム・PEPP (総額1兆8500億ユーロの買入れを22年3月末まで実施) (元本再投資は24年末まで実施、市場分断表面化時には、再投資の期間、資産クラス、対象地域を柔軟に調整)
	資産買入れプログラム・APP (月200億ユーロ→22/4-6月期:400億ユーロ→7-9月期:300億ユーロ→10-12月期以降:200億ユーロ、必要な限り継続)
資金供給	ターゲット型資金供給第3弾・TLTRO III (21年12月まで) (優遇金利適用期間:20年6月から22年6月まで) (貸出上限:19年2月末の基準残高の55%まで)
	長期資金供給オペ(LTROs)
	パンデミック緊急長期資金供給オペ・PELTRO (21年12月まで)
	適格担保要件緩和(22年6月まで)

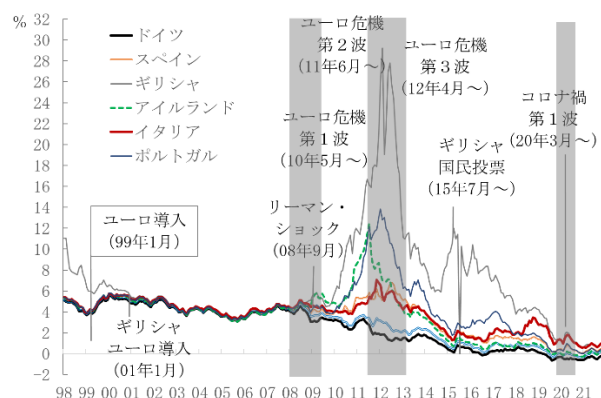
(資料) 欧州中央銀行(ECB)プレスリリースなどから作成

図表2 欧州中央銀行の政策金利と総資産



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表3 ユーロ参加国の10年国債利回り



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(ユーロ圏の需要は米国より弱く、「大離職」による労働需給の逼迫もない)

ECBが2月3日の政策理事会で現行路線の維持を決めた場合、FRBのように、緩和措置が後手に回り、急ピッチでの緩和縮小を迫られるリスクはないのだろうか。

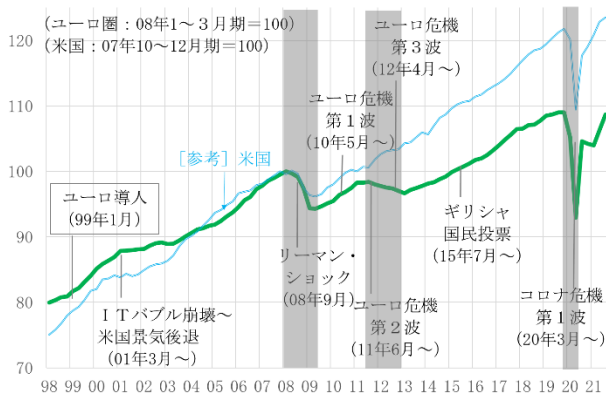
ECBの政策理事会の中でも温度差はあるが、ラガルド総裁や、レーン専務理事らは、不確実性は高く、データ次第としつつ、急ピッチでの緩和縮小に追い込まれる可能性は低いという立場をとる。ラガルド総裁は、世界経済フォーラム(WEF)のオンライン国際会議「ダボス・アジェンダ」のグローバル経済見通しのセッション(1月21日)⁴で、ユーロ圏と米国の違いとして、①ユーロ圏は需要超過には至っていないことと、②米国で労働市場の逼迫をもたらす要因となっている労働市場から退出した人の復職の動きが鈍い『グレート・レジグネーション(大離職)』はユーロ圏では見られないことを挙げた。米国ほど需要は強くない、労働需給も逼迫していないという説明である。

実際、米国が21年4~6月期にコロナ前のGDPの水準を回復したのに比べて、ユーロ圏の回復

⁴ Davos Agenda Global Economic Outlook

のペースはマイルドだった（図表4）。コロナ対応の財政出動で、雇用維持に重点を置いたユーロ圏の失業の増大は、失業給付に重きを置いた米国に比べて遙かに抑えられた（図表5）。

