

Back Number

本論文は

世界経済評論 2023 年11/12月号

(2023 年 11 月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円 税込

17%
送料 無料
OFF



定期購読
期間中

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン販売

欧州の危機時対応からの 政策正常化と今後の課題



第一生命経済研究所 主席エコノミスト 田中 理

たなか おさむ 1997年日本総合研究所入所、モルガンスタンレー証券、クレディ・スイス証券等を経て、2009年に第一生命経済研究所入社。12年より現職。著書：『デジタル国家ウクライナはロシアに勝利するか?』（共著、日経BP、2022年）、『コロナ禍と世界経済』（共著、きんざい、2021年）。

欧州経済は、巨額の財政出動、欧州復興基金の稼働開始、財政規律の適用停止、大規模な金融緩和などの政策総動員でコロナ危機・ウクライナ危機をどうにか乗り切った。物価の高止まりが続くなか、利上げの継続による景気の下振れが不安視される。危機克服の起爆剤となった復興基金は、拋出の遅れが目立ち、このままでは未消化のまま役割を終えることになりかねない。危機下で停止されてきた財政規律の適用が再開されるが、複雑で透明性に欠け、景気変動を増幅させる現在の規律の見直し協議は難航している。金融政策は政策金利の正常化が進む一方で、膨張したバランスシートの縮小が遅れている。欧州の政策対応の真価が問われるのは、次の危機時となりそうだ。特定国が直面する財政上の危機が起きた場合、今回のように財政規律の適用停止と復興基金を通じた危機対応は難しい。金融政策は急ピッチな利上げで次の景気後退局面での利下げ余地を確保したが、量的緩和を再開すれば、危機時の特例が認められず、早晚、買入れ資産の枯渇といった問題に直面することになる。

I 危機を脱したが、欧州景気は低迷

過去数年の世界を襲った新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大（パンデミック）とロシアによるウクライナ侵攻による悪影響は峠を越し、欧州の経済活動は正常化に向かっている。人手不足や供給制約など、一部にその余韻が残っているものの、大半の国で実質国内総生産（GDP）は危機前の水準を回復し、商店や飲食店に人出と活気が戻り、夏場の観光シーズンには多くの観光客が訪れた。

エネルギー危機への警戒も薄れている。欧州

連合（EU）による対ロシア制裁の報復措置として、ロシアは欧州向けのガス供給を絞っている。冬場のエネルギー不足への警戒が高まり、2022年夏に原油やガス価格が急騰し、ロシア産の化石燃料にエネルギー供給を依存していた欧州諸国を直撃した。代替調達先の確保、省エネの取り組み、温暖な天候にも助けられ、冬場の深刻なエネルギー不足は回避された。ウクライナでの紛争が長期化しているものの、エネルギーの脱ロシア依存に向けた取り組みや、EU加盟国によるガスの共同調達やガス価格の上限設定などが奏功し、原油やガス価格は危機以前の水準に低下している。2023年夏にかけては、

黒海周辺でのロシアとウクライナの軍事衝突やオーストラリアの液化天然ガス（LNG）施設のストライキへの不安から、原油やガス価格に上昇圧力が及んでいる。だが、欧州各国は次の冬に向けて順調にガス在庫を積み増しており、寒波到来やエネルギー関連施設の操業停止などの悪材料が重ならない限り、エネルギー危機の再来は回避されそうだ（図表 1）。

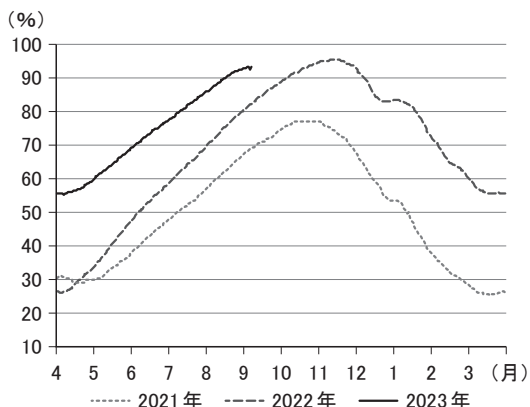
危機を脱したとは言え、物価の高止まりによる家計の実質購買力の目減りや企業収益の圧迫、インフレ抑制を目指した金融引き締めの効果浸透による住宅需要や設備投資の抑制など、欧州経済を様々な下押し圧力が襲っている。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、コロナの行動制限解除後のペントアップ需要が一巡した 2022 年後半以降は、ほぼゼロ成長が続いている。

