

2020年7月22日 全9頁

欧州経済見通し まだら模様の景気回復

ロックダウン緩和を背景に5月は急反発したが先行き不透明感は強い

経済調査部 主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏では新型コロナウイルス感染の抑制を目的とした都市封鎖（ロックダウン）が段階的に解除されており、5月の小売売上高、鉱工業生産、輸出はそろって前月比で大幅反発した。景況感の改善傾向は景気の持ち直しが6月以降も続くことを示唆しているが、先行き不透明感は引き続き強い。特に外需に関しては、世界全体で新規感染がまだ拡大傾向にあることが懸念材料である。また、ユーロ圏でも感染再燃リスクへの警戒は怠れず、企業業績や雇用に対する不安は大きい。ペントアップ・ディマンド巡後のユーロ圏の消費はより緩やかな回復ペースとなろう。
- 英国ではユーロ圏よりも1カ月ほど遅れてロックダウンの段階的な解除が進められている。5月までの月次GDP統計によるとサービス産業、中でもホテル・外食産業の落ち込みが非常に大きい。7月8日に発表された300億ポンドの追加経済措置ではホテル・外食産業に重点を置いた減税措置などが盛り込まれ、一定の消費刺激に貢献すると期待されるが、景気回復には時間を要すると見込まれる。
- ユーロ圏の成長率は2020年▲8.0%、2021年+4.0%、英国の成長率は2020年▲10.2%、2021年+4.4%と予想する。

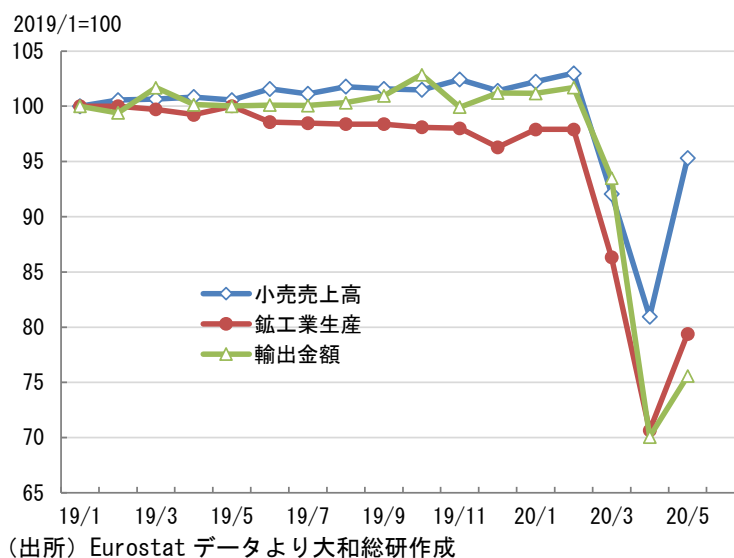
ユーロ圏経済

ロックダウンの段階的な解除を背景に5月は急反発

ユーロ圏加盟国は3月から4月にかけて新型コロナウイルス感染を抑制するための都市封鎖（ロックダウン）措置をそれぞれに導入・強化していたが、新規感染者が明確に減少したことを受けて、概ね5月以降はロックダウンの段階的な解除に動いている。

外出制限が緩和され、生活必需品以外を販売する小売店の営業再開が許可されたことを背景に、ユーロ圏の5月の小売売上高は前月比+17.8%と大きく反発し、1999年の統計開始以来で最大の伸び率となった。また、5月の鉱工業生産は同+12.4%、輸出金額は同+7.9%とやはり大幅反発し、それぞれ1991年と1999年の統計開始以来で最大の伸び率を記録した。

図表1 ユーロ圏の主要経済指標は5月にそろって反発



当然ながらこの記録的な伸び率は、ロックダウンという前例のない措置によって3月と4月の消費や生産が急速に落ち込んだところからの反動という側面が強い。例えば、5月の小売売上高をユーロ圏の主要国4カ国で見ると、フランスが前月比+25.6%、イタリアが同+25.4%、スペインが同+18.0%、ドイツが同+12.7%となった。南欧諸国では新型コロナウイルス感染が特に深刻で、より厳格なロックダウン措置を講じざるを得ず、3月から4月にかけて消費が急速に落ち込んだ。その分、5月の小売売上高は急反発したのである。また、輸出の反発は、ロックダウンにより止まっていた供給が動き出したことが貢献したと考えられる。

