

経済ウォッチ

2020年7月14日～7月27日

2020.07.27 発行

フォーカス

デジタル経済が招く格差拡大

所得格差拡大は世界経済にとって古くて新しい課題である。とりわけ、経済のグローバル化が進展した1990年代以降、議論が活発化してきたように思うが、最近では経済のデジタル化の影響を懸念する論者が増えている。

ここまでの格差拡大には様々な要因が働いている。まずは、グローバル化の進展に伴い、特に先進国では新興国への工場移転が進み、非熟練労働者に依存する産業が減少した。また、ピケティの議論($r > g$)にあるとおり、元々資本所有者に富が集まりやすい傾向があるのに対し、近年では、ストックオプション等の活用で天文学的な報酬を受け取る経営トップが増えるなど、金融技術の発達が一歩をかけた。

労組の役割の後退も挙げられる。長い目で見れば、ソ連の崩壊にみられるとおり、社会(共産)主義対民主主義というイデオロギー対立が弱まったことが労組の思想面でのエネルギーを削いだ。また、多くの先進国で経済の成熟化が進み、経済成長率が低下する中、企業の持続可能性を重視する姿勢が目立つようになってきた。労組の組織率も多くの先進国で低下、伝統的に労組が強い印象があるドイツでも、1995年の29.2%から2018年には16.5%まで約半分になった。加えて、1970年代のケインズ経済学の衰退に伴い、小さな政府を目指す経済思想が優勢となったことが再分配政策の縮小に繋がった。日本を含む多くの国で、かつて70%を超えていた所得税の最高税率は、軒並み40%前後にまで低下している。

こうした状況下で、今後さらなる格差拡大要因として多くが懸念しているのがデジタル経済の進展である。低～中スキル労働者がITにより代替される反面、IT技術を備えた高スキル労働者のみ需要が増える傾向はすでに見られる。GAFAsのように、勝者総取りを可能にするプラットフォームビジネスが発展したのも格差拡大を助長している可能性がある。もっとも、デジタル経済化がマクロ的な所得格差に与える影響については意見が分かれている。生産性の上昇と、IT分野における新産業の発展が所得全体の底上げにつながるの見方も有力で、デジタル化の影響を過度に悲観視する向きは、しばしば「現代版ラッダイト運動」と揶揄される。確かに、文明が進歩した結果、世の中が失業者で溢れかえると考えるのはおかしな話だが、平均所得が上昇する中でも格差拡大が進むリスクは過小評価すべきではないとも思う。

すでに、世界中では様々な問題が生じている。多くの国では移民や貿易がスケープゴートにされ、グローバリズムのトン挫と成長率の低下を招くリスクに直面している。既存政党への不満蓄積と、ポピュリズム政党のさらなる躍進が、政治の劣化と経済劣化の負のスパイラルを招く懸念もある。社会階層が世代を超えて固定化され、格差が身分へと変われば、社会が著しく不安定化するが、そうした傾向も複数の国で現れている。コミュニティの衰退、スラムの出現、過激なデモ・暴動の増加、犯罪の増加、薬物の蔓延、健康状態の悪化、平均寿命の低下等、格差拡大の害悪を挙げればきりが無い。

日本ではまず、デジタル経済下での各家庭の公平性確保を重視した政策を推進すべきかもしれない。今後は、家庭に通信環境が整備されていることが経済活動に参加するための最低条件になるためである。将来的には、累進課税や資産課税の強化、ベーシックインカム(BI)等を検討する国が増える可能性もあろう。(7月27日 小玉)

目次

レポート名	執筆者	ページ
フォーカス デジタル経済が招く格差拡大	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P1
日銀はしばらく様子見か	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P3~P7
輸出の下げ止まりを示した6月貿易統計	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P8~P11
給付金が押し上げた6月CPI	チーフエコノミスト 小玉 祐一	P12~P14
米住宅投資は緩やかな回復を予想	シニアエコノミスト 大広 泰三	P15~P16
様子見へ転じるECB、歴史的な合意となった復興基金	エコノミスト 西山 周作	P17~P20

日銀はしばらく様子見か

要約

7月14,15日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。景気の現状判断も、6月の「きわめて厳しい状態にある」がすえ置かれたが、上方修正バイアスがかかっており、黒田総裁も会合後の定例会見で、「回復の様々な兆候がみられており、ある意味ではかなり急速な回復のようにみえる」としている。感染第二波の動向には注意が必要だが、特別定額給付金の効果やペントアップディマンドの顕在化に伴い、日本経済はリバウンド局面に入っていることから、日銀もしばらくは様子見か。ただ、冬までにはこうした効果は一巡の可能性が高く、政府の第三次補正予算編成のタイミングと合わせ、日銀も追加金融緩和策を検討する可能性がある。現時点では時期、内容とも不透明感が強いが、引き続き企業金融周りの強化策が中心となろう。(7月17日発行)

(チーフエコノミスト 小玉 祐一)

本文

2 会合連続で無風

7月14,15日に開催された日銀金融政策決定会合では、大方の予想通り金融政策はすえ置かれた。定例会合では、3,4月と2会合連続の追加緩和が実施された後、これで6,7月と2会合連続での据え置きとなる。黒田総裁は会合後の定例会見で、「企業の資金繰りには依然ストレスが加わっていますが、外部資金の調達環境は緩和的な状態が維持されています。金融機関の貸出態度は緩和的であり、CP・社債の発行環境も一時的に拡大していた発行スプレッドが縮小するなど、良好な状態にあります」と、これまでの政策が効果を挙げているとの認識を示している。経済活動が再開されたことで、企業、家計の経済活動は徐々に正常化に向かっているが、先行きの見通しについては、「経済活動が再開していくもとの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果にも支えられて、本年後半から徐々に改善していくとみられます」と述べており、しばらくはこうした見通しの蓋然性を見極めるスタンスとみられる。

景気の現状判断は、6月の「きわめて厳しい状態にある」がすえ置かれた(図表1)。今年に入ってから定例会合の現状判断は、1月の「基調としては緩やかに拡大している」から、「このところ弱い動きとなっている(3月)」→「厳しさを増している(4月)」→「きわめて厳しい状態にある(6月)」と、3回連続で下方修正されており、1月以来の判断すえ置きとなる。小職はむしろ上方修正を見込んでいたが、景気判断の前段では、「経済活動は徐々に再開しているが」と、上方修正バイアスのかかった修飾も追加されている。黒田総裁も「既に足元で回復の様々な兆候がみられており、ある意味ではかなり急速な回復のようにみえます」と、水準は厳しくても、方向性としては上向いていることを認めている。すでに、内閣府の6月の月例経済報告では景気判断が2年5ヵ月ぶりに上方修正されているが、今後、経済活動再開後の経済指標が続々と発表されることから、データ上でもはっきり確認できれば、次回9月の会合で上方修正されることになろう。

(図表1) 金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	

17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3会合ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	
18年12月20日	緩やかに拡大している	→	
19年1月23日	緩やかに拡大している	→	
19年3月15日	緩やかに拡大している	→	
19年4月25日	基調としては緩やかに拡大している	↓	16年3月以来の小幅下方修正
19年6月20日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年7月30日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年9月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年10月31日	基調としては緩やかに拡大している	→	
19年12月19日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年1月21日	基調としては緩やかに拡大している	→	
20年3月16日	このところ弱い動きとなっている	↓	7会合(11ヵ月)ぶりの下方修正
20年4月27日	厳しさを増している	↓	2会合(2ヵ月)連続の下方修正
20年6月16日	きわめて厳しい状態にある	↓	3会合連続の下方修正
20年7月15日	きわめて厳しい状態にある	→	

(出所) 日銀

個別項目の判断は上方修正も

個別項目別の判断をみると、内需の両輪である設備投資と個人消費は上方修正されている。海外経済、輸出、鉱工業生産については、6月の厳しい認識が維持された。ただ、海外経済については「持ち直しに向かう動きもみられるが」との一言も入っている。一方、雇用・所得環境は微修正だが下方修正、予想物価上昇率も下方修正されている(図表2)。

黒田総裁は会見で、上方修正した個人消費について「**個人消費は飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少してきましたが、足許では持ち直しの動きがみられています**」と述べている。ただ、「今は底を打って、ぐっと戻っているところですのでスピードも速いですが、その調子でずっといくというほど楽観しているわけではなく、その後の戻り、回復は、**緩やかなものになるとみています**」と、中期的には緩慢な回復にとどまるとの見通しも示している。

設備投資については、「**設備投資は比較的しっかりしてる**」との見解だが、最近の設備投資関連統計はやや出来過ぎの感も強く、この点、7月27日に財務省から発表される法人企業統計には要注目である。6月1日に発表された1-3月期の法人企業統計は、緊急事態宣言の発令によって調査票の回収率が低下したため、「速報値」と位置づけられており、今回は「**確報値**」が発表の運びとなる。速報値の段階では、新型コロナウイルスの影響を大きく受けた企業ほど、調査票の提出が遅れた可能性が高いことから、今回の確報値は下方修正される可能性が残る。

