

# Weekly エコノミスト・ レター

## 欧州経済見通し

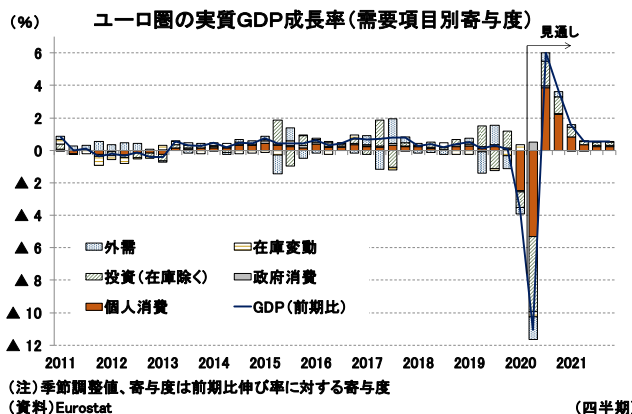
### ーロックダウンの影響はどれほどか

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

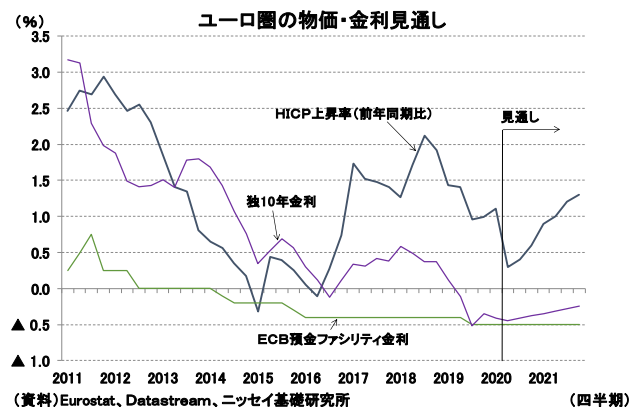
経済研究部 准主任研究員 高山 武士  
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. コロナ禍前後の状況を振り返ると、2019年末以降、回復基調を維持しつつあった欧州経済だったが、1月に中国で新型コロナウイルスが蔓延して以降、2月には北イタリアでクラスターが発生、3月には域内全体で感染急拡大、それに伴ってロックダウン（都市封鎖）を中心とした封じ込め政策が導入・強化され、内外環境は急速に悪化した。
2. 政府は大規模な雇用支援策と倒産回避策をスピード感をもって打ち出してきた。経済活動の停滞に比して失業率が悪化していないのは、ユーロ圏の雇用調整ペースが遅いという特徴に加えて、政府が打ち出した対策が失業率上昇を抑制している面がある。
3. 経済活動の水準を封じ込め政策との関係で捉えれば、5月以降は封じ込め政策を段階的に緩和し経済再開に舵を切っているため、4月の活動水準（小売売上高で約20%、鉱工業生産で30%弱の落ち込み）がボトムと考えられる。
4. 外部環境を見ると、封じ込め政策を4月から5月にかけて緩和している国が多い。この傾向が続けば、域内・域外ともに同じように経済復興を模索していく形となるだろう。ただし、域外では感染者数の拡大が続いている国も多く、封じ込め政策の緩和傾向が継続するかには注意が必要である。
5. 5月以降は封じ込め政策という「一時的な影響」が緩和されることで経済活動には回復が見られるだろう。しかし感染予防行動は経済活動再開後も続くことから「恒久的な影響」が生じることは避けられず、回復力は非常に弱くなるだろう。
6. ユーロ圏成長率は2020年4-6月期に急減速した後、ゆっくりとした回復基調をたどると見る（図表1・2）。暦年成長率は20年▲8.0%、21年5.1%と予想する。
7. 現環境下ではコロナ禍の先行きの不確実性は相応に高く、ダウンサイドリスクも大きい。

(図表1)



(図表2)



# 1. 欧州経済概況・見通し

## ( 振り返り：コロナ禍で急減速する経済 )

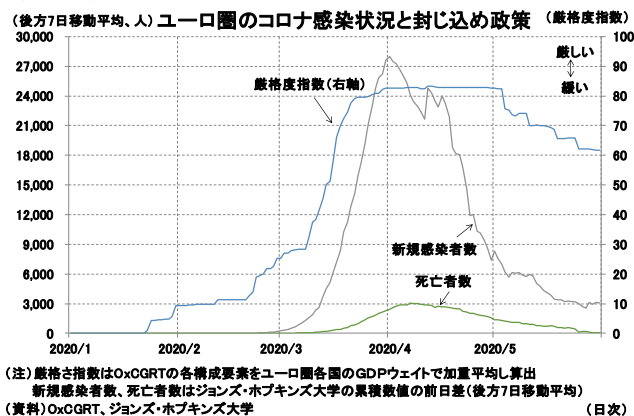
欧州<sup>1</sup>経済の見通しについて述べる前に、まずコロナ禍前後の欧州経済の状況を振り返りたい。

2019 年末以降、英国の「合意あり離脱」や米中間の第一段階合意などの内外リスク要因が剥落し、良好な雇用環境・所得の後押しで回復基調を維持しつつあった欧州経済だったが、1 月後半に中国において新型コロナウイルスが急拡大し外部環境が急速に悪化、その後 2 月下旬には域内の北イタリアでもクラスターが発生しコロナ禍が域内にも到来、対岸の火事ではなくなった。イタリアではロックダウン（都市封鎖）を含む封じ込め政策を実施したものの感染拡大は収まらず、3 月には欧州各地に広がることとなった。

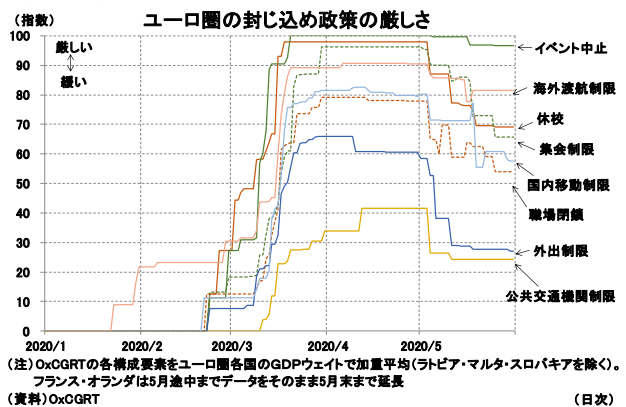
図表 3 には新型コロナウイルスの感染状況と、政府が実施してきた封じ込め政策の厳しさを時系列で示した。封じ込め政策の厳しさを示す指標としては、O x C G R T の厳格度指数を用いており、指数を構成する各種具体的な政策（海外渡航制限や外出制限など）は図表 4 に示した<sup>2</sup>。

欧州の政府の封じ込め政策は、北イタリアでのクラスター発生以降、新型コロナウイルスの感染拡大に合わせる形で強化され、3 月中旬以降はほとんどの国で経済活動が制限された<sup>3</sup>。

(図表 3)



(図表 4)



