

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

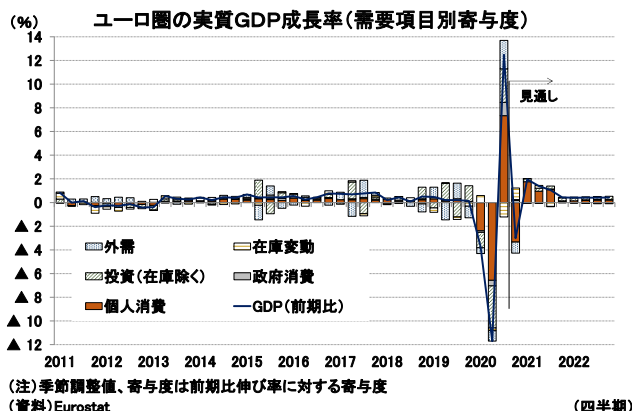
— 経済再停止からの再起動を目指す欧州

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

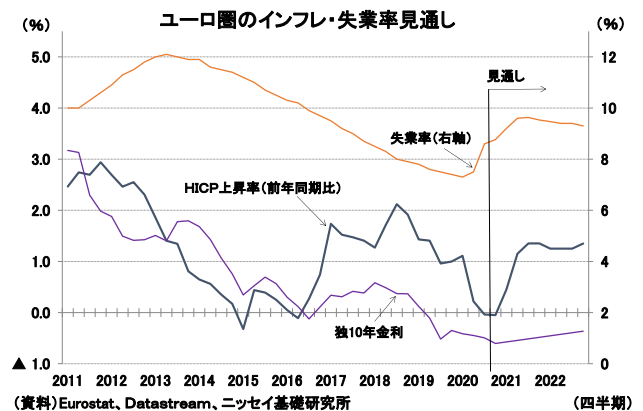
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州各国は3月以降、新型コロナウイルスの感染状況と医療逼迫の状況により、封じ込め政策の厳格度を大きく変えてきた。春には厳しいロックダウン（都市封鎖）を実施、夏は感染の落ち着きとともに経済再開に舵を切ったが、足もとでは第2波の急拡大のために再び封じ込め政策を強化している。
2. 欧州経済は封じ込め政策の強さに応じて4-6月期に急減した後、7-9月期には予想を大きく超える回復力を見せた。そして、足もとでは再ロックダウンによる経済再停止という下方リスクが顕在化している状況にある。
3. 11月以降の再ロックダウンと経済活動の停止によって10-12月期の成長率はマイナスとなる公算が高い。ただし、第1波でのロックダウンと比較して制限は緩やかであり、幅広い業種が落ち込んだ春と比較すれば、今回は一部の対面サービス産業を中心とした活動制限に限定されており、マイナス幅は今年4-6月期よりは小さくなるだろう。
4. 来年以降は、今夏のように経済活動の維持と感染拡大防止の両立を目指すと思われるが、再ロックダウンによる下方リスクが意識されたことで、感染拡大防止にも重点が置かれ、これまで以上に慎重に経済活動を再開していくだろう。同時にワクチン普及も進むが、21年については感染拡大防止策を撤廃することはないと見ている。
5. そのため、経済の回復ペースはゆっくりとなり、20年の成長率は▲7.3%に下落した後、21年は4.0%の回復にとどまると予想する（図表1・2）。
6. 先行きの不確実性は依然として高く、今後もロックダウンによる経済停止という下方リスクを抱える。一方で、効果的なワクチンの早期普及によってウイルスの収束ペースが加速するという上方リスクもこれまで以上に高まっている。

(図表1)



(図表2)



1. 欧州経済概況

(振り返り : 7-9 月期 GDP 成長率は前期比+12.5%、前年同期比▲4.3%)

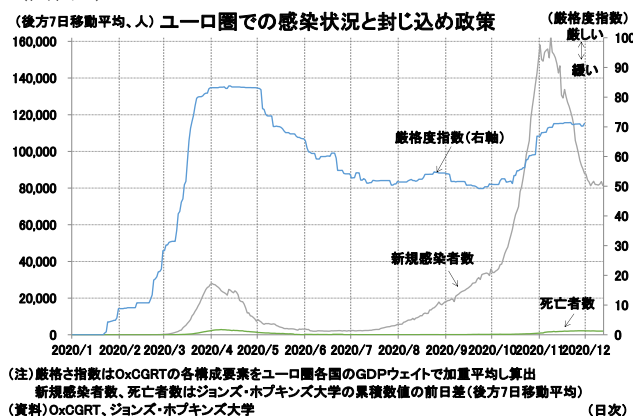
2020 年の欧州経済は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を大きく受けた。

まず、2 月下旬の北イタリアでのクラスター発生から 3 月にかけての欧州各国での爆発的な感染拡大 (第 1 波) によって医療がひっ迫、厳しいロックダウン (都市封鎖) を含む封じ込め政策の実施を余儀なくされた。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、ソーシャルディスタンス (社会的距離) の確保などの感染拡大防止策は引き続き講じる一方、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きた。後述するように 7-9 月期の GDP の回復は予想を上回る力強さを見せた。