なお、5月の急反発をもってしても、3月から4月にかけての落ち込みを相殺するにはまだまだ不十分である。5月の小売売上高は前年比では▲5.1%とそれでも4月の同▲19.6%からマイナス幅をかなり縮めたが、5月の鉱工業生産は同▲20.9%、輸出金額は同▲29.5%と引き続き大幅に落ち込んだままである。

不透明感の強い外需見通し

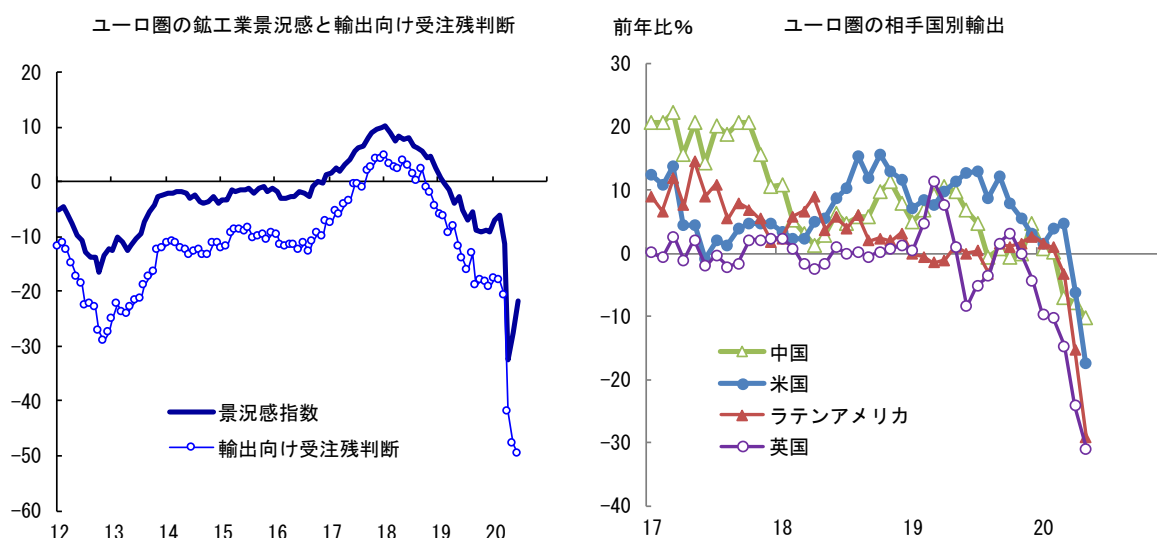
ユーロ圏の内需と外需の見通しのうち、現状では外需に関する不透明感がより強い。鉱工業の企業景況感（4月を底として5月、6月は連続して改善したが、輸出向けの受注残判断は6月まで悪化傾向が継続している）。

外需見通しを悪化させている最大の要因は、世界全体での新型コロナウイルス感染の拡大に歯止めがかかっていないことで、米国を筆頭に中南米やインドなどで新規感染者が増加傾向にあり、今後はアフリカ諸国でも感染確認が急増するのではないかと懸念されている。また、いったん感染抑制に成功したかにみえたオーストラリアやイスラエルなどで新規感染者数が再び急増していることも気がかりである。

ユーロ圏の輸出へのインパクトの大きさを考えれば、これらの国々の中でも米国の動向が注視される。米国の新規感染者は4月上旬以降は減少傾向をたどっていたが、6月半ばに再び増加に転じたあと急増し、4月のピークを大きく越えてしまっている。早期のロックダウン緩和に踏み切った南部の州を中心に新規感染者が急増しており、一部の州ではロックダウンの再強化の動きも出ている。米国経済は5月、6月には消費を中心に急ピッチの回復を見せてきたが、新規感染者の増加とロックダウン再強化の動きがどこまで広がるのか、それが米国経済の持ち直しにブレーキをかけないかが注目される。

他方で、ユーロ圏にとってもう一つの主要輸出相手国である中国が、新型コロナウイルス感染をうまく抑制し、4-6月期に前年比でプラス成長に回帰したことは明るい材料である。もともと、11月の米国の大統領選挙まで残すところ4カ月弱となった中で、好景気という切り札が使えなくなったトランプ大統領が、中国に対して一段と強硬姿勢で対峙してくる懸念もまた大きい。米政府が打ち出したファーウェイ製品の使用禁止が、ノキアやエリクソンの売上拡大につながる可能性があるなど、欧州企業が「漁夫の利」を得るチャンスも想定されなくはないが、ユーロ圏企業にとっては米国、中国の双方に輸出を増やせることがベストシナリオである。