こうした封じ込め政策の影響を受け、ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP は前期比▲3.6%（年率換算▲13.6%）と急減速した（図表 5、表示図表 1 も参照）。

需要項目別では個人消費が前期比▲4.7%、投資が同▲4.3%、輸出が同▲4.2%、輸入が同▲3.6%（純輸出寄与度は▲0.40%ポイント）となり、内需・外需ともに下落した。域内の消費活動制限と、早くから封じ込め政策をしていた中国などの外需低迷が同時に発生した形となった。

産業別には、封じ込め政策で人の移動や接触が制限された結果、サービス業の「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」「芸術、娯楽等」が▲6%以上の下落幅となり影響が大きかった（図表 5）。

地域別には、欧州コロナ禍の震源地となったイタリアで前期比▲5.3%と落ち込んだほか、フランスが同▲5.3%、スペインが同▲5.2%となり、ドイツ（同▲2.2%）を除く大国 3 か国が▲5%を下回る落ち込みを記録している（図表 6）。これらの国は、サービス業だけでなく、ほとんどの産業

<sup>1</sup> 本稿ではユーロ圏 19 か国を対象とする。

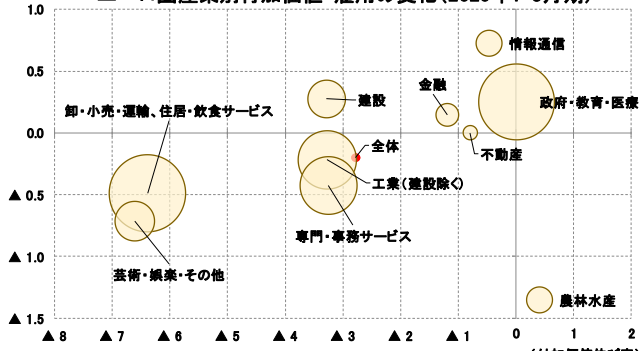
<sup>2</sup> オックスフォード COVID-19 政策反応追跡 (O x C G R T : The Oxford COVID-19 Government Response Tracker) による厳格度指数 (Stringency Index)。ユーロ圏のデータは、ラトビア・マルタ・スロバキアを除く 16 カ国の数値を実質 GDP で加重平均して示した。図表 3 には、総合的な各種政策の厳しさを数値化した「厳格度指数 (Stringency index)」を記載しており、これは図表 4 に示した各種政策と「新型コロナウイルスに関する情報発信」レベルの数値を合成した指数となっている。

<sup>3</sup> ドイツはメルケル首相が 3 月 16 日に店舗閉鎖等、22 日に接触制限措置等を発表、フランスはマクロン大統領が 3 月 12 日に外出自粛要請等、16 日に 17 日正午以降の外出制限を実施、イタリアはコンテ首相が 3 月 9 日に国内全土レベルでの移動制限を発表、スペインはサンチェス首相が 3 月 14 日に警戒事態宣言を発令した。

で経済活動が急減速、その下落幅も大きい（図表7）。

（図表5）

（雇用伸び率）ユーロ圏産業別付加価値・雇用の変化（2020年1-3月期）



（注）厳格度指数は1-3月期の平均、円は雇用者数（2019年10-12月期）

（資料）Eurostat

（図表7）

ユーロ圏の産業別・国別付加価値の変化（2019年10-12月期～2020年1-3月期）

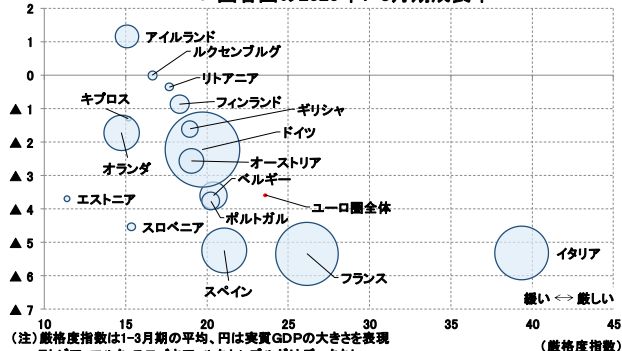
産業	ユーロ圏	ベルギー	ドイツ	エストニア	アイルランド	ギリシャ	スペイン	フランス	イタリア	キプロス	ポルトガル	リトアニア	マルタ	オランダ	オーストリア	ポーランド	スロベニア	フィンランド	
全産業	100%	4%	28%	0%	3%	2%	11%	20%	15%	0%	0%	0%	0%	7%	3%	2%	0%	2%	
農林水産	2%	0.4	2.4	2.5	126	3.9	4.4	0.3	3.0	3.5	7.5	3.8	1.8	2.7	8.0	3.6	0.3	6.2	2.0
工業（建設除く）	19%	3.3	2.9	3.7	3.1	13.4	0.3	3.4	4.7	7.6	4.0	2.3	0.5	9.9	4.2	2.4	2.9	0.8	2.2
建設	6%	3.3	5.4	3.6	1.8	0.7	18.7	11.2	13.0	4.9	10.3	7.6	11.0	1.7	9.5	0.0	1.8	4.3	2.6
卸・小売・運輸 住居・飲食サービス	19%	6.4	6.1	3.4	1.8	11.9	6.5	11.3	7.1	8.9	1.2	3.0	2.4	7.1	1.6	7.7	5.5	1.4	1.5
情報通信	5%	0.5	1.4	0.0	3.9	6.9	1.3	4.9	2.8	1.4	0.4	3.1	0.5	2.4	0.8	0.2	0.2	0.7	2.7
金融	5%	1.2	1.0	0.7	4.8	0.4	0.1	11.4	2.0	0.3	13.7	1.9	10.6	13.5	1.8	0.2	10.9	4.1	2.9
不動産	11%	0.8	1.1	0.4	2.0	0.0	1.2	3.2	0.7	1.8	4.4	1.6	4.1	0.7	2.3	0.6	0.7	1.0	1.0
専門・事務サービス	12%	3.2	1.4	1.6	4.5	6.5	4.4	6.2	5.2	3.2	1.0	1.2	1.0	1.8	0.0	2.2	5.0	0.3	1.1
政府・教育・医療	19%	0.0	2.0	0.5	1.6	0.6	1.5	1.5	0.4	0.6	0.8	0.3	1.0	0.4	1.5	0.9	0.3	1.0	0.1
芸術・娯楽・その他	3%	6.6	5.7	2.3	2.2	0.4	10.6	11.2	11.7	6.3	1.8	7.2	0.0	1.6	5.5	6.0	5.7	13.1	10.1