たとえ1-3月期が堅調だったとしても、緊急事態宣言前の経済活動であり、4-6月期以降もなお予断を許さない。6月短観における2020年度の設備投資計画は底堅かったが、2019年度の設備投資の実績が3月の実績見込みから大きく下方修正されており、結局は2019年度の計画が先送りされたに過ぎない可能性もある。業績見通しの公表を見送る企業が相次いでいるように、先行きの不確実性がきわめて高い状況は続いており、今後時間とともに

厳しい業績実態が明らかになれば、さらなる設備投資計画の下方修正が進むリスクは残る。

(図表2) 個別項目の判断

項目	6月決定会合	7月決定会合	方向性
海外経済	大きく落ち込んだ状態にある	大きく落ち込んだ状態にある	→
輸出	大幅に減少している	大幅に減少している	→
鉱工業生産	大幅に減少している	大幅に減少している	→
設備投資	増勢の鈍化が明確となっている	横ばい圏内の動きとなっている	↑
雇用・所得環境	弱めの動きがみられている	弱い動きがみられている	↘
個人消費	飲食・宿泊等のサービスを中心に大幅に減少している	足もとでは、持ち直しの動きがみられる	↑
住宅投資	緩やかに減少している	緩やかに減少している	→
公共投資	緩やかに増加している	緩やかに増加している	→
金融環境	企業金融面で緩和度合いが低下している	企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている	→
予想物価上昇率	弱めの指標がみられている	弱含んでいる	↓

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

展望レポートではピンポイントの見通しが復活

前回4月の、展望レポートでは、先行きの不確実性の強さに鑑み、各政策委員の大勢見通しの中央値は発表せず、レンジで大勢見通しを示すという異例の方式がとられたが、今回は2会合ぶりに中央値が復活した。

前回4月は大勢見通しのレンジの定義も通常時とは異なっていた。具体的には、政策委員が最大1.0%ポイントのレンジの範囲内で見通し(上限値・下限値の2つの値)を作成、「大勢見通し」は、9名の政策委員の見通し値(上限値・下限値)

のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除くというものだった。今回は上下1個ずつを除く通常の大勢見通しに戻った。

定義が違うため、4月との見通しの相違が比較しにくくなっているが、実質GDPの見通しについて黒田総裁は、「2020年度は、前回出した幅よりも若干下の方にいつている面があります。—中略—2021年度あるいは2022年度については、前回の見通しの範囲よりも少し上の方にきています。従って、2020年度、2021年度、2022年度の全体としては、前回の見通しの範囲内に収まっているとみています」と説明している。また、今回初めて示された2022年度の中央値は1.5%となった。

日銀は足元の日本の潜在成長率を0.13%と試算しており、需給ギャップもプラスとしているので、本来ならインフレ圧力につながってもおかしくない成長率だが、2022年度のCPIの見通しは0.7%で、黒田総裁の任期満了まで物価目標の達成は実現できないとの見通しは変わらない。記者からは「10年やってできない目標というのは、目

(図表3) 展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値、4月のみレンジ)

	前年比(%)	20年1月展望レポート	20年4月展望レポート(大勢見通しのレンジ)	20年7月展望レポート	20年7月展望レポート(当社予想)
2020年度	実質GDP	0.9	▲5.0~▲3.0	▲4.7	▲4.0
	コアCPI	0.9	▲0.8~▲0.4	▲0.6	▲0.5
2021年度	実質GDP	1.1	2.8~3.9	3.3	3.0
	コアCPI	1.4	0.0~0.7	0.3	0.5
2022年度	実質GDP	—	0.8~1.6	1.5	1.0
	コアCPI	—	0.4~1.0	0.7	0.8

※4月は中央値を発表せず

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所) 日本銀行より明治安田総研作成

標そのものが間違っているか、手段が間違っているかどうか」との厳しい質問も飛び出したが、黒田総裁は「**目標も適切ですし、手段も適切であると思っていますが、様々な事情、状況によってこういう事態が続いています。ちなみに、多くの先進国でも2%の目標を維持していますが、達成されていない状況が長らく続いているということ**は事実です」と反論している。

ただ、「2年で2%」にこだわっていた当時と比べれば、日銀の中でも2%の位置づけは徐々に後退しつつあるのが現実である。そもそも、2%の早期達成が至上命題なのであれば、金融緩和をどんどん追加し続けなければならない。2%という目標を維持しなければならないのは、今さら振り上げたこぶしを振り下ろすことはできないという理由の他に、他の主要国よりも目標水準を下げると、購買力平価上、円高容認になってしまうという理由があるためだが、「海外の中央銀行とともに見直すということを検討する可能性はありませんか」との追加質問に対しても、黒田総裁は「**全くありません**」と答えている。実際、FRBもECBもいまだに物価目標へのこだわりは強く、FRBは一時的に2%を上回る上昇率を容認する政策の採用を検討しているくらいである。今後は、中長期的な目標として、いわば神棚に祭り上げたような扱いになっていくのではないかと。短期的な金融政策のかじ取りとはすでに切り離されつつある。

今後の見通しは、日銀自身が強調しているように新型コロナウイルス感染症の動向に大きく左右される。日銀は展望レポートで「上記の見通しは、大規模な感染症の第二波が生じないことに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されることなどを前提としている」と述べている。大事な部分がすべて予測ではなく前提になっているあたり、先行きの見通しの不確実性を如実に示している。

当面はすえ置きか

冒頭で述べた通り、日銀はしばらくは様子見スタンスとみられる。新型コロナ対応特別オペ（5月に決定した「新たな資金供給手段」含む）は、民間銀行にとっては日銀から金利ゼロ%で借り入れることができるうえ、利用残高に相当する日銀当座預金にプラス0.1%の付利が付くという、事実上の日銀マイナス金利貸し出しでありメリットが大きい。CP・社債の買い入れ額も、市場規模対比では十分すぎるほどの規模に達しており、企業金融という枠組みの中では、すでに十分バズーカと言える規模になっている。経済活動の抑制下では、企業の存続が最重要課題であり、ここまで企業金融支援を大幅に強化してきた日銀の路線は評価できる。

東京における新型コロナウイルス感染症の感染者数が再び増加傾向にあるなど、日本経済の先行きは引き続き不確実性の高い状況下にあるが、今のところ、経済活動は正常化への流れが続いており、こうした中で、政府のコロナ対策が予想以上に大きな景気押し上げ効果を持つ可能性が出てきている。特別定額給付金が勤労者世帯の実収入を大きく押し上げている姿が示されており、当面東京は除外されることになったものの、GO TOキャンペーンの後押しもあって当面はリバウンド局面が続くと考えられる。

結果として、7-9月期の個人消費はかなり高い伸びになりそうだが、反動増局面は冬場までには一服の可能性が高い。中期的な個人消費のベースとなる雇用・所得環境の弱さを考えれば、12月までには追加の景気対策を含んだ第3次補正予算の編成が俎上に載ってくるだろう。その段階で日銀も歩調を合わせて追加金融緩和策を検討するという流れになるのではないかと。政策手段はその時の市場環境、特に為替相場次第の面も大きいと、長短金利に深掘りの余地が乏しく、国債買い入れも無制限としている中では、引き続き、企業金融周りの強化策が中心となろう。6月同様、決定会合の議決事項の範疇に入らない変更にとどまる可能性もある。

イールドカーブの評価は避ける

6月以降、イールドカーブのスティープ化が進んでいたこともあり、今回の会見では、黒田総裁が足元のイールド

ドカーブをどう評価しているかが確認できるかも注目されていた。前回の会合では、超長期金利について「**それほど上昇していません**」と述べるとともに、イールドカーブの形状についても「**適正な形で維持されている**」と、問題なしとのスタンスを示していた。今回は、「**国債増発が見込まれていることを踏まえると、債券市場の安定を維持して、イールドカーブ全体を低位に安定させることが最も重要な状況にあります。このため、当面、国債の積極的な買入れを行うことが適当と考えています**」と答えるにとどめ、カーブの形状への評価は避けた。市場関係者にとっては、どのくらいまで金利が上昇すれば、日銀が超長期債オペの増額に動くのかが大きな関心事だが、この点についてヒントを得ることができなかった。先週の債券市場では、いったん自律的な押し目買いが入り、スティープ化トレンドは一服かとも思えたが、今週に入り再び超長期金利は上昇、週後半は再び低下するなど、不安定な動きとなっている。今後も、国債増発が続くこともあり、日銀がオペ方針等で何か意思を示さない限り、不安定な推移が続くかもしれない。

