

2021年12月17日 全7頁

# オミクロン株の流行も 2022 年は金融引締め が加速

BOE は主要中銀でコロナ禍初の利上げ、ECB もテーパリングへ

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 185

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

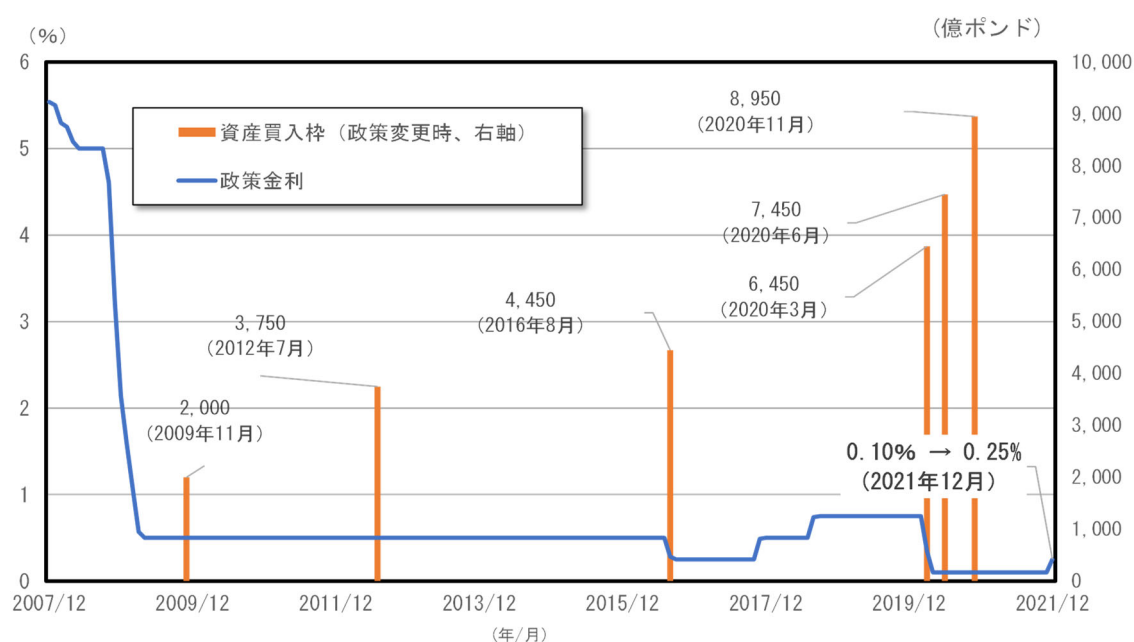
## [要約]

- 12月16日、BOEの金融政策委員会（MPC）は賛成8対反対1で、政策金利を0.15%ポイント引上げ0.25%にすることを決定した。オミクロン株の影響もあり、金融市場では利上げ見送りのムードが大勢を占めていた中での予想外の引締めとなった。BOEが利上げに踏み切った一因に、12月14日に発表された労働市場データの好調さが大きかったことが挙げられる。10月の雇用は一時帰休スキームの終了にもかかわらず増加し、オミクロン株出現前の雇用市場の堅調さを改めて示した。
- ECBは12月16日に行われた政策理事会で、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を2022年3月に終了するため、2022年第一四半期に段階的に規模を縮小していく方針を示した。ただECBは欧州債務危機時に時期尚早の金融引締め（利上げ）をし、経済回復を大きく損ねたという批判を集めた苦い記憶がある。そのため、ここ数年超低金利環境と経済成長の低迷に苦しみながらも、金融緩和策の巻き戻しに非常に慎重になっている。
- オミクロン株の出現によって、経済見通しを巡る不確実性は高まったものの、見通しを大きく変更する必要はなく、経済への影響はそれほど大きくないという楽観的な見方が欧州では増えつつあることも確かだ。これは、先進国ではワクチン接種率が高く、感染拡大が起きたとしても、ワクチンの開発・製造能力を高めることができるうえ、就業パターンを柔軟に適応させることも容易で、感染拡大やロックダウン措置への適応能力がついているためといわれている。現在、主要中銀の大半は既にコロナ危機時に導入された金融刺激策の撤回に踏み切ったものの、需要増加は当面続くことが予想され、2022年もインフレ率の急騰リスクを抱えることが予想される。