（注）季節・カレンダー調整値、ルクセンブルグ・スロバキアはデータなし。

（資料）Eurostat

（図表6）

（前期比成長率）ユーロ圏各国の2020年1-3月期成長率



（注）厳格度指数は1-3月期の平均、円は実質GDPの大きさを表現

ラトビア・マルタ・スロバキア・ルクセンブルグはデータなし

（資料）Eurostat, OxCGRT

（図表8）

ユーロ圏の産業別・国別雇用者数の変化（2019年10-12月期～2020年1-3月期）

産業	ユーロ圏	ベルギー	ドイツ	エストニア	アイルランド	スペイン	フランス	イタリア	キプロス	ポルトガル	リトアニア	マルタ	オランダ	オーストリア	ポーランド	スロベニア	フィンランド
全産業	100%	3%	28%	0%	1%	13%	18%	16%	0%	1%	1%	6%	3%	1%	2%		
農林水産	3%	1.4	0.2	1.5	2.4	0.9	3.1	0.3	0.6	0.1	1.5	3.0	1.0	0.6	0.6	4.4	
工業（建設除く）	15%	0.2	0.1	0.5	0.7	0.0	0.1	0.0	0.0	0.7	0.2	3.1	0.1	0.0	0.6	1.4	
建設	6%	0.3	0.5	0.3	2.8	0.3	1.3	0.3	0.8	1.3	1.5	0.8	0.4	0.3	1.1	1.0	
卸・小売・運輸 住居・飲食サービス	25%	0.8	0.2	0.1	4.8	0.5	1.3	0.1	1.0	0.2	5.9	0.1	0.0	1.5	1.0	1.6	
情報通信	3%	0.7	0.1	0.6	3.1	0.8	2.3	0.1	0.5	0.7	6.1	6.7	1.3	0.8	0.6	2.9	
金融	2%	0.1	0.3	0.5	9.0	1.6	0.3	0.2	0.9	0.5	0.8	4.5	0.5	0.3	0.8	2.0	
不動産	1%	0.0	0.3	0.2	23.3	12.2	2.3	0.2	1.3	0.7	1.8	14.5	1.3	2.3	1.2	4.6	
専門・事務サービス	14%	0.4	1.0	0.1	5.3	2.4	0.4	1.2	0.5	1.0	0.8	5.2	0.5	0.0	0.2	1.8	
政府・教育・医療	24%	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.2	0.1	0.0	0.5	1.4	0.9	0.6	0.6	0.6	0.2	
芸術・娯楽・その他	7%	0.7	0.0	0.0	27.6	1.9	4.4	0.4	0.1	0.4	2.6	3.0	0.5	0.2	0.9	0.1	

（注）季節・カレンダー調整値、ギリシャ・ルクセンブルグ・マルタ・ポルトガル・スロバキアはデータなし、フランスは準国値で代替

（資料）Eurostat

この間、雇用環境も悪化し、1-3月期の雇用者数は前期比▲0.2%とマイナスとなった（図表5・8）、国別にはスペインの落ち込みが大きく前期比▲1.0%となった。産業別には、GDPで落ち込んだサービス業に関して「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」で▲0.5%、「芸術、娯楽等」で▲0.7%と落ち込んだ他、ウエイトは小さいものの農林水産業も▲1.4%と落ち込んだ。

雇用に関しては、GDPの落ち込みと比較して悪化は限定的であった。これは、ユーロ圏は米国や英国と比較して雇用保護の度合いが強く雇用調整のスピードが遅いという特徴があることに加えて、次節で伸べるように各国政府が打ち出した各種コロナ対策が防御壁になった面も大きいと見られる。

### （ 振り返り：政府は何をしてきたか ）

各国政府は、封じ込め政策で新型コロナウイルスの拡大を抑制するとともに、活動を制限することで経済に不可逆的な影響（失業や倒産）が発生しないように、各種の財政・金融政策を講じている。金融政策については次章で述べることにし、本節では財政政策について触れたい。

コロナ禍対策としての財政政策の特徴は、人々の経済活動を促進させる需要喚起策を講じると、封じ込め政策で実施している行動制限と矛盾することから、活動抑制による不可逆的な環境悪化を防ぐ策が中心となっている。具体的には雇用支援策（時短・休業者への補助金など）と倒産回避策（企業への補助金、融資、資本注入など）である。また、封じ込め政策を急速に展開したこともあって、これらの対策もスピード感をもって打ち出されている。経済対策は実際の支出（もしくは税収減）を伴う補助金や減税などのいわゆる真水部分（追加予算部分：above-the-line）と、融資や

信用保証のように一時的な資金繰りを支援する流動性支援部分（予算内部分：below-the-line）の2つに大別される<sup>4</sup>が、各国ともに双方を駆使した異例の規模の対策となっている。

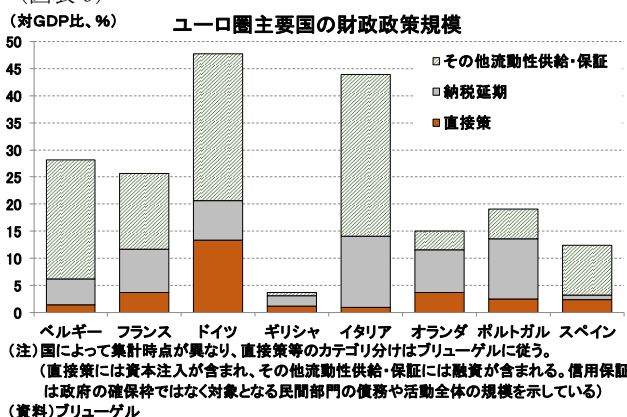
スピード感では、例えばドイツでは3月9日には政府が時短勤務手当の拡充や企業向け緊急融資などの経済対策案を発表、23日には補正予算が閣議決定された。フランスは17日に休業者に対する所得補償や企業融資への政府保証を付する対策が公表されている。イタリアは3月5日・11日、スペインは3月10日に経済対策を公表しており、厳しい封じ込め政策に踏み切る前に支援策を打ち出しを実施している。EUとしても3月10日には共通での支援策や財政ルールの柔軟化について合意され、16日のユーロ圏財務相会議で財政出動、企業の資金繰り支援の具体策が話し合われた。

規模感は、集計主体・方法により様々であるが、コロナ禍が拡大にすに従い順次拡充されてきた結果、欧州委員会の集計では、約3.9兆ユーロ（EU27か国GDP比28.1%）と大規模である。内訳は、加盟国の経済対策が2兆8850億（流動性支援）+4200億ユーロ（財政出動／真水）、EU予算からの拠出700億ユーロ、EU首脳会議で承認された政策パッケージ5400億ユーロとなる。

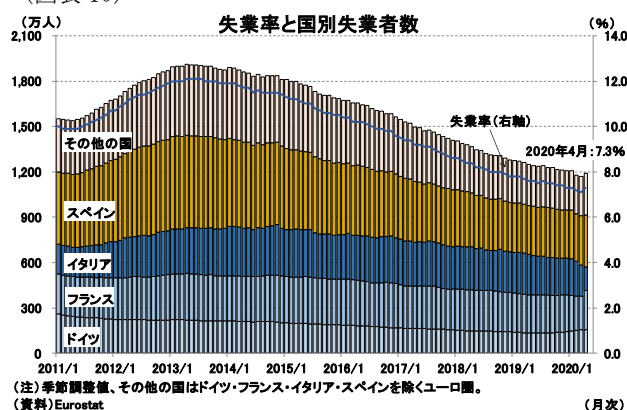
このほか、EUでは中長期の経済支援策として「次世代のEU」7500億ユーロ（補助金5000億、融資2500億）を含む、2021-27年の中期予算枠組み（MFF：multiannual financial framework）案の1.85兆ユーロ（2018年価格、GDP比13.5%）が6月の首脳会議での承認に向けて検討されている<sup>5</sup>。

