

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

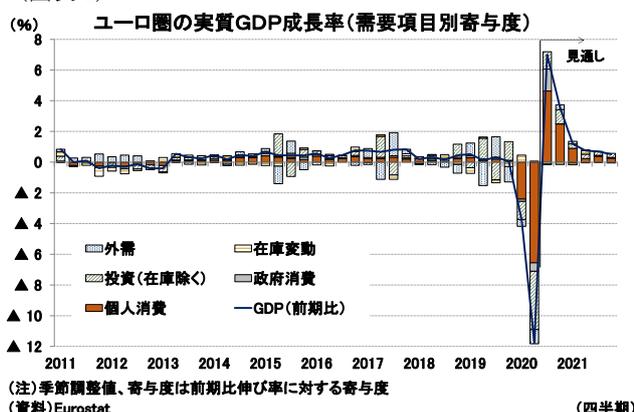
— 第2波のなか、経済活動維持を模索する欧州

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

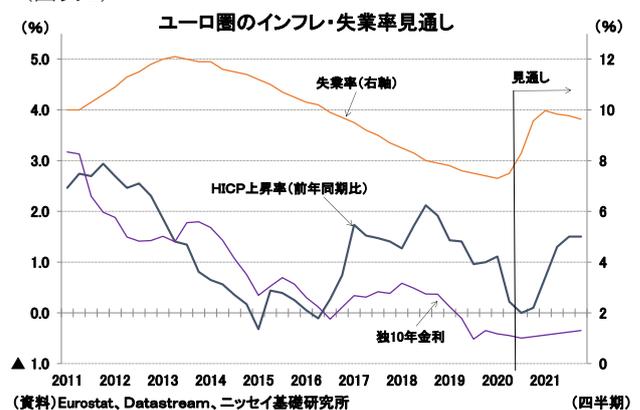
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州各国は3月以降、新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大に見舞われたことから、ロックダウン（都市封鎖）などの厳しい封じ込め政策の実施を余儀なくされ、欧州経済は急減速した。
2. 4-6月期のユーロ圏GDPは前期比▲11.8%と低下した。大国ではスペイン（▲18.5%）、フランス（▲13.8%）、イタリア（▲12.8%）の落ち込みが特に深刻であった。
3. 消費活動や生産活動は4月を底に回復を続けているが、対面サービス産業の回復力は弱く、また世界的な需要の減速などから生産もコロナ禍前の水準までは戻っていない。
4. 一方、7月のEU首脳会議（欧州理事会）では中長期の経済支援策として復興基金（「次世代EU」、7500億ユーロ）が合意された。EU一体で危機を乗り越える姿勢が示され、各国の財政出動余地も広がったと言える。
5. 足もとの欧州では感染拡大第2波の懸念が高まっている。現在のところ医療崩壊リスクは限定的であることから、ロックダウンや外出制限のような経済活動への影響の大きい封じ込め政策は行われず、経済活動維持と感染拡大防止の両立が図られている。
6. 今後も感染拡大防止策・予防策は引き続き講じられるが、厳しい行動制限は避けられ、経済活動は大きく改善すると予想する。ただし、業種・地域を限定した行動制限や、ソーシャルディスタンス確保といった感染予防策は取られることから、7-9月期の成長率は大幅に反発するものの、コロナ禍前より水準は低く、その後の回復力も弱いだろう。
7. ユーロ圏成長率は2020年▲8.2%、21年5.1%と予想する（図表1・2）。
8. 先行きの不確実性は依然として高く、感染再拡大に伴い医療崩壊リスクが高まれば封じ込め政策の再強化が求められるなど、ダウンサイドリスクも引き続き大きい。

(図表1)



(図表2)



1. 欧州経済概況

(振り返り : 4-6 月期 GDP 成長率は前期比▲11.8%、前年同期比▲14.7%)

まず、足もとまでの欧州¹経済の概況について確認したい。

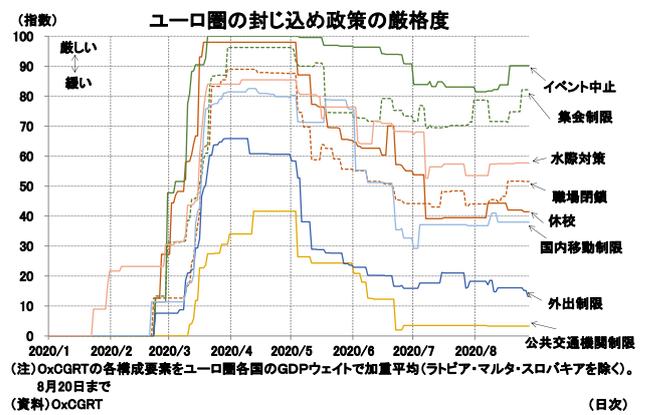
新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、2020 年に入って欧州経済は急減速した。1 月後半の中国での感染拡大に伴って外部環境が悪化、2 月下旬には北イタリアでクラスター発生、3 月以降は欧州各国で爆発的に感染が拡大したことから、ロックダウン（都市封鎖）を含む封じ込め政策の実施を余儀なくされた。

一方、5 月以降は感染者・死亡者がピークアウトしたこともあり、封じ込め政策を緩和している。域内の国境管理も段階的に廃止され、感染拡大防止策・予防策は引き続き講じていくものの、外出制限のような経済活動への影響の大きい手段は避けて、経済活動維持と感染拡大防止の両立を図っている（図表 3・4）²。

(図表 3)



(図表 4)



経済の落ち込みについて四半期データで確認すると、最も厳しい封じ込め政策が実施されていた 4-6 月期は GDP で前期比▲11.8%（年率換算▲39.4%）、1-3 月期の落ち込み分も考慮できる前年同期比で見ると▲14.7%まで低下した。