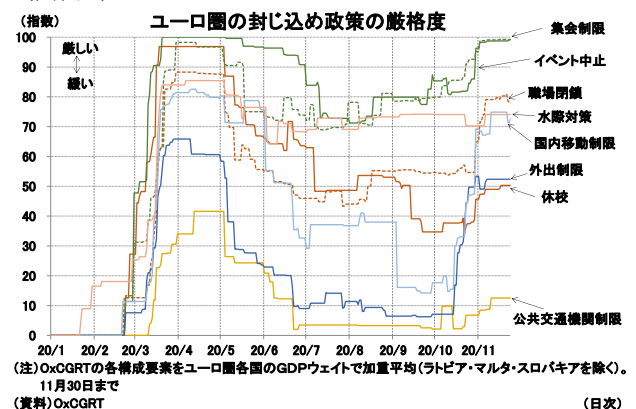
しかしながら、9 月頃から感染が再び拡大 (第 2 波)、新規感染者数が第 1 波を大きく超える規模まで増え、医療崩壊リスクが再び高まったことから、活動制限の再強化 (ロックダウン) による感染拡大を防止せざるを得なくなっている。欧州経済はロックダウンによる経済回復の腰折れという下方リスクが顕在化してしまった状況にある (図表 3・4) ²。

本稿では、まず夏の回復状況と、第 2 波対応を受けた経済の落ち込みについて確認し、来年以降の見通しについて考察していきたい。

(図表 3)



(図表 4)



まず、7-9 月期の状況について四半期データで確認すると、実質 GDP 成長率は前期比で+12.5% (年率換算+60.0%) と反発、コロナ禍前との水準感を比較できる前年同期比でも▲4.3%まで回復した (表紙図表 1)。封じ込め政策が緩和されたことで、4-6 月期の落ち込み (前期比▲11.7%) からの反動増 (ペントアップ需要) の顕在化という要因もあるが、市場予想や ECB など公的機関の予想を大きく上回る数値まで回復、ウィズコロナ下でも域内需要が強いことを示した。

雇用者数は 7-9 月期は前期比で+1.0% (157.5 万人の増加) と 4-6 月期の落ち込み (前期比▲3.0%) から持ち直している。コロナ禍前の 10-12 月期からの変化では▲2.2% (▲361.5 万人) とやや減っているものの、深刻な雇用減少には至っていない。

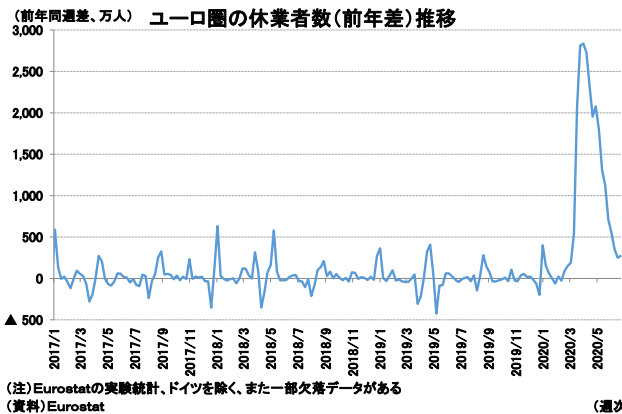
6 月までのデータになるが、休業者の推移を週次で追うと第 1 波のロックダウンによる活動制限で数千万人という単位で急増した休業者は 6 月末にかけて急速に正常化している (図表 5)。政府の雇用維持政策が奏功し、休業者の多数は雇用者として復帰しており、雇用を失って「失業者」や「非

¹ 本稿ではユーロ圏 19 か国を対象とする。

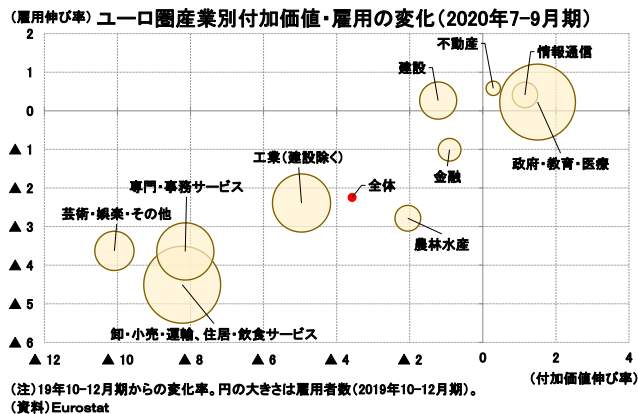
² 封じ込め政策については、オックスフォード COVID-19 政策反応追跡 (OxCGRT: The Oxford COVID-19 Government Response Tracker) による厳格度指数 (Stringency Index) を利用した。ユーロ圏のデータは、ラトビア・マルタ・スロバキアを除く 16 か国の数値を実質 GDP で加重平均して示した。総合的な各種政策の厳しさを数値化した「厳格度指数 (Stringency index)」は図表 4 に示した各種政策と「新型コロナウイルスに関する情報発信」レベルの数値を合成した指数となっている。

労働力人口」となった者はごく一部にとどまったとみられる。

(図表 5)



(図表 6)

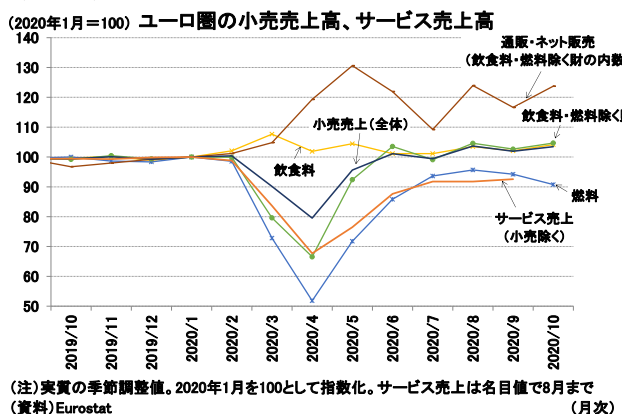


産業別にコロナ禍前との状況を比較すると(図表 6、横軸はGDP(付加価値)・縦軸は雇用)、「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」「芸術、娯楽等」「専門・事務サービス」のGDPや雇用水準がコロナ禍前から大きく低下している一方で、「政府・教育・医療」「不動産」「情報通信」についてはコロナ禍前の水準を回復しており二極化が進んでいることが分かる。

