

欧州経済観測 2021年上期

～回復から二番底へ、EU 財政支援の息切れが下振れリスク～

<要旨>

2020年7～9月期のユーロ圏経済はロックダウンの緩和で回復に向かったが、感染拡大前の水準までは戻らず、企業の雇用に対する姿勢も慎重になっている。この状況で、10月以降に感染拡大の第二波が到来。各国が再ロックダウンを余儀なくされたことでユーロ圏経済は二番底へ向かうと見られる。ワクチンの接種開始の見通しもあるが、市民に行き渡るのには時間がかかり、経済活動水準が感染拡大前に戻るのには2022年を待つ必要がある。

政策当局はコロナ禍への対応に動いたが、EUの財政支援は経済のグリーン化に向けた構造改革に主眼が置かれ、短期的な景気浮揚効果は薄い。そしてECBの追加緩和も効果は限定的で早晚、更なる財政支援、金融緩和が求められる可能性が高い。この点で、2021年は、EU各国の足並みが揃わずにコロナ禍収束前に財政支援が打ち切られ、倒産や失業が増加するリスクが懸念される。

1. 感染拡大第二波が重石となるユーロ圏経済

2020年7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率はロックダウンが緩和されたことで、▲11.7%のマイナスという歴史的な落ち込みをみせた4～6月期からは反発し、前期比+12.5%と大幅なプラスとなった(図表1)。内訳をみると個人消費が前期比寄与度+7.4%ポイント、総固定資本形成は同+2.8%ポイントと内需が押し上げた格好となった。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率の寄与度分解

(前期比、%、寄与度、%ポイント)

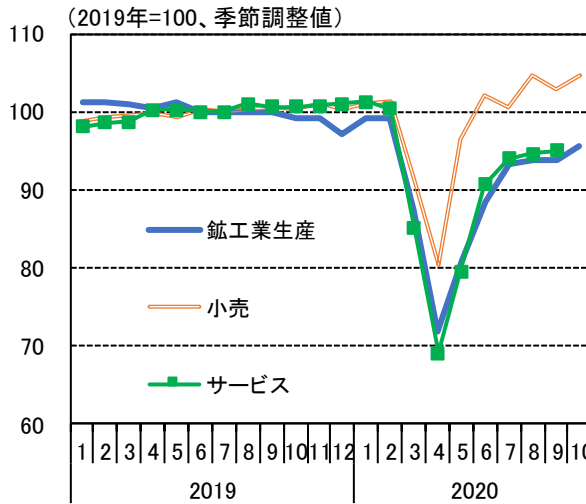
	2019				2020		
	I	II	III	IV	I	II	III
GDP	0.5	0.2	0.2	0.1	▲ 3.7	▲ 11.7	12.5
個人消費	0.3	0.1	0.2	0.0	▲ 2.4	▲ 6.6	7.4
政府消費	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	1.1
総固定資本形成	▲ 0.5	1.4	▲ 1.2	1.3	▲ 1.3	▲ 3.5	2.8
在庫	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	▲ 0.2	▲ 1.2
外需	0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	1.2

(資料)Eurostat

但し、別の指標でみると、その多くがコロナ禍前の水準を取り戻せておらず、7～9月期の回復は慎重にみる必要がある。まず鉱工業生産、小売・サービス売上は5月以降に回復しているが、足元でコロナ禍前の水準を取り戻しているのはインターネットによる消費が下支えとなった小売売上

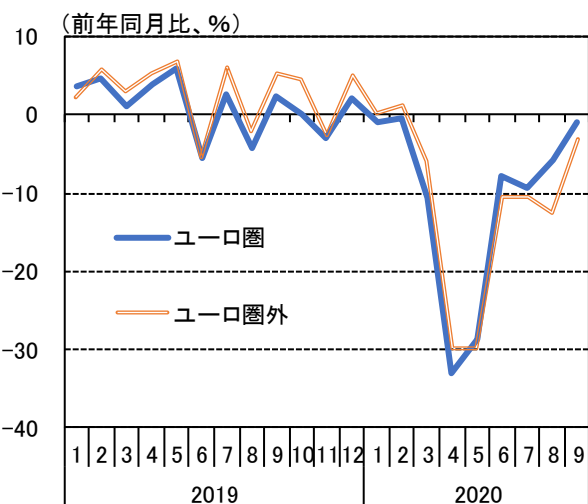
のみである(図表2)。またユーロ圏内外の輸出は前年同月比のマイナス幅は縮小しつつあるが、依然としてマイナス圏にとどまっている(図表3)。