YCC は財政ファイナンスなのか

今回も、YCC と財政運営との関係を問う質問が複数出された。黒田総裁は、「**イールドカーブ・コントロールは、金融政策上、行っているもので、財政ファイナンスではありません。この点は、広く理解されていると思っております**」といつもの反論を繰り返す一方、「**政府が必要に応じて国債を増発した場合には、金利が上昇することをイールドカーブ・コントロールのもとで防げる**」とも述べている。後者に関しては、逆に財政ファイナンスであることを認めているようにも聞こえるが、これが YCC の微妙な性格を如実に示している。

日銀が国債を買い続ければいつまでも長期金利を低位に押さえつけられるとは限らない。景気が回復に向かっているにもかかわらず、日銀が大規模な買入れ継続を余儀なくされるようなら、金融緩和の一環との説明は難しくなる。日銀が直接国債を引き受けているわけではないという点では、定義上の財政ファイナンスには当たらないのは確かだが、事実上の財政ファイナンスかどうかを判断するのは市場である。いったん海外への資金逃避が始まったら、こうした「金融抑圧的政策」は機能しない。今のところは、主要国がこぞって拡張財政に舵を切っていることから、赤信号をみんなで渡っている状態であり、資金逃避の先がない。しかし、経済の正常化が進めば、財政再建が相対的に遅れている国に対し、市場の厳しい目が向けられる可能性は残る。

しかし、有効な緩和手段が枯渇しつつある今、金利抑制を通じた、政府の財政政策の側面支援が日銀に課せられた主たる役割になりつつあるのもまた事実である。

(7月17日発行)



輸出の下げ止まりを示した6月貿易統計

要約

財務省から発表された6月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲26.2%と、5月の同▲28.3%に続く大幅マイナスとなった。しかし、マイナス幅は4ヵ月ぶりに縮小、季調値も前月比+1.4%と4ヵ月ぶりにプラスに転じるなど、下げ止まる兆しも見える。国・地域別にみると、米国向けの輸出金額が前年比▲46.6%（5月：同▲50.6%）と、前年の約半分にまで落ち込んだ状態が続いているほか、EU向けも同▲28.4%（5月：▲33.8%）と3割近いマイナスが続いている。一方、いち早く経済活動が再開した中国向けは同▲0.2%（5月：同▲1.9%）と、プラス転換が目前となった。

今後、感染拡大ペースが夏場以降ピークアウトに向かうことを前提にしても、世界景気の回復ペースが緩慢なものとなるのは避けられない。第二波への警戒感が投資・消費マインドの下押し圧力になることや、米中対立の貿易への影響を考えると、反動的な増減を均したあとの日本の輸出は停滞気味の推移が続きそうで、元々外需主導の日本経済は苦しい。（7月20日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

輸出は下げ止まる兆しも

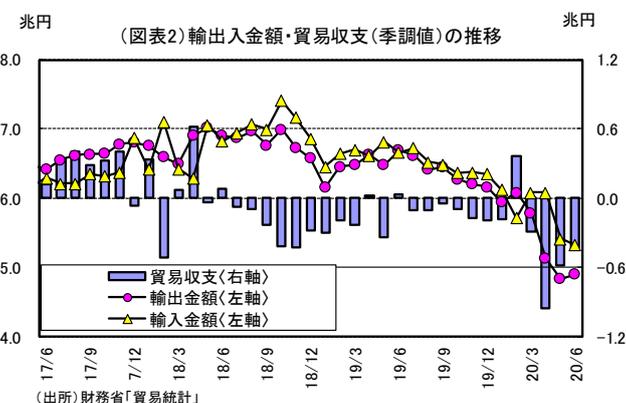
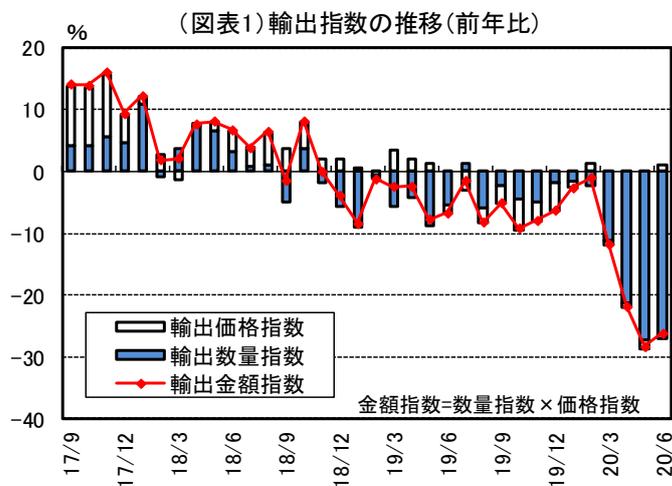
6月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲26.2%と、5月の同▲28.3%に続く大幅マイナスとなった。これで19ヵ月連続の前年割れだが、マイナス幅は4ヵ月ぶりに縮小した（図表1）。

輸入金額は同▲14.4%で、こちらは5月の同▲26.2%からマイナス幅を大きく縮小させた。緊急事態宣言の解除を受け、国内需要が回復した姿を示していると考えられる。この結果、貿易収支（原数値）は▲2,688億円と、前年同月の+5,881億円から赤字に転じた。

季調済前月比を見ると、輸出金額は+1.4%で4ヵ月ぶりのプラス、輸入金額は▲1.8%と2ヵ月連続のマイナスとなった。この結果、季調済の貿易収支は▲4,239億円と、4ヵ月連続の赤字となった（図表2）。輸出に関しては、前年比のマイナス幅が4ヵ月ぶりに縮小、季節調整値も4ヵ月ぶりのプラス転換ということで、水準的には極めて低いものの、方向性としては下げ止まる兆しが見えてきたと言える。

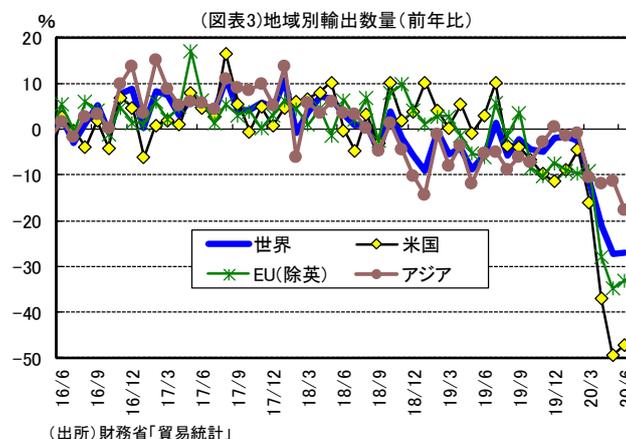
数量ベースでは輸入の下げ止まりがより明確に

輸出金額（季調前）の伸び率（前年比▲26.2%）を価格と数量に分解すると、輸出価格が同+1.2%、輸出数量が同▲27.1%となった。実勢を示す数量指数に注目する



と、11ヵ月連続のマイナスであり、マイナス幅も3ヵ月連続の20%超えとなっている。ただ、マイナス幅の大きさは5ヵ月ぶりに前月を下回った。一方、輸入金額（季調前）の伸び率（前年比▲14.4%）を価格と数量に分解すると、輸入価格が同▲13.8%、輸入数量が同▲0.8%で、下落幅のほとんどは価格要因である（原油価格の動向に大きく左右される）。数量ベースの輸入はすでにほぼ前年並みの水準に戻っており、輸入の下げ止まりがより明確となっている。

輸出数量の伸びを主要相手国・地域別に見ると、まず、米国向け（5月：同▲49.4%→6月：▲47.0%）が、引き続き前年から半分程度の水準に落ち込んだ状況が続いている（図表3）。EU向け（同▲34.8%→▲33.0%）も引き続き3割を超えるマイナス。相対的に落ち込みが小さいアジア向け（含む中国、同▲11.4%→▲17.8%）についても、マイナス幅は5月から拡大した。中国向け（同▲0.4%→▲2.0%）のマイナス幅は小幅拡大にとどまったものの、東南アジアの多くの国で、5月以降、感染拡大ペースが加速した影響を受けている。



米国向け輸出は依然前年の半分

以下、詳細なデータが取得可能な金額ベースで地域別の輸出動向をみると、米国向けの輸出金額（構成比：15%）は前年比▲46.6%（5月：同▲50.6%）で11ヵ月連続のマイナス。マイナス幅は5月から若干縮小したとはいえ、引き続き5割近い落ち込みとなっている。輸出金額全体に占める米国向けのウェイトは、近年、概ね20%前後で推移していたが、パンデミック後は大きく縮小している。