国ごとの特徴としては、これまで緊縮財政を敷いてきたドイツで大規模な零細企業や時短労働者への補助金などの財政出動（真水）策を実施していることが目立つ。上述の欧州委員会集計の加盟国全体の経済対策のうち、財政出動（真水）の大部分は、零細企業や時短労働者への補助金に手厚く、また消費税（VAT）の引き下げにも踏み切ったドイツによるものと見られる。ドイツ以外の国は財政拡大余地が乏しいこともあり、真水部分は一定規模はあるものの限定的であり、融資に対する信用保証など流動性支援策が中心となっている（図表9）。こうした財政政策は、経済環境が悪化するなかでの雇用維持や企業存続の下支えとして寄与していこう（図表10）。

（図表9）



（図表10）



<sup>4</sup> IMFの区分による。IMFは現在の財政収支および資産・負債への影響と将来の財政収支および資産・負債への影響から、より細かい5区分（財政支出系、納税延期系、融資系、資本注入系、信用保証系）に分けており、現在の財政収支がマイナスとなるものをabove-the-line それ以外をbelow-the-lineと大分類している。ただし、いわゆる「真水」については明確な定義はなく、どれを対象にするかは利用者・文脈によって異なる。例えば納税延期は現在の税収は減るものの、将来に徴収するため全体としては中立であり、時間軸を長期にすればabove-the-lineではない（IMFではabove-the-lineだが、図表9のブリュッセルは別カテゴリとしている）。なお、IMFでbelow-the-lineとしている融資や資本注入については、いずれも現在の財政収支は減らない（対民間資産残高が増える）が、詳細に見れば融資は明示的な返済期限があり信用リスクも出資（株式）よりは低いなどの違いもある（IMFではいずれもbelow-the-lineだが、図表9のブリュッセルでは、資本注入は直接策としている）。さらに信用保証であれば、融資や資本注入と異なり、（クレジットイベントが発生しない限り）実際の出金も伴わない。

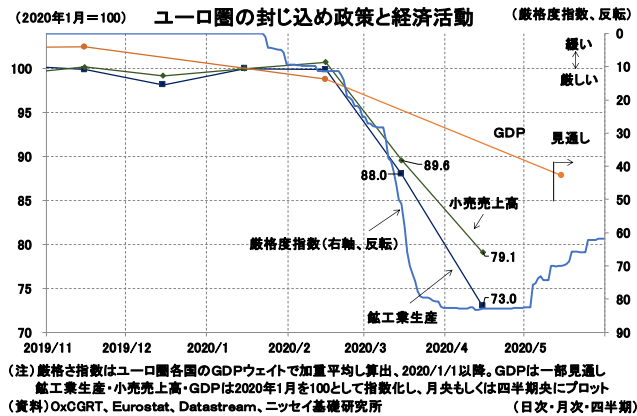
<sup>5</sup> EUとしての復興政策に関する詳細は、伊藤さゆり（2020）「7500億ユーロのEUの復興基金を巡る攻防」『Weeklyエコノミスト・レター』2020-05-29を参照

## （見通しの前提：ロックダウンの影響はどれほどのものだったか）

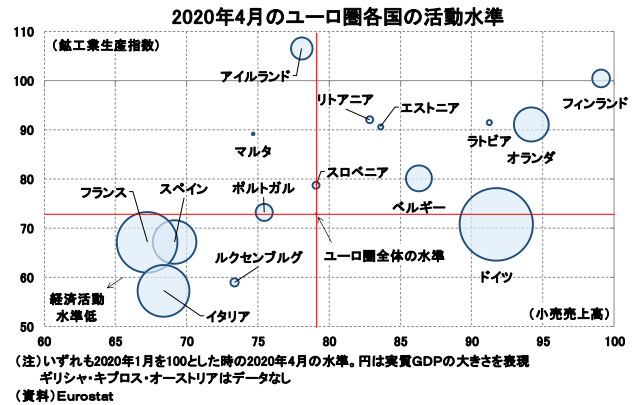
さて、コロナ禍を受けて2020年1-3月期に急減速した欧州経済だが、4月は感染のピークと厳しい封じ込め政策の継続によって、活動水準はさらに切り下がった。

2019年末以降の鉱工業生産、小売売上高の水準を見ると（図表11・12）、ユーロ圏全体で封じ込め政策を半月ほど実施していた3月で小売売上高と鉱工業生産がそれぞれ▲10%程度、1か月間封じ込め政策をしていた4月は小売売上高で▲20%程度、鉱工業生産で▲30%弱、経済活動のレベルが下がっている。地域別には、特に1-3月期のGDPが急速に落ち込んだフランス・イタリア・スペインでの経済活動が引き続き低水準にある。

（図表11）



（図表12）



しかし、5月に入ると感染者・死亡者がピークアウトしたこともあり、足もとでは外出制限の封じ込め政策は大きく緩和され、経済活動再開に舵を切っている。6月には域内の国境管理の撤廃が見えてきた。

経済活動の水準を封じ込め政策との関係で捉えれば、5月以降は封じ込め政策を段階的に緩和しているため、4月の活動水準がボトムと考えられる<sup>6</sup>。以降では、今後の見通しである5月以降の回復について考察するが、今後の見通しを考えるにあたっては、5月以降の活動水準が上述の4月の水準からどの程度回復するのかがひとつの目安になると言える。

さて、今後の見通しを考察するにあたっては、コロナ禍による経済への影響を「域内／域外」という観点と「封じ込め政策に伴う一時的影響／行動様式の変化による恒久的影響」という観点の2つの面から考察したい。

まず、ひとつ目の「域内／域外」という観点について見ていく。

上述したように域内の封じ込め政策は緩和されつつあるが、域外で強固な政策が講じられていれば、財・サービス貿易を通じて域内の経済低迷が一段と深くなる可能性がある。そこで、ユーロ圏以外の各国の新型コロナウイルスの感染状況と封じ込め政策について概観する。

各国の感染状況や封じ込め政策の厳しさはばらつきがあるものの（図表13）、封じ込め政策の厳しさについては、4月から5月にかけて緩和している国が多い。世界的にも経済活動を再開させようとする方向に動いていると言える<sup>7</sup>（図表14）。

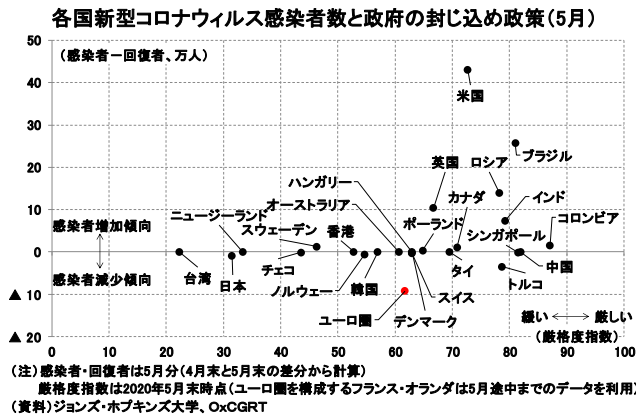
この傾向が続けば、域外要因が強い足かせとなって、先行きの成長を阻害するということは考え