需要項目別では個人消費が前期比▲12.4%（前年同期比▲15.9%）、投資が同▲17.04%（▲21.1%）、輸出が同▲18.8%（▲21.5%）、輸入が同▲18.0%（▲20.7%）、純輸出寄与度は前期比で▲0.93%ポイント（前年同期比▲1.02%ポイント）となり、内需・外需ともに大きく下落した。域内だけでなく世界的に厳しい行動制限を実施する国が多かったこともあり、内需・外需のすべての項目にわたって大きく減少した。

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」が前期比▲20.5%（前年同期比▲24.6%）、「芸術、娯楽等」が同▲21.9%（▲26.4%）の下落幅となり影響が大きかった（図表 5、図表は 19 年 10-12 月期との変化で記載）。

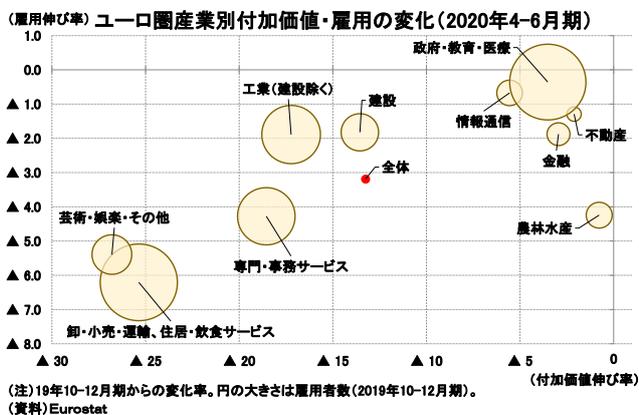
国別には、スペインが最も大きく落ち込み、前期比▲18.5%（前年同期比▲22.1%）と前年同期比ベースで 2 割以上の下落となった。この他、データが公表されているルクセンブルグを除く 18 か国中 10 か国で前年同期比▲15%を超える落ち込みが記録されており、なかでも大国のフランス（前期比▲13.8%、前年同期比▲18.9%）、イタリア（前期比▲12.8%、前年同期比▲17.7%）の減

¹ 本稿ではユーロ圏 19 か国を対象とする。

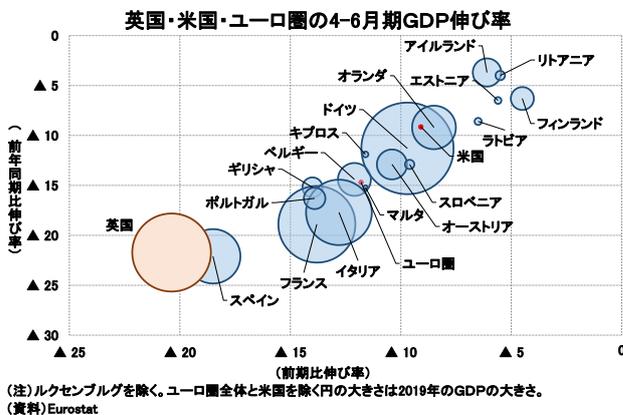
² 封じ込め政策については、オックスフォード COVID-19 政策反応追跡 (O x C G R T : The Oxford COVID-19 Government Response Tracker) による厳格度指数 (Stringency Index) を利用した。ユーロ圏のデータは、ラトビア・マルタ・スロバキアを除く 16 カ国の数値を実質 GDP で加重平均して示した。総合的な各種政策の厳しさを数値化した「厳格度指数 (Stringency index)」は図表 4 に示した各種政策と「新型コロナウイルスに関する情報発信」レベルの数値を合成した指数となっている。

速が大きい。一方、域内最大の経済大国であるドイツは前期比▲9.7%（前年同期比▲11.3%）であり、ユーロ圏のなかでは比較的落ち込みが軽微であった。しかしながら、世界的に見れば同じくコロナ禍で大きな被害を受けた米国と比較してドイツの落ち込みは大きい。ユーロ圏各国の経済減速は総じて大きかったと言える（図表6）。

（図表5）



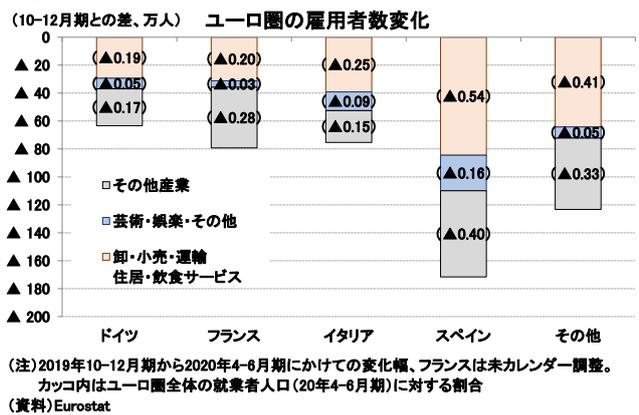
（図表6）



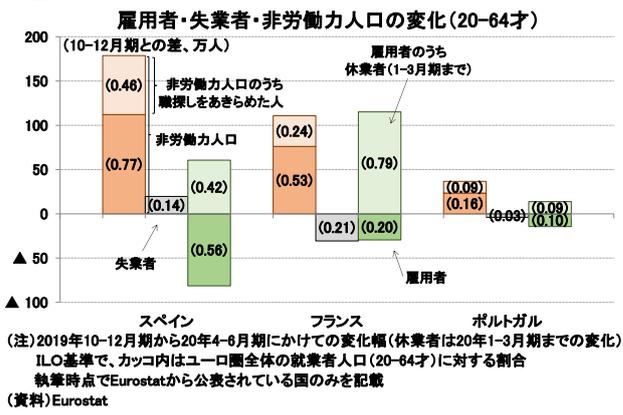
この間の雇用環境を確認すると、4-6月期の雇用者数増減は、前期比▲2.9%（▲468.4万人）、10-12月期からの変化では、▲3.2%（▲512.8万人）となった。雇用が大きく減少した業種や国については、GDPの落ち込みと同様であり、業種としては「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」や「芸術、娯楽等」、国ではスペインでの雇用者減が目立っている（図表5、7）。