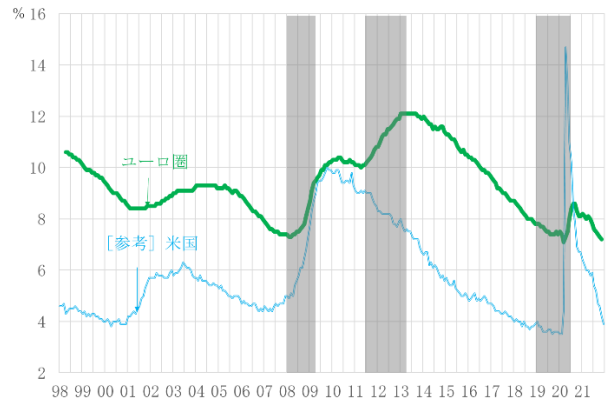
図表4 ユーロ圏と米国の実質GDP



（注）シャドーは [CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee\(EABCN\)](#)による景気の山、谷を示す

（資料）欧州委員会統計局(eurostat)、EABCN、米商務省経済分析局（BEA）より作成ECB

図表5 ユーロ圏と米国の失業率



（注）図表4と同じ

（資料）欧州委員会統計局(eurostat)、EABCN、米労働省労働統計局より作成

（ユーロ危機下の11年に利上げ後、デフレ・リスクとの長い闘いを強いられた苦い過去）

ECBには、世界金融危機後、2011年の9～11月の前年同月比3%をピークとするインフレ率の上振れ（表紙図表参照）に対応して、同年4月、7月に25bpずつの利上げに動いた後、11月に一転して利下げへの方向転換を迫られた苦い経験がある。この時の2%を上回るインフレは結果として「一時的」なものだった。ECBは、その後、追加利下げ、マイナス金利政策の採用と深堀り、資金供給の拡大、国債等の買入れによる量的緩和の拡大と新しい施策を繰り返しながらのデフレ・リスクとの長い闘いを迫られた。コロナ禍に直面した段階で、ECBは緩和縮小に殆ど手つかずだった（図表2）。

ECBの慎重姿勢は、コロナ禍の影響による需給のミスマッチの拡大は徐々に落ち着くと見られることに加えて、過去のインフレの上振れへの勇み足が、調整局面を長引かせた経験や、コロナ禍前はデフレ・リスクこそが問題であったことなども影響しているのだろう。

（インフレが「一時的」か「持続的」かの判断では賃金を重視）

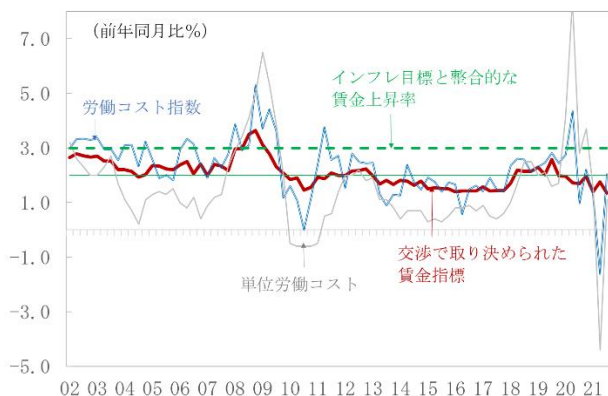
ラガルド総裁らが、インフレの上振れが「一時的」ではなく、「持続的」であることを判断する指標として賃金を重視している。ECBがモニターしている賃金指標は複数あるが、労働コスト指数や単位労働コストは時短給付金などコロナ対応の政策が攪乱要因となり、トレンドの把握が難しくなっている。その中であって、「交渉で取り決められた賃金指標（以下、交渉賃金）」は、コロナ禍の政策の影響が小さく、トレンドを把握できる指標として重視されているようだ（図表6）。レーン専務理事は、先に触れたメディア・インタビューで、2%の物価目標と整合的な賃金上昇率をユーロ圏の平均的な労働生産性伸び率を加えた3%と述べている。これに対して、21年7～9月期の交渉賃金は前年同月比1.4%であり、賃金上昇圧力が上向く兆候はない。

11年の利上げ時の状況を確認しておこう。当時、ユーロ圏全体では失業率はピークアウトの兆候

があったが、なおかなり高い水準にあり（図表5）、交渉賃金も賃金目標と整合的な水準を下回っていた（図表6）。11年の利上げは、債務危機の渦中で行われたもので、債務危機国の問題には流動性供給などで対応し、金融政策は、先行して回復したドイツなどのインフレ・リスクに対応するという判断が行われたことが背景にある。

コロナ禍では、EUの危機対応パッケージや復興基金の創設などの動きもあって、当初心配されたほど圏内の格差が広がらなかった。このため、ユーロ圏全体としての失業率や欠員率（常用労働者に対する未充足求人割合）などの逼迫度は11年の利上げ時よりも今の方が高い。