<sup>6</sup> ボトムアウトについては、例えばECBは6月4日の政策理事会において5月にいくつかの指標でボトムアウトしたとの見解を示している。

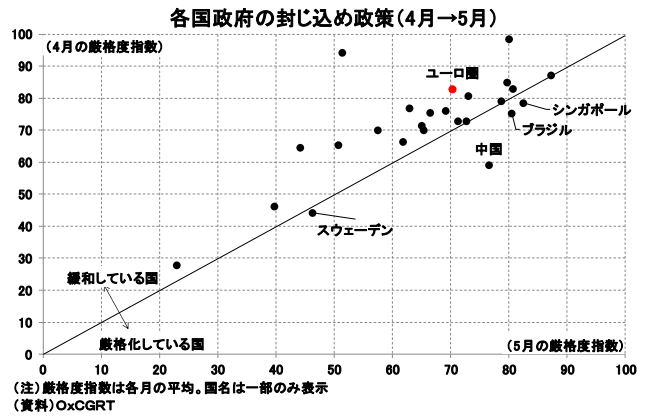
<sup>7</sup> 中国が封じ込め政策の強化に動いているが、これは5月に武漢市で5週間ぶりに新規感染者が発見されたのちの対応を示しているとみられる。

にくく、域内・域外ともに同じようにウィズコロナのなかでの復興を模索していく形となるだろう。ただし、域外では、米国・ブラジル・ロシア・インドなど感染者数の拡大が続いている国も多く、封じ込め政策の緩和傾向が継続するかには注意が必要といえる。

(図表 13)

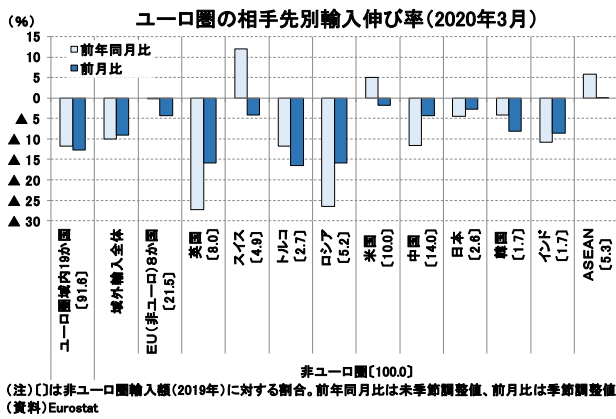


(図表 14)

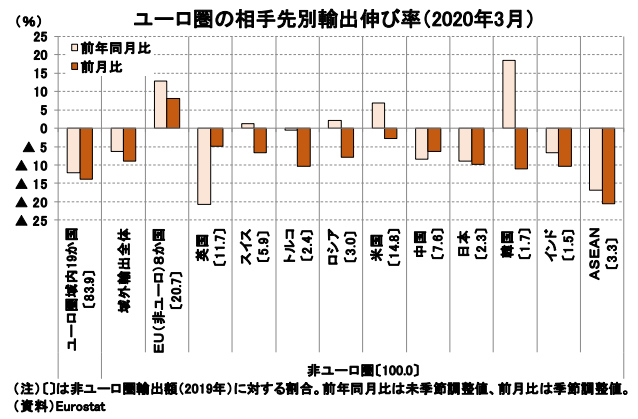


なお、財貿易・サービス貿易について概観しておく、ユーロ圏の財貿易は域内のシェアがほぼ50%、残りの域外貿易もユーロ圏以外の欧州諸国のシェアが20%程度(全体の貿易シェアで見ると10%程度)を占めており、ユーロ圏としては、域外のなかでも欧州全体で経済が回復することが重要であると言える。欧州以外では米国や中国向けシェアが比較的大きいことから、一部はこれらの国の影響を受けるため、その状況には注視が必要である。貿易については、3月の輸出入でも▲10%近く落ち込んでおり(図表15・16)、4月に一段の下落を見てから回復に向かうだろう。

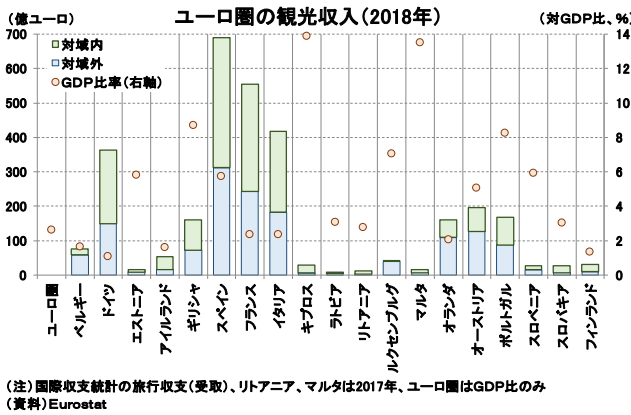
(図表 15)



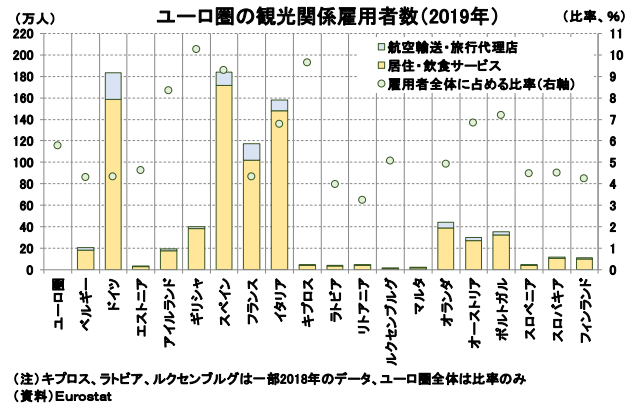
(図表 16)



(図表 17)



(図表 18)



サービス貿易に関しては、人との接触が避けられない観光関連産業の落ち込みが旅行収支(観光収入)の減少をもたらすことが懸念される。ユーロ圏の観光収入は直接的にはGDP比2.6%程度

であるが、観光関連産業の職についている人は全雇用者数比で6%弱おり、個人消費に及ぼす影響は少なくないと言える<sup>8</sup>（図表17・18）。

観光産業については、人との接触機会が多い産業であるため、政府の封じ込め政策が緩和されても、コロナ禍以前の水準まで活動が回復するとは考えにくく、次に述べる恒久的な影響を受けやすい業種でもある。