図表2 ユーロ圏鉱工業生産と小売・サービス売上指数



(資料)Eurostat

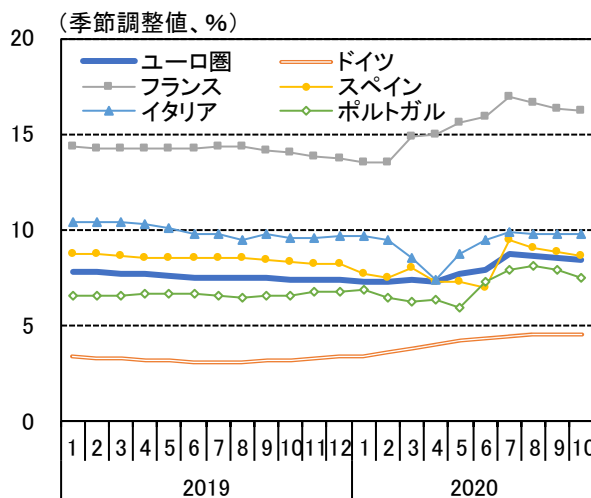
図表3 ユーロ圏輸出



(資料)Eurostat

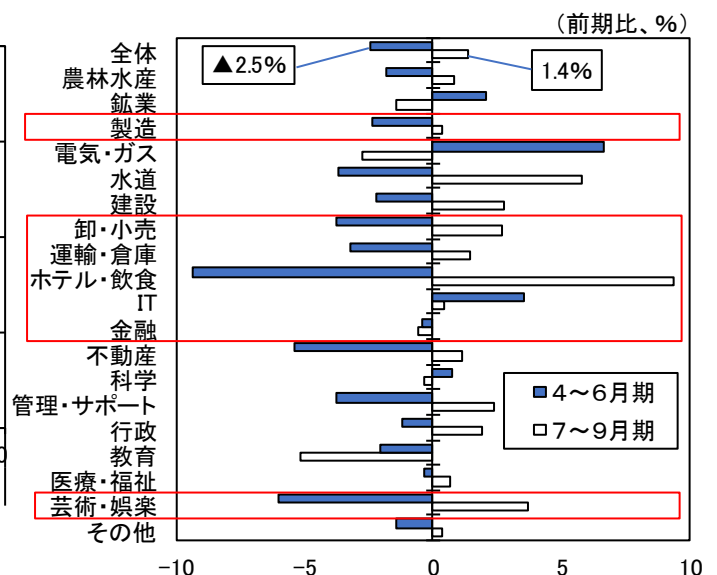
雇用環境についても回復の動きは鈍い。各国の緊急的な雇用対策により、失業率の急激な上昇は抑えられているものの、雇用者数全体の伸びは4～6月期の前期比▲2.5%に対して、7～9月期は同+1.4%に留まっている(図表4、5)。産業別にみると、ロックダウンによって最も被害を受けたホテル・飲食、芸術・娯楽、インターネット取引拡大に支えられた卸・小売や運輸・倉庫等が雇用増に転じた一方、生産水準が感染拡大前の水準近くまで戻った製造業は微増に留まっている。更に、リモートワークの普及で需要が増えたとみられるIT関連の雇用者も微増に留まり、金融は2四半期連続で減少するなど、雇用の回復は産業毎にまだら模様で、全体として企業の雇用に対する慎重な姿勢が残っていることを窺わせるものになっている。

図表4 ユーロ圏失業率



(資料)Eurostat

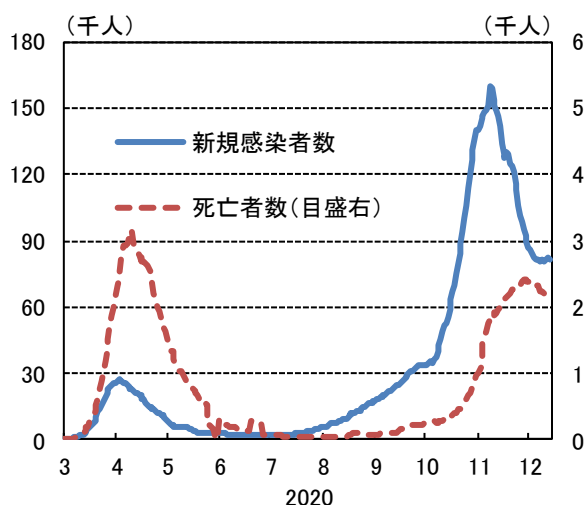
図表5 ユーロ圏産業別雇用者数 (2020年4～6月期、7～9月期)