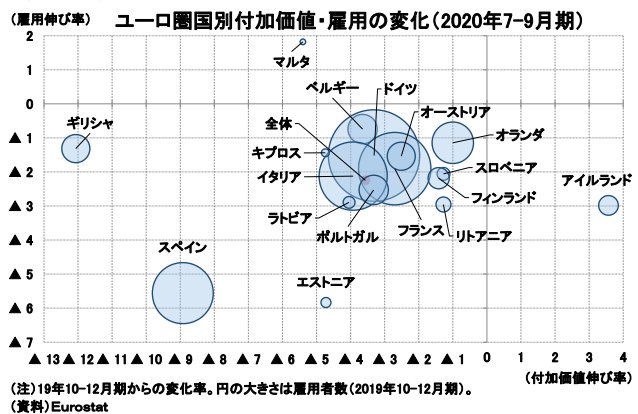
なお「卸・小売、運輸、住居・飲食サービス」のなかでも、小売業は好調と見られる(図表 7)。第1波のロックダウンの期間だけでなく、夏以降もインターネット販売等の購入が活況で高めの売上高を維持できている。一方で、対面サービスが主体となっている「住居・飲食サービス」についてはサービス産業のなかでも水準が低く、また8月に回復が頭打ちするなど、冴えない動きとなっている(後掲図表 12)。

国別の動向を確認すると、スペインの弱さが目立つ(図表 8)。スペインは観光関連産業のGDPや雇用シェアが大きいこともあり、GDPで見ても雇用で見ても落ち込みが他国と比較して深刻な水準にある。

(図表 7)



(図表 8)



(現状： 10-12月期は再びマイナス成長へ)

続いて第2波が拡大した後の状況について確認すると、8月中旬からスペインのマドリードで「夜の街」を営業禁止するなど、感染拡大が目立ちはじめた国によっては地域・時間帯・業種を絞った制限の再導入・強化をしていた。ただし、この時点では、経済活動の維持にも重点が置かれており、行動制限は強くなかった。大きく方針が変わったのは11月に入る頃であり、各地で感染拡大が止まらず、医療崩壊リスクが高まったことで、地域・時間帯・業種が次第に拡大され、全土レベルでの移動制限を課す国も出てきた。

11月にはドイツやフランスでは全土レベルで不要不急の移動制限と飲食店や娯楽施設を中心とした営業停止（飲食店では持ち帰りのみに限定など）の制限を課している。イタリアやスペインでは主に夜の制限が中心となっているが、全土レベルでの制限に強化し、いずれの国においても再ロックダウンに近い状況にある（図表9）。

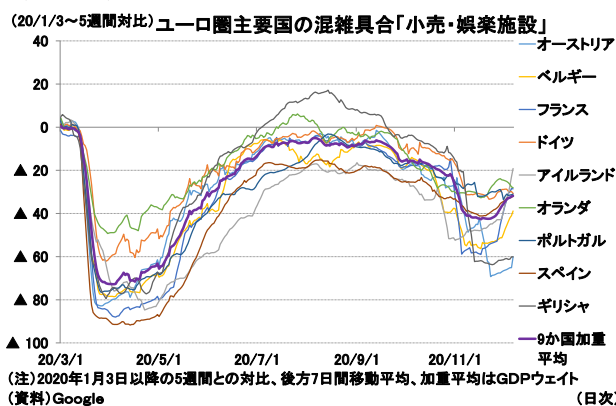
実際、小売店や娯楽施設の混雑具合を見ると、9月以降の混雑状況は頭打ちとなっていたが、再ロックダウンによる行動制限が導入されはじめた11月以降には一段と人出が少なくなっている様子が見られる（図表10）。

（図表9）

ユーロ圏主要国の第二波への対応			
	期間	活動制限内容	支援策
ドイツ	-11/2-翌1/10 (12/16～は再強化)	・不要不急の移動制限、大人集會の禁止 ・12/1以降は私的集まり5人以下に制限 ・飲食店、娯楽施設の営業停止、店舗への入場制限 (12/16～は小売店の営業停止) ・企業活動は継続(可能なテレワーク) ・学校は継続(大学はオンライン、12/16～は原則閉校)	・時短労働者への支援を延長(最長21年12月まで) ・営業停止の企業団体に前年同月の売り上げの75%を新規に支給
フランス	-10/30-12/14 (12/15からは夜間外出制限を予定)	・不要不急の移動制限、大人集會の禁止 ・飲食店、娯楽施設、小売店の営業停止 (11/28からは小売店の営業再開) ・企業活動は継続(可能なテレワーク) ・学校は継続	・営業停止の企業・店舗の売り上げ減を1件あたり月額1万ユーロ補填 ・一時休業制度の適用 ・商店・企業のオンライン化支援
イタリア	-11/6-翌1/15	・夜間外出の禁止(クリスマス期間は自治体間移動を禁止) ・小売店の休日前日の営業停止 ・飲食店の夜間営業停止 (一部地域では、全面的な移動制限や小売店・飲食店営業停止を実施) ・学校は継続(高校はオンライン)	・休業者の給与と支援の申請と支給の期間をともに延長 ・活動停止企業への給付金、税負担軽減
スペイン	-10/25-5/9 (非常事態宣言)	・夜間外出の禁止 ・都市間の移動制限(自治体による) ・商業施設、娯楽施設の収容率制限、夜間営業停止(制限内容は自治体依存)	・休業者の給与と支援の申請と支給の期間をともに延長(21年1月)