雇用に関してはGDPの落ち込みと比較して悪化幅が限定的であるが、各国の雇用維持政策に支えられていて、実際には（一部しか）仕事をしていない「休業者」も増えているため、労働状況は雇用者数の減少だけで見るとより悪いと言える。なお、職を失った人が「失業者」にカウントされず、職探しをあきらめて「非労働力人口」としてカウントされているケースが多くなっている点も雇用環境の悪さを裏付ける現象と言えるだろう（図表8）。

（図表7）



（図表8）



（ 振り返り：小売売上は急回復、小売以外のサービスは回復が弱い ）

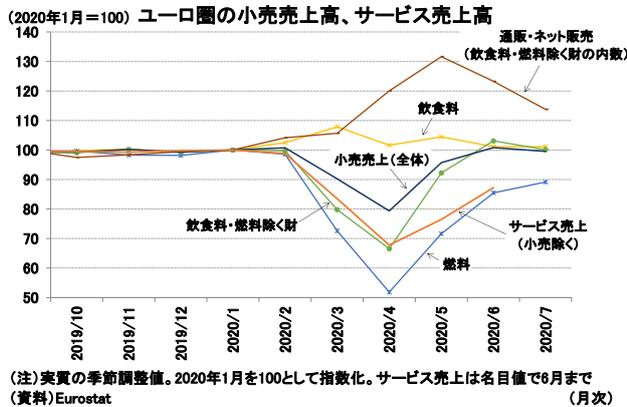
続いて、月次データを確認していきたい。

まず消費活動を見ると、小売売上高は4月にボトムを付けて以降は回復基調にある（図表9）。ロックダウンによって店舗での購入は急減したものの、インターネット販売等の非店舗購入が需要を下支えしたほか、ロックダウン後にはペントアップ需要も顕在化したと思われ、6月にはコロナ禍前の水準まで戻っている。

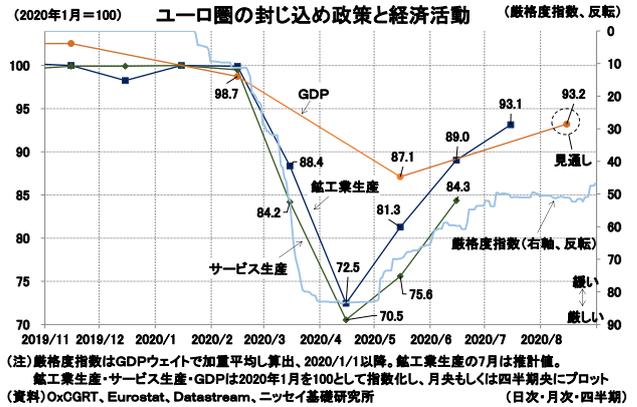
ただし、小売売上については、外食や娯楽を避けて巣ごもり消費をするなど、対面サービス業の

需要の落ち込み分が転嫁されている面もあると考えられる。また、域外移動の制限が続くなかで、観光関連産業（航空・居住・飲食等）の落ち込みが大きく回復力も弱いため、小売を除くサービス産業³で見ると、6月時点でコロナ禍前の水準から10%以上下回っている（図表9、名目値、後掲図表19も参照）。

（図表9）



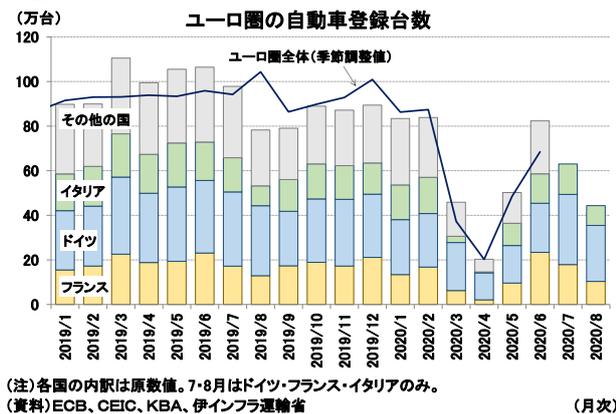
（図表10）



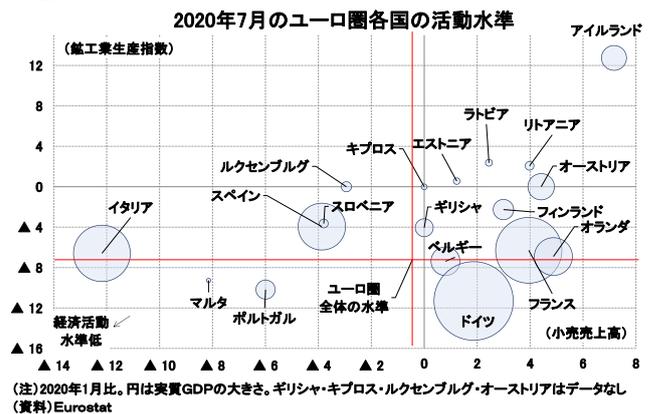
続いて生産活動を見ると、鉱工業生産は7月時点ではコロナ禍前と比較して10%弱、活動レベルが低い状況にある（図表9）。ロックダウンに伴う工場閉鎖（生産活動の停止）からは脱し、生産活動は再開されているものの、世界的な需要の減速などを受けてコロナ禍前の生産水準には戻っていない状況と言える。例えば、自動車登録台数は4月の底からは回復しているもののコロナ禍前の水準までは届いていない（図表11）⁴。海外経済の回復力が総じて弱いことも、生産回復ペースが遅い要因になっていると見られる。

国別には7月時点で消費（小売売上）はスペインやイタリア・ポルトガルが出遅れている一方、生産（鉱工業生産）はドイツの回復の遅れが目立つ。一方、アイルランドは消費・生産ともに1月の水準を回復しているほか、大国では相対的にフランスの回復が早い（図表12）。