なかでも、域内で最大の経済規模を誇るドイツの低迷が目立ち、ユーロ圏全体の足を引っ張っている。ドイツ経済は 2022 年 10～12 月期以降、2 四半期連続のマイナス成長（テクニカル・リセッション）に陥った後、2023 年 4～6 月期もゼロ成長にとどまった（図表 2）。7～9 月期入り後の各種の経済指標は一段と減速している。国際通貨基金（IMF）は、主要先進国の中でドイツが唯一、2023 年にマイナス成長に転落すると予想している。重要な輸出先である中国経済の低迷が続いているうえ、ロシアからの安価なガス供給をエネルギー源に、高付加価値製品を製造し、それを国外に輸出する経済モデルが綻びをみせている。

II 起爆剤と期待された復興基金の現在

都市封鎖（ロックダウン）の間の国民生活、

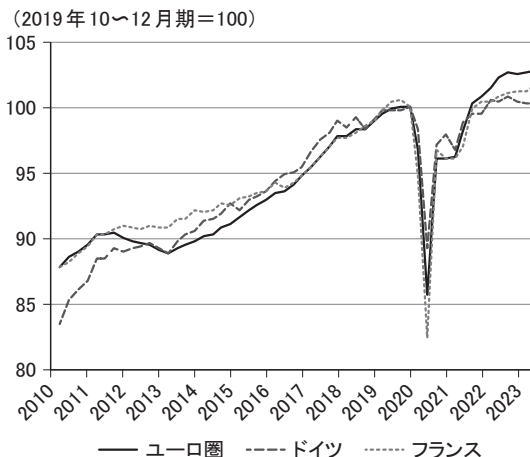
図表 1 EU のガス在庫率の日次推移



注：該当年の4月から翌年3月まで

出所：Gas Infrastructure Europe 資料より第一生命経済研究所が作成

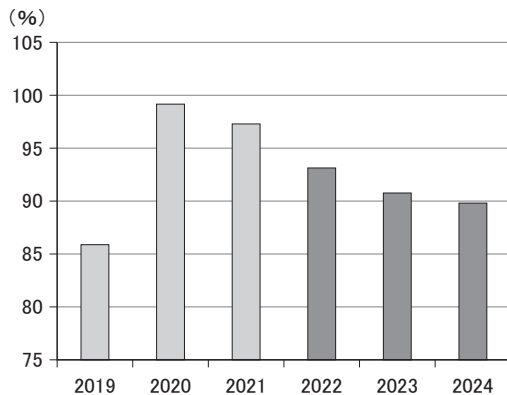
図表 2 ユーロ圏主要国の実質 GDP の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

雇用、企業活動を支えるため、欧州各国は過去数年、巨額の財政出動を繰り返してきた。コロナ危機が沈静化した後は、物価高騰に苦しむ家計や企業支援、エネルギー危機対応での財政負担も膨れ上がった。単一通貨を採用するユーロ圏 20カ国の公的債務残高の対 GDP 比率は、コロナ危機による政府債務（債務比率を計算する際の分子）の膨張と GDP（同じく分母）の落

図表3 ユーロ圏の公的債務残高の対GDP比率



注：2023年春季経済見通し，2022年以降が予測値
出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

ち込みが重なった2020年に99.2%に上昇し、その後はGDPの回復を主因に90%前半に低下しているものの、危機以前の水準を上回っている（図表3）。

ユーロ圏内にはギリシャやイタリアなど財政基盤が脆弱な国も少なくない。だが、2010～15年の欧州債務危機時のネガティブなイメージもあり、加盟国の間では被支援国として“負の烙印”を押されることを嫌って、債務危機時に創設した金融安全網である欧州安定メカニズム（ESM）を利用しようとする国は現れなかった。政府債務の急激な膨張で、債務の返済能力が疑われ、信用悪化につながる恐れがあった。そこでEUはコロナ危機対応の一環として、総額7500億ユーロの欧州復興基金（正式には復興・強硬化ファシリティ）を創設した。資金枠の約46%は返済を必要としない補助金として拠出され、加盟国の政府債務に計上されない。2021年に運用が開始された復興基金は、これまで22カ国に合計1534億ユーロが拠出された。2023年8月末は返済が必要な融資部分の追加要請期限で、10カ国が総額1270億ユーロの融資を追加申請した。

基金は財政基盤や経済体力が脆弱な南欧諸国や東欧諸国に重点的に配分され、各国が抱える構造問題やEUの優先課題である気候変動対策とデジタル化対応に多くの資金が振り向けられる。2023年2月の制度改正で、ロシア産化石燃料依存の脱却を進める「リパワーEU」計画に関連する資金にも復興基金を充てることが可能になった。リパワーEUは、省エネ、エネルギー調達の多角化、再生可能エネルギーへの移行加速を柱とするEUのエネルギー安全保障政策で、2022年3月に承認された。