(注)12月14日時点
(資料)各種報道より筆者作成

（図表10）

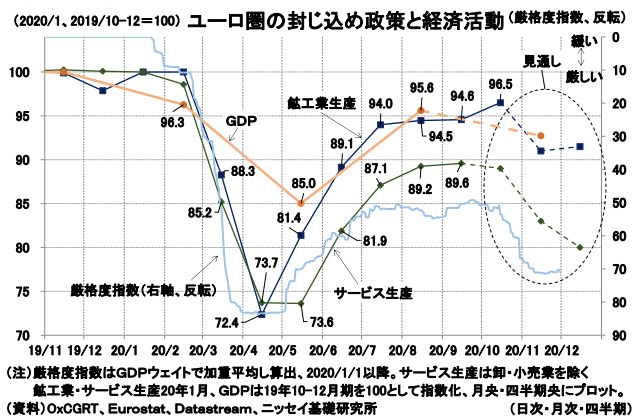


(注)2020年1月3日以降の5週間との対比、後方7日間移動平均、加重平均はGDPウェイト(資料)Google (日次)

そのため10-12月期の成長率は、前期比で再びマイナスに転じる公算が高い（図表11）。

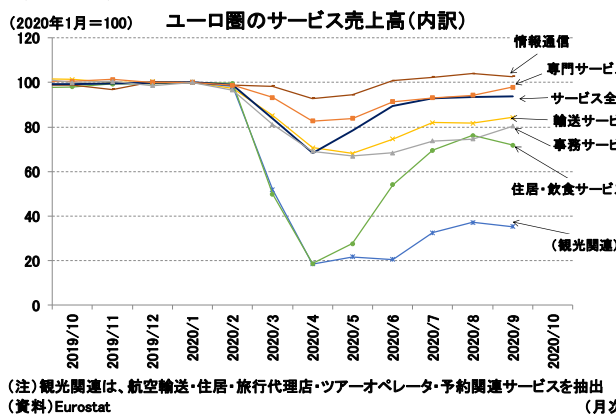
ただし、幅広い業種で活動を停止したことで深刻な落ち込みを記録した第1波のロックダウンと比較すれば、今回のロックダウンでは娯楽施設などの一部サービス産業を除けば、在宅勤務や飲食店でのテイクアウトなどが活用されつつ企業活動の維持がなされていることから、経済全体で見たマイナス幅は限定的になるだろう。

（図表11）



(注)厳格度指数はGDPウェイトで加重平均し算出、2020/1/1以降、サービス生産は卸・小売業を除く
製造業・サービス生産20年1月、GDPは19年10-12月期を100として指数化、月次・四半期尖にプロット。
(資料)OxCGRT, Eurostat, Datastream, ニッセイ基礎研究所 (日次・月次・四半期)

（図表12）



(注)観光関連は、航空輸送・住居・旅行代理店・ツアーオペレータ・予約関連サービスを抽出(資料)Eurostat (月次)

一方、ロックダウンの影響を受けやすい対面サービス産業については12月のクリスマスシーズンが繁忙期であるために活動制限による経済への影響は他の月と比較して大きいと考えられる。フランスなどではクリスマス前後に封じ込め政策を緩和する動きも見られるものの、平時のような活況さは期待できないと見られる。

今回のロックダウンは経済全体で見れば落ち込みは限定的であり、政府もこうした活動制限を課す業種に対しては各種支援策を延長しているため、第1波と同じように失業や倒産の急増は避けられるだろうが、一部の対面サービス産業に関してはさらなる落ち込みが懸念される（図表12）。

Markit 社の景況感指数（PMI）では、こうした状況を反映して、11月の景況感は再び悪化に転じている³。第1波のロックダウンと比較すると、悪化幅が限定的である点や、景況感の悪化がサービス業を中心としたものであるという点に特徴がある（図表13）。

（ 財政：中期予算案はようやく合意へ ）

政府の経済対策を概観すると、欧州委員会がとりまとめているデータ⁴では、財政政策規模はEU全体で約3.7兆ユーロ（EU27か国GDP比26.4%）となっている（図表14）。

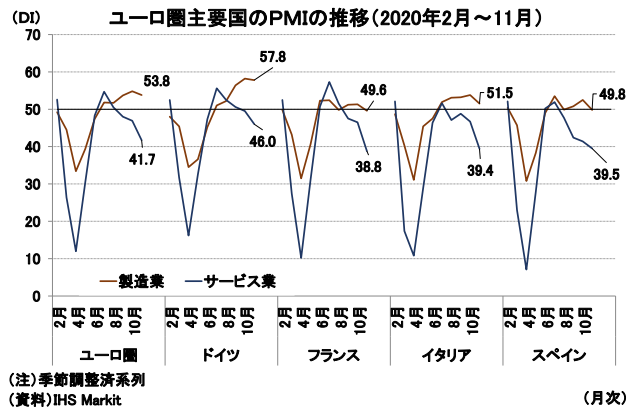
当面の経済対策としては、各国での雇用支援策（時短・休業者への補助金など）や倒産回避策（企業への補助金、融資、資本注入、破産申請義務の免除など）の他、EUとしての政策パッケージ（5400億ユーロ）⁵があり、特にSURE（雇用支援プログラム）は1000億ユーロのうち、11月13日時点で18加盟国、903億ユーロの利用が見込まれるなど活用が進んでいる。また、SUREの財源はソーシャルボンド（社会貢献債）としてすでにサステナブルファイナンス市場から調達しており⁶、ESG（環境、社会、企業統治）債の発行体としてのEUの存在感を増す要因にもなっている。

中長期の経済支援策としては、7月のEU首脳会議（欧州理事会）で復興基金（「次世代EU」）の設立が合意された。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1.8兆ユーロ（2018年価格、GDP比13.3%）の規模となる（図表14）。