（図表11）



（図表12）



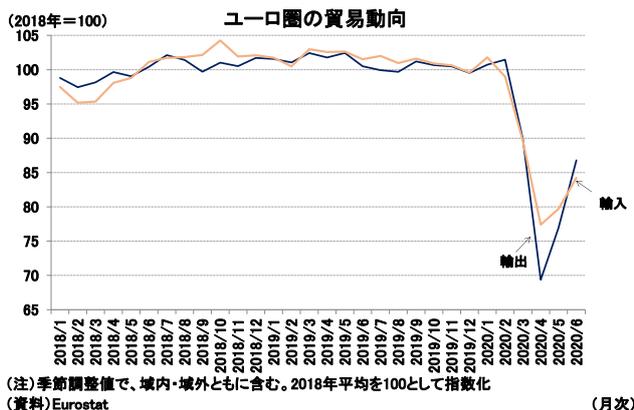
海外の状況を確認すると、貿易統計では多くの国がユーロ域内と同様に、経済活動維持と感染防止の両立を目指しており、時系列では輸出入ともに4月をボトムに回復している（図表13）。ただし、中国を除いて回復力は弱く、貿易統計で公表されている最新の6月時点では、前年水準まで回

³ サービス産業売上は、卸・小売、自動車整備、輸送、居住・飲食、情報通信、専門サービス、事務サービスが対象。金融サービスや公的、教育、芸術・娯楽等は含まれない。

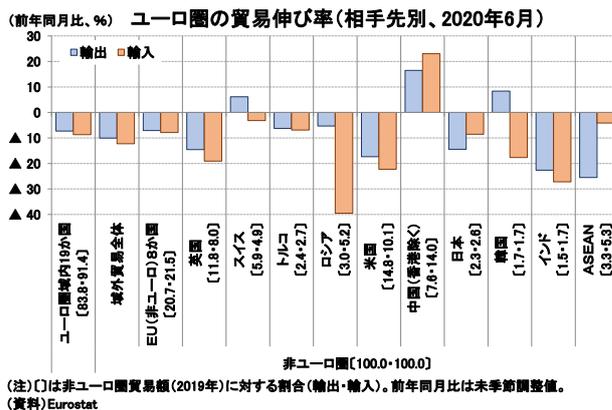
⁴ ドイツやフランスでは、景気刺激策として環境配慮型の自動車に対する購入支援措置を導入している。ドイツでは電気自動車購入への補助金を増額（2016年に導入された措置で、増額は7月8日から実施）、フランスは6月1日以降に低公害車の購入・買い替え補助金の拡充を実施（買い替え補助金は当初20万台に限定されていたが7月までに上限に達する見込みとなったことから、8月以降は、拡充措置を縮小して継続）。ドイツやフランスの6月以降の自動車販売回復はこうした政策が寄与した面も大きい。

復していない地域がほとんどである（図表 14）。他方、対中国貿易については、輸出入ともにコロナ禍前を上回る水準まで拡大している。

（図表 13）



（図表 14）



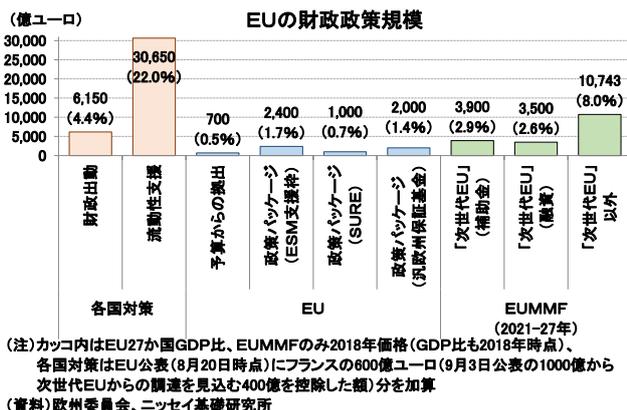
（ 振り返り：欧州理事会で復興基金に合意 ）

政府の経済対策を概観すると、財政政策規模はEU全体で約 4.3 兆ユーロ（EU27 各国 GDP 比 30.8%）に達している（図表 15）。

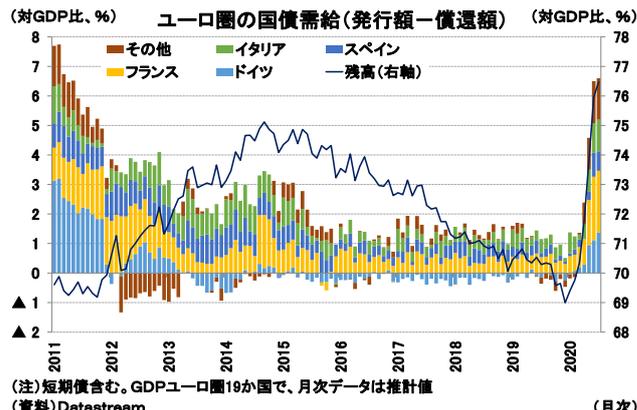
各国で雇用支援策（時短・休業者への補助金など）や倒産回避策（企業への補助金、融資、資本注入、破産申請義務の免除など）が講じられている他、4 月には 5400 億ユーロの政策パッケージが合意され、6 月から利用可能になった。政策パッケージは、医療分野支援（ESM 支援枠の活用⁵、2400 億）、雇用支援（SURE プログラム⁶、1000 億）、資金繰り支援（汎欧州保証基金の設立⁷、2000 億）の 3 本柱からなっている（図表 15）。

各国では大規模な財政支出のための資金調達にも動いている（図表 16）。足もとでの国債発行による資金調達ペースは GDP 比 6%（年換算）を超えるが、欧州中央銀行（ECB）の積極的な量的緩和策により、金利は低位で安定している。この他、8 月 24・25 日には SURE による 873 億ユーロの支援提案がなされるなど、EU の政策パッケージからの拠出にも動きがある。

（図表 15）



（図表 16）



また、7 月の EU 首脳会議（欧州理事会）では中長期にわたる経済支援策として復興基金（「次世代 EU」）が合意された。復興基金の規模は 7500 億ユーロ（補助金 3900 億、融資 3600 億）で、一