このように復興基金は、財政不安の封じ込めだけでなく、コロナやウクライナ危機後の経済復興、各国が抱える構造問題やEUの重要な政策課題の解決を後押しする。危機時対応の時限措置ながら、EUがこれまで及び腰だった加盟国間の部分的な債務共有に踏み切ったこともあり、ゲーム・チェンジャーとみられてきた。

課題もある。復興基金は、加盟国が提出した復興計画が承認された段階で、割り振られた金額の13%に相当する事前資金が提供される。その後は復興計画に盛り込まれた定量・定性目標の達成を条件に、半年毎に追加の資金拠出の是非が判断される。これまでの資金拠出の状況を確認すると、当初の計画通りに資金を受け取っている国はない。最も順調なスペインも、当初の予定では4回目の資金を受領している筈だが、3回目の資金までしか受け取っていない。2回目の資金まで受け取ったのはイタリア、ポルトガル、ギリシャ、スロバキア、クロアチアの5カ国、初回資金まで受け取ったのはフランスなど12カ国、事前資金のみを受け取ったのはドイツなど4カ国、ハンガリーやポーランドなど残りの5カ国はまだ事前資金も受け取っていない（図表4）。

図表 4 欧州復興基金の資金拠出日

	復興計画		資金拠出			
	提出	承認	事前資金	初回	2回目	3回目
スペイン	2021/4/30	2021/6/16	2021/8/17	2021/12/27	2022/7/29	2023/3/31
ポルトガル	2021/4/22	2021/6/16	2021/8/3	2022/5/9	2023/2/8	
ギリシャ	2021/4/28	2021/6/17	2021/8/9	2022/4/8	2023/1/19	
スロバキア	2021/4/29	2021/6/21	2021/10/13	2022/7/29	2023/3/22	
イタリア	2021/5/1	2021/6/22	2021/8/13	2022/4/13	2022/11/8	
クロアチア	2021/5/15	2021/7/8	2021/9/28	2022/6/28	2022/12/16	
デンマーク	2021/4/30	2021/6/17	2021/9/2	2023/4/27		
ルクセンブルク	2021/4/30	2021/6/18	2021/8/3	2023/6/16		
オーストリア	2021/5/1	2021/6/21	2021/9/28	2023/4/20		
フランス	2021/4/29	2021/6/23	2021/8/19	2022/3/4		
ラトビア	2021/4/30	2021/6/22	2021/9/10	2022/10/7		
スロベニア	2021/5/1	2021/7/1	2021/9/17	2023/4/20		
リトアニア	2021/5/15	2021/7/2	2021/8/17	2023/5/10		
キプロス	2021/5/17	2021/7/8	2021/9/9	2022/12/2		
チェコ	2021/6/2	2021/7/19	2021/9/28	2023/3/22		
マルタ	2021/7/13	2021/9/16	2021/12/17	2023/3/8		
ルーマニア	2021/5/31	2021/9/27	2021/12/2	2022/10/27		
ブルガリア	2021/10/15	2022/4/7	2022/12/16	2022/12/16		
ドイツ	2021/4/28	2021/6/22	2021/8/26			
ベルギー	2021/5/1	2021/6/23	2021/8/3			
フィンランド	2021/5/27	2021/10/4	2022/1/21			
エストニア	2021/6/18	2021/10/5	2021/12/17			
ポーランド	2021/5/3	2022/6/1				
ハンガリー	2021/5/12	2022/11/30				
オランダ	2022/7/8	2022/9/8				
スウェーデン	2021/5/28	2022/3/29				
アイルランド	2021/5/28	2021/7/16				

注：ルーマニアの事前資金は補助金が2021/12/2、融資が2022/1/13、ブルガリアの事前資金は初回資金とともに拠出
出所：欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

事前資金を受け取った後、2年以上も追加の資金拠出を求めている国もあり、北部の欧州諸国を中心に基金利用に消極的な国も少なくない。資金が重点的に配分される南欧諸国の利用が目立つが、達成が比較的容易な改革項目が復興計画の早い段階に盛り込まれる傾向がみられ、今後も計画は後ずれする可能性がある。復

興基金は2026年末までの時限的な枠組みとして創設され、恒久化や期限の延長は今のところ議論されていない。このまま計画未達が続けば、復興基金は未消化のまま役割を終えることになる。

基金の創設から2年以上が経過するが、未だに資金拠出が始まっていない国もある。ポーラ

ンドでは、司法の独立性を確保する改革法案の署名を大統領が拒否し、現在、憲法裁判所での協議が継続されている。EUは同法案の成立を条件に復興基金の資金拠出を認めるとしているが、2023年10月に総選挙が近づくなか、法案成立の可否は選挙後に先送りされる可能性がある。その選挙戦の行方は、近年、EUとの対立を繰り返してきた現与党の右派会派と、親EU派のリベラル会派が何れも議会の過半数に届かない可能性があり、政治空白の長期化で復興基金の拠出がさらに遅れる恐れもある。