## BOE が予想外の利上げに踏み切る

12月16日、英国中銀（BOE）の金融政策委員会（MPC）は賛成8対反対1で、政策金利を0.15%ポイント引上げ0.25%にすることを決定した。オミクロン株の影響もあり、金融市場では利上げ見送りのムードが大勢を占めていた中での予想外の引締めとなった。一方、資産買入れプログラム（QE）の購入枠は8,950億ポンドで据え置き、社債買入れプログラムの上限も200億ポンドで据え置いた。11月の英国CPIは5.1%と過去10年来の高さとなり、同月に大方の予想を裏切り金利を据え置いたBOEには今回の会合で利上げをすべきという圧力が強まっていた。インフレ率上昇の主因は輸送部門で、自動車燃料や中古車価格の上昇が顕著だった。さらに住宅や家計サービス価格の値上がりもあったため、既に過去の見通しのピークをも超えており、物価上昇の勢いは止まらない状況であった。

図表1 英国政策金利と量的緩和の推移

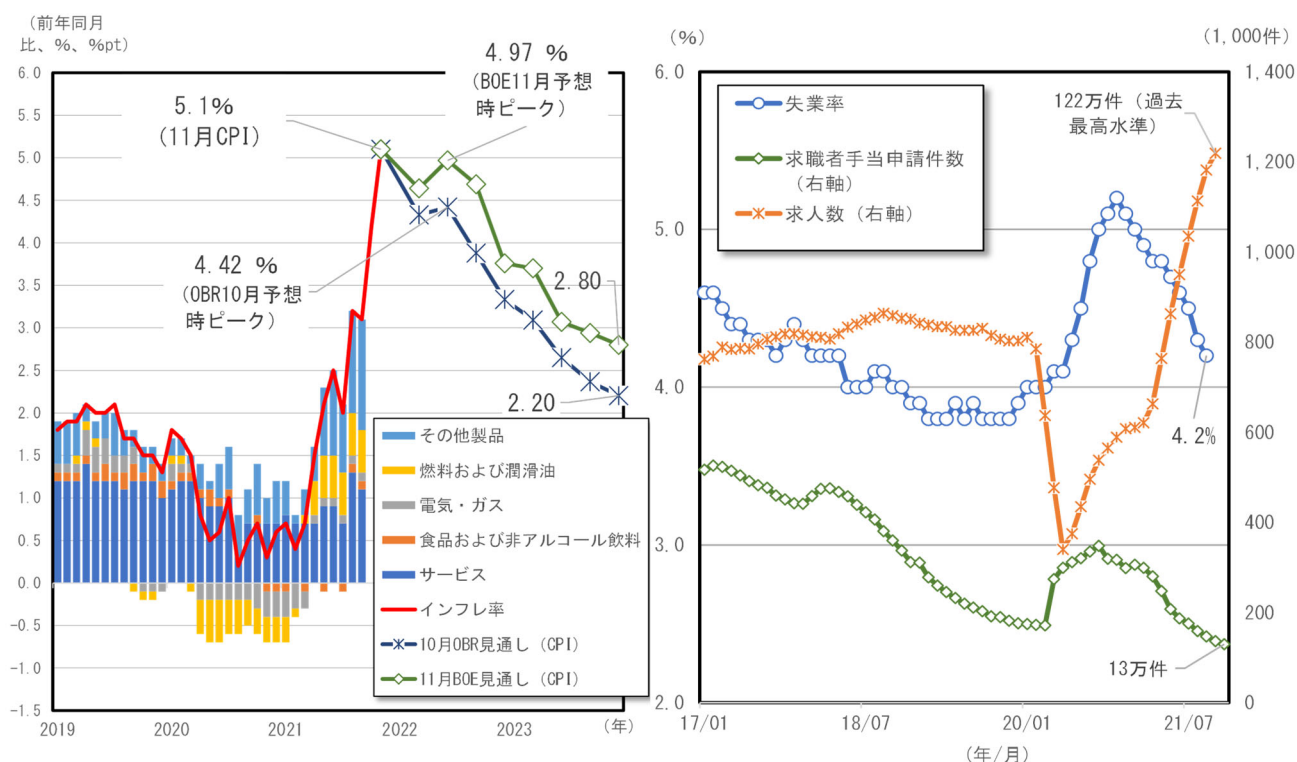


(出所) 英国統計局、BOE より大和総研作成

BOE が利上げに踏み切った一因に、12月14日に発表された労働市場データの好調さが大きかったことが挙げられる。10月の雇用は一時帰休スキームの終了にもかかわらず増加し、オミクロン株出現前の雇用市場の堅調さを改めて示した。失業率は4.2%と、市場予想どおりの低下を見せ、よりタイムリーな人事管理データからは11月にも被雇用者数の伸びが続いたことが示唆されていた。また、求人数は過去最高を更新、9-11月期で122万件に達しており、労働需給がさらに逼迫しつつあることは誰の目にも明らかであった。これらデータがBOE基本予測と概ね一致したため、インフレ率を持続的に2%の目標に戻すために、利上げする必要があると判断した模様である。