⁵ 欧州安定メカニズム（ESM: European Stability Mechanism）を活用した、医療・治療などに用途を限定した融資枠。

⁶ 緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策（SURE: The temporary Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency）と呼ばれる、雇用維持制度のための融資枠。

⁷ 欧州投資銀行（EIB: European Investment Bank）と欧州投資基金（EIF: European Investment Fund）による汎欧州保証基金（EGF: Pan-European Guarantee Fund）を通じた中堅・中小企業を中心とした融資・保証枠。

体運営される 2021-27 年の中期予算枠組み（MFF：multiannual financial framework）と合計すると 1.82 兆ユーロ（2018 年価格、GDP 比 13.3%）の規模となる（図表 15）。

復興基金の設立にあたっては、補助金の是非をめぐってドイツ・フランスや南欧諸国などの補助金賛同派と、「儉約 4 か国（frugal four）⁸」と呼ばれる財政規律を重視する国（補助金反対派）の間で対立が激化した。補助金は経済への被害の大きい国に対する、そうでない国からの直接的な資金援助を意味する。財政健全国にとっては、負担が増すことや、補助金支援を受ける国の放漫財政を助長することに対する懸念が呈された。

首脳会議では、当初予定を大幅に超過する 5 日間の協議の結果、当初提案から補助金額を削減（5000→3900 億）や、儉約 4 か国に対する拠出金の払戻金（リベート）の増額、モニタリング体制の整備（復興計画を評価し、逸脱がある場合の協議の仕組み）といった修正とともに、最終的に復興基金の設立合意に至った。

交渉決裂が避けられ合意に至ったことで、南欧諸国では補助金が確保され、国内における追加財政出動の余地が生まれている。実際、イタリアでは復興基金の合意翌日に 250 億ユーロの追加対策が承認され、フランスでも 9 月に 2022 年までの 1000 億ユーロ規模の追加経済対策を打ち出している⁹。復興基金自体は、コロナ禍に対する一時的な援助よりも、グリーンやデジタルの促進を通じたコロナ禍後の復興・成長戦略という側面が強いが、基金による支援で各国の財政出動余地が広がるという効果は得られており、また対立はありつつも、EU が一体となって危機を克服する姿勢を打ち出したという象徴的な意味合いは大きいと評価できる。

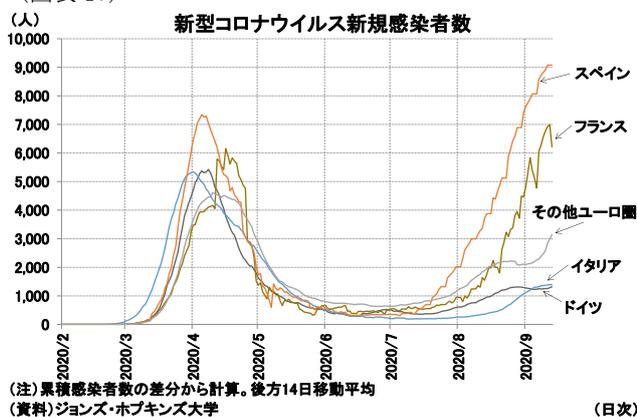
2. 欧州経済の見通し

（見通し：第 2 波到来も、経済活動は回復が続く）

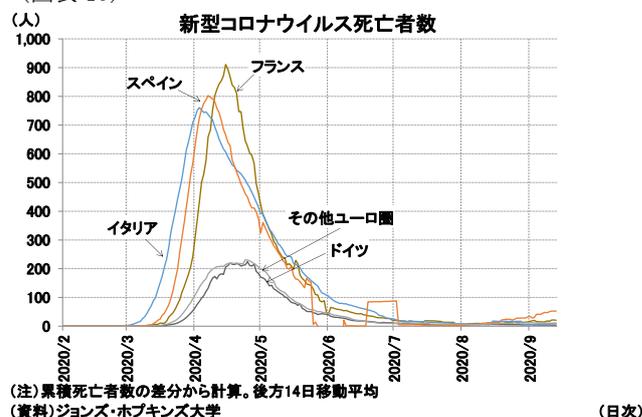
次に、今後の見通しについて考察していきたい。

まず、新型コロナウイルスの感染動向だが、すでに見たように、ユーロ圏では足もとで感染の再拡大が見られる（前掲図表 3）。国によって感染の状況は異なるが、スペインやフランスでは 3-4 月の第 1 波を超える 1 日あたり感染者が発生している（図表 17）。一方で、入院患者や死者数は第 1 波と比較して限定的であり（図表 18）、3 月のような医療崩壊リスクが後退していることから、各国ともにロックダウンのような厳しい封じ込め政策は講じておらず、できる限り経済活動を維持する姿勢を見せている。

（図表 17）



（図表 18）



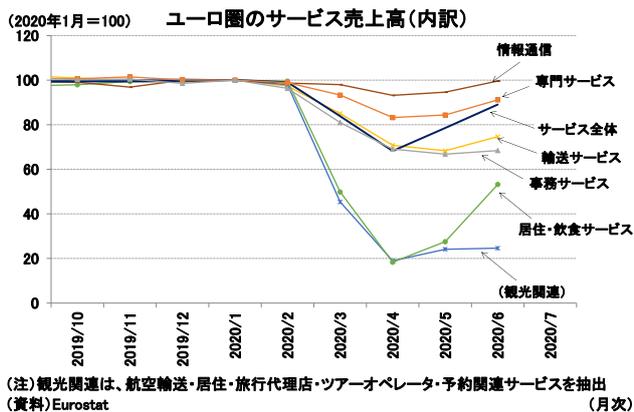
⁸ オランダ、オーストリア、スウェーデン、デンマークの 4 か国。なお、フィンランドも補助金の減額を求めている。