また、ハンガリーは、EUの基本価値である「法の支配」の原則に違反したとされ、現在、EU予算の執行が一時停止されている。復興基金の資金拠出を受け取るためには、復興計画に関連した是正措置、司法の独立性確保、EU予算の厳格な使途管理など27項目の改革履行が必要となる。改革履行を巡って、ハンガリー政府とEUとの対立が続いており、資金拠出が開始されるまでには、更なる時間が掛かりそうだ。

III 難航する財政規律の見直し協議

EUは域内関税の撤廃と域外関税の共有化（関税同盟）、域内共通ルールの採用（単一市場）、通貨や金融政策を一元化（経済通貨統合）を開始した後も、財政主権を加盟国が持つ。単一通貨を採用するユーロ圏では、為替による加盟国間の調整メカニズムが働かず、財政救済も禁じられているため、各国間の財政や競争力の不均衡を是正する手段に限られる。そこで、加盟国間の経済や財政運営の調和を図ることが重要となってくる。ギリシャに端を発した欧州債務危機では、財政規律の形骸化、監視体制の不備、域内の競争力格差などの問題が浮き彫りと

なった。債務危機の再発防止を目指し、EUは2011～13年にかけて、財政運営の監視強化、規律違反国に対する制裁発動の迅速化、マクロ不均衡の監視強化、予算の事前評価制度（ヨーロッパ・セメスター）の導入など、経済・財政に関するガバナンスを大幅に強化した。だが、こうして強化された財政規律の枠組みは、複雑で透明性に欠け、景気変動を増幅させ（プロシクリシティ）、実効性に欠けるとの批判も少なくなく、コロナ危機以前から規律の見直しが検討されてきた。

コロナ危機やウクライナ危機時に財政規律を厳格に適用すれば、多くのEU加盟国が規律に抵触してしまう。今回の政府債務の膨張は、放漫財政によるものではなく、各国政府の制御不可能な特別な事象によるものと考えられる。そこで、EUは過去数年、財政規律の適用を全面的に停止してきた。危機克服に伴い、2024年からは財政規律の適用を再開する。

EUの政策を提案する欧州委員会は2022年11月に、加盟国に適用される財政規律や財政監視の見直し案を公表した。そこでは、単年度の財政赤字の対GDP比率を3%未満、公的債務残高の対GDP比率を60%未満に抑制する「安定成長協定（SGP）」の基本的な枠組みを維持したうえで、大きく3つの変更点を提案している。

第1に、これまで加盟国に一律に適用してきた基準を改め、債務の持続可能性などを検証したうえで、加盟国と欧州委員会の間で向こう4年間の財政計画で合意する。毎年の予算案が財政計画に則っているか、債務の減少パスが妥当かどうかに基づいて、各国の財政再建の取り組みを判断する。

提案では、債務の持続可能性を高める構造改

革に着手する場合、財政調整の期間を7年間に延長ができる。これにより、歳出の中身についても、長期的な成長力を高めるものに振り向けるインセンティブが働く。こうした制度設計は、復興基金からヒントを得たものと考えられる。ただ、一部で検討されていた気候変動対策などに関連した歳出拡大を、財政規律の計算から除外する案の採用は見送られる公算が大きい。

第2に、加盟国の財政状況が規律違反に該当するか、十分な是正措置が取られているかを判定するに当たって、これまでは複数の指標が参照され、分かりにくかったが、これを政府の純歳出（利払いや失業給付などを除いた政府支出）の伸び率に統一する。

中期的な財政目標から逸脱しているか否かを判定するに当たっては、これまで構造的財政収支（景気循環の影響を除去した財政収支）を参照指標としてきた。だが、構造的財政収支は、潜在成長率など観測不可能な推定値に基づいて作成され、現実の財政状況を必ずしも反映していないとの指摘も一部の加盟国から出ていた。改定案では政府の純歳出の伸び率に基づいて判定する。

また、規律違反の是正措置である「過剰な赤字手続き（EDP）」を開始するかどうかを判定するに当たり、債務残高の対GDP比率が60%を超える場合、これまでは過去3年平均の債務残高の超過分を基準に、毎年20分の1ずつの債務削減が一律に求められてきた（1/20ルール）。多くの加盟国の債務比率が60%の基準を超過している現在、こうしたルールを厳格に適用すれば、過度な財政引き締めにつながる恐れがある。債務比率が60%を超えているイタリアなどにこうした基準が適用されたことは過去