なお、中期予算の成立にあたっては、欧州議会が「法の支配」を順守していない場合に資金拠出を削減・停止するという具体的な条件を提示⁷、これにハンガリーとポーランドが反対したため、稼働の遅延が懸念されていた。

しかし、最終的には議長国のドイツが主導し、12月に妥協案で合意に至ったことで、基金の稼働遅延という最悪の事態は回避されている。復興基金により、コロナ禍による経済への被害が大きく

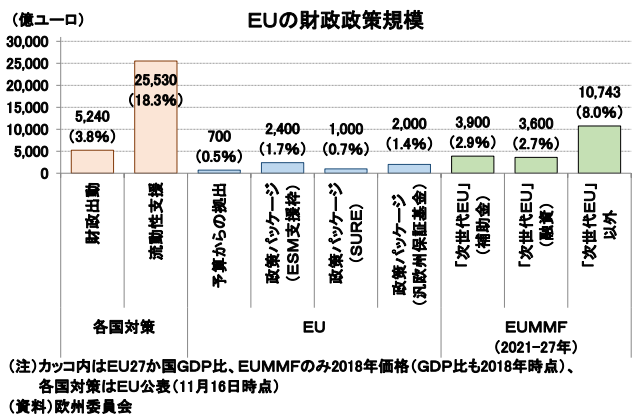
（図表13）



(注)季節調整済系列
(資料)IHS Markit

(月次)

（図表14）



(注)カッコ内はEU27か国GDP比、EUMMFのみ2018年価格(GDP比も2018年時点)、各国対策はEU公表(11月16日時点)
(資料)欧州委員会

³ 景況感調査は方向性を示すいわゆるDI (diffusion index) で示される。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) という回答を集計している。Markit 社の調査 (PMI) は、前月と比較した調査月の景況感を集計しており、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 (回答者によっては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点に注意が必要)。

⁴ 2020年11月時点

⁵ ①医療分野支援 (欧州安定メカニズム (ESM: European Stability Mechanism) を活用した、医療・治療などに使途を限定した融資枠、2400億)、②雇用支援 (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、1000億)、③資金繰り支援 (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、2000億) の3本柱からなる。

⁶ 10月21日に170億ユーロ、11月10日に140億ユーロ、11月25日に85億ユーロのSURE債を発行済み。

⁷ 欧州委員会が、法の支配の原則に対する違反により、EU財政管理に影響を及ぼすリスクがあると認定した場合、(反論や是正の機会を与えた上で)、当該国に対する資金支払の削減・停止などを欧州理事会に提案でき、欧州理事会は提案を修正するなどしたうえで特定多数決 (加盟国数の55%、人口比65%以上の賛成) により採択できる。

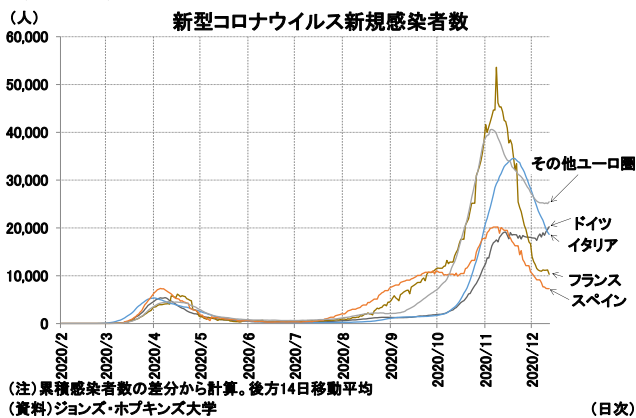
また財政余力の小さい南欧諸国に手厚い補助金が支給され、ユーロ圏の均一な成長を支援することが期待される。

2. 欧州経済の見通し

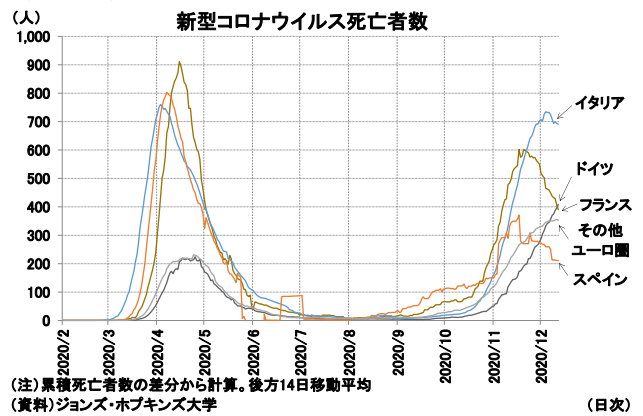
(見通し： 来年以降は慎重に経済再開へ)

来年以降の先行きについて考えると、再度のロックダウンに伴って新型コロナウイルスの新規感染者数がピークアウトしている国なども見られるが（図表 15・16）、総じて死者数がまだ高い水準にあるなど医療ひっ迫の状況は続いているとみられ、しばらくはやや強めの封じ込め政策が続く可能性が高い。

(図表 15)



(図表 16)



その後は、再び段階的に経済活動の再開を目指すと考えられるが、今回の第2波により、感染拡大によるロックダウン・経済停止といった下方リスクが再認識されたことから、これまで以上に慎重な経済活動の再開となるだろう。基本的には、夏のように経済活動の維持と感染拡大防止の両立を目指すと考えられるが、マスク着用やソーシャルディスタンス確保の徹底など、やや感染拡大防止に重点が置かれると考えている。

一方、11月に欧米の製薬各社がワクチンの治験結果を公表し、高い有効性が見られるとしたことで、ワクチンの実用化・普及への期待が高まっている。欧州でもワクチンの確保・接種に向けて対応を急いでおり、来年以降は順次ワクチンが普及することが感染拡大抑制の一助になる可能性が高い。ただし、欧州の人口（EU27か国で約4.5億人、ユーロ圏19か国で約3.4億人）の多くが接種できるようになるまでには時間がかかり、少なくとも来年については、マスクの着用やソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保を中心とした感染防止策がメインとなるだろう。コロナ禍前のように感染防止策を徹底しなくても良い状況に戻っていくのは、22年以降になると予想している。