図表2 急速に落ち込んだユーロ圏の輸出



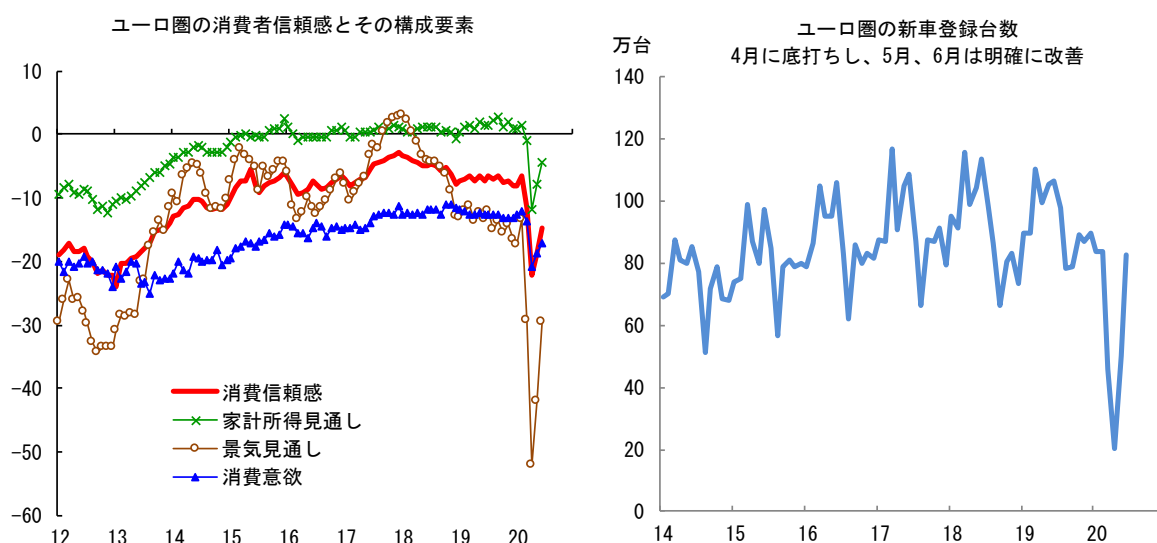
(出所) 欧州委員会、Eurostat データより大和総研作成

内需回復は持続するか？

欧州における新型コロナウイルス感染は3月末から4月初めが新規感染者のピークで、その後は減少傾向にある。ロックダウンの段階的な解除が始まったあと、局所的にクラスターが発生して感染者が急増するケースは欧州でも出てきているが、これまでのところは国単位で見ればピークの水準を大幅に下回っている。新規感染者が急増した市や郡などで飲食店の深夜営業の禁止や外出制限など再度のロックダウン措置が取られているものの、国単位では段階的なロックダウンの解除を継続することができている。

具体的には、小売店に続いてレストランやカフェ、美容院、美術館、映画館などの営業も徐々に再開されている。また6月半ばからは国内旅行のみならず、EU域内の旅行に関する制限を緩和する国が増えている。この状況下でユーロ圏の消費者信頼感指数は5月、6月と連続して改善した。構成項目のうち、今後12カ月の景気見通しの改善が目立つが、今後12カ月の家計所得見通しと消費意欲も持ち直しており、これに呼応するように、ユーロ圏の新車登録台数は4月の20.3万台を大底として、5月は50.2万台、6月は82.4万台へと増加した。

図表3 ユーロ圏の消費者信頼感と新車登録台数



(出所) 欧州委員会、ACEA データより大和総研作成

もともと、6月の新車登録台数は前年同月の106.3万台と比較するとまだ2割減の水準である。消費者信頼感も3月と4月で15ポイント悪化したうち、5月と6月での改善は7ポイントにとどまる。最悪期を脱したあとの景況感改善が鈍いのは、感染再拡大リスクは消えておらず、コロナ危機前には容易に戻れないと消費者も考えているためだろう。