図表6 ユーロ圏の賃金指標



(注) 物価目標と整合的な賃金上昇率 = 3% (ユーロ圏平均労働生産性伸び率1% + 物価目標2%)
 (資料) 欧州委員会統計局(eurostat)、欧州中央銀行(ECB)

図表7 ユーロ圏の欠員率



(注) 常用労働者に対する未充足求人割合
 (資料) 欧州委員会統計局(eurostat)

(11年利上げ後のデフレの脅威の主因は不況下の緊縮、金融システム対策の遅れ)

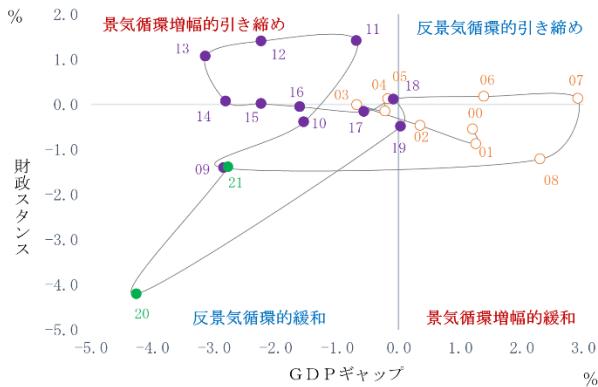
11年のECBの利上げ判断は、債務危機への配慮を欠いたという問題はあったが、2010年代にユーロ圏がデフレ・リスクに直面した主因は、金融政策ではなく、財政政策を含めた債務危機対応の誤りにあった。

財政政策のスタンスを、景気循環調整後の基礎的財政収支の対潜在GDP比の前年差から確認してみると、2011～2013年にかけては、GDPギャップがマイナス、つまり需要不足の段階での財政緊縮（景気循環増幅的引き締め）が行われていたこと、緊縮財政下でGDPギャップが拡大に向かっていったことがわかる（図表8）。

債務危機対応では、資金繰り支援の枠組みの問題には欧州安定メカニズム（ESM）の常設化の目途が立つなど進展が見られていたが、銀行システム対策が遅れていた。ECBの金融政策の主たる波及経路である銀行システムが、特に不況が深刻だった債務危機国で不良債権や過少資本の問題を抱えていた。銀行システムの健全性を回復し、金融政策の効果が行き渡るようになるには、国毎の銀行行政の格差を是正する必要があるとの認識が高まった。銀行同盟を掲げて、銀行監督を一元化することに政治合意したのが12年6月、資産査定とストレステストを経て、ECBによる単一銀行監督制度が始動したのは14年11月である。

2014～15年にかけてユーロ圏経済はようやく回復軌道に乗り始めたが、金融緩和の強化ばかりでなく、財政政策の中立化や、銀行システムの健全性回復によって、デフレ圧力が緩和したからであると考えられる。

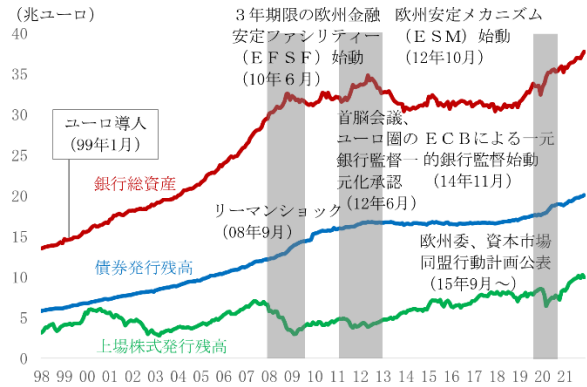
図表8 ユーロ圏の財政スタンスと GDPギャップ



(注) 財政スタンス＝景気循環調整後の基礎的財政収支の対潜在GDP比の前年差
GDPギャップは潜在GDPと実際のGDPの差の対潜在GDP比

(資料) 国際通貨基金 (IMF) 「世界経済見通しデータベース」(21年10月)、「財政モニターデータベース」(21年10月更新)より作成

図表9 ユーロ圏の銀行総資産、債券発行残高、上場株式発行残高



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(コロナ禍では財政が中心的な役割を果たし、銀行システムは政策波及経路として機能)

世界金融危機とユーロ危機では、増大した失業の解消、縮小した固定資本投資の水準回復に至るまでの時間の長さが示す通り (図表5、図表10)、政策対応の失敗で深い「傷痕」を残した。

コロナ禍では、銀行システムは政策の波及経路として役割、財政政策は「傷痕」阻止に中心的役割を果たし、金融政策はそれを支えた。欧州委員会は、ユーロ圏財務相会合 (ユーログループ) のためにまとめた22年1月の資料⁵で「加盟国とEUのレベルでのタイムリーで大胆かつ十分に調整された政策が世界金融危機後よりも速やかな回復を助け」、「金融政策、プルーデンス政策と足並みを揃えた支援的な財政出動が経済の安定化に中心的な役割を果たした」と評価している。