(注) 本稿執筆時点で未公表の国は除く。
(資料)Eurostat

このような状況の中、夏以降新型コロナウイルスの感染は再び拡大、10月に入って急増し、11月2日には一日の新規感染者数が17万人を超え、感染拡大の第二波が到来した(図表6)。

図表6 ユーロ圏の新型コロナウイルスによる新規感染者と死亡者数
(2020年12月14日時点)



(注) 後方7日間移動平均を使用。

(資料) European Centre for Disease Prevention and control

不要不急・夜間外出禁止等の移動制限や飲食店の閉鎖など、各国とも10月末から11月にかけて再ロックダウンに踏み切った(図表7)。クリスマスシーズンに入り主要国は一部の制限を緩和したが、足元ではドイツ等において感染拡大防止策が一段と強化されていることから、サービス業を中心に経済活動にブレーキがかかるのは間違いない。

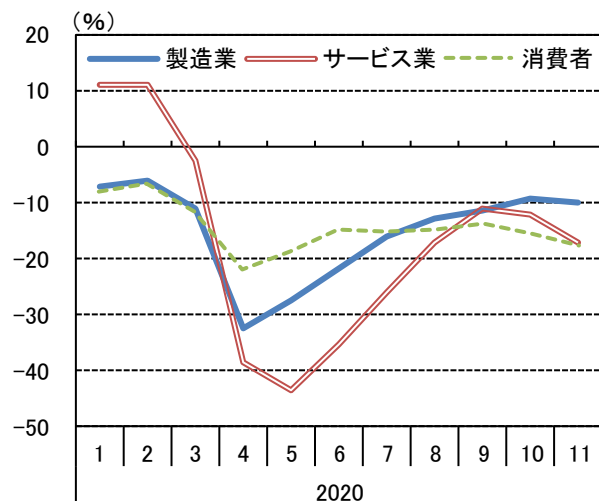
図表7 ユーロ圏主要国の新型コロナウイルス感染拡大への対応

国名	期間	主な内容
ドイツ	11月2日～2021年1月10日 12月16日からは一部強化	<ul style="list-style-type: none"> 公共の場での集まりは2世帯まで、かつ最大10人に制限。違反行為には罰則が適用 不要不急の私的旅行や訪問(親族訪問含む)の自粛 レジャー活動施設は閉鎖。飲食店やバーもテイクアウトとデリバリーを除き閉鎖 医療目的の不可欠なサービス、物理的な近接が不可欠なボディーケアサービスは閉鎖 小売店や理髪店は定められた衛生措置の下で営業可能 学校と幼稚園は継続 <p>■12月16日～</p> <ul style="list-style-type: none"> 集まることができる人数の上限は2世帯まで、最大5人に制限(但しクリスマス期間中は一部緩和) 生活必需品を扱う店を除く小売店や理髪店も閉鎖 学校も原則閉鎖
フランス	10月30日～ 12月15日以降の緩和措置は見送り、 夜間外出制限を導入	<ul style="list-style-type: none"> 外出証明の携帯義務 長距離移動の禁止 家族以外の私的な集まりや公共の場所での集いも禁止 工場や土木・建設工事、農業などの経済活動は継続。飲食店やバーは閉鎖 保育園、小・中学校、高校は生徒受け入れを継続。大学はオンライン <p>■12月15日～</p> <ul style="list-style-type: none"> 午後8時から翌日午前6時まで夜間の外出を禁止
イタリア	11月6日～2021年1月19日 12月15日からは一部強化	<ul style="list-style-type: none"> 夜間外出の禁止 (クリスマス期間は自治体間移動を禁止) ジム、プール等の施設、劇場、コンサートホール、映画館は営業停止 飲食店は午前5時から午後6時までの営業に制限 学校は継続(高校はオンライン) <p>■12月15日～</p> <ul style="list-style-type: none"> 12月21日から1月6日まで、州をまたぐ移動を禁止 人との集まりは自宅のみで2人までに限定。(但しクリスマス期間中は一部緩和) スーパーマーケットや銀行、薬局を除き、託児所やジム、美術館、動物園、映画館、美容室等が閉鎖 学校は1月18日まで閉鎖
スペイン	10月25日～2021年5月9日 10月25日に非常事態宣言を発令	<ul style="list-style-type: none"> 23時から6時までの夜間外出の禁止(必需品の購入や通院等を除く) 各自治体による都市間の移動制限 各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