品目別に見ると、もともと米国向け輸出の4割弱を占めていた輸送用機器（5月：同▲76.4%→6月：▲60.4%）の大幅マイナスが続いている。マイナス幅は5月の同▲76.4%という記録的な大きさからは縮小したものの、依然6割の落ち込みである。他にもウェイトの大きい一般機械（同▲40.9%→▲45.5%）や電気機器（同▲42.2%→▲37.8%）などが大幅マイナス。化学製品（同+9.8%→▲20.3%）に関しては、5月は医薬品が同+65.3%と大きく伸びていたことで前年比プラスだったが、6月はマイナスに転じた。

EU向けの輸出金額（構成比：9%）は前年比▲28.4%（5月：▲33.8%）と、9ヵ月連続のマイナスとなったが、マイナス幅は5月からやや縮小した。品目別に見ると、構成比で22%を占める輸送用機器（同▲55.2%→▲35.2%）のマイナス幅縮小の影響が大きい。なかでも、自動車（同▲47.6%→▲26.2%）のマイナス幅が半分程度にまで縮小したのが大きく寄与している。同じくウェイトの大きい一般機械（同▲39.0%→▲34.4%）のマイナス幅も縮小したが、電気機器（同▲24.5%→▲30.1%）のマイナス幅は拡大した。

主要国別ではまちまちで、もっともウェイトの大きいドイツ向け（同▲35.5%→▲29.9%）や、2番目にウェイトの大きいオランダ向け（同▲39.0%→▲34.0%）のマイナス幅は縮小した。深刻なパンデミックを経験したイタリア向け（同▲46.6%→▲25.8%）のマイナス幅も縮小、スイス向け（同▲34.4%→+14.7%）はプラスに転じているが、フランス向け（同▲20.5%→▲27.0%）のマイナス幅は拡大。EU外だが英国向け（同▲38.2%→▲51.0%）のマイナス幅も大きく拡大した。スペイン向け（同▲54.8%→▲55.0%）は変わらず大幅マイナスとなっている。

アジア向けはまちまち

中国向けの輸出金額（構成比：26%）は、前年比▲0.2%（5月：同▲1.9%）と、6ヵ月連続のマイナスでは

あるものの、マイナス幅は5月からさらに縮小し、プラス転換が目前となった。近年の日本からの米国向け輸出と中国向け輸出のウェイトは各々2割前後で拮抗していたが、足元では10%ポイント以上の差がついている。内訳をみると、約13%を占める原料別製品（5月：同+2.2%→6月：+15.6%）のプラス幅が、鉄鋼や非鉄金属に支えられる形で拡大しており、中国における企業部門の生産、投資活動の活発化を反映していると考えられる。約12%を占める輸送用機器（同▲16.4%→+7.1%）もプラス転換している。

中国以外のアジア向け（構成比：37%）を見ると、5月以降、アジア地域で感染拡大が進んだ影響もあり、多くの国で前年比大幅マイナスが続いている。政治問題が深刻化した香港向け（同▲7.8%→▲14.6%）をはじめ、シンガポール向け（同+0.2%→▲27.7%）、タイ向け（同▲32.9%→▲45.6%）、インドネシア向け（同▲42.2%→▲56.0%）等が大きく悪化、台湾向け（同+3.3%→+0.4%）のプラス幅も縮小した。日本からの輸出ウェイトは1%と高くないが、感染拡大が深刻なインド（同▲58.1%→▲51.8%）も大幅マイナスが続いている。

短期的には中国頼み

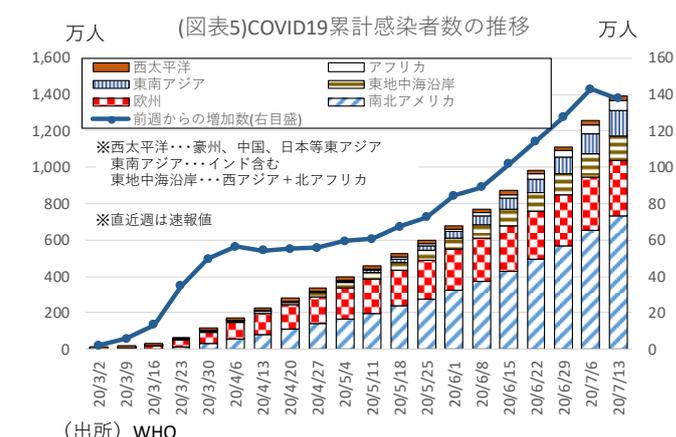
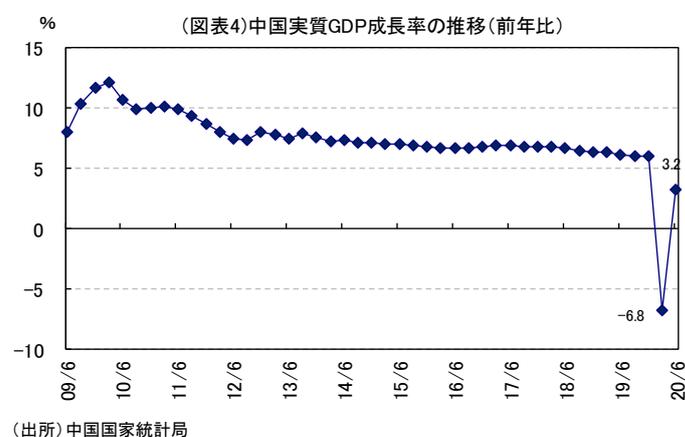
日本の輸出は、しばらくは中国向けに頼らざるを得ないということになる。7月16日に発表された中国の4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+3.2%と、1-3月期の同▲6.8%から一転してプラスに転じた（図表4）。同日に発表された6月の鉱工業生産は前年比+4.8%で、こちらは主要国がロックダウン中の4月の時点ですでにプラスに転じており、中国経済が主要国のなかでいち早く回復に向かった様子を示している。

年初来の累計で示される1-6月期の固定資産投資は▲3.1%とまだマイナスだが、マイナス幅は1-3月期の同▲16.1%から大きく縮小しており、足元だけみればプラスに転じている様子が示唆されている。政府主導のインフラ投資、なかでもコロナ禍を契機とした5G関連需要には今後も期待でき、日本からの輸出も生産財や投資財を中心に、当面は堅調推移が予想される。

一方、1-6月期の小売売上高は前年比▲11.4%といまだに大幅マイナスで、6月単月でも前年比▲1.8%と、家計部門の経済活動の回復は、企業部門に比べれば相対的に遅れている。所得の伸びが大きく鈍化しているのもさることながら、やはり、新型コロナウイルス感染症の再流行への懸念が払しょくしきれないことが、消費マインドの低迷に繋がっている模様である。中国の場合、米国との貿易摩擦というハンデも負っているため、今後の景気回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。日本の輸出も、中国頼みでは限界がある。

輸出を左右する世界経済はコロナ次第だが

世界経済の先行きについては、依然として不確実性が高い。中国における感染拡大からすでに半年以上を経過したが、いまだに収束とは程遠い状況にある（図表5）。欧米の主要国では、4月上旬にいったんピークを迎えたものの、5月以降、中南米やアジアで感染拡大が本格化したことが感染拡大ペースの再加速に繋がった。中南米ではブラジルで深刻な状況が続いているほか、アジアもインドを中心に急増している。



感染動向についての合理的な予想は困難だが、夏場以降、感染が徐々にピークアウトに向かうという前提の下では、官民挙げて「With コロナ」を模索する各国の動きがいずれは経済の安定に寄与するのではないかと考える。感染拡大が続く米国でも、今のところ経済活動の再開に向けた動きは途切れていない。足元の経済や株価は、各国の大規模な財政、金融政策に支えられている面が大きい。政府、中銀が時間稼ぎをしている間に、経済活動の「ニューノーマル」の姿が徐々に輪郭を現す展開が期待できるとみる。

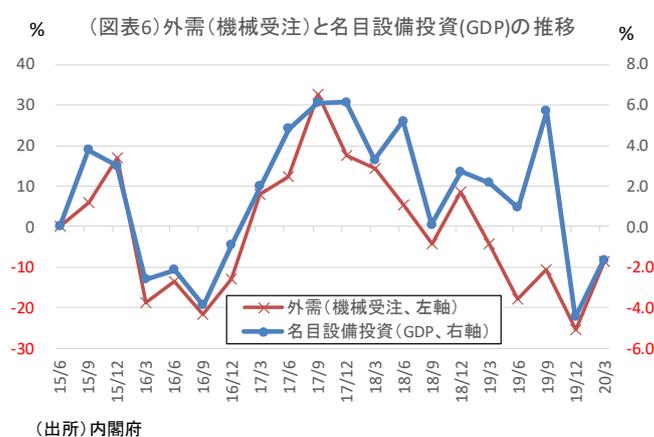
しかし、当面の景気回復ペースは、反動的な増減を均せば緩慢なものとなろう。主要先進国の実質成長率は、4-6月期に記録的な落ち込みとなったあと、7-9月期はペントアップディマンド（繰り越し需要）の顕在化もあって逆に記録的な伸びが予想されるが、年末までにはこうした動きは一巡が予想される。国別の流行状況に濃淡はあれど、どの国でも断続的に感染者の発生が続き、再流行への不安が燻り続けるため、国民が外出を控え気味にする傾向は変わらないだろう。各国政府も移動規制や営業規制を完全に撤廃することはできず、対面サービス産業は世界的に苦戦が続くと考えられる。