20～21年度はEUの財政ルールの適用が停止され、財政政策では「危機対応」が優先された (図表8) が、財政には、今後も継続的に復興を支える役割を果たすことが期待される。

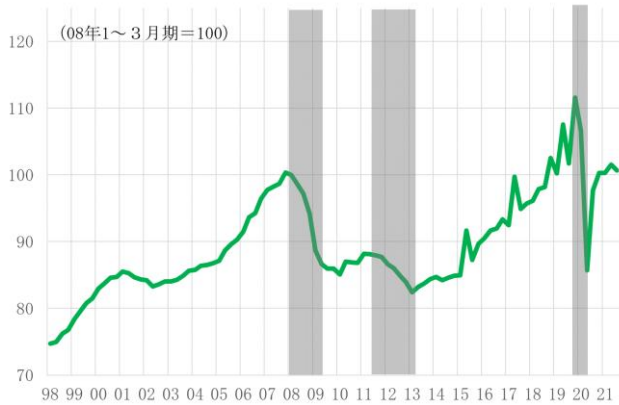
財政ルールの適用停止は22年度も継続されるが、20～21年度に比べて「危機対応」の所得支援など緊急措置の規模は縮小し、各国財政、さらにEU予算と復興基金「次世代EU」を活用した「回復支援」措置が拡大する⁶。財政スタンスの緩和度も2021年のGDP比1.75%から縮小するが、1%程度回復をサポートする⁷。復興基金は、2020年代半ばまで、各国の財政余地の格差を埋め、EUが掲げる政策目標の実現と復興を支えるデジタル、グリーン移行のための投資の原資として活用される見通しだ。

⁵ [European Commission 'Economic adjustment and resilience : Recent euro area performance relative to international peers', 10 January 2022](#), 6 ページ

⁶ 欧州委員会によるユーロ導入国の暫定予算案に関わる政策文書 ([Communication from the Commission to the European Parliament, The Council and the European Central Bank on the 2022 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment, COM \(2021\) 900 final 24.11.2021](#)) 10 ページより

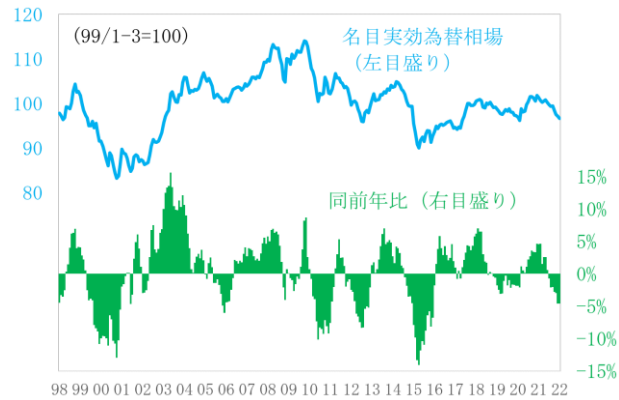
⁷ 前掲 13 ページ

図表 1 0 ユーロ圏の固定資本投資



(資料) 欧州委員会統計局

図表 1 1 ユーロの名目実効為替相場



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(23 年適用開始の新たな財政ルールは持続可能な成長が重視される見通し)

23 年度には危機対応の一層の縮小、財政ルールの適用再開という転換点となる。危機対応で守られた雇用や企業債務問題への適切な対応が重要になる。デジタル化、グリーン化、包摂的で持続可能な成長のためには、労働力の再配分や、支援対象とする企業の絞り込み、支援手法の見直し、債務再編などが課題となる。

財政ルールの適用再開後は、政策のスタンスがルールの内容、運用に影響を受けることになるため、21 年 10 月に再開された財政ルールを含む EU の経済ガバナンスの見直しに関わる着地点は大いに注目される。

22 年上半期の閣僚理事会議長国のフランスのマクロン大統領は、21 年 12 月の記者会見で、3 月 10～11 日に開催する特別 EU 首脳会議で議論する向こう 10 年間の EU の新しい成長モデルの 4 本の柱の 1 つとして財政ルールに関する協議をする方針を示している⁸。