になく、1/20ルールは事実上、形骸化していた。今回の改定案では、債務比率が60%を超える加盟国は、合意した債務削減計画に基づき歳出を抑制し、その後も債務比率が減少パスを描くように運営しなければならない。

第3に、制裁発動の実効性を高める。EDPの対象となった国が、期限内に有効な是正措置を取らなかった場合、これまではGDP比で0.2%相当の制裁金の支払いとEUの構造投資基金（補助金）の一時凍結が決定され、その後も有効な是正措置が取られない場合、制裁金は最大でGDP比0.5%まで積み増される取り決めとなっていた。だが、財政規律違反の国に追加的な財政負担を求める枠組みは非現実的で、これまで制裁金の支払いを命じられた国はない。今回の改定案では、構造投資基金の一時凍結を維持したうえで、制裁金の規模を6ヵ月毎にGDP比で0.05%に見直し、有効な是正措置が取られない場合にGDP比で最大0.5%まで積み増される形への変更を提案している。

現在、欧州委員会の改正案を叩き台に、加盟国間で財政規律や財政監視の見直しを巡って協議が続けられている。より厳格な債務削減ペースの設定を求めるドイツを始めとした規律重視国と、それ以外の国との間の溝が埋まっていない。ドイツは欧州委員会の提案では十分な債務削減が担保されないとして、債務残高が60%を超過した場合、毎年一定割合での債務縮小を求めている。加盟国に一律の基準を適用し、それが自動的に発動するドイツが提案する枠組みは、現在の財政規律が抱える問題を解決できないとして、フランスなどが反発している。

ドイツが態度を硬化している背景には、国内の政治事情も影響している。ドイツで財政規律の見直し協議を主導するのは財務相で、連立政

権に加わるリベラル政党の党首が務める。同党は連立参加後に支持率が低迷している。党勢回復を目指し、ドイツ国民に受けが良い規律重視の立場を前面に出している面もある。2024年5月には、EUの執行部が入れ替わる欧州議会選挙が迫っている。それ以前の合意を目指しているが、加盟国間の意見相違もあり、規律の見直しに向けた協議は、難航が続いている。

IV 政策正常化が進む金融政策

金融政策は、非常時対応としての積極金融緩和の段階から、政策正常化の段階を経て、インフレ抑制の段階に移行し、さらに足許では利上げ停止も視野に政策スタンスの軌道修正を開始している。ユーロ圏の金融政策を一元的に担う欧州中央銀行（ECB）の危機対応を振り返ると、度重なる金融緩和で危機発生時に利下げ余地が乏しかったこともあり、コロナの感染拡大後は、資産買い入れ（量的緩和）と銀行への流動性供給の大幅強化で対応してきた。すなわち、危機以前から続けていた国債や社債などの資産を市中銀行から買い取り、マネーを供給する「資産購入プログラム（APP）」の買い入れ枠を一時的に増額したほか、新たに「パンデミック緊急資産購入プログラム（PEPP）」を創設し、買い入れ枠を増額するとともに、買い入れ期間を延長した。

また、経済活動が停止する間の企業の資金繰り支援策として、貸出を増やした銀行への適用金利を優遇する「条件付き長期流動性供給オペ第三弾（TLTRO3）」の利用条件を大幅に緩和したほか、貸出条件を設定しない「パンデミック緊急長期流動性供給オペ（PELTRO）」を新たに創設し、コロナ危機後に投資不適格に転落