(資料) 各種報道を基に三井住友信託銀行調査部作成

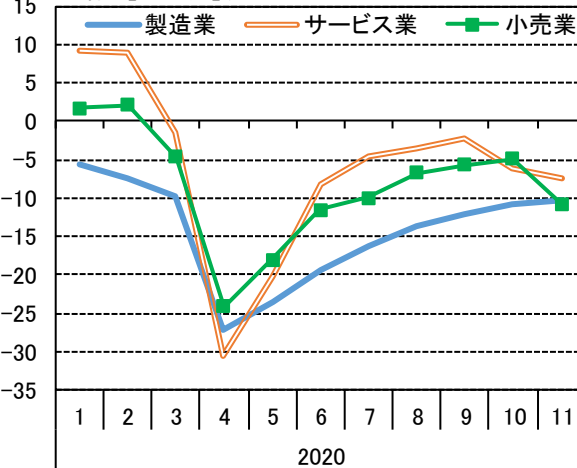
最新のマインド指標をみると、工場での生産継続により製造業は横ばいで推移する一方、サービス業と消費者の信頼感指数は低下している(図表8)。サービス業でもリモートワークの普及は進んでいるが、依然として対面での接触が避けられない分野は多く、再ロックダウンによる影響の厳しさが窺える。また、企業の雇用意欲も足元では悪化しており、雇用環境が一層悪化すれば、ユーロ圏経済の重石となり回復が遅れる可能性も高まる(図表9)。

図表8 ユーロ圏企業と消費者のマインド指数



(資料)EC「Business and consumer surveys」

図表9 ユーロ圏企業の先行き3か月の雇用意欲 (「増加」「減少」、ポイント)



(資料)EC「Business and consumer surveys」

2. 中長期に偏る EU の財政支援と ECB の追加緩和

目先の景気悪化懸念が強まる中、12月10日のEU首脳会議において新型コロナウイルスの復興基金である7,500億ユーロに上る「Next Generation EU: NGEU」と共に、10,743億ユーロの中期予算(2021年～27年)が合意された(図表10、11)。NGEU及び中期予算は、EUが掲げる「欧州グリーンディール」を推進するための産業のグリーン化、デジタル化等に主眼が充てられており、

図表10 NGEUの内訳

(億ユーロ)

1.加盟国の復興支援	Recovery and Resilience Facility	6,725
	うち補助金	3,125
	うち融資	3,600
	ReactEU (域内格差是正のための投資)	475
	地方開発のための農業分野の強化	75
2.EU経済回復と民間投資の支援	公正移行基金(脱炭素投資)	100
	InvestEU	56
3.危機の教訓への対応	RescEU(危機対応)	19
	Horizon Europe (研究開発・技術革新支援)	50
合計		7,500

図表11 中期予算の内訳

内容	金額 (億ユーロ)	割合 (%)
1.単一市場、イノベーション、デジタル化	1,328	12.4
2.結束と価値(EU域内の格差是正)	3,778	35.2
3.自然と環境	3,564	33.2
4.移民と国境管理	227	2.1
5.安全保障と防衛	132	1.2
6.周辺諸国と世界	984	9.2
7.EU運営費	731	6.8
合計	10,743	

(注)ハイライト部分がグリーンディール関連。

(資料)European Commission 発表資料より三井住友信託銀行調査部作成

(注)ハイライト部分がグリーンディール関連。

(資料)European Commission 発表資料より三井住友信託銀行調査部作成

今後 EU はコロナ禍からの復興という短期的な課題と中長期的な目標である気候変動対策の2つを推し進めていくことになる。

一方、ECBは12月10日に追加の金融緩和政策の実施を発表した(図表12)。これによりパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)として3月から行われている資産購入金額は5,000億ユーロ増額され総額で18,500億ユーロに拡大し、期間も2022年3月まで延長された。また長期リファイナンスオペ(TLTROⅢ)についても期間が2022年6月まで1年延長された。一方で政策金利については、金融機関の収益悪化に配慮され据え置かれている。