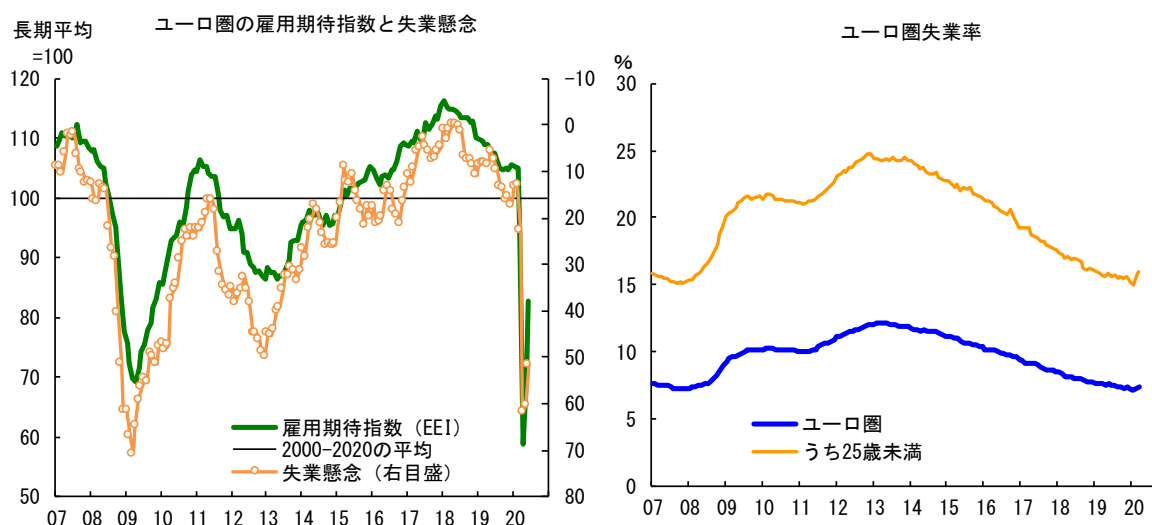
消費者にとって懸念が大きいのは失業リスクである。小売店も飲食店も店舗営業を再開できたとはいえ、人と人との距離を保つため入店人数を制限するなど感染防止対策は必須で、売上がコロナ前に戻ることは難しい。7月と8月の夏休みシーズンの直前にEU域内の旅行が概ね解禁されたものの、スペイン、イタリア、ギリシャなどの観光地では前年比で大幅な収入減を予想している。先述したように輸出回復の見通しも不透明感が強い中、ダイムラーやフォルクスワ

ーゲンなど自動車メーカー、航空会社のルフトハンザ、航空機製造のエアバス、小売のガレリア・カールシュタット・カウフホフ、アパレルのエスプリなどさまざまな業種の企業から人員削減を含む大規模なリストラ計画の発表が続いている。

ユーロ圏の失業率は3月に1998年の統計開始以来最低となる7.1%まで低下したあと、4月は7.3%、5月は7.4%と上昇傾向にあるが、まだごく小幅の上昇にとどまっている。政府が雇用を維持した企業に対して給与の一部を肩代わりする制度で支援している効果は大きいですが、ロックダウンに伴う需要急減からの回復に時間がかかることが見えてくる中で、人員削減に踏み切る企業が増えている。また、今後、企業倒産に伴う失業者も増加すると予想される。

雇用状況の悪化の影響を真っ先に受けるのが若年層である。企業の人員削減では退職者の補充をしない、早期退職者を募集する、契約社員の契約を更新しないなどの方法がまず取られる。そのあおりで就職できない、あるいは契約が更新されないのは若年層が中心となる。また、最終手段で解雇が実施される場合は、経験の短い若者からその対象になることが多い。フランス、オランダではすでに25歳未満の失業率が目立って上昇しており、ユーロ圏でも3月の15.0%から5月は16.0%へ上昇している。

図表4 ユーロ圏の雇用状況はこれから悪化する見込み



(出所) 欧州委員会、Eurostat データより大和総研作成

5月以降のユーロ圏の内需回復は、ロックダウン措置で大幅に制限されていた需要が出てきたことに負うところが大きい。そのようなペントアップ・デマンドの一巡後は、雇用不安が消費回復を抑制する要因になると予想される。また、先行き不透明感が強い中で、企業も投資拡大に慎重であることが、7月に公表された最新の銀行貸出サーベイから読み取れる。3月以降、非金融機関からの資金需要は高まっているが、もっぱら運転資金と債務返済のための資金需要が伸びており、設備投資やM&Aのための資金需要は大幅に落ち込んでいる。

まだら模様の景気回復

ロックダウン実施に伴う急速な景気悪化のあと、その緩和による需要の持ち直しもまた急激なものとなっているが、需要回復はかなりまだら模様になると予想される。ユーロ圏の内需と外需の回復度合いにも差が出て来ると見込まれるほか、ユーロ圏の加盟国間でも景気回復ペースには差が出てこよう。内需の回復を持続させるべく、金融政策と財政政策の後押しが引き続き重要となる。