こうした状況を踏まえて、個人消費は来年前半は感染防止策のためやや低迷、その後ゆっくりと回復していくという経路を辿ると予想する。ただし来年後半以降もコロナ禍の影響によって生じた失業者の増加や所得の伸び悩みなどから、個人消費の伸び率は弱くなるだろう。失業率については、雇用維持政策の効果もあって急上昇は回避されているが、成長率の鈍化にやや遅れる形で、21年後半にかけて9%台後半まで上昇すると見ている。

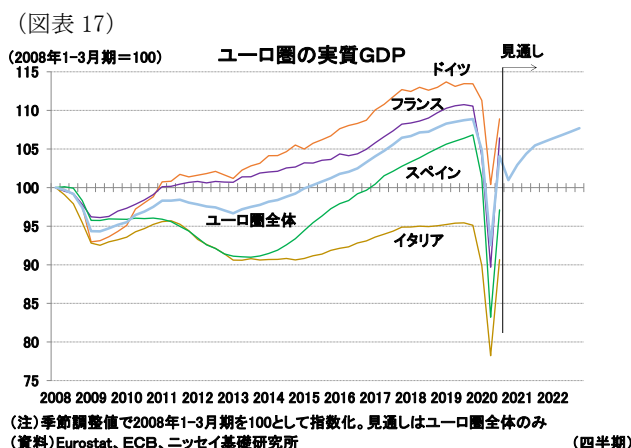
一方、投資については企業収益の悪化が民間投資の重しとなる一方で、引き続き緩和的な金融環

境が継続する見込みであること、復興基金が稼働しはじめることが成長を後押しするだろう。欧州委員会が実施している景況感調査（投資計画調査）でも、21年の投資計画はプラスを維持していることから、来年以降は2050年温室効果ガス実質ゼロに向けた取り組みの強化やデジタル化の推進に合わせて官民の設備投資が展開され、投資が成長のけん引役となると見ている。

財政についても異例の大規模支出を行った今年には及ばないものの、ユーロ圏全体で引き続き拡張的な支出が継続され、家計・企業を下支えするだろう。各国の財政出動余力には差があるものの、ECBの一連の金融緩和策とEUによる政策パッケージ、復興基金がこうした財政出動余地を埋める役割を担うだろう。

海外環境については、コロナ禍をいち早く乗り越えて好調な中国に対する貿易の回復は早いペースで進むだろう。ただし、主要貿易相手国であるEU（非ユーロ圏）については、ユーロ圏と歩調を合わせた回復になると見込まれることから、回復のけん引役としての輸出には多くを期待できないだろう。

実質GDP伸び率全体で見ると、来年前半は強めの封じ込め政策の影響のために低迷が続くものの、来年後半からは財政支援の効果と投資拡大により回復していくと見ている。ただし、ユーロ圏は観光産業などコロナ禍の影響を受けやすい観光関連産業のシェアが大きいこともあって、全体の回復ペースは全体で見ればゆっくりとなるだろう。実質GDP水準がコロナ禍前の元的水準に戻るまでには、数年を要すると見ている（図表17）。



先行きのリスクについては、新型コロナウイルスに関する不確実性が引き続き高い状況にある。

新型コロナウイルスの収束に関しては予測期間の後半にかけて収束に向かい、現在の再ロックダウンより強い行動制限に踏み切ることはないと想定するが、欧州ではすでに第2波の到来と再ロックダウンという下方リスクが顕在化したことからわかるように、来年の経済活動の再開後に同じ状況に陥る可能性は否定できない。ワクチンの普及ペースや効果が期待ほどではなく、ウィズコロナの状況が長期化する可能性も考えられる。

ウイルスの不確実性以外の下方リスクとして、欧州の場合、国による復興ペース格差にも注意したい。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⁸、復興格差の拡大が続けば信用危機などが発生するリスクもある。

なお、政治では21年にドイツのメルケル首相が任期満了となる予定である。有力な後任が不在のなか、メルケル首相は特に今年後半はEU議長国としてグリーンや復興基金といった課題でリーダーシップを発揮しEUを結束させてきただけに、来年の政治動向にも留意したい。

その一方で楽観シナリオとして、効果的なワクチンの早期普及によりウイルス収束のペースが加速することへの期待値もこれまで以上に高まっている。早期のウイルス収束は観光関連産業を中心とした産業復興の迅速化につながり、その結果、ユーロ圏の失業・倒産の増加や格差拡大を防ぐことができるだろう。

⁸ 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 18)。

- ・足もとの再ロックダウンにより経済活動は再び停止、10-12月期の成長率はマイナスとなる。
 - －7-9月期の水準が高いこともあり10-12月期は前期比年率▲11.5%と2桁のマイナスとなる。
- ・21年1-3月期以降は経済再開に向かい、投資をけん引役に成長するものの回復力は弱い。
 - －21年後半にかけてワクチンが普及するが、21年中は引き続き感染防止策も講じられる。
 - －再ロックダウンにより下方リスクが意識されたことで経済活動の再開は慎重に行われ、これまで以上に感染防止策が徹底されることで回復ペースはゆっくりとなる。
 - －20年暦年の成長率は▲7.3%に下落した後、21年は4.0%の回復にとどまる。
 - －失業率は21年半ばにかけて9%台後半まで上昇する。
- ・先行きの不確実性は依然として高く、今後もロックダウンなどの下方リスクを抱える。一方で、ワクチン普及への期待感などの上方リスクもこれまでより高まっている。