コロナがもたらした副作用も問題となる。米中対立は、コロナ問題が新たな対立軸として加わったことで先鋭化、しばらく下火になっていた米中貿易摩擦が再び激しさを増している。国境をまたいだ人、モノの移動制限も残ることから、世界貿易の低迷が続く、日本を含めた外需主導国を中心にトレンド成長率を押し下げるだろう。

「距離の確保」を前提とした経済構造の確立がニューノーマルのポイントだが、距離を埋めるためのデジタル経済化をコロナが後押ししているとはいえ、目に見える形で効果が現れるまでには相応の時間がかかることが予想される。2021年までの予測期間中は、どちらかと言えば副作用と後遺症の方が目立つ展開が続くかもしれない。

消費、投資マインドの委縮によって、総需要の伸びは、多くの国で低下した潜在成長率をさらに下回る伸びしか実現できないだろう。将来的な緊縮財政への転換を予想する動きが、家計の消費マインド、企業の投資マインドにとって重しとなる。結果として、中立金利は多くの先進国でマイナス圏が定着、主要国における「長期停滞」的な様相がさらに強まるリスクがある。デフレに陥る国が現れる一方、複数の新興国では財政不安がインフレを引き起こすかもしれない。

こうした環境下では、外需主導の日本経済は苦しい。バブルが崩壊した90年代以降、日本の設備投資は輸出との連動性を高めてきた経緯がある。内閣府から発表された5月の機械受注でも、外需が前月比▲18.5%と、4月の同▲21.6%に続く大幅マイナスとなっており、今後の設備投資が伸び悩む可能性を示している（図表6）。特別定額給付金の効果もあり、夏場の個人消費には反動増が期待できるが、2020年度後半から2021年度にかけての日本の景気は、均せば停滞気味の推移が続くとみている。



(7月20日発行)

給付金が押し上げた6月CPI

要約

6月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比±0.0%と、市場予想の同▲0.1%を小幅上回った。5月との比較で、前年比の総合指数の上昇幅の押下げ要因となった主な項目は、生鮮食品を除く食料と、宿泊料である。一方、エネルギー、通信料（携帯電話）、家庭用耐久財が押し上げ要因となった。家庭用耐久財では、家電製品に動きがみられ、特別定額給付金の効果が現れている可能性がある。

マクロベースで見れば、今後も物価上昇圧力は鈍い状態が続くとみられる。負の需給ギャップが物価の下押し圧力となる状態が続くほか、賃金の動きも鈍い。持続的なデフレに逆戻りするリスクも残っているが、日銀が、物価動向だけを理由に追加緩和に踏み切る可能性は低い。（7月21日発行）

（チーフエコノミスト 小玉 祐一）

本文

コアCPIは3ヵ月ぶりにマイナスを脱する

6月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比±0.0%と、市場予想の同▲0.1%を小幅上回った。4月に3年4ヵ月ぶりのマイナスに転じた後、2ヵ月連続でマイナスが続いていたが、3ヵ月ぶりにマイナス圏を脱した（図表1）。

総合指数は同+0.1%、新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.4%で、いずれも5月と同じ伸び。季調済前月比で見ると、総合指数、コアCPI、新型コアともに+0.1%の上昇となった。

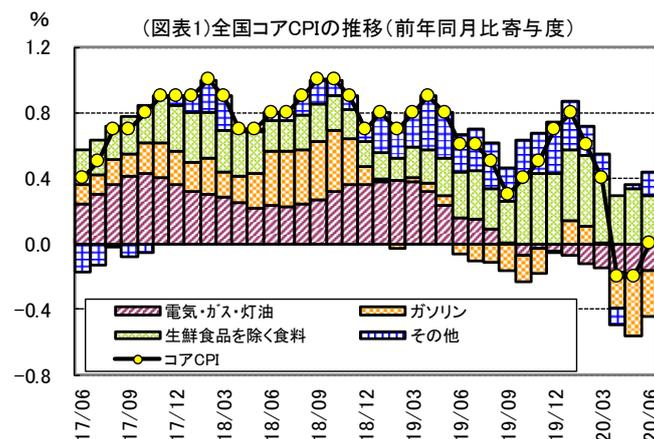
また、消費税調整済指数（2019年10月実施の消費税率引上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を、品目ごとに機械的に一律に調整した指数）をみると、コア指数の前年比の伸びは▲0.4%で、4月以降、3ヵ月連続のマイナスとなっている。

生鮮食品を除く食料と宿泊料が押し下げ要因に

5月との比較で、総合指数の上昇幅（前年比）の押下げ要因として働いた主な項目は、生鮮食品を除く食料と、宿泊料である。巣ごもり消費を反映し、生鮮食品を除く食料は前年比でプラスとなっているが（5月：前年比+1.4%→6月：同+1.2%）、プラス寄与度は+0.32%から+0.28%へと0.04%ポイント縮小した。宿泊料は、稼働率の低迷が続く中でマイナス幅がさらに拡大（同▲4.0%→▲6.6%）、マイナス寄与度が▲0.05%から▲0.08%へと0.03%ポイント拡大した。

エネルギー、通信料、家庭用耐久財が押し上げ

一方、総合指数を前年比で押し上げる方向に働いた主な項目は、エネルギー、通信料（携帯電話）、家庭用耐



（出所）総務省「消費者物価指数」

久財である。エネルギーは引き続き前年比マイナス圏での推移が続いているものの（同▲6.7%→▲5.3%）、マイナス寄与度は▲0.54%から▲0.42%ポイントへと0.12ポイント縮小した。原油価格が安定を取り戻していることもあり、向こう数ヵ月はマイナス寄与度の縮小傾向が続くと考えられる。

また、家庭用耐久財（同▲1.3%→+2.5%）が6月は前年比プラスに転じ、これに伴い寄与度も▲0.01%から+0.03%へと+0.04%ポイント拡大した。内訳をみると、電子レンジ（同+23.8%→+31.4%）、ルームエアコン（同▲6.6%→+1.6%）といった品目が値上がりしている。特別定額給付金の支給が進んでいることもあり、家庭用耐久財への需要が増しつつある様子を反映している可能性がある。この点、内閣府から発表された6月の景気ウォッチャー調査でも、「特別定額給付金の支給により、高額商品が動いている。特に白物家電が好調で、ちょうど梅雨の時期であるため、エアコンの販売が増えている（近畿＝家電量販店）」との声が出されていた。

通信料（携帯電話）（同▲3.3%→+1.6%）もプラスに転じており、これだけで5月からの寄与度差は+0.10%ポイントに達している。もっとも、前月比で最近の推移をみると、4月が+0.3%、5月が+0.8%、6月が±0.0%で、6月に値上がりしているわけではない。前年比ベースでのみ上昇した理由は、大手キャリアが昨年6月に新料金プランの提供を開始したことに伴い、昨年6月の通信料が前月比で▲4.8%と大きく下落していたためである。来月以降も、前年の値下がりベース効果で携帯電話のプラストレンドはしばらく続くと考えられるものの、新しい料金プランの発表等がない限り、寄与幅が大きく変動する可能性は低い。なお、今年の4、5月の前月比の上昇は、自粛下での通信料の増加を反映した動きとみられる。

今後も物価上昇圧力は弱い

今後、個別品目はまちまちの動きを見せそうである。「巣ごもり需要」を反映した食料品の値上がりはここへきて一服している。また、JR東日本が7月20日から、東北・北海道、上越、北陸、秋田、山形の各新幹線や在来線特急の料金が半額になるキャンペーンを開始しており、鉄道運賃（JR）は値下がりが予想される。一方、ホテル稼働率は6月に底を打っている。13兆円もの予算が割かれた特別定額給付金の給付が進んでいるほか、最終的に東京は除外されたものの、Go Toキャンペーンの開始もあって、ここへきて各宿泊施設が価格設定に強気になり始めている様子も垣間見える。パック旅行費も6月は前年比▲7.1%と下落トレンドが続いているが、今後は下げ止まる可能性が高いだろう。