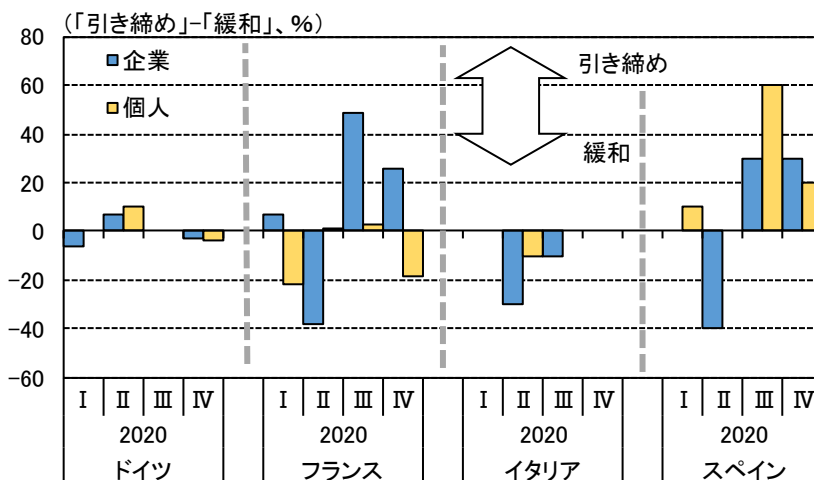
図表12 ECBによる新型コロナウイルス感染拡大に対する金融政策

3月12日	①追加の長期リファイナンスオペ(LTRO)による銀行への流動性供給 ②貸出条件付き長期リファイナンスオペ第3弾(TLTROⅢ)の実施(20年6月から)借りに有利な条件でレートを適用 ③民間部門を中心に追加で1,200億ユーロの資産購入
3月18日	パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)による7,500億ユーロの資産購入
4月7日	ECBから資金提供を受ける際の担保条件の緩和。適格担保の拡充、適格要件の緩和等
4月22日	担保条件の再緩和。担保とする債券の格下げがあった場合でも4月7日時点で適格であればオペの対象となる
4月30日	TLTROⅢの金利をさらに優遇 パンデミック緊急長期リファイナンスオペ(PELTRO)の導入
6月4日	PEPPの規模拡大。6,000億ユーロ増額し13,500億ユーロに
12月10日	PEPPの規模拡大。5,000億ユーロ増額し18,500億ユーロに TLTROⅢの追加実施(2021年6月、9月、12月)、優遇金利の適用期間延長、適格担保基準の緩和 PELTROの追加実施(2021年3月、6月、9月、12月)

(資料)ECBの発表を基に三井住友信託銀行調査部が作成

EUとECBによる財政・金融政策の支援を受けるEU諸国だが、コロナ禍によって危機的な経済状況にあつては、グリーン化による中期的な産業構造の変化を待つ余裕はない。またECBによる金融支援も現状では効果が薄い。実際に足元の民間の資金需要の高まりに対して、銀行部門が貸出姿勢の引き締めに向いている国もある(図表13)。4～6月期はEU及び各国の財政支援、ECBの大規模金融緩和で多くの国で銀行の貸出姿勢は緩和傾向にあつたが、7～9月期以降フランスでは企業向けが、スペインでは企業、個人向けともに引き締め姿勢を強め、ドイツも緩和の動きは鈍い。今後もEUとECBは各国から短期的な支援を目的とした財政支援や雇用対策の拡充、追加金融緩和を求められる可能性が高いとみている。