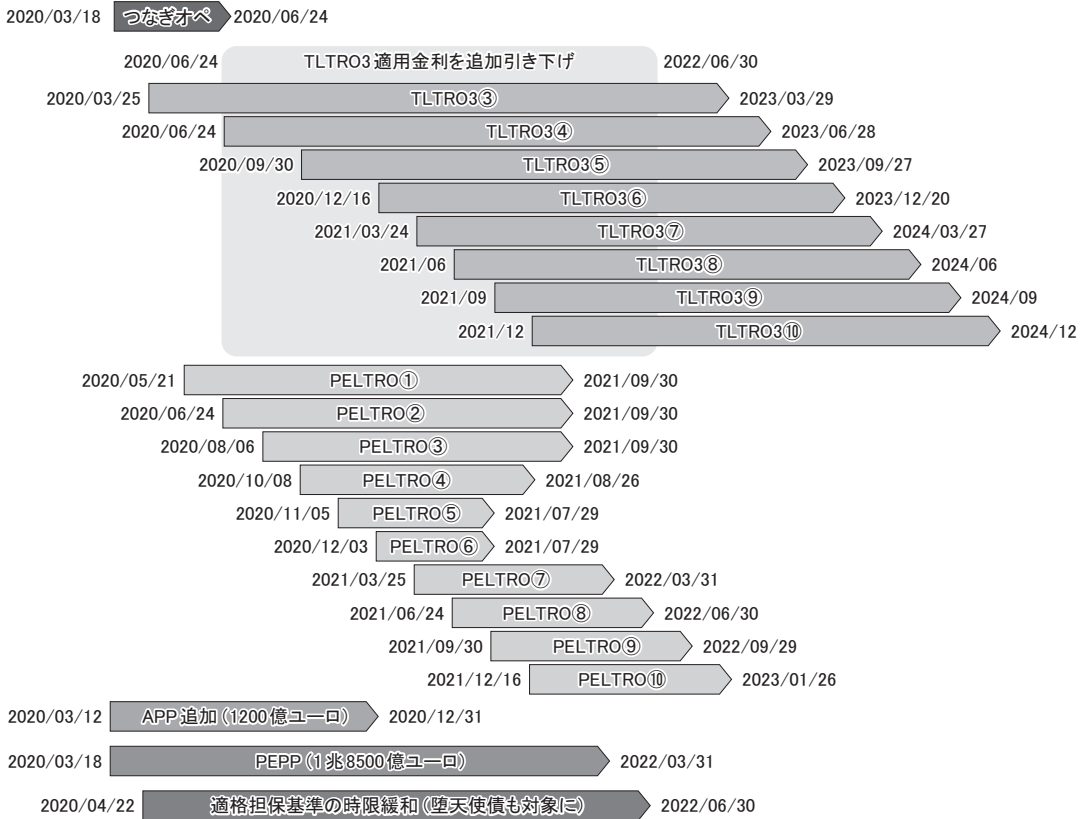
した債券（墮天使債）をオペの差出担保として受け入れるなどの時限対応を行ってきた（図表5）。

コロナ危機の沈静化を受け、各種の流動性供給策が順次打ち切られたほか、2022年3月末にはPEPP、同年7月にはAPPの新規の資産買い入れが停止された。新規の買い入れを停止した後もしくは、満期を迎えた債券と同額を再投資することを通じて、ECBのバランスシートの規模（金融緩和の度合い）を維持してきた。その後、APPについては2023年3月に再投資の部分停止（量的引き締め）を開始し、同年7月には再投資を完全に停止した。これにより、APPを通じて購入した資産が満期を迎えると、ECBのバランスシートが縮小することになる。TLTRO3の打ち切りと相俟って、ECBのバランスシートが縮小に転じている。なお、投資不適格のギリシャ国債なども買い入れ対象とするPEPPについては、少なくとも2024年末まで再投資を継続する方針を示唆している。

コロナ危機以前のユーロ圏は、欧州債務危機時の厳しい財政緊縮や構造調整圧力が響き、デスインフレの長期化により、日本型のデフレ転落が懸念されてきた。そのため、ECBは断続的に利下げを続けてきたが、政策金利の中心レート（主要リファイナンス金利）がゼロ%に近づいたことで、2014年に下限の政策金利（預金ファシリティ金利）をマイナス圏に引き下げ、マイナス金利政策を開始した。その後は、利下げ余地が乏しくなったため、主に量的緩和を強化することで対応してきた。

コロナ危機の克服と歴史的な物価高騰を受け、ECBは2022年7月に11年振りとなる利上げを開始し、2023年7月までに9会合連続

図表5 ECBのコロナ危機対応策

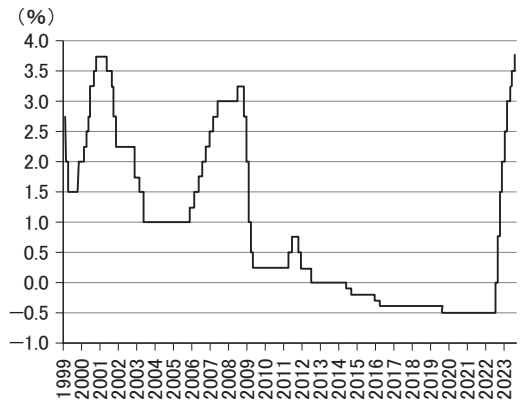


出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

で利上げを行ってきた。危機発生以前に▲0.5%にあった預金ファシリティ金利は3.75%に引き上げられ、ユーロ圏が発足した直後の2000年代初頭に記録した過去最高に並んでいる(図表6)。