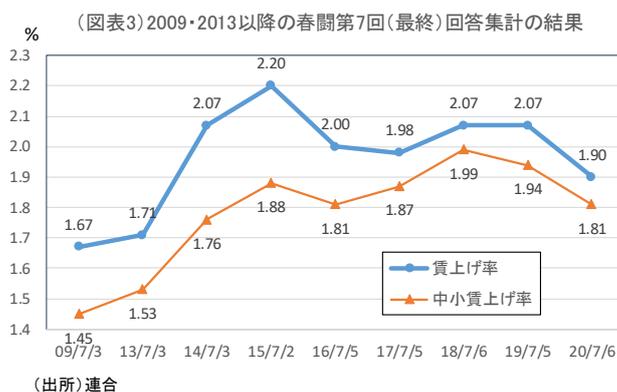
ただ、マクロベースで見れば、今後も物価上昇圧力は鈍い状態が続くとみられる。新型コロナウイルス感染症の影響は、日本経済にとって総需要、総供給両面からの下押し圧力になっているが、需要ショックがより大きく、足元ではマイナスの需給ギャップが拡大した状況にある。内閣府が発表した1-3月期の需給ギャップは▲2.4%で、マイナス幅は東日本大震災直後の11年4-6月期の▲3.2%以来の大きさに達している（図表2）。4-6月期はリーマンショック時の水準である▲6.9%に迫る可能性もあり、これが文字通りのデフレギャップとして働く。

7-9月期は高めの成長率が期待できそうだが、反動増局面は冬までには一巡の可能性が高い。当社の試算では、日本の実質GDPが2019年7-9月期の水準を取り戻すのは2024年1-3月までずれ込む見通しで、デフレギャップはしばらく残る可能性が高い。

賃金も低迷が予想される。7月6日に発表された2020年春闘の第7回集計結果（最終）をみると、平均賃金



方式による賃上げ率は 1.90%で、昨年同時期の調査を 0.17%ポイント下回り、13年度以来の低水準になっている(図表3)。昨今の厳しい経済情勢に鑑みれば、持ちこたえているようにも見えるが、今期の厳しい業績が交渉の前提となる来年の春闘はより厳しい結果が予想される。また、経団連が6月17日に発表した、大手企業の2020年夏季賞与の1次集計結果によると、平均妥結額は前年比で▲6%と、2009年夏の同時期の調査の同▲19%以来の低さとなっている。こちらも新型コロナウイルスの影響は十分反映しておらず、今冬、あるいは来年の落ち込みはさらに大きくなることが予想される。賃金面からの顕著な物価押上げ圧力はしばらく出てこない可能性が高い。



小幅のデフレなら追加緩和はない

7月15日の日銀総裁定例会見では、2%の物価目標は変えないのかとの記者の問いに対し、黒田総裁が「全くありません」とやや色を作して反論する場面があった。ただ、2%へのこだわりは後退しているのが実態で、これは日銀自身、2022年度末まで物価目標の達成を見込んでいないという点にも現れている。たとえ来月以降のCPIがマイナス圏に逆戻りしたとしても、小幅のマイナスであれば、それだけを理由に追加緩和に踏み切る可能性は低だろう。幸い、政治サイドも金融市場も、以前ほど物価に大きな関心は抱いていない。物価を理由に政治サイドからの追加緩和圧力が強まったり、金融市場が催促相場のような動きを見せる可能性は低い。

日銀はしばらく様子見とみられるが、次に動くとしたら、反動増的な高成長が一巡する冬場だろう。12月には追加の景気対策を含んだ第3次補正予算の編成が俎上に載る可能性があり、その段階で日銀も歩調を合わせて追加金融緩和策を検討するという流れになるのではないかと。政策手段はその時の市場環境、特に為替相場次第の面も大きいですが、長短金利に深掘りの余地が乏しく、国債買い入れも無制限としている中では、引き続き、企業金融周りの強化策が中心となろう。6月同様、決定会合の議決事項の範疇に入らない変更にとどまる可能性もある。

急速な円高が進んだ場合はそれでは済まない可能性もあるが、単純なマイナス金利の深掘りは難しく、なんらかの副作用対策とセットで行うか、あるいはYCCの枠組み自体を見直さざるを得なくなる可能性も出てくる。結果として日銀の金融政策はますますわかりにくくなるだろう。

(7月21日発行)

米住宅投資は緩やかな回復を予想

要約

6月の米住宅着工件数は、経済活動の再開に伴い2ヵ月連続で増加した。住宅建設業者の景況感を表す住宅市場指数が、感染拡大前の水準までほぼ持ち直したほか、低金利を背景に家計の住宅取得意欲が強いことなどから、今後も住宅投資の回復基調は継続するとみる。もっとも、木材価格の上昇や熟練労働者不足に伴う供給制約が重しとなる可能性が高い。また、新型コロナウイルスの感染懸念が人々の行動を制約すると見込まれ、経済活動再開に伴うペントアップデマンドー巡後の回復ペースは緩やかなものととまると予想する。

(7月22日発行)

(シニアエコノミスト 大広 泰三)

本文

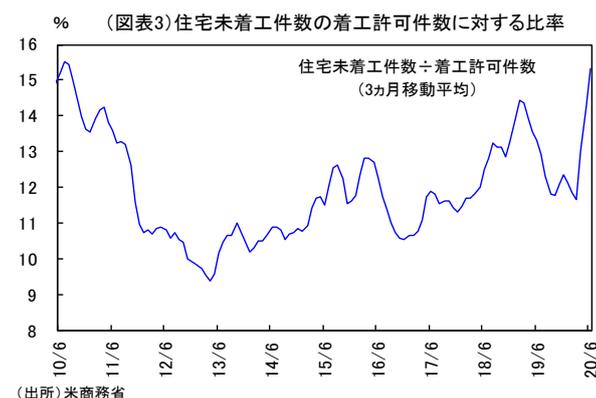
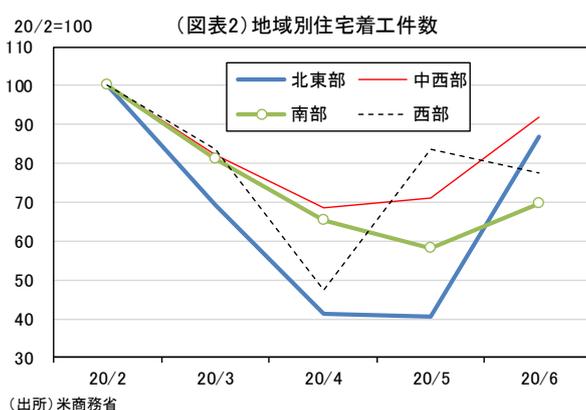
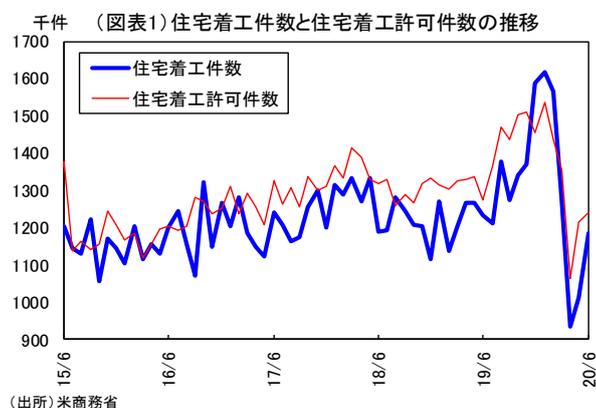
住宅着工件数は2ヵ月連続で増加

6月の米住宅着工件数は前月比+17.3%と、2ヵ月連続で増加した(図表1)。新型コロナウイルスの感染拡大を防止すべく、外出自粛や建設工事の先送りなどが行われたことで、3、4月には2桁減となっていたが、経済活動の再開に伴い徐々に持ち直している。種類別にみると、戸建てが同+17.2%となったほか、集合住宅も同+17.5%と、ともに2ヵ月連続のプラスとなった。

もっとも、着工水準自体は感染拡大が本格化する前と比べれば低いままである。前年比では▲4.0%と、4、5月(▲26.3%、▲20.3%)から減少幅は縮小しているものの、3ヵ月連続でマイナスとなっている。地域別にみると、春先は感染者数の増加が目立ったニューヨーク州等を含む北東部の落ち込みが顕著だった。しかし、足元では、早期に経済活動の再開に踏み切ったが故に、その後、感染者が大幅に増加している南部で戻りが鈍くなっている(図表2)。住宅投資は最悪期から持ち直しているものの、感染拡大の影響が依然として尾を引いている様子がうかがえる。

関連指標は回復持続を示唆

住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数は前月比+2.1%と、2ヵ月連続で増加しているほか、許可件数に対する未着工件数の比率が上昇していることなどから、目先は住宅投資の回復基調が続く見込みである(図表3)。住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数も7月に72と3ヵ月連続で上昇し、2ヵ