マクロン大統領は、イタリアのドラギ総裁と連名の英紙フィナンシャル・タイムズへの寄稿⁹で、欧州は「研究、インフラ、デジタル、防衛に巨額の投資」を必要としており、新たな財政ルールでは、「共通の原則」と「マクロ経済目標」を定義し、「より持続可能で、より公平な欧州の共同の野心に貢献することができる信頼性がある透明性のある枠組み」を構築すること、「増税や社会支出の持続不可能な削減や持続不可能な財政調整で成長を抑制しない」こと、「将来世代の福祉と長期的な成長のために役立つ投資のための債務は財政ルールで優遇されるべき」との考えを示している。

財政ルールに関する考え方はユーロ圏内でも見解の隔たりが大きい¹⁰。「高債務国」に分類される仏伊の提案がそのまま受け入れられることはないだろうが、ルール重視のドイツのショルツ政権も次世代の成長につながる投資資金の確保という問題意識は共有している¹¹。

EU の財政ルールの見直しの議論は、持続可能な成長を支えるルールへと意見集約が進むだろう。

⁸ [French President Emmanuel Macron Press Conference Speech Published on 13 December 2021](#)

⁹ [Mario Draghi and Emmanuel Macron: The EU's fiscal rules must be reformed, Financial Times, December 23, 2021](#)

¹⁰ 財政ルールの経緯や財政ルールを巡る加盟国間の温度差については、伊藤さゆり「始まった EU の財政ルールを巡る攻防—過剰債務国と儉約国の対立再び」ニッセイ基礎研究所『Weekly エコノミスト・レター』2021-9-15 をご参照下さい。

¹¹ ドイツの新政権の政権運営方針については、伊藤さゆり「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」ニッセイ基礎研究所『Weekly エコノミスト・レター』2021-12-08 をご参照下さい。

(ポスト・コロナのECBの課題は移行期のリスクとの闘い)

2020年代にECBが向き合う課題は2010年代とは違ったものとなりそうだ。理由は3つある。第1に、財政のより積極的な役割が期待されること、第2にEUが、2050年の気候中立化という最終目標に向けて、2030年の中間目標に向けた取り組みを加速すること¹²、第3にグローバルに広がる供給網がコスト優先から環境や人権、経済安全保障に配慮したものへと見直す動きが進展することだ。

3つの理由のうち、第3の供給網見直しの影響は別稿にて改めて論じることとし¹³、ここでは、グリーン移行のエネルギー価格への影響と金融政策の対応に関するECBのシュナベール専務理事が行った講演の内容を紹介したい¹⁴。シュナベール専務理事は、移行のプロセスでは、二酸化炭素の排出にかかる炭素価格は高止まることになるため、企業・家計の代替エネルギーへの置換えを促すこと、特に、EUの政策パッケージに含まれる排出権取引(ETS)による収入などを活用したエネルギー弱者をサポートする政策が必要との見方を示している。EUはETS制度の強化・拡張に加えて、化石燃料に関わる税率の引き上げを予定していることから、需要構造の変化や代替エネルギーの価格低下が十分に進展しなければ、「グリーンフレーション」が生じるリスクがあることを認めている。

シュナベール専務理事は、「グリーンフレーション」に対応する責任は政府にあり、供給要因によるものであれば、需要が抑制されるため、金融政策が対応する必要はないとの立場をとる。その上で、金融政策が対応すべきケースとして、①高いインフレ期待が定着するおそれがある場合、②グリーン移行が経済ブームを引き起こす場合を挙げている¹⁵。

ポスト・コロナのECBの金融政策上の課題は、コロナ前と同じデフレ・リスクよりは、移行期のインフレ、あるいは物価上昇と景気停滞が併存するスタグフレーション¹⁶のリスクとの闘いになる可能性が高まっている。

¹² EUの2030年目標達成のための取り組みについては、伊藤さゆり「加速する欧州グリーン・ディールー気候中立目標達成への包括的取り組み」ニッセイ基礎研究所『Weeklyエコノミスト・レター』2021-07-21をご参照下さい。

¹³ 中国を念頭に置いた規制強化の動きについては、伊藤さゆり「変わるEUの対中スタンスー日本はどう向き合うべきか？」ニッセイ基礎研究所 基礎研レポート 2022-1-7で論じている。

¹⁴ [‘Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition’ remarks by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a panel on “Climate and the Financial System” at the American Finance Association 2022 Virtual Annual Meeting, 8 January 2022](#)

¹⁵ [Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Markus Zydra, Bastian Brinkmann and Meike Schreiber on 10 January 2022, 14 January 2022](#)

¹⁶ 欧州におけるスタグフレーションの議論については赤川吾吾「スタグフレーションに身構える欧州 紛争・疫病・脱炭素」日経電子版 22年1月30日で詳しく紹介している。