図表13 ユーロ圏主要国の民間銀行の貸出姿勢



(注)貸出姿勢に変化がない場合は「0」となる。

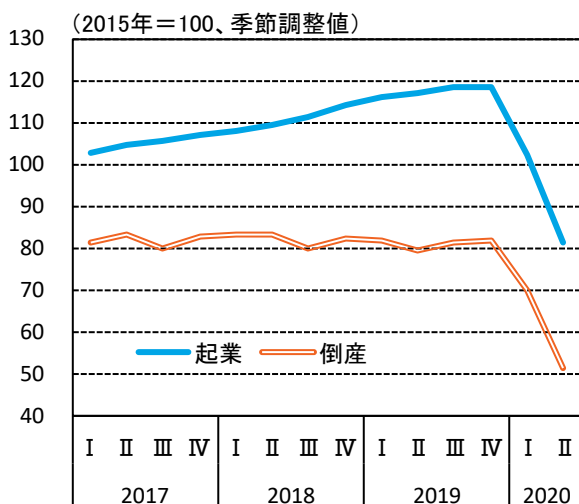
(資料)ECB

3. 回復が後ずれするユーロ圏経済、EU 域内対立の深刻化が不安材料

再ロックダウンに舵を切った欧州各国だが、感染拡大第二波の教訓から今後の制限緩和は慎重になるとみている。ワクチン開発に関しては米国とドイツの企業が共同開発したワクチンを EU が承認予定で、12月27日にも EU 諸国内でワクチンの接種が開始される見通しとの報道があるが、一般の市民に行き渡るのには時間がかかるため、引き続き現在のような行動制限を主体とした感染防止対策が主流となろう。2021年夏以降にならない限りは人々の警戒感は薄まらず、消費を中心とした経済活動水準が感染拡大前に戻るには2022年を待つ必要があるとみる。

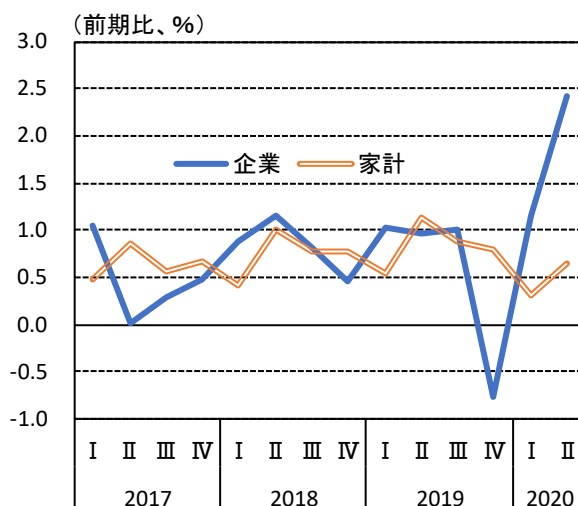
また、仮に経済が上向き需要が回復しても、コロナ禍で苦境に立たされているサービス業を中心に供給側の回復には時間が掛かる可能性が高い。図表14はEU内での起業と倒産件数の動きをみたもので、コロナ禍以降で両者の数字は減少している。ロックダウンが開始された3月以降は多くの国で行政サービスの提供もストップしたため、手続きの件数が減少した点を割り引いてみる必要はあるが、このコロナ禍において敢えて起業に踏み切る人の数が増えるとは考えにくい。また倒産件数については、政府の財政支援の影響で足元の倒産が避けられている面があり、支援が打ち切られれば急増する可能性がある。更に、仮にコロナ禍で倒産を免れても、足元では民間債務は積み上がっており、将来の事業継続に支障を来す企業が増えることも考えられる(図表15)。こうしたことから、2021年の注目点としては、コロナ禍の猛威がほぼコントロールされるタイミングより前に、企業や個人への各種支援が財源不足等により先細り、又は終了を迎え、倒産や失業が増加するようであれば、その先の景気回復の強い足枷となることが挙げられる。

図表14 EUの企業・倒産件数



(資料)Eurostat

図表15 ユーロ圏民間非金融部門の債務残高の推移



(資料)ECB

この観点からは、EU内の対立の複雑化が新たな不安要素として浮上してきた。今回、復興基金と中期予算は議長国であるドイツの働きにより合意に至ったが、その過程で東欧のポーランドとハンガリー両国とEUとの間の対立が浮き彫りになったことは注意すべき点と考えている。対立の焦点となったのは、EU条約にうたわれ、EUの基本的な価値観である「法の支配の原則」であった。ドイツを中心としたEU主要国がこの原則の順守違反を資金拠出の減額や停止の要件とした背景

には、ポーランドとハンガリーに対する不信感がある。2020年9月に欧州委員会は、ポーランドの汚職の取り締まりや、ハンガリーにおける司法制度の独立性が不十分であることを理由に、法の支配が後退していると指摘。加えて、ハンガリーについては新型コロナ対策として、首相の権限拡大や非常事態宣言の無期限延長を可能とする非常事態法を導入するなど強権化を強めていたことが、EUからの不信感を買う要因となっていた。今回はEUからの拠出金への依存度が高い両国が譲歩したことで、結果的に暫定合意に至ったが、今後コロナ禍が終息し危機感が薄れた際に対立が再燃する可能性が高い。主に経済的格差に起因した「南北対立」に、法治や人権など基本的な価値観による「東西対立」も加わることでEUの求心力が一層低下し、今後の財政支援等の足並みが乱れ、コロナ禍からの回復を遅らせる要因となり得る。

(調査部 ロンドン分駐 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。