月連続で好不調の境目となる 50 を上回った。前月 6 月からは 14 ポイントの改善であり、感染拡大前の水準にほぼ回帰している（図表 4）。指数の内訳をみると、現在の販売状況が 79（前月差+16 ポイント）、6 ヶ月先の販売見通しが 75（同+7 ポイント）と、ともに 3 月の水準を取り戻したほか、客足指数に関しては 58（同+15 ポイント）と、感染拡大前である 1 月の水準まで上昇した。発表元の NAHB によれば、建設業者は、①感染拡大の影響で春に見送られた住宅需要の恩恵を受けている、②住宅在庫の少なさを背景に新築物件の強い引き合いと大きな関心を目の当たりにしている、との現状認識を示し、住宅市場が景気回復を先導することが期待される、と楽観的な見方を示している。

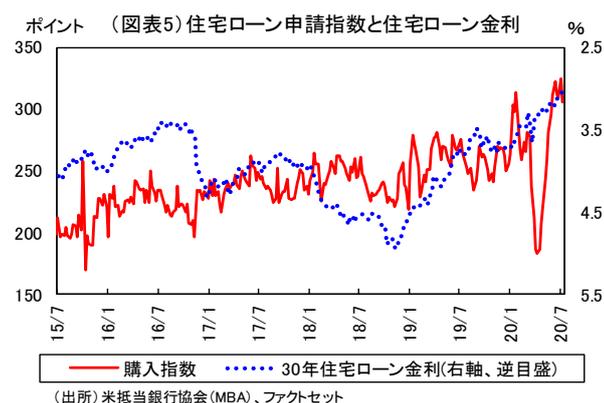
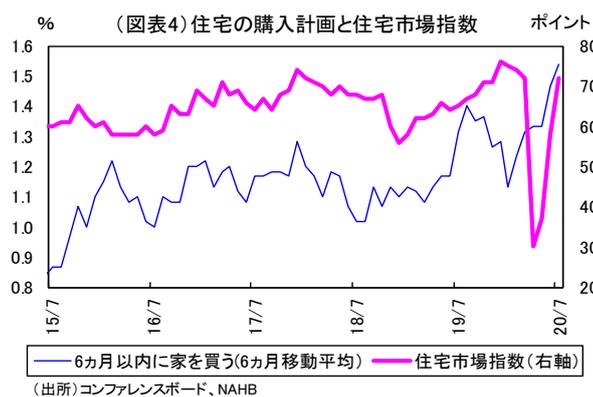
実際、家計の住宅購入意欲は強い。コンファレンスボードの調査によれば、6 ヶ月以内に住宅を購入すると考える人が、住宅バブルが発生した 2007 年当時を上回っている様子を示している。背景にあるのが住宅ローン金利の低さである。足元の 30 年住宅ローン金利を見ると、FRB（米連邦準備制度理事会）による金融緩和策を主因に、歴史的な低水準で推移している。低金利を背景に住宅ローン申請指数（購入指数）は上昇傾向をたどっている（図表 5）。NAHB は、今後数年間でテレワークへの柔軟性が一段と高まることを想定し、より大きな物件を求めて郊外での新築住宅需要が高まっているとの見方も紹介している。

今後はコロナの感染動向が左右

FRB は、6 月の FOMC（米連邦公開市場委員会）で景気の先行きに対する不確実性の高さを指摘し、米景気をサポートするためにあらゆる手段を講じるとのスタンスを表明した。政策金利については、少なくとも 2022 年末まですえ置くとする委員会メンバーの見通しが示されており、当面、低金利環境の継続が見込まれる。家計の住宅取得意欲が高いほか、アフターコロナを見据えた住宅需要の顕在化などもあり、今後の住宅投資は増加基調を持続しよう。

もっとも、NAHB によれば、木材価格が 2 年ぶりの高値となるなど、建材価格が上昇していることや、熟練労働者不足が続いており、供給面での制約が課題となるリスクを指摘している。新型コロナウイルスの感染拡大も収束の兆しをみせていない。足元では、カリフォルニア州やフロリダ州など複数州で感染者数の増加が報じられており、カリフォルニア州では、バーやレストランの屋内営業を禁止する措置などが発表された。新型コロナワクチンの開発は徐々に進んでいるようだが、実効性を伴い、かつ量産化の目途がつくまでには相応の時間が必要と考えられる。今後の住宅投資は、新型コロナウイルスの感染動向次第であるが、今以上悪化しないとの前提に立てば、住宅投資は当面増加基調を持続すると予想する。もっとも、経済活動の再開に伴うペンタアップディマンド（繰り越し需要）が一巡すれば、回復ペースは鈍化するとみている。

（7 月 22 日発行）



様子見へ転じる ECB、歴史的な合意となった復興基金

要約

7月のECB（欧州中央銀行）定例理事会では、市場予想通り、各種政策金利・資産購入プログラム・流動性供給策に変更はなく、様子見姿勢へ転じた。ただ、理事会後の記者会見において、緩和策終了を意識させる発言は一切なかったほか、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）を満額使い切るとの発言があるなど、全体的にハト派的な内容となった。

年内のECBについては、政策効果を見極めるべく、様子見姿勢を維持するとみる。その後は、インフレ率が目標の2%に届かないことが見込まれるなか、QE拡大を中心メニューにすえた追加金融緩和を実施するとみる。

金融政策の出尽くし感が否めないなか、市場では7,500億ユーロに達する欧州復興基金への期待が高まっていたが、曲折の上、欧州サミットで20日に合意に至った。EUにおける初めての大規模な債務共有化となり、歴史的意義は大きい。ただ、成立には全加盟国の承認が必要なこともあり、最後まで予断を許さない状況が続く。（7月22日発行）

（エコノミスト 西山 周作）

本文

無風となったECB理事会

7月のECB（欧州中央銀行）定例理事会では、市場予想通り、各種政策金利・資産購入プログラム・流動性供給策とも変更はなく、ECBが様子見姿勢に転じた様子が示された。前回理事会でPEPPが増額されたほか、各種経済指標も改善しているなかで、さらなる追加緩和に踏み切る必要性はないとの判断に傾いたものとみられる。

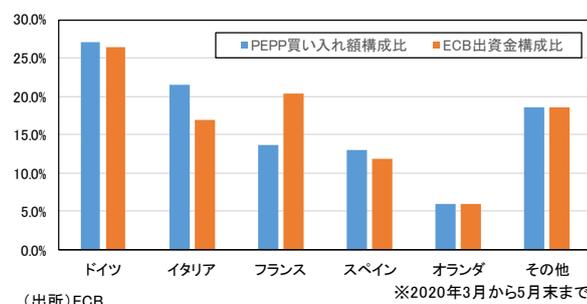
ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、7-9月期は景気の反発を見込みつつも、不確実性は依然として高いままであり、下振れリスクは残るとの見方を示した。また、これまでの金融緩和措置は景気や物価の押し上げに寄与したほか、PEPPについても、金融市場のセンチメントの改善に寄与したと述べた。ユーロ圏景気が底を打ちつつあることで、今後の金融政策の方向性の変化を示唆するような発言が出るかどうかがこの理事会の注目点の1つだったが、近い将来の緩和策終了を意識させるような発言は一切なく、終始ハト的な姿勢を維持した形となった。

PEPPを使い切ると明言

PEPPについては、これまで市場関係者は、年内ないし年初あたりでの再拡大を見込む向きが多かったが、足元の景気指標が改善しつつあるのに加え、前回理事会の議事要旨において、満額使い切る必要がないとの意見が記載されたこともあって、拡大観測はしばみつつあった。しかし、ラガルド総裁は今回の会見で、満額使い切ると明言した。その後の報道を見る限り、満額使い切るとの方針は、必ずしも理事会のコンセンサスではないようだが、少なくともラガルド総裁のハト派姿勢は確認された。

現状のPEPPは、キャピタルキー（経済規模に応じて定められたECBへの出資比率が、債券購入額の割合に反映される仕組み）をベンチマークとしつつも、イタリア国債を多めに買い、フランス国債の購入を抑えるなど、

（図表1）PEPP買い入れ実績とECB出資金比率



ある程度柔軟に運用している（図表1）。ラガルド総裁は、PEPPの柔軟性を強調するとともに、PEPPの国別債券の保有割合をキャピタルキーへ収斂させる過程で、金融政策の効果を損なうような運営を実施しないとした。キャピタルキーに近づけるために、無理にイタリア国債の購入を減らすなどといった運営は行わないということで、市場に安心感を与えたと言える。

年内は様子見となるも次の一手はPEPPの拡充

今後、年内のECBの金融政策については、深刻な感染第二波の到来といった大きな変化がない限り、政策効果を見極めるべく、様子見姿勢を維持するとみている。一方で、前回の理事会にて公表されたマクロ経済見通しを見ると、物価目標の2%を2022年まで下回り続ける見通しであり（図表2）、このまま正常化まで様子見姿勢を続けるとは考えにくい。2021年前半には、QE拡大を中心に据えた追加緩和を実施すると予想す