ECBは7月16日の理事会ではこれまでの金融緩和を今後も継続する方針を確認した。すなわち、3月18日に創設したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の購入枠は1兆3,500億ユーロで据え置き、資産購入の期間は少なくとも2021年6月まで、償還分の再投資期間は2022年末までとなる。また、従来からの資産購入プログラム（APP）については次の利上げ直前まで月額200億ユーロの資産購入を継続し、償還分の再投資はその後もしばらく継続される。これに加えて、ECBは銀行に対する潤沢な資金供給も継続しており、それが非金融機関企業への融資の伸びに反映されている。ただし、消費刺激や投資促進といった政策については財政政策がより大きな役割を果たす必要がある。ラガルド ECB 総裁は7月16日の記者会見でEU復興基金の創設を念頭に置き、各国政府が早急に合意に至ることを強く望むと改めて表明した。

そのEU復興基金は7月17日と18日のEU臨時首脳会議の最大の議題となったが、議論が紛糾した結果、2日間の日程が延長に延長を重ね、ようやく21日早朝に合意に達した。7,500億ユーロの復興基金のうち5,000億ユーロを返済不要の助成金とすることが提案されていたが、財政規律を重視するオランダ、オーストリアなど5カ国の反対で3,900億ユーロに減額された。残りの3,600億ユーロは融資の形で配分される。助成金と融資の割合をどうするかばかりが注目されたが、より重要なのは、コロナ危機の打撃が大きい国々がこの基金からの助成金や融資をどのように活用するかである。復興基金と合わせて合意された2021-2027年のEU予算ともども、デジタル化と環境対策強化が重点項目として挙げられている。どちらもコロナ危機前からの課題であるが、コロナ危機を経てより一層重要性が増していると考えられる。例えば5月の小売売上高は前年比▲5.1%だったが、その中でオンライン販売は同3割近く増加した。オンライン販売はもともと拡大傾向にあったが、ロックダウンによって一段と加速し、その解除後も拡大ペースが鈍っていない。デジタル化と環境対策強化を掛け声だけに終わらせず、難産の末に創設にこぎつけた欧州復興基金を有効活用できるか、各国政府の正念場はこれからである。

なお、復興基金の財源は欧州委員会が債券を発行して市場から調達するが、信用格付けの高いユーロ圏建て債券がまとまって発行されることになる点で画期的である。

ユーロ圏は2020年下半期に前期比プラス成長を見込むが、上半期の急激な落ち込みに比べれば緩やかな回復にとどまるだろう。ユーロ圏の成長率は2020年▲8.0%、2021年+4.0%と予想する。なお、このところ新型コロナウイルスのワクチン開発が進展しているとの報道が増えているが、有効なワクチンが早期に大量生産可能となれば景気見通しの大きな上振れ要因となる。一方、感染拡大に歯止めがかからず、欧州においても大規模な感染再燃となって国単位のロックダウン再強化が回避できなくなれば、当然ながら景気見通しを下方修正せざるを得なくなる。

英国経済

下方修正された1-3月期のGDP成長率

6月30日に公表された1-3月期のGDP成長率の確報値は、速報値の前期比▲2.0%（年率換算▲7.7%）から同▲2.2%（同▲8.5%）に下方修正された。個人消費が同▲1.7%から同▲2.9%に下方修正された影響が大きい。英国が厳格なロックダウンに踏み切ったのは1-3月期が残り1週間となった3月23日だが、その短い期間に消費が急速に冷え込んだことが確認された。

月次のGDP統計は5月まで公表されているが、3-5月の成長率は直前3カ月比で▲19.1%と急速に悪化している。産業別では建設業が同▲29.8%、サービス産業が同▲18.9%となったが、サービス産業の中でもホテル・外食産業が同▲71.7%と壊滅的な打撃を受けている。また、芸術・娯楽が同▲38.4%、教育が同▲37.8%と続き、輸送・倉庫業も同▲29.5%と落ち込んだ。