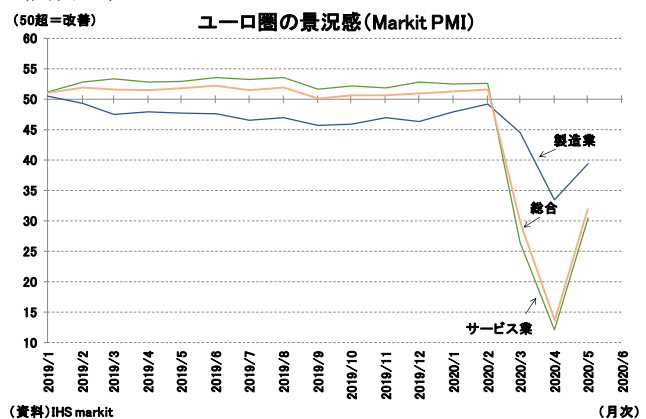
次にもうひとつの「封じ込め政策に伴う一時的影響／行動様式の変化による恒久的影響」について考察する。前者の「一時的な影響」は、封じ込め政策を緩和したらもとに戻る経済活動、後者の「恒久的な影響」は（強固な）封じ込め政策を撤廃してももとに戻らない経済活動を指している。

すでに政府主導の封じ込め政策は緩和されつつあるが、新型コロナウイルスの感染リスクが残るなかでの活動再開であるため、社会的距離（ソーシャルディスタンス）の確保が引き続き要請されているほか、自発的な感染回避行動（個人が海外旅行や外食を避けるなど）が経済活動の迅速な回復を阻害している。厳格度指数は低下しても、封じ込め政策がすべて撤廃されることは難しく、ウィズコロナ下で感染予防対策をしつつ経済活動を再開する以上、コロナ前と同じ状況には戻らないといえる<sup>9</sup>。

前者の「一時的な影響」は、前節で述べた4月の活動水準の低下（小売売上約▲20%、鉱工業生産で▲30%弱）が目安であり、すでにいくつかの経済統計が公表されている。

こうした「一時的な影響」から「恒久的な影響」が生じている部分を定量的に把握することは難しいが、景況感の悪さは封じ込め政策の緩和後も続いている。Markit社の景況感指数（PMI）は基準である50を大きく割った状況が続いており、少なくとも企業の感覚では5月の景況感は4月から改善していない<sup>10</sup>（図表19）。5月は封じ込め政策の緩和を模索していた時期であるため、封じ込め政策の影響による部分（「一時的な影響」で経済活動できない面）は

（図表19）



大きいと見られるが、コロナ前のように経済活動が戻らない部分（「恒久的な影響」で経済活動が回復しない面）を感じている企業も出てきている可能性がある。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）もすべての国で低下しており、特にサービス業において景況感の悪化が続いている<sup>11</sup>（図表20・21）。

短期的には政府の雇用維持政策や所得補償策、中央銀行も含む資金繰り支援策で解雇や倒産を一時的に避けられていた企業でも、感染予防行動が一定期間持続すれば中長期的には経営が悪化して

<sup>8</sup> ユーロ圏の雇用統計のうち、産業分類で航空輸送、旅行代理店、飲食・居住サービスの雇用者数。そのため、観光と直接的に関係のないケースも含まれている。一方で、これ以外の業種（例えば小売業や航空以外の輸送等）でも観光客を相手にしている産業もある。

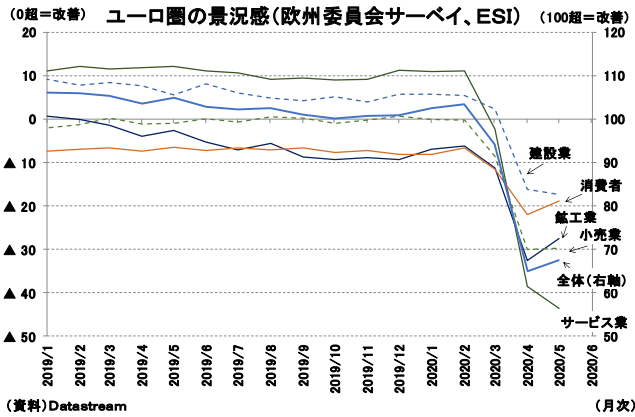
<sup>9</sup> もちろん、教育活動など封じ込め政策（学校休校の有無）に大きく影響する活動がある一方で、スポーツ・演劇など社会的距離の確保が活動水準に大きく影響する（人が集められなければ収入が減ってしまう）産業や、観光など個人が感染リスク回避的な行動をとることで需要が戻らない産業は少なくないと考えられる。

<sup>10</sup> 方向性を示すいわゆるDI（diffusion index）。前月より良くなったか（上昇・増加・改善）、あるいは悪くなったか（低下・減少・悪化）を回答する。50を超えると過半数が改善したと回答したことを意味するアンケート調査であり、経済活動が回復していても活動水準が低いことから、「悪くなった」と回答する可能性もある。

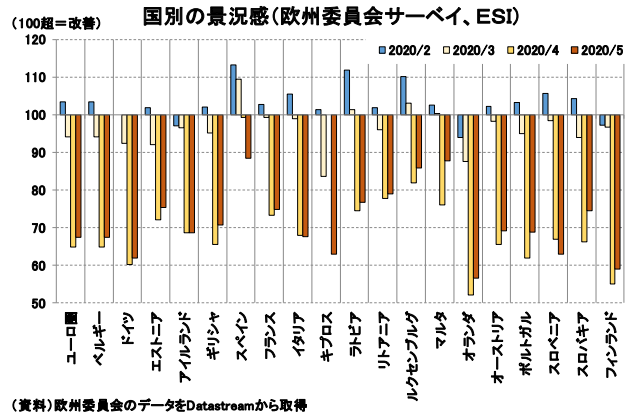
<sup>11</sup> ESIもDIであり、総合指数のESIは100を超えると過半数が改善したと回答したことを意味する（各業種の指数は0を超えると過半数が改善したと回答したことを意味する）。ただし、ESIの質問は、過去3か月の需要変化・今後3か月の需要予想（サービス業）、将来1年間の財政状況・失業見通し（消費者調査）などから構成されており、単純に前月と比較した景況感の方向性が示されているわけではない。

しまう。

(図表 20)



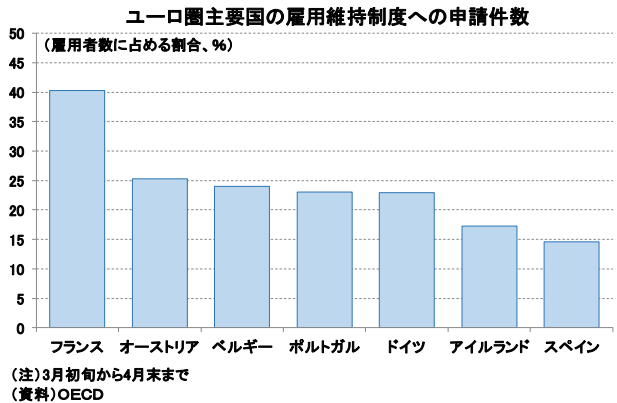
(図表 21)