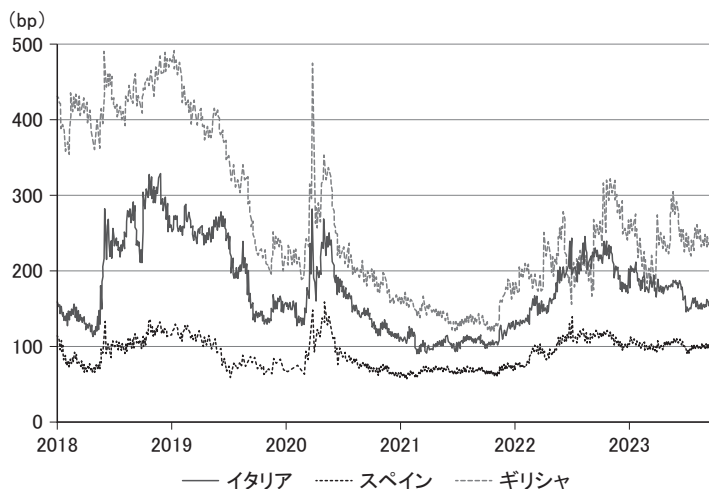
欧州各国ではコロナ危機とウクライナ危機を通じて、政府債務が膨れ上がった。これまでは量的緩和策の強化を通じて、市中に潤沢に供給される中銀マネーが国債を買い支えてきた。こうした状況下で金融引き締めを開始すれば、国債の需給が緩み、財政不安国の国債利回りに上昇圧力が及ぶと不安視する声も少なくなかった。なかでも、2022年10月に右派系ポピュリ

図表6 欧州中央銀行の政策金利(下限)の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

図表7 ユーロ圏周辺国の対独スプレッド



出所：Refinitiv より第一生命経済研究所が作成

ストの連立政権が誕生したイタリアでは、財政運営を巡ってEUとの対立が不安視された。だが、イタリアの新政権はEUとの全面衝突を避け、現実的な財政運営を行っている。政策金利の上昇に合わせてイタリアの国債利回りも上昇傾向にあるが、域内の安全資産であるドイツ国債との利回り格差はむしろ縮小傾向にある（図表7）。

V 問われる次の危機での政策対応力

足許のユーロ圏の経済指標は、これまでの利上げ効果が浸透するなか、銀行の貸出態度の厳格化や企業の資金需要の低下など、金融環境の引き締まりが広がっており、景気にブレーキが掛かっている。同時に、エネルギー価格の上昇一服を反映し、ユーロ圏の消費者物価は、2022年10月に記録した過去最高の前年比+10.6%から、2023年8月には同+5.3%に半減している（図表8）。だが、過去の物価上昇を反映した価格転嫁の動きや、多くの労使交渉でインフ

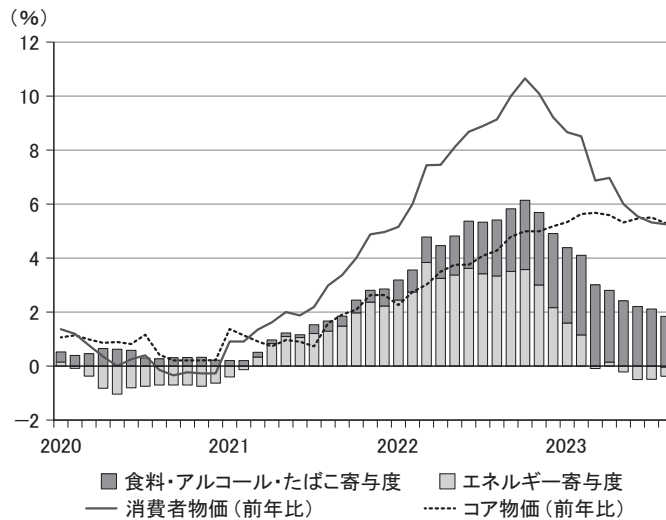
レ率見合いの高めの賃上げ妥結が相次いでおり、賃金やコア物価の高止まりが続いている。

インフレ圧力が残存していることから、ECBは利上げ継続の可能性を否定していないが、今後の政策決定は、新たに発表される経済・金融データ、基調的なインフレ率、金融政策の伝達経路に基づいて判断するとしており、利上げの一時休止も選択肢の1つに考えている。当面のインフレ率は、ECBが中期的な物価安定と定義する2%を大幅に上回って推移することから、早期の利下げ転換の可能性については明確に否定している。

このように、2024年のユーロ圏経済は、過去数年の危機時対応からの正常化が進むことで、財政政策・金融政策ともに引き締め方向に働く可能性が高い。今後の景気拡大の行方は、インフレ率の鈍化に伴う家計の実質購買力や企業収益の回復、景気減速下でも底堅さを保っている雇用・所得環境、海外景気の底入れなどに依存しよう。

財政運営では、規律見直しの行方は依然とし

図表8 ユーロ圏の消費者物価の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

て不透明ながら、規律の時限的な適用停止が終了し、各国の財政運営は引き締め方向にシフトする。復興基金の拠出の遅れも加わり、財政政策を通じた景気の下支えの力は弱まることが予想される。