⁹ うち 400 億ユーロは EU からの補助金による調達を計画。

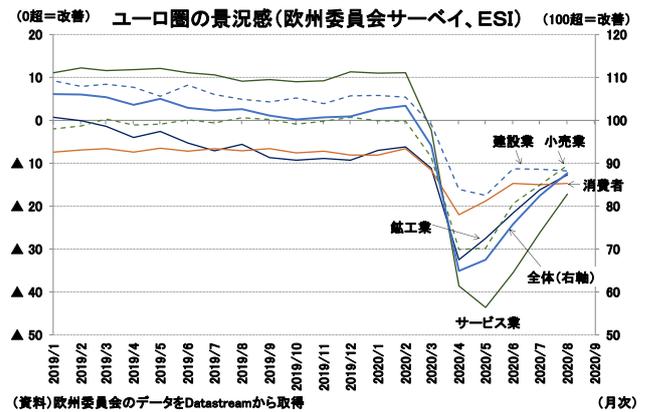
しかしながら、第2波の拡大でスペインは8月14日に「夜の街」の営業禁止¹⁰を発表、イタリアも17日から「夜の街」のほか、ビーチなどでのダンス活動の停止と夜間のマスク着用義務化するなど、国によっては業種を絞った制限を再導入・強化しており¹¹、ウィズコロナでの経済活動の再開が一筋縄ではいかない状況でもある。

政府は基本的には経済活動を維持する姿勢を見せているが、感染が拡大すれば一部の業種やクラスター発生地域における営業活動の停止がされると見られ、また全国的にも社会的距離（ソーシャルディスタンス）の確保や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）は続くことから経済活動の回復ペースは遅くなる公算が大きい。とりわけ、コロナ禍によって急減した観光関連産業などの対人サービス産業の回復には相応の時間を要することが想像される（図表19）。

（図表19）



（図表20）



景況感に目を向けると、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）は、最悪期よりは上向いているものの、「改善」と「悪化」の境目を下回る状況が続き、コロナ禍前の水準には回復していない（図表20）。ユーロ圏各国では、雇用維持政策の延長等を実施¹²しており、失業者の急増や所得の急減を防いでいるものの、先行きの雇用不安・所得低下懸念は残っている。

企業活動も同様で、一時的に倒産を避けられている企業でも、感染予防行動が一定期間持続すれば中長期的には経営悪化、倒産として顕在化するだろう。域外環境を見ても、中国を除けば経済の回復状況では似ており、新興国では感染拡大を抑えることができていない国も多いことから、海外環境も回復のけん引役とはなり得ない。

こうした状況に鑑みて、本稿では、新型コロナウイルスは収束することが難しく、感染者は一定発生するものの、第1波の4月に講じてきた厳しい封じ込め政策が再度実施されることはない想定する。しかし、医療崩壊リスクの高まりなどが生じれば、経済活動を停止して感染を防止するという手段を再度実施せざるを得ないため、こうしたリスクが顕在化すれば、回復は腰折れする可能性もある。一方、ワクチンや治療薬の開発がすすみ、新型コロナウイルス感染への脅威自体が薄れるという楽観シナリオも考えられるが、ダウンサイドリスクの方が大きい状況と思われる。いずれにせよ新型コロナウイルスに関しては、重症化・後遺症のリスクを含めて、不明な点も多く不確実

¹⁰ ダンスホールや夜間営業のバーを営業禁止とし、また、飲食店は深夜1時閉店などの措置を実施。

¹¹ このほか、フランスでも第2波拡大を受けて、職場でのマスク着用の義務付けなどを実施。ドイツでは第2波拡大前からマスク着用の義務化が多くの州で実施されている。

¹² ドイツでは時短勤務制度の支給期間を21年12月末まで延長、フランスは一時帰休制度を延長しつつ段階的に拡充範囲を縮小（6月、10月に段階的に縮小、一方でコロナウイルスの経済への影響が大きい産業に対しては特別制度を導入）、イタリアは復興基金合意後に発表された経済対策の中で、一時帰休補助金の12月末までの支給を決定、スペインの雇用維持制度（ERTTE）は9月末までとなり、年末から来年までの延長について協議中。

性は引き続き高い状況にある。

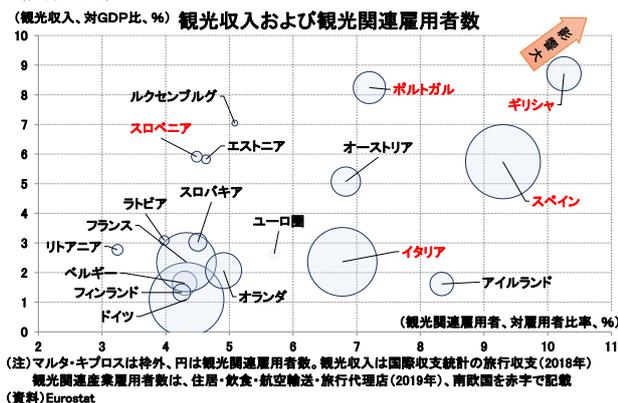
またダウンサイドリスクについては、前章で言及した財政政策の息切れ・転換にも注意したい。現在は、雇用支援策および倒産回避策により、失業者や倒産の急増を免れているものの、コロナ禍からの「一時的な救済措置」という意味合いが強い。財政の観点からも、これからも収益・雇用を生む見込みのない企業に対する支援を長期にわたって続けることは難しい。今後は経済活動の回復に合わせる形で、新しい雇用の創出やデジタル・グリーン投資支援などの「復興・成長戦略」に移行していく必要がある。

政策としては現在の「一時的な救済措置」から「今後の復興戦略」に円滑に移行することが重要だが、「一時的な救済措置」の停止が早すぎれば景気が腰折れする可能性があり、また遅すぎれば債務負担の増加やいわゆるゾンビ企業の増加を助長し、潜在成長率の低下を引き起こす可能性もある。タイミングを見極め、政策を微調整しつつ転換を行うことは容易ではないと思われる。