例えば、雇用維持制度の活用は、フランスで40%近くの雇用者が申請しているほか、各国で利用が進んでおり、相当数の雇用維持に貢献していると思われるものの(図表22)、「恒久的な影響」により、経済回復が進まない業種などは、いずれ雇用調整せざるを得ない状況がおとずれてしまう。また、失業には至らずとも補助金で所得を維持している状況は、将来に対する所得水準維持・改善への不安を招くことから、個人消費改善の重しになりやすい。

企業としては、後述するECBのコロナ禍対策の資産購入策(PEPP)では企業の社債・CPを発行・流通市場の双方から購入しているが、5月29日までで約460億ユーロの利用が進み、企業の資金調達ニーズが大きいことを示している。しかし、「恒久的な影響」が生じる企業では、将来の返済原資をこれまでの事業から得られるとは限らない。

(図表 22)



前述の観光関連産業など、ウィズコロナ後を見据えた収益源を獲得しないと先行きは暗く、

今年後半から失業率の上昇や倒産等が一定発生すると考えられる。政府にも、中長期的にはコロナ禍前の産業を復興させるだけでなく、産業転換を促進する政策が求められる。

なお、先行きの経済動向は、新型コロナウイルスが収束するか、再拡大するかといった感染状況や封じ込め政策(自発的な封じ込め政策も含む)に依存する部分が多い。そしてこうした感染状況は突然変異による再拡大というマイナス要素から抗ウイルス薬の開発などのプラス要素まで幅広くあり、実現可能性の高いシナリオを提示するのは難しい。

本稿では、極端な要因は排除し、新型コロナウイルスの感染者は一定発生するものの、第一波の4月に講じてきた封じ込め政策よりも厳しい政策が実施されることはないと仮定している。当然ながら、第二波の到来とそれに伴う封じ込め政策の再強化等があれば経済活動を抑制されるため、これらはリスクシナリオとなり、現環境下では先行きの不確実性は相応に高い<sup>12</sup>。

<sup>12</sup> 例えば、ECBが2020年6月に提示したスタッフ予測では、ベースラインの他に楽観シナリオ(mild scenario: ウイルスの封じ込めに成功)と悲観シナリオ(severe scenario: 第二波と封じ込め政策の再強化)を提示している。この予測では実質GDP成長率はベースラインで2020年▲8.7%→21年5.2%、楽観シナリオで20年▲5.9%→21年6.8%、悲観シナリオで20年▲12.6%→21年3.3%であり、今年の成長率でも▲5.9~▲12.6%と6.7%ポイントもの幅を持って見ている。



## ( 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23）。

- ・封じ込め政策による「一時的な影響」で生産活動はコロナ禍前と比べ14%程度落ち込む
  - －4月に最も経済活動が落ち込んだのち、5月以降はゆっくりと回復する
  - －瞬間風速は2020年4-6月期で前期比年率▲37.4%、7-9月期以降は前期比プラスとなる
  - －2020年暦年で見ると成長率は▲8.0%に下落、21年も5.1%の回復にとどまる。
- ・ウィズコロナ下での経済活動再開となるため、「恒久的な影響」が避けられず回復力は弱い
  - －GDP水準が元の水準に戻るまでには、数年を要する（見通し期間中には回復しない）
  - －企業収益の低下による雇用調整により、失業率はラグをもって年後半にかけて上昇する
  - －失業率は2020年10-12月期に10.3%まで上昇し、その後の改善ペースは遅い
- ・新型コロナウイルス感染拡大の第二波など不確実性は高く、ダウンサイドリスクも大きい

(図表23)

		2019年			ユーロ圏の経済見通し				2020年				2021年				
		実績	予測	予測	1-3月期 実績	4-6月期 実績	7-9月期 実績	10-12月期 実績	1-3月期 実績	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	
実質GDP	前年同期比、%	1.3	▲8.0	5.1	1.5	1.2	1.3	1.0	▲3.1	▲13.9	▲9.0	▲5.8	▲0.8	12.2	6.4	3.2	
	前期比年率、%	1.3	▲8.0	5.1	2.0	0.4	1.2	0.2	▲13.6	▲37.4	26.4	15.3	6.4	2.2	2.2	2.2	
内需	前年同期比寄与度	1.84	▲6.51	4.70	1.62	2.56	1.22	1.71	▲1.76	▲14.59	▲7.65	▲5.14	▲0.39	9.88	5.49	2.90	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	1.3	▲7.4	6.2	1.2	1.3	1.6	1.3	▲3.9	▲13.7	▲7.9	▲4.3	1.9	13.9	6.7	3.0
	総固定資本形成	前年同期比、%	5.9	▲13.1	6.0	4.3	9.1	3.1	6.7	1.5	▲24.4	▲14.5	▲14.3	▲7.8	17.8	10.7	6.4
外需	前年同期比寄与度	▲0.56	▲1.43	0.33	▲0.12	▲1.35	0.09	▲0.74	▲1.38	▲1.60	▲2.33	▲1.04	▲0.45	0.98	0.50	0.21	
消費者物価(HICP)	前年比、%	1.2	0.5	1.2	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1	0.1	0.3	0.4	0.9	1.3	1.2	1.2	
失業率	平均、%	7.6	8.7	10.0	7.8	7.6	7.5	7.4	7.2	7.9	9.5	10.3	10.2	10.1	10.0	9.8	
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、%	▲0.2	▲0.4	▲0.3	0.1	▲0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.2	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.12	1.11	1.09	1.14	1.12	1.11	1.11	1.10	1.10	1.12	1.10	1.10	1.09	1.09	1.08	
対円為替相場	平均、円	122	120	120	125	124	119	120	120	119	121	120	120	120	120	119	

(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

## 2. 物価・金融政策・長期金利の見通し

### ( 見通し：物価は低インフレ、金融緩和的な状況が続く )

物価の見通しについては、足もとは原油価格の下落を主因として低下しており、2020年5月は前年同期比+0.1%となった。今後、原油価格の下げ止まりのために上昇に転じると見るが、コロナ禍による需要回復の遅さが要因となるため、低めでの推移が続くだろう。HICP上昇率は2020年で0.5%、21年も1.2%の伸び率にとどまると見ている（図表23、表紙図表2）。

ECBはコロナ禍の拡大を受け、大規模な流動性供給と量的緩和・信用緩和手段を投入してきた（図表25）<sup>13</sup>。3月12日の定例理事会で、従来の資産購入策（APP）の拡大（1200億ユーロの規模）と6月に予定されている貸出条件付資金供給オペ（TLTRO III）の拡充、それまでのつなぎ融資策（LTRO）の実施を決定、18日には臨時理事会を開催してコロナ対策に特化したPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を導入、CPの購入要件も緩和した。その後も、4月には担保の格付要件等を緩和したほか、コロナ対策用の資金供給策であるPELTRO（パンデミック緊急長期リファイナンスオペ）も導入した。6月4日にはPEPPの規模拡大も決定し、現在は2021