また賃金上昇率も依然として堅調であり、ボーナスを除いた平均賃金の伸びは、8-10月期で年率4.3%増となり、ボーナス込みでは4.9%増となった。雇用市場が一時帰休スキームの終了を乗り切ったという証左はBOEにとっては、利上げに向けた最後のハードルと受け止められたといっても過言ではない。昨今、英米を中心にフィリップス曲線が失業率とインフレが反比例する従来の傾向を示すため、世界的に物価上昇が緩和したとしても、雇用市場の堅調さが続けば、将来的に著しいインフレリスクを呈する可能性が高まっていたことも大きい。

図表2 英国インフレ率（CPI）の予測と要因分解（左）、英国労働市場データ（右）



(出所) 英国統計局、英国予算責任局 (OBR)、BOE より大和総研作成

## スタグフレーション回避の思惑も

またオミクロン株の影響や、それに伴う行動制限措置の厳格化、さらに英国国民が自主的に行動制約を課すことで、2021年末以降、2022年3月にかけてGDPは押し下げられることになろう。BOEは英国の2021年第4四半期のGDP成長見通しを、前回会合より約0.5%ポイント下方修正している<sup>1</sup>。サプライチェーンの混乱や人手不足により、多くのセクターの成長率は引き続き、抑制されることになる。景気の拡大を伴わない物価上昇が続く、スタグフレーションの再回避を意識しての決定ともいえよう。

<sup>1</sup> 11月の見通しは6.7%、これから約0.5%ポイント下方修正された。

一方、2022 年下半期にはインフレ率が低下するとの予想を、BOE は変わらず堅持していることは、重要な事実として認識すべきであろう。11 月の MPC 報告書では、短期的には英国の GDP 成長率はコロナ危機の影響からさらに回復するというのが中心予測だった。エネルギー価格の上昇が止まり、供給面での混乱が緩和し、需要が財からサービスへと移行すれば、インフレ圧力は時間とともに減退するとの予想は変更されていない。ただ金融政策の変更と、それがインフレに与える影響までの時間のずれを考えると、BOE はインフレの中期的な見通しに焦点を当てていかざるを得ない。オミクロン株は短期的な経済活動を圧迫する可能性があるが、中期的なインフレ圧力に関する影響は現時点では不明である。中期的なインフレ見通しには上向き、下向きと両方のリスクがあるが、BOE は 2% のインフレ目標を持続的に達成するには、予想期間に亘って（ある程度早期に）金融政策を引き締める必要があると考えている。2022 年 2 月の MPC でも再び利上げとなる可能性も、警戒する必要があることはいうまでもない。

## ECB はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の終了を決定

欧州中銀（ECB）は 12 月 16 日に行われた政策理事会で、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を 2022 年 3 月に終了するため、2022 年第一四半期に段階的に規模を縮小していく方針を示した。ただし、PEPP 終了の影響を緩和するため、資産購入プログラム（APP）を現行の月額 200 億ユーロのペースから 2022 年第 2 四半期に 400 億ユーロ、第 3 四半期に 300 億ユーロに拡大することも決定した。2022 年 10 月以降は、APP に基づく買入枠は 200 億ユーロに再度戻されるものの、政策金利の緩和的効果を持続するのに必要なだけ継続される。つまり債券購入は継続されるものの、その買い入れペースは、現在の月額約 900 億ユーロ（PEPP：700 億ユーロ、APP：200 億ユーロ）より減額される、緩やかな量的緩和縮小となる。一方、オミクロン株による感染拡大が経済成長やインフレにどのような影響を与えるかが不透明なため、TLTRO3（資金供給制度）の最終回の割り当てに続き、2022 年 6 月以降にさらに長期資金供給オペを継続するかどうかの決定は先送りした（また、主要金利は全て据え置き）。

さらに、コロナ危機に関連したダウンサイドリスクを考慮し、必要があれば PEPP をいつでも再開する可能性を残し、債券買い入れプログラムの終了期限の設定を回避した。また、債券買い入れの終了を、利上げの前提条件としているため、利上げまでにさらに期間が確保されたことになる。この点において、同日に利上げを発表した BOE や、前日の 15 日に債券購入を 3 月までに終了し、2022 年の利上げを示唆した Fed とは好対照の政策発表となった。また PEPP のもと購入した債券の満期償還金の再投資は 2024 年末まで延長される。さらに、期間や資産クラス、域内国に関しルールが緩和されたため、再投資がギリシャ国債に偏ることもできるようになった<sup>2</sup>。量的緩和の設計や実施における「柔軟性」が強調されたことから、危機時の支援からの移行はしつつあるものの、引き続き緩和的なスタンスは崩さないという ECB のアプローチが示唆されたことになる。