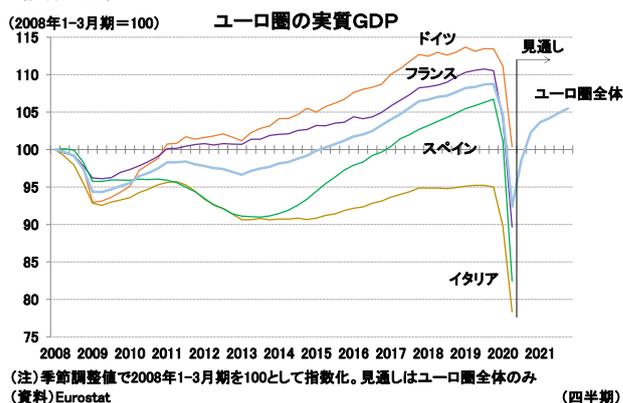
さらに、欧州の場合、国による復興ペース格差も先行きの不確実性のひとつである。観光関連産業など対面サービス産業のシェアが大きい南欧諸国（図表 21）は、復興ペースが遅くなること想定されるが、加えて足もとでは、スペインでの感染拡大が目立ち、イタリアでも限定的ながら行動制限が課されている。こうした感染状況の違いと、それにより講じられる封じ込め政策の差によって域内の復興格差が助長される可能性がある（図表 22）。

復興基金はこうした格差に配慮できる仕組みを導入しているものの¹³、想定以上に格差が拡大した場合に、域内全体で復興できるよう改めて協力・支援を検討することが域内全体の経済回復という点からは望ましい。例えば単一通貨圏であるユーロ圏では、共通の中央銀行による金融政策を実施していることから、域内格差は金融政策の伝播を阻害する恐れがある。景気回復の遅い国に合わせた（緩和的な）政策は、景気回復の早い国におけるバブルを助長しかねず、景気回復の早い国に合わせた（緊縮的な）政策は、景気回復の遅い国の成長を阻害しかねない。域内格差が生まれないよう域内で協調することが重要だが、儉約 4 か国をはじめ、特定の国を支援することに対しては反発が起きる可能性もある。

（図表 21）



（図表 22）



¹³ 2023年の基金の配分は2020年以降の実質GDPの落ち込みを考慮して決定される。

(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）。

- ・ロックダウンによる経済活動の急停止からは大幅に改善する
 - －5月以降の改善傾向は続き7-9月期は反動増もあるため前期比年率+31.3%と急増する。
 - －ただし2020年暦年では成長率は▲8.2%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、10-12月期以降の回復力は弱い
 - －業種・地域を限定した行動制限やソーシャルディスタンスなど感染回避行動は長期化する
 - －そのため回復ペースは遅く、GDP水準が元の水準に戻るまでには、数年を要する
 - －足もとの失業率増加は限定的だが、景気減速の長期化によって失業者も顕在化し、21年1-3月期には10%まで上昇する
- ・先行きの不確実性は高く、感染再拡大と封じ込め政策再強化などの下方リスクは大きい。

(図表 23)

		2019年		2020年		2021年		ユーロ圏の経済見通し											
		実績	予測	予測	2019年				2020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	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
						実績	実績	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
実質GDP	前年同期比、%	1.3	▲8.2	5.1	1.5	1.2	1.4	1.0	▲3.2	▲14.7	▲9.1	▲5.9	▲1.1	13.0	6.3	3.2	3.2	3.2	
	前期比年率、%	1.3	▲8.2	5.1	2.1	0.5	1.3	0.2	▲14.1	▲39.4	31.1	15.1	4.8	3.0	2.8	2.1	2.1	2.1	
内需	前年同期比寄与度	1.81	▲6.75	4.96	1.69	2.85	1.34	1.37	▲1.61	▲13.71	▲6.70	▲4.78	▲0.55	12.48	5.79	2.99	2.99	2.99	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	1.3	▲8.3	6.8	1.3	1.3	1.5	1.2	▲3.8	▲15.9	▲8.9	▲4.8	1.3	16.1	7.6	3.3	3.3	3.3
	総固定資本形成	前年同期比、%	5.7	▲11.7	4.4	4.5	9.9	3.3	5.0	1.2	▲21.1	▲12.4	▲13.4	▲7.4	13.1	8.6	5.3	5.3	5.3
外需	前年同期比寄与度	▲0.53	▲1.39	0.19	▲0.23	▲1.60	0.08	▲0.36	▲1.64	▲1.02	▲2.35	▲1.02	▲0.43	0.53	0.53	0.19	0.19	0.19	
消費者物価(HICP)	前年比、%	1.2	0.4	1.3	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1	0.2	▲0.0	0.1	0.7	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	
失業率	平均、%	7.6	8.2	9.8	7.8	7.6	7.5	7.4	7.3	7.5	8.3	9.6	10.0	9.8	9.8	9.6	9.6	9.6	
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	0.00	0.00	
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲0.2	▲0.5	▲0.4	0.1	▲0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.12	1.13	1.15	1.14	1.12	1.11	1.11	1.10	1.10	1.17	1.16	1.16	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	
対円為替相場	平均、円	122	122	125	125	124	119	120	120	119	125	124	125	125	125	125	125	125	

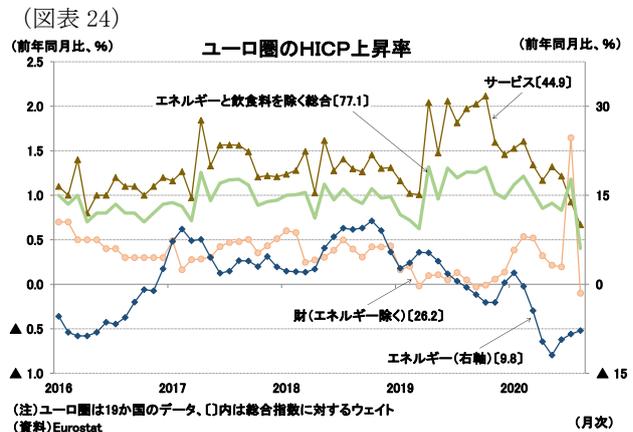
(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

3. 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)