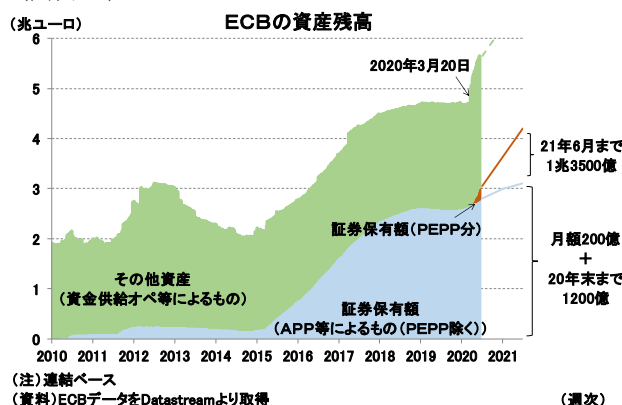
<sup>13</sup> 金融政策のほか、金融機関監督者としての立場か自己資本比率要件を緩和なども実施している。具体的には、3月12日に第2の柱ガイダンス（P2G）に基づく資本・流動性要件（ストレス時でも十分な資本を維持するための水準）、資本保全バッファ（CCB：ストレス時の損失吸収バッファ）、流動性カバレッジ比率（LCR：流動性資産の保有要件）を下回ることを許容した。加えて、ドイツなど各国金融機関当局においてカウンターシクリカル資本バッファ（CCyB：景気変動の損失吸収バッファ）の緩和などを追加的に実施した国もある。

年6月まで総額1兆3500億ユーロの規模の購入枠を設定している。

ECBは将来の購入について具体的な方針を示していないが、2021年のインフレ率でも目標の2%より低位推移すると見られることから、資産購入量は縮小しても購入プログラムは継続され、ECBの保有資産は拡大基調は維持すると見られる(図表24)。

こうした状況を受けて、長期金利の上昇はゆっくりとしたものになるだろう。景気回復と財政拡大によって金利には上昇圧力が強まり、緩和的な金融政策との綱引きとなるだろう。コロナ対応としての緊急的な緩和策の終了が視野に入るにつれ金利も上昇すると想定しているが、そのペースはゆっくりで、ドイツ10年債金利は2020年平均で▲0.4%、21年は▲0.3%(図表23、表紙図表2)を想定している。

(図表24)



(図表25)

ECBによるコロナ対応の主要金融政策ツール

金融政策ツール	概要	最近の変更点	
伝統的	公開市場操作	2021年9月までの適格担保拡大(2020/4/7) - ACC(追加償還債権)プレナムワークの拡充(政府保証付付の担保採用、銀行社内格付の採用、ACC貸出報告の簡素化) - 最小担保額の引き下げ(25000→0ユーロ) - 1金融機関の毎担保債権の受入上限引き上げ(2.5→10%) - ギリシャ国債を担保とする場合の最低償還条件の緩和 - 担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2021年9月までの最低償還条件緩和(2020/4/22) - 2020/4/7時点で適格(BBB-水準以上)であればBB水準を割らない限り採用 - ABSは2020/4/7時点で適格(A-水準以上)であればBB+水準を割らない限り採用 - 得未発行する証券に対しても有効 - ヘアカット率は(格下げ後の)実際の格付から算出	
	LTRO (長期リファイナンス・オペ)	2020年3月18日から6月10日まで1回実施 ・貸出期間は、満期2020年6月24日(TLTRO III 4回目の決済日) ・貸出上限なし(完全割当) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(▲0.5%)	2020/3/12公表
	PELTRO (パンデミック緊急 長期リファイナンス・オペ)	2020年5月21日から12月3日まで7回実施 ・貸出期間は、満期2021年7月から9月にかけて段階的に設定(後半ほど満期が短くなる設定) ・貸出上限なし(完全割当) ・貸出金利は主要リファイナンス・オペ金利-0.25%(=現在▲0.25%)	2020/4/30公表
非伝統的	APP(資産購入プログラム)	・毎月200億ユーロ+1200億ユーロ(月120億換算、民間中心に2020年12月まで) ・元本償還分は再投資	年末までの購入額増額(2020/3/12)
	CBPP3 (カバード債券購入プログラム第3弾)	・投資適格級のカバード債券購入 ・年限制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
	ABSPP (資産担保証券購入プログラム)	・投資適格級のABS購入 ・年限制限なし ・購入上限は1銘柄あたり70%	
	PSPP (公的部門購入プログラム)	・投資適格級の中央・地方政府、政府機関・国際機関債等購入 ・対象年限は1年以上31年未満 ・出資比率に応じた規模で買入 ・購入上限 - 発行体あたりは33%(国際機関債は50%) - 1銘柄あたりは33%もしくは25%(国際機関債は50%)	
	GSPP (企業部門購入プログラム)	・投資適格級の社債購入 ・対象年限は6か月以上31年未満 ・ただし満期が1年未満のCPは28日以上の残存日数で購入 ・購入上限 - 1銘柄あたり70% - 発行体規模も考慮する	CPの満期について柔軟化(実質的な非金融CP購入、2020/3/18)
TLTRO III (貸出条件付長期資金供給オペ)	・2019年9月25日から2021年3月24日まで7回実施(3回実施済) ・貸出期間は、3年 ・貸出条件は、非金融向けもしくは住宅以外の個人向け ・金利 - 貸出金利: 主要リファイナンス・オペ金利(=現在0.00%)の平均 - 償還金利: 預金ファシリティ金利(=現在▲0.50%)の平均 - 2020年6月24日から2021年6月23日までは上記金利に▲0.50%したものの平均 - 償還金利は、2020年9月1日から2021年9月31日の貸付額が基準対比0%以上、もしくは2019年4月1日から2021年9月31日の貸付額が基準対比1.15%以上で適用 ・貸出上限は2019年2月までの基準高さに対し、各入札の上限なし、累計50% ・早期返済は、貸付1年後から可能(2021年9月開始)	金利を▲0.50%引き下げ(2020/4/30、3/12決定の▲0.25%から追加引き下げ) 償還金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限を緩和(各入札10%→一律、累計30→50%) (2020/3/12) 早期返済可能時期を前倒し(2-1年後) (2020/3/12) 適格担保要件・最低償還条件は公開市場操作欄に記載の通り	
PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	・1兆3500億ユーロ(少なくとも2021年6月末まで実施) ・民間部門、公的部門ともに対象 - APP対象資産は購入可能 - ギリシャ国債も購入可能 - 公的部門の対象年限は70日以上31年未満 - PSPPの購入上限は適用しない ・出資比率に応じた割合を購入 - ただし、期間・資産クラス・国の柔軟化が可能 ・元本償還分は少なくとも2022年末まで再投資	2020/3/18公表 規模拡大(2500億→1兆3500億ユーロ) (2020/6/4) 期間延長(少なくとも2020年末→少なくとも2021年6月末) (2020/6/4) 元本償還分は再投資について明示(2020/6/4)	

(注) 伝統的、非伝統的等の区分は筆者の見解にもとづく。太字は新型コロナウイルスの影響が拡大した後(2020/3/12以降)に変更・新設された主要政策。  
(資料) ECBより筆者作成

(お願ひ) 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。