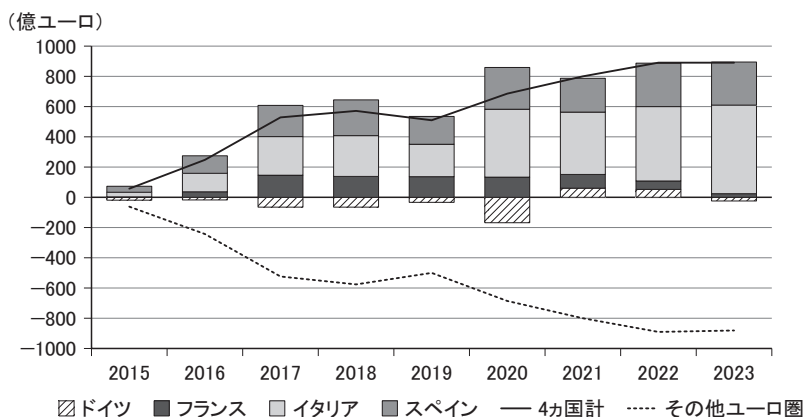
金融政策は、インフレ率のピークアウトにより利上げの打ち止めも視野に入ってきたが、これまでの物価上昇が遅れて顕在化する形で企業の価格転嫁や賃上げの動きが続いており、早期の利下げ転換に向けたハードルは高い。長期流動性供給オペの打ち切りや量的引き締めの開始に伴い、危機下で膨張してきた ECB のバランスシートも縮小に向かうことが想定される。金融引き締めの効果が顕在化するには、一般に1年から1年半程度のタイムラグがあり、景気への下押し圧力は今後一段と高まる展開が予想される。

欧州の政策対応の真価が問われるのは、次の危機時となりそうだ。政策正常化を進めているとは言え、コロナ危機やウクライナ危機下で膨

れ上がった公的債務の削減には途方もない時間が必要となる。今回のように全ての加盟国が共通で直面する危機に対しては、財政規律の適用免除や欧州復興基金を通じた部分的な債務共有化といった異例の財政支援の枠組みが活用できた。今後、特定の国に集中する何らかの財政上の危機が起きた場合、こうした枠組みを通じての政策対応は難しい。従来からの ESM を活用することになるが、その場合、財政救済が政府債務の更なる増加を招くうえ、厳しい財政再建や構造改革の履行を求められ、財政危機国との烙印を押されるため、政治的な波紋が広がる恐れがある。

しばしば初動が遅れがちと批判される ECB だが、利上げ開始後の政策金利の正常化のスピードは目を見張るものがあった。利上げが進まず、次の景気後退局面での政策対応能力が不安視されるとの見方もあったが、これまでの大幅利上げで既に十分な利下げ余地を確保したと言える。一方で、コロナ危機・ウクライナ危機

図表 9 欧州中央銀行の資産買入れ額の資本金構成比からの累積乖離額



注：2015年3月以降の資産買入れプログラム（APP）と2020年3月以降のパンデミック緊急資産買入れプログラム（PEPP）の累積純購入額。資本金構成比に基づく買入れ予定額はAPPがギリシャとクロアチアを除いて、PEPPがクロアチアを除いて計算。2015年は3月以降、2023年は7月まで。

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

での金融政策対応の中心となった量的緩和策を巡っては、新規の買入れを停止し、満期を迎えた債券の再投資停止を通じた緩やかな正常化が進んでいるものの、最終的なバランスシートの縮小には相当な時間が掛かりそうだ。ECBの資産買入れ策は、財政救済を禁じたEU条約への抵触を回避するため、ECBの資本金構成比に応じた国債の買入れを行うことを原則としている。実際には国債の発行規模が小さく、十分な流動性がないため、資本金構成比通りに買入れを行うことが難しい国債もある。結果的にECBは、経済規模や政府債務の規模が大きい国の国債を重点的に買入れてきた（図表9）。同時に国債市場の価格形成を歪めないよう、単一銘柄や発行体毎にECBが保有できる国債の割合に上限が設定されている。PEPPは巨額の買入れを可能にするための特

例として、買入れのタイミングや割合に柔軟性が認められ、国債の保有制限の上限も適用されてこなかった。だが、ECBが過去の資産買入れを通じて保有する国債の平均償還年限は7年超で、危機収束後も保有国債の売却には相当な時間が掛かる。このまま次の危機対応で量的緩和を再強化する必要が出た場合、今度は特例が適用されない可能性があり、早晩、買入れ資産の枯渇といった問題に直面することになりそうだ。

【参考文献】

- European Commission (2022), 'Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework', COM (2022) 583 final, November 9.
- European Commission (2023), 'Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) No 1466/97', COM (2023) 240 final, April 26.