る。なお、マイナス金利の深堀については、副作用が大きいため実施されないとみている。

QEのうち、まず、APP（資産購入プログラム）については、2020年末には一時増額の期間が終了するため、2021年初以降の延長措置がとられる可能性を見込む。ただ、APPは保有上限や国別の購入割合のルールが厳格に適用されるため、大規模な買い増しは一部国債の保有上限に近づく可能性があることから、元本償還分の再投資期間の1年程度の延長や、月額200億ユーロの積み増しを半年程度延長するといった範囲にとどまると見込んでおり、現在の買い増しペース（6月は387.9億ユーロ積み増し）からは鈍化するとみる。

続いて、PEPPについてだが、公表されているデータに基づいた現状のペースで買い進めると、2021年春には上限に達する（図表3）。ただ、PEPPの買い入れペースを足元やや鈍化させたと会見においてラガルド総裁が述べていることもあり、上限に達する時期は後ろに幅をもって見る必要がある。したがって、2021年春から終了の6月までの半年間のどこかでPEPPの規模や期間の拡大に踏み切る可能性があると思われ。ECBは、使い勝手の良いPEPPを利用し、APPでの鈍化分を上回る規模での拡大を実施することで、緩和姿勢を強めるとみる。

3月以降、ECBはTLTROⅢ、PELTRO、PEPP等の各種金融緩和策を相次いで実施してきたが、さすがに出尽くし感がでてきている。ECBへの期待には限界があるとの見方が広がりつつあるなか、代わって市場の注目を集めていたのが、5月に独仏主導で構想が発表され、5月27日の欧州委員会で最終案が提示された欧州復興基金である。7月17日から始まった欧州サミットでは、復興基金についての合意がなされるかどうか注目されていたが、協議期間を2日間から5日間へと延長するなど曲折の上、最終的にはなんとか合意にこぎつけ、市場の安心感に繋がった。

歴史的意義のある欧州復興基金

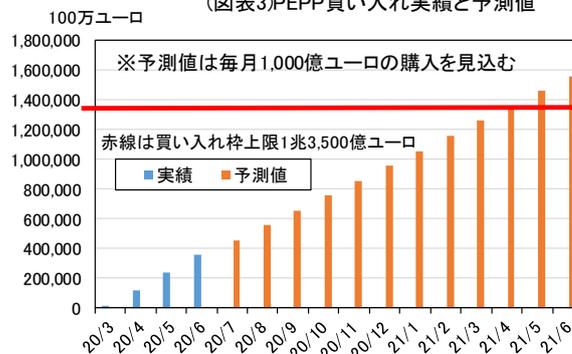
欧州復興基金は、コロナ禍で深刻な打撃を受けた南欧諸国の支援を主目的としており、融資2,500億ユーロ、返済が不要な補助金5,000億ユーロの計7,500億ユーロからなる。原資として、大規模なEU共通の債券を発行

（図表2）ECBスタッフ予想

	6月予想				（前回）3月予想			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
失業率以外は前年比失業率の矢印は改善の場合は上向きとなる								
実質GDP成長率	-1.2	↓ -8.7	↑ 5.2	↑ 3.3	1.2	0.8	1.3	1.4
失業率	-7.6	↓ 9.8	↓ 10.1	↓ 9.1	7.6	7.6	7.6	7.5
インフレ率	-1.2	↓ 0.3	↓ 0.8	↓ 1.3	1.2	1.1	1.4	1.6

（出所）ECB

（図表3）PEPP買い入れ実績と予測値



（出所）ECBより明治安田総合研究所作成

するというのが大きなポイントである。復興基金が成立した場合、国際機関債に新たにこの債券が加わることになる。ECB にとっては、コロナ禍を背景に各国国債が増発されるなかで、相対的に市場に占める割合が低下した国際機関債を買い進めやすくなり、キャピタルキーを尊重しつつQE 拡大を進めやすくなる（APP 下の PSPP（公的部門購入プログラム）では、国際機関債は10%の割り当て）。これについては構想段階から、共通債務の是非や、補助金の割合等を巡って、加盟国間で大きな意見の隔たりがみられ、各国首脳が集う今回の欧州サミットでも、協議の難航が想定されていた。特に、財政規律を重んじるオランダ、オーストリアなどのいわゆる「儉約4カ国」にフィンランドを含めた5カ国と、新型コロナウイルスの影響が甚大なイタリア、スペインなどの南欧諸国との間の意見対立が深刻化していた（図表4）。

サミットでは、当初補助金を当初の5,000億ユーロから4,500億ユーロに減額する案で合意を目指したが、結局2日

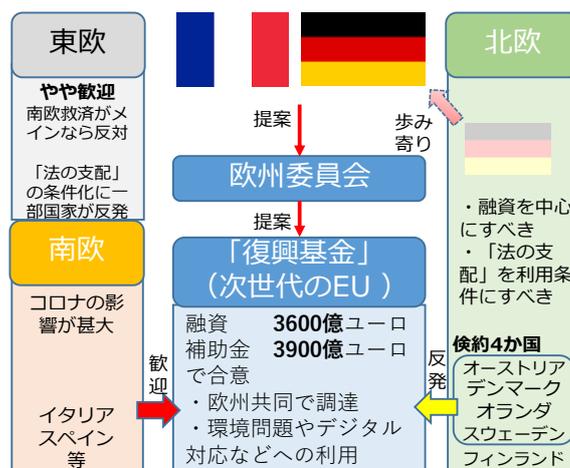
間の当初予定期間内での合意には至らなかった。その後協議は3日間も延長され、最終的には儉約4カ国に再び譲歩する形で合意が成立した。各種報道によると、合意内容は、補助金額を3,900億ユーロとし、各種改革条件を満たしていない場合に復興基金の利用を停止する要件が盛り込まれる。さらに儉約4カ国とドイツに対し、拠出した分担金のリベート（額は国民総所得の寄与に基づき決定される）が約束された。リベートは、EU内において受け取りよりも支出の大きかった英国が持っていた権利ということもあり、英国のEU離脱を機に、規模の縮小ないし廃止となる可能性が指摘されていたが、このスキームが儉約4カ国とドイツに引き継がれる形となった。

復興基金の融資部分は、被支援国にとって必ずしも有難みは大きくない。ECBのQE拡大によって、金利は低位に抑えられているほか、ESM（欧州安定メカニズム）から低金利で借り入れできるスキームも存在するため、当初案でも満額利用されない可能性があると言われていた。最終案では、当初案から融資が増額され、補助金部分が減額されたため、イタリアやスペインなどの支援効果はより小さくなったと言える。もっとも、復興基金は、欧州委員会発行の債券が原資であり、EUで初めての大規模な債務共有化になるという点で、歴史的意義は極めて大きい。これまで、EUは通貨（ユーロ）を統合するなど、経済統合を先行して実施してきたが、財政政策は各国でバラバラのままであり、ギリシャ危機のように一国の財政危機によってユーロの信認が崩れるといったリスクを抱えている。財政統合に関しては、各国の主権に関する部分であり、これまでほとんど議論は進んでこなかった。本合意は、EUの将来的な財政統合に一步近づいた決定といえる。

当該復興基金は、2021年と2022年に70%利用され、残りについては、2023年に利用される。配分については、2021年と2022年については、一人当たりのGDPと人口と失業率によって、2023年については、一人当たりのGDPと人口、そして前述の失業率に代わり2020年と2021年のGDPの落ち込みによって決められることになった。相対的に失業率の高く、回復が遅れる可能性のある南欧への配分を多めにすることを意識した形とみられる。

一方で、EUサミットで合意にこぎつけたからといって、まだ復興基金が成立したわけではない点には注意が必要である。今後は、欧州議会での通過と、全加盟国の承認という最終ステップが待ち受けている。なかでも、現時点では詳細が不明な利用停止要件の具体的な内容や、改革要件の内容が厳しいものになった場合、復興基金の成立に支障を及ぼす可能性がある。また、報道によると、改革条件には、「法の支配」も含まれており、条件内容によっては、最高裁判所の権限縮小等を実施するなどの強権政治を進めるポーランドとハンガリーの承

（図表4） 欧州復興基金概略図



（出所）各種報道より明治安田総合研究所が作成

認が得られない可能性がある。EU 首脳による合意がとれたこともあり、復興基金の成立がメインシナリオではあるが、最後まで予断の許さない状況が続くとみられる。

(7月22日発行)

※本レポートは、明治安田総合研究所 政策・経済研究部が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●

株式会社 明治安田総合研究所 政策・経済研究部

〒102-0073 東京都千代田区九段北 3-2-11 TEL03-6261-7947