ユーロ圏より遅行したロックダウンの緩和

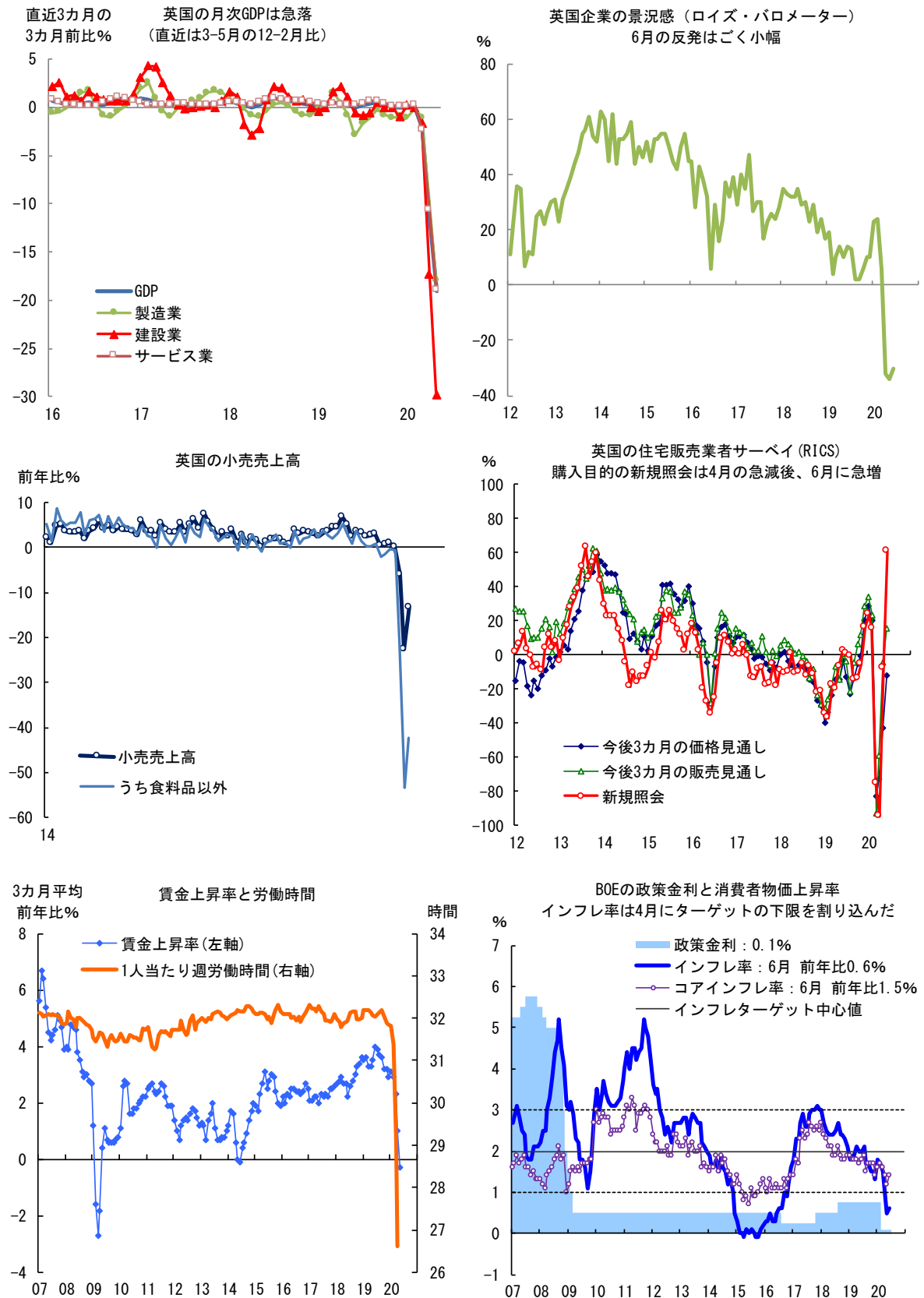
英国がロックダウンの段階的な解除へ転じたのは5月中旬で、まず製造業や建設業の再開を促し、また外出制限を一部緩和した。6月15日からは生活必需品以外の小売店の営業再開が認められ、飲食店もデリバリーに限って営業再開が可能となった。なお、店内での飲食の提供が可能になったのは7月4日からである。これを踏まえれば、英国の景気底打ちはユーロ圏より遅れて5月だったと推測される。