(図表 18)

		2019年		2020年		2021年		2022年												
		実績	予測	実績	予測	予測	予測	実績	予測											
実質GDP	前年同期比、%	1.3	▲7.3	4.0	2.2	1-3月期 実績	▲3.2	▲14.7	▲4.3	▲7.3	1-3月期 予測	▲1.8	12.8	1.3	4.9	1-3月期 予測	3.3	2.3	1.7	1.7
	前期比年率、%	1.3	▲7.3	4.0	2.2	4-6月期 実績	▲14.1	▲39.2	60.0	▲11.5	7-9月期 実績	8.1	5.7	4.3	1.7	10-12月期 実績	1.7	1.7	1.7	1.7
内需	前年同期比寄与度	1.82	▲6.63	3.89	2.33	10-12月期 実績	▲1.56	▲13.70	▲3.99	▲7.13	1-3月期 予測	▲2.15	11.44	2.23	4.95	1-3月期 予測	3.39	2.40	1.77	1.76
	民間最終消費支出	前年同期比、%	1.3	▲8.7	4.1	2.4	4-6月期 実績	▲3.9	▲16.0	▲4.6	▲10.6	7-9月期 実績	▲3.2	12.5	0.8	7.6	10-12月期 実績	4.4	2.8	1.1
総固定資本形成	前年同期比、%	5.8	▲8.7	4.9	4.6	10-12月期 実績	1.1	▲20.5	▲4.7	▲9.9	1-3月期 予測	▲3.3	16.4	3.8	4.6	1-3月期 予測	4.7	4.6	4.6	4.6
	前年同期比寄与度	▲0.53	▲0.62	0.16	▲0.08	4-6月期 実績	▲1.62	▲1.01	▲0.27	▲0.09	7-9月期 実績	0.43	1.34	▲0.96	▲0.05	10-12月期 実績	▲0.08	▲0.08	▲0.09	▲0.09
外需	前年同期比寄与度					10-12月期 実績					1-3月期 予測					1-3月期 予測				
消費者物価 (HICP)	前年比、%	1.2	0.3	1.1	1.3	4-6月期 実績	1.1	0.2	▲0.0	▲0.1	7-9月期 実績	0.4	1.2	1.4	1.4	10-12月期 実績	1.3	1.3	1.3	1.4
失業率	平均、%	7.6	8.1	9.5	9.4	10-12月期 実績	7.3	7.6	8.6	8.8	1-3月期 予測	9.2	9.6	9.6	9.5	1-3月期 予測	9.5	9.4	9.4	9.3
ECB市場介入金利	期末、%	0.00	0.00	0.00	0.00	10-12月期 実績	0.00	0.00	0.00	0.00	1-3月期 予測	0.00	0.00	0.00	0.00	1-3月期 予測	0.00	0.00	0.00	0.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲0.2	▲0.5	▲0.5	▲0.4	10-12月期 実績	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲0.6	1-3月期 予測	▲0.6	▲0.5	▲0.5	▲0.5	1-3月期 予測	▲0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.12	1.14	1.19	1.18	10-12月期 実績	1.10	1.10	1.17	1.19	1-3月期 予測	1.20	1.19	1.19	1.19	1-3月期 予測	1.19	1.18	1.18	1.18
対円為替相場	平均、円	122	122	126	127	10-12月期 実績	120	119	124	124	1-3月期 予測	125	125	126	126	1-3月期 予測	127	126	127	127

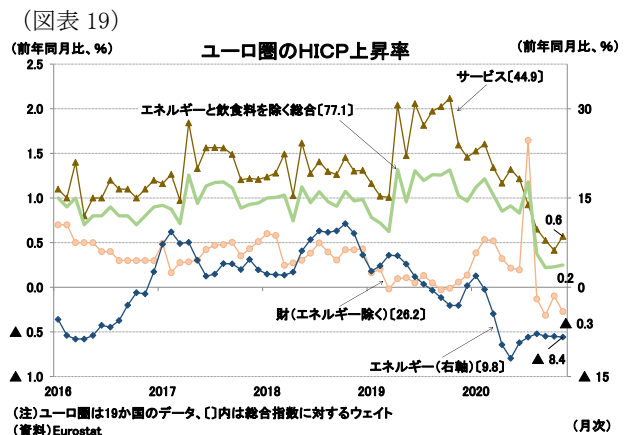
(資料) Eurostat, Datastream, ニッセイ基礎研究所

3. 物価・金融政策・長期金利の見通し

(見通し : 物価は低インフレが長期化)

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⁹や、ユーロ高による輸入物価低下圧力なども加わって、8月から11月まで4か月連続で前年同月比マイナス圏で推移している。コア物価も0%台での低い伸び率となっており、最近の動きからはVATやユーロ高といった要因だけでなく、需要低迷によるインフレ圧力の低下が強まっていることがうかがえる。

先行きについては、原油価格の持ち直しやVATの引き下げ終了がインフレ率の上昇に寄与するだろう。一方で、需要低迷によるインフレ圧力の低下については、経済回復ペースがゆっくりであるため、力強い上昇は見られないと予



⁹ 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。

想する。H I C P 上昇率は 21 年後半には 1% 台半ばまでは上昇するものの、22 年末までの予測期間にわたって E C B 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。暦年での伸び率は 20 年で 0.3%、21 年で 1.1%、21 年で 1.3% を予想している（図表 19、表紙図表 2）。