<sup>2</sup> この措置がなければ信用格付けの低いギリシャ国債は買い入れの対象外となる。

## 他の主要中銀と比べ緩和ペースは緩やか

インフレ率（HICP 前年同月比消費者物価指数）が ECB の目標である 2% を大きく上回っている事態が続いたため、PEPP の終了は広く予想されていた。しかし、より積極的な金融政策のシフトを見せた Fed とは対照的な結果となった<sup>3</sup>。また ECB は、16 日発表のスタッフ見通しで 2021 年のインフレ率を 2.6%（9 月見通し 2.2%）、2022 年を 3.2%（同 1.7%）、2023 年を 1.8%（同 1.5%）、2024 年を 1.8% と大幅に上方修正している。一方、利上げは、コロナ危機対策による歪みが落ち着き、コアインフレが 1.5% にまで落ち着く、2024 年以降とみられている。これによってユーロ圏は 10 年間マイナス金利が続く模様である。

また、2022 年 10 月までに再度買入枠を 200 億ユーロに戻すという APP のコミットメントは、市場の予想よりもややタカ派色が強かったと受け止められている。ただし、全体を通じてみれば、非常に慎重なテーパリングとなっているといっても過言ではない。ユーロ圏のインフレ率は 11 月に過去最高の 4.9% を記録し、オミクロン株による感染拡大によって、一部加盟国では局地的なロックダウン措置も導入されている。このため、コロナ危機を通じかつてない緩和的な政策を採用した ECB は、BOE や Fed などよりは、ハト派色の強い政策決定となっても致し方ないともいえる。11 月の米国 CPI は前年同月比 6.8% と 1982 年来、39 年ぶりの高水準となり、物価上昇圧力が広範なものということには疑いの余地がなくなった。Fed のパウエル議長は超緩和的な金融政策を忍耐強くテーパリングするアプローチから急転換し、インフレに対しより積極的な対処をとるスタンスを明確にし、12 月 15 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、米国債などの資産購入を減らすテーパリングの前倒しを決定した。量的緩和縮小の終了時期の想定を 2022 年 6 月から同 3 月へ前倒しし、2022 年中に計 3 回の政策金利の引き上げを見込む。一方、ECB は欧州債務危機時に時期尚早の金融引締め（利上げ）をし、経済回復を大きく損ねたという批判を受けた苦い記憶がある。そのため、ここ数年の超低金利環境と経済成長の低迷に苦しみながらも、金融緩和策の巻き戻しに非常に慎重になっている。

また Fed や BOE とちがい、ECB はそれぞれ異なる経済構造と債券市場を持つユーロ加盟 19 カ国を対象とした政策決定をしなければならない。このため、ECB が緩和的な金融政策から変化させようとも、南欧諸国のように財政的に弱い国の借入れコストを押し上げ、回復途上にある経済の重圧になるという、お決まりの問題に直面することになる。特にまだ脆弱な経済回復の状態にある中で利上げを急げば、財政統合がされておらず、銀行同盟も確立されていないという単一通貨圏の根本的な弱さがあるゆえに、財政的に弱いユーロ圏加盟国での借入れコスト上昇という脅威が生じるとの見方も多い。ただし、EU が 8,000 億ユーロ規模の復興基金を開始し、より支援的な財政ポジションを確立したため、ユーロ圏全域で債務水準が再び上昇したとしても、前回のような危機が起きる可能性は低いともいわれている。