ロックダウンの段階的な解除に伴う需要持ち直しを後押しするべく、スナク財務相は7月8日に総額300億ポンド規模の追加雇用・経済対策を発表した。主な柱は一時帰休制度の対象となっている従業員を2021年1月末まで雇用し続けた企業に対して、当該従業員一人につき1,000ポンドを支給すること、ユニバーサル・クレジット（失業者や低所得者を対象とする社会保障制度）の受給者のうち16-24歳の若年層を新規に雇用する企業の給与負担や社会保障負担を一部軽減すること、飲食店やパブでの食事代（アルコールは対象外）やホテルの宿泊代、娯楽施設への入場料などにかかる付加価値税（VAT）を7月15日から約半年の期間限定で20%から5%に引き下げることである。また、住宅購入の際の印紙税の控除額を2021年3月31日までの期間限定で12.5万ポンドから50万ポンドに引き上げることも盛り込まれた。

6月の住宅販売業者サーベイでは、新規照会が急増し、業者の今後3カ月の販売見通しも改善していた。政府が印紙税の一時免除措置のような奨励策を何か講じると見越してのことだったと見受けられる。今回の経済刺激策は、住宅購入や消費刺激に関して一定の効果があると見込まれるが、コロナ危機後の急速な景気の落ち込みから英国経済が回復するまでには時間を要するだろう。

5月までの景気の落ち込みが想定を上回ったため、2020年の成長率予想をこれまでの▲9.5%から▲10.2%へ下方修正した。2021年は+4.4%へ回復すると予想する。

図表5 英国の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く

(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、RIGS のデータより大和総研作成

図表6 ユーロ圏経済・金利見通し

	2020				2021				2018	2019	2020	2021
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	-13.6%	-31.6%	14.0%	8.2%	6.7%	4.6%	4.1%	3.9%	1.9%	1.3%	-8.0%	4.0%
民間消費支出	-17.1%	-31.4%	17.0%	12.6%	6.1%	4.1%	4.1%	4.1%	1.4%	1.3%	-8.3%	4.9%
政府消費支出	-1.7%	4.1%	5.3%	4.1%	1.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.8%	1.9%	2.5%
総固定資本形成	-7.0%	-59.0%	12.6%	12.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	3.0%	5.7%	-12.6%	2.7%
輸出等	-15.4%	-59.0%	14.8%	12.6%	10.4%	8.2%	5.3%	4.9%	3.6%	2.5%	-16.2%	2.9%
輸入等	-13.6%	-63.0%	14.8%	19.3%	9.1%	8.2%	5.7%	5.7%	3.6%	4.0%	-16.0%	3.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	-3.1%	-12.0%	-9.4%	-7.6%	-8.0%	-2.6%	8.3%	5.9%	1.9%	1.3%	-8.0%	4.0%
民間消費支出	-3.9%	-12.7%	-9.6%	-7.0%	-8.3%	-1.1%	9.8%	6.6%	1.4%	1.3%	-8.3%	4.9%
政府消費支出	0.9%	1.4%	2.1%	2.9%	1.9%	3.6%	3.0%	2.0%	1.2%	1.8%	1.9%	2.5%
総固定資本形成	1.9%	-19.0%	-16.4%	-16.7%	-12.6%	-13.4%	10.4%	9.3%	3.0%	5.7%	-12.6%	2.7%
輸出等	-3.3%	-22.6%	-20.5%	-18.2%	-16.2%	-12.6%	11.5%	9.1%	3.6%	2.5%	-16.2%	2.9%
輸入等	-0.2%	-24.7%	-20.3%	-18.7%	-16.0%	-13.8%	12.7%	10.5%	3.6%	4.0%	-16.0%	3.1%
鉱工業生産（除建設）	-5.9%	-21.4%	-10.5%	-7.1%	-2.3%	19.1%	7.0%	5.2%	0.7%	-1.3%	-11.2%	6.7%
実質小売売上高	-1.3%	-9.9%	-3.6%	-2.9%	0.5%	10.0%	3.0%	2.4%	1.6%	2.3%	-4.4%	3.9%
消費者物価	1.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.8%	1.2%	0.5%	1.0%
生産者物価	-1.2%	-3.9%	-3.1%	-2.6%	-1.8%	1.5%	1.5%	1.3%	2.4%	0.3%	-2.7%	0.6%
失業率	7.2%	7.5%	8.6%	9.5%	10.0%	10.0%	9.9%	9.8%	8.2%	7.6%	8.2%	9.9%
10億ユーロ												
貿易収支	87.5	45.0	50.0	65.0	55.0	60.0	66.0	70.0	297.1	325.5	247.5	251.0
経常収支	49.3	36.8	43.5	58.2	50.8	54.5	59.2	63.8	355.5	324.1	187.8	228.3
財政収支									-58	-71	-934	-577
独 国債10年物（期中平均）	-0.41%	-0.44%	-0.40%	-0.35%	-0.31%	-0.27%	-0.24%	-0.22%	0.47%	-0.21%	-0.40%	-0.26%
独 国債2年物（期中平均）	-0.69%	-0.67%	-0.66%	-0.65%	-0.63%	-0.61%	-0.58%	-0.56%	-0.59%	-0.66%	-0.67%	-0.60%
欧 政策金利（末値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