（見通し：金融政策は引き続き緩和的、長期金利は低位安定）

E C B はコロナ禍の拡大を受け、3 月以降に大規模な流動性供給と量的緩和・信用緩和手段を実施、その後も順次金融緩和を拡充してきた。

具体的にはコロナ対策に特化し、柔軟性に優れた¹⁰ P E P P（パンデミック緊急購入プログラム）および、金利を優遇した貸出条件付資金供給オペ（T L T R O III）を主軸として資産購入策・流動性供給策を実施している（図表 20・21）。

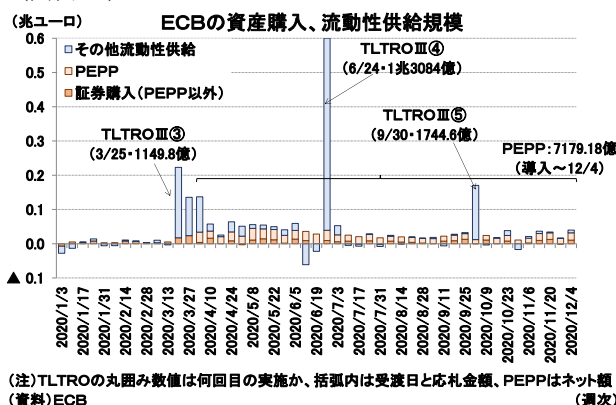
こうした金融緩和措置は、導入当初は「パンデミック緊急」の名称通り、一時的である点が強調されてきたが、パンデミックは長期化しており現時点では沈静化が見えず、インフレ率もマイナス圏で目標（2% に近いがやや下回る水準）から相当低い状況にあることから、12 月 10 日の政策理事会では P E P P や T L T R O III を

中心に金融緩和のさらなる拡充を決定した。P E P P では総額 1.85 兆ユーロの資産購入を少なくとも 22 年 3 月まで実施、T L T R O III では最大 2 年間にわたって▲1% の優遇金利を受けられる流動性供給策を 21 年 12 月まで実施する（貸出期間は 3 年間）。

そのため、各国での大規模な財政出動を受けて国債の発行額も増加しているが、E C B の積極的な資産購入によって長期金利は予測期間中は低位で安定して推移すると予想している。また、予測期間中はインフレ率が目標を大きく下回ることから、量的緩和が今後も継続されるだろう。域内や米国における景気回復を受けて金利には上昇圧力が強まるものの、そのペースはゆっくりでドイツ 10 年債金利は 20 年および 21 年は平均で▲0.5%、22 年も平均▲0.4% での推移を想定している（表紙図表 2）。

なお、来年は「戦略見直し（strategy review）」が予定されている¹¹。米国ではすでに 8 月に戦略が見直され、F O M C で「長期目標と金融政策戦略」の修正と物価に対する「平均 2%」の目標が導入されている。E C B の「戦略見直し」では、現在の政策目標に対する適格性のほか、気候変動問題に対する中央銀行の役割について明示される予定である。特に気候変動に対する中央銀行の役割については、各国中央銀行のなかでも E C B が先行するが、政策理事会内でも見解の相違があるため、今後、どのような議論がなされ妥協点を見出すのかが注目される。

（図表 20）



¹⁰ 例えば、P E P P 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、E C B 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。

¹¹ E C B 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。

(図表 21)

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	2022年6月までの適格担保拡大(2020/4/7、2020/12/10に期間延長) -ACC(追加信用債)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信用条件の緩和 -担保評価のヘアカット率を一律20%削減 2022年6月までの最低信用条件緩和(2020/4/22、2020/12/10に期間延長) -2020/4/7時点で適格(BB+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 -待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 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 適格担保要件の緩和を延長(2021年9月→2022年6月)(2020/12/10)
	LTRO (長期リファイナンス・オペ)	・月1回、適用金利:MRO金利 ・コロナ対応として2020年3月18日から6月10日まで連1回追加実施(BLTRO、済) ・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(全額割当) ・貸出金利は預金ファシリティ金利(=現在▲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2021年12月16日まで11回実施 ・2020年12月3日までのオペは貸出期間は、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) ・2021年の追加オペは3か月おきに実施、貸出期間は12か月~13か月程度 ・貸出上限なし(全額割当) ・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 実施回数追加(20年12月8日まで7回→21年12月16日まで11回)(2020/12/10)
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 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~) 年末までの購入総額(2020/3/12) →2020年末で終了 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券も購入(2020/9/22)
	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12月まで10回実施 ・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2022年6月23日までは上記金利に▲0.50%したものの平均 (また償還金利の場合は、平均が▲1%を超える場合▲1%を適用) -償還金利の適用条件(21/6/24-22/6/23の期間は①で判定、それ以外は②のいずれか) ①2020年10月1日から2021年12月31日の貸付額が基準対比0%以上 ②(7回目オペまで対象)2020年3月1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 ・貸出上限は2019年2月末の基準拠高に対し、各入札の上限なし、累計55% ・早期返済は、貸付1年後から可能(2021年8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%→総額、累計30→50%) (2020/3/12) 早期返済可能満期を前倒し(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 実施期間の延長(21年3月24日まで→21年12月)(2020/12/10) 金利引き下げの適用期間の延長(21年6月23日まで→22年6月23日まで) 貸出上限の引き上げ(50→55%) (2020/12/10)
	PEPP (パンデミック緊急購入プログラム)	・1兆8500億ユーロ(少なくとも2022年3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 -PEPP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 ・元本償還部分は少なくとも2023年末まで再投資 ・SDGe達成と利率が変動する債券も購入(2021/1~) 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) 2021年1月からSDGe達成と利率が変動する債券を担保として受け入れ(2020/9/22) 規模拡大(1兆3500億→1兆8500億ユーロ)(2020/12/10) 期間延長(少なくとも2021年6月末→少なくとも2021年3月末)(2020/12/10) 再投資期間を延長(少なくとも2022年末→少なくとも2023年末)(2020/12/10)

(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。