物価については、年初来から原油価格の下落を主因として低下しており、これに加えて2020年7月以降にドイツで実施されている付加価値税(VAT)引き下げ¹⁴や、ユーロ高による輸入物価低下圧力などが要因となり、8月のHICP上昇率は前年同月比▲0.2%とマイナス圏に突入している。原油価格を除けばコロナ禍による需要低迷から、特に外食・宿泊といったサービス価格の減速が顕著で、対面サービス産業の回復ペースが遅いことに鑑みると、この傾向は当面続くとみられる(図表24)。

ただし21年に入ると前年比で見たときの原油価格上昇率がプラスに転じると見られること、21年後半には、VATの引き下げがむしろ前年比として比較される価格に反映されるといいうテクニカルな要因もあるため、21年後半には



¹⁴ 税率で19%→16% (軽減税率は7%→5%)への引き下げを12月まで実施する予定。

1.5%まで上昇すると予想する。暦年で見るとHICP上昇率は2020年で0.4%、21年で1.3%となるだろう。また、予測期間にわたってECBのインフレ目標である2%を下回った状況が続くと見ている（図表23、表紙図表2）。

（見通し：金融政策は追加緩和を想定、長期金利は低位安定）

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・信用緩和手段を実施、足もとではコロナ対策に特化した1.35兆ユーロ規模のPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を主軸として、国債を中心に資産購入を続けている。6月には貸出条件付資金供給オペ（TLTRO III）で1.3兆ユーロを超える需要¹⁵があるなど大規模な流動性供給も実施しており、これらの緩和策によって金利は低位安定、企業への信用創造・資金繰りも支えられている（図表25・26）。

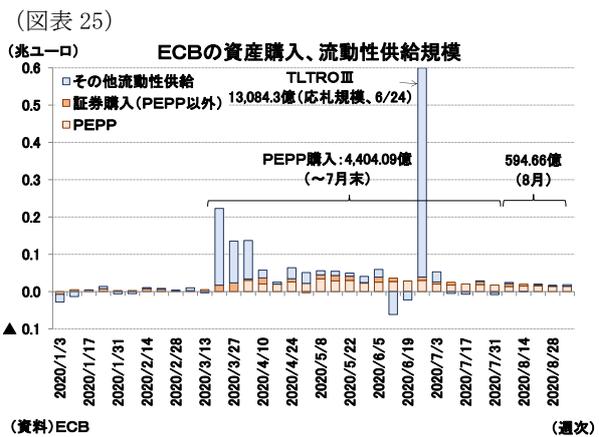
足もとでは、経済が回復基調にあることから、追加緩和策について求められている状況ではない。しかし、PEPPは「少なくとも21年6月まで実施」という条件で実施されており、購入ペースは減速傾向にあるものの、8月のペースでの購入が続けば21年後半には枠に到達する。さらに今年の年末にはPEPPとともに実施されているAPP（資産購入策）の拡大枠（1200億ユーロ）の期限が到来する¹⁶。

したがって、今年後半には緩和策の延長・拡大、もしくは、打ち切り（終了）の議論が活発化すると見られる。同時期には「戦略見直し（strategy review）」の議論もされるため、ECBの政策姿勢に注目が集まるだろう¹⁷。

ECBはコロナ禍以前から量的緩和策を実施しており、2021年にかけてインフレ率が目標の2%を大きく下回ると予想されるなかでは、量的緩和策の終了はしないだろう。購入ペースは減速されるだろうが、コロナ禍前と比較すると量的緩和の購入量は増えた状態が続くと見られる。加えてコロナウイルスの収束が見通せず、域内格差の拡大も含めた下方リスクが依然として残る状況では、柔軟性¹⁸に優れた「パンデミック緊急」という道具を終了することは得策ではなく、PEPPによる緩和策が延長されると予想する。

米国では8月にFOMCで「長期目標と金融政策戦略」の修正が合意され、物価目標に対しては「平均2%」を目指すとして、インフレ率が目標に届かない期間が長期化した場合、インフレ率が2%を上回ったとしても、金融緩和を続ける姿勢が明確化されており、ECBも緩和姿勢では米国に追随する形となると言える。

ECBの緩和姿勢が持続すれば、長期金利の上昇も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▲0.5%、21年は▲0.4%（図表23、表紙図表2）を想定している。



¹⁵ 入札額ベース。借り換えなどを除いたネットの資金供給量は約5400億ユーロ。

¹⁶ ECBは戦略見直し（strategy review）として物価安定の量的定義や金融政策手段、経済・金融分析、市場との対話慣行などの見直しに着手している。金融システムの安定性、雇用、環境の持続性といった点も議論され、当初は20年末までに実施する予定だったが、新型コロナウイルス感染拡大を受けて21年半ばに半年間の延長がされている。

¹⁷ コロナ禍前には月200億ユーロのペースでネット購入していたが、3月12日に20年末まで1200億ユーロを追加で購入することを決定した。

¹⁸ 例えば、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、（投資適格級でない）ギリシャ国債の購入も許容している。

(図表 26)

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	20年3月以降の変更点
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(追加信用債権)フレームワークの拡充 (政府保証付貸付の担保採用、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金融機関の無担保債権の受入上限引き上げ(2.5→10%) - グリシャ債権を担保とする場合の最低信用条件の緩和 - 担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2021年9月までの最低信用条件緩和(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 - 将来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日まで週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 ・年額制限なし ・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 ・年額制限なし ・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 - 1発行体あたり33%(国際機関債は50%) - 1銘柄あたり33%もしくは25%(国際機関債は50%)
	CSPP (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)	・2018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 - 優遇金利: 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日まででは上記金利に▲0.50%したものの平均 - 優遇金利は、2020年3月31日から2021年3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3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月来の基準額高に對し、各入格の上限なし、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) 優遇金利の適用条件緩和(2020/3/12、2020/4/30) 貸出上限を緩和(各入格10%→撤廃、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・最低信用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 - ギリシャ債権も購入可能 - 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(7500億→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) 元本償還分の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・新設された主な政策。
 (資料) ECBより筆者作成

(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。