（注）2020年Q1まで実績値（消費者物価と金利は同Q2まで実績値）。それ以降は大和総研予想（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表7 英国経済・金利見通し

	2020				2021				2018	2019	2020	2021
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	-8.5%	-47.0%	19.3%	11.6%	7.9%	7.1%	5.5%	5.2%	1.3%	1.5%	-10.2%	4.4%
民間消費支出	-11.2%	-50.2%	28.6%	14.8%	7.4%	7.4%	6.1%	6.1%	1.6%	1.0%	-11.1%	5.6%
政府消費支出	-15.5%	7.4%	3.2%	2.4%	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%	0.4%	3.4%	-1.4%	2.3%
総固定資本形成	-4.3%	-59.0%	2.0%	6.1%	12.6%	10.4%	10.4%	12.6%	-0.2%	0.7%	-16.2%	2.2%
輸出等	-43.9%	-31.4%	12.6%	12.6%	2.0%	4.1%	4.9%	4.1%	1.2%	5.0%	-12.9%	3.4%
輸入等	-32.7%	-28.4%	17.0%	19.3%	-5.9%	4.1%	6.1%	7.4%	2.0%	4.6%	-13.9%	3.6%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	-1.7%	-16.1%	-12.8%	-10.3%	-10.2%	-6.6%	11.4%	8.0%	1.3%	1.5%	-10.2%	4.4%
民間消費支出	-2.5%	-18.4%	-13.2%	-10.1%	-11.1%	-5.7%	14.2%	8.9%	1.6%	1.0%	-11.1%	5.6%
政府消費支出	-1.6%	-1.7%	-1.1%	-1.0%	-1.4%	3.7%	2.2%	1.8%	0.4%	3.4%	-1.4%	2.3%
総固定資本形成	-2.5%	-21.5%	-21.6%	-19.3%	-16.2%	-15.9%	7.7%	9.8%	-0.2%	0.7%	-16.2%	2.2%
輸出等	-6.6%	-12.8%	-15.3%	-16.5%	-12.9%	-3.0%	7.7%	5.8%	1.2%	5.0%	-12.9%	3.4%
輸入等	-17.4%	-15.0%	-13.4%	-9.4%	-13.9%	-1.5%	8.1%	5.5%	2.0%	4.6%	-13.9%	3.6%
鉱工業生産	-4.0%	-20.0%	-11.5%	-8.5%	-6.9%	14.3%	4.3%	2.7%	0.8%	-1.3%	-11.0%	3.1%
実質小売売上高	-1.7%	-14.2%	-3.2%	-0.6%	0.6%	16.1%	4.1%	3.2%	2.6%	3.3%	-4.9%	5.7%
消費者物価	1.7%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	2.5%	1.8%	0.8%	0.8%
生産者物価（出荷価格）	0.6%	-0.9%	-0.8%	0.0%	0.6%	2.1%	2.2%	2.0%	2.9%	1.6%	-0.3%	1.7%
失業率	3.9%	4.1%	7.7%	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%	6.5%	4.1%	3.8%	5.9%	7.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-29.3	-35.7	-31.7	-29.1	-30.6	-37.7	-33.7	-30.4	-139.4	-129.5	-125.9	-132.4
経常収支	-21.1	-27.7	-21.8	-18.3	-23.8	-29.9	-25.0	-20.8	-82.9	-88.8	-89.0	-99.6
財政収支	3.0								-39.8	-37.4	-296.7	-145.7
国債10年物（期中平均）	0.55%	0.25%	0.16%	0.22%	0.30%	0.45%	0.60%	0.70%	1.41%	0.89%	0.30%	0.51%
国債2年物（期中平均）	0.38%	0.01%	-0.10%	0.00%	0.10%	0.20%	0.30%	0.40%	0.75%	0.61%	0.07%	0.25%
政策金利（末値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.75%	0.75%	0.10%	0.10%

（注）2020年Q1まで実績値（物価と金利は同Q2まで実績値）。それ以降は大和総研予想（出所）ONS、BOE、大和総研