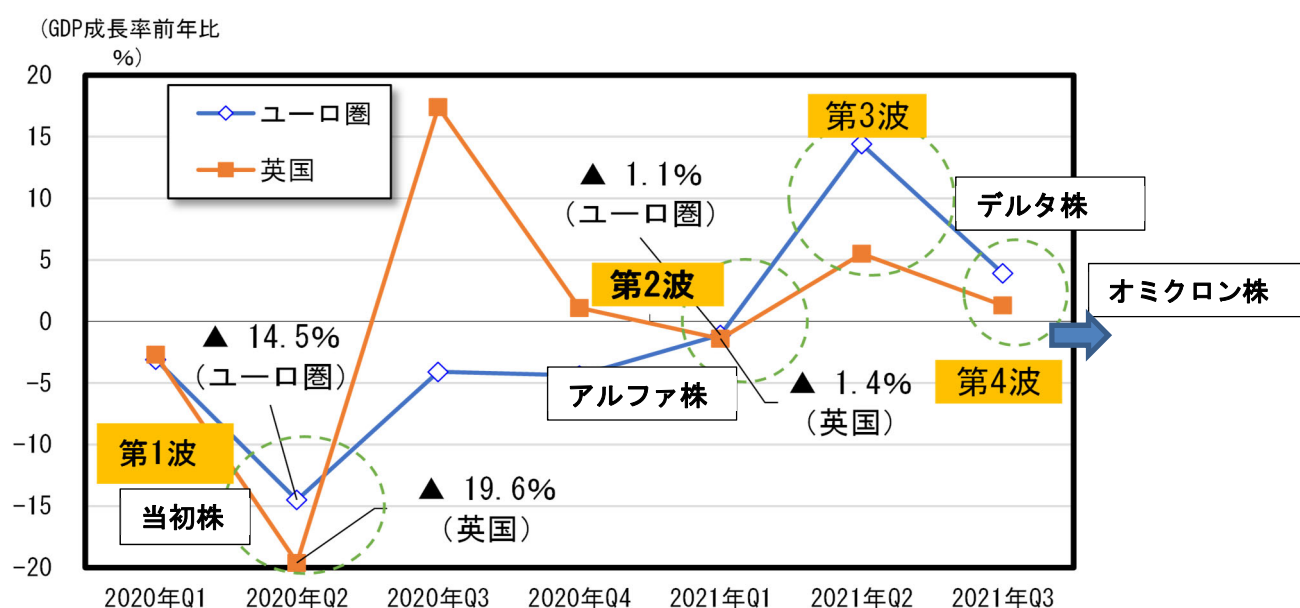
<sup>3</sup> Fed は前日にテーパリングの加速や 2022 年の三回の利上げ方針を示していた。またノルウェー中銀も 0.25% ポイントの利上げで政策金利を 0.5% にするなど、主要中銀の政策発表が続いた。



## 当面需要は減りそうもない（2022年のインフレの見通しは？）

オミクロン株を巡る騒動で、過去数週間の金融市場は激しい変動を見せた。オミクロン株出現当初は、厳格な行動制限の再導入が、経済回復や国境開放に影響を与えるとの懸念や、ワクチン開発会社トップの悲観的な見通しが、金融市場を動揺させた。ただオミクロン株についての過度の懸念が弱まるにつれて、金融市場は落ち着きを見せ始めている。当初は、主要中銀が金融政策の引締めにも慎重になり、利上げの時期も後ろ倒しされるとの見方が強かったのが実情である。

図表3 ユーロ圏および英国のコロナ禍での GDP 成長率の推移



(出所) EU 統計局および英国統計局より大和総研作成

またオミクロン株の出現によって、経済見通しを巡る不確実性は高まったものの、見通しを大きく変更する必要はなく、経済への影響はそれほど大きくないという楽観的な見方が欧州では増えつつあることも確かだ。これは、先進国ではワクチン接種率が高く、感染拡大が起きたとしても、ワクチンの開発・製造能力を高めることができるうえ、就業パターンを柔軟に適応させることも容易で、感染拡大やロックダウン措置への適応能力がついているためといわれている。感染拡大の第一波を受けた（2020年第2四半期の）ロックダウン措置は、世界経済に多大なショックを与え、ユーロ圏の GDP 成長率は▲14.5%、英国は▲19.6%と大きく縮小した。一方、第一波に比べ、深刻な感染拡大となった第二波（2021年第1四半期）の際は、（制限措置がほぼ同じであったにもかかわらず）ワクチンが開発されていたうえ、ウイルスとの共生への慣れも生じていたことから、GDP 成長率はユーロ圏で▲1.1%、英国で▲1.4%に留まっている<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 制限措置が解除された第3波、第4波でも、第1波のような大幅なショックにはならず、同様の傾向が確認

ただそうすると、再度ロックダウンで一時的に経済活動が減速しても、需要増加は続くことは自明である。一方、制限措置の再開で、労働力不足や、サプライチェーンの混乱は続くため、昨今のインフレ率急上昇の抑制にはつながらないとの見方が強い。現在、主要中銀の大半は既にコロナ危機時に導入された金融刺激策の撤回に踏み切ったものの、需要増加は当面続くことが予想され、2022年もインフレ率の急騰リスクを抱えることが予想される。

(了)

---

されている。旅行や観光業界など一部セクターへの影響は甚大であるが、これらが経済活動全体に占める割合は低く、経済への打撃が小さくなっているのが要因として挙げられている。