

2020年11月2日 全7頁

ユーロ圏、7-9月期は年率+61.1%成長

過去最高を記録するも、ダブルディップシナリオが現実味を増す

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏の2020年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+12.7%（年率換算+61.1%）となり、1995年の統計開始以来で最大のプラス成長となった。ユーロ圏各国において、ロックダウン（都市封鎖）の段階的な解除を受けて企業活動が再開し、人々が徐々に日常生活を取り戻しつつあった結果である。
- もっとも、大幅増となったのは2020年上半期の2四半期連続の大幅な落ち込みからの反動増にすぎない。依然として7-9月期の実質GDPの水準は、リセッション入り前の2019年10-12月期の水準を4.3%下回っており、回復過程が道半ばであることを示している。
- むしろ、9月下旬以降、新型コロナウイルスの新規感染者が今春を上回るペースで急拡大していることから、欧州各国は感染拡大を抑制するために再度規制措置を強化し、人や物の流れは再びストップし始めている。さらに、11月に入って、ドイツやフランス等は、より厳格なロックダウンの導入に踏み切っており、景気の下押し圧力が高まることは避けられない。景気のダブルディップ（二番底）シナリオが現実味を増している。
- 10月29日のECB理事会では、政策金利の据え置きやパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の規模・期間など、現行の金融政策の枠組みを維持する決定をした。その一方で、ECBは、コロナ危機が再び強まっている状況を踏まえ、次回12月の会合で追加緩和の行動を取ることを異例の形で表明した。もっとも、今回のECBの対応を受けて、市場の期待は相当高まっており、中途半端な内容では大きな失望を招く恐れが出てこよう。

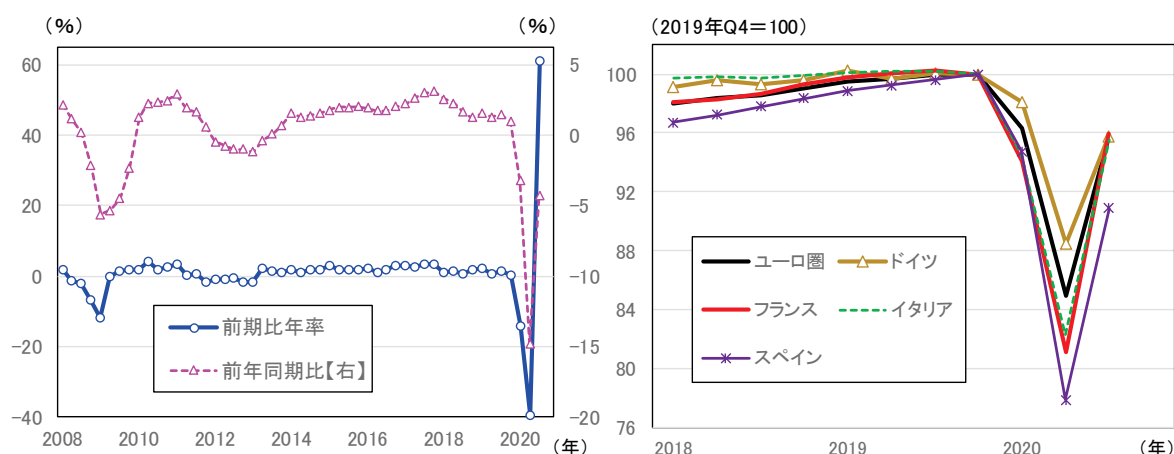
過去最高を記録した 7-9 月期の GDP 成長率、それでも回復は道半ば

ユーロ圏の 2020 年 7-9 月期の成長率（速報値）は前期比+12.7%（年率換算+61.1%）となり、1995 年の統計開始以来で最大の伸び率となった。ユーロ圏主要国の成長率もドイツが同+8.2%（同+37.2%）、フランスが同+18.2%（同+95.4%）、イタリアが同+16.1%（同+81.8%）、スペインが同+16.7%（同+85.5%）と軒並み大幅増となった。ユーロ圏各国において、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウン（都市封鎖）からの段階的な解除を受けて、企業活動が再開し、人々が徐々に日常生活を取り戻しつつあった結果である。

もともと、市場予想を上回る大幅増となったのは 2020 年上半期の 2 四半期連続の落ち込み（1-3 月期年率-14.1%、4-6 月期同-39.5%）からの反動増にすぎず、発射台の水準が低い故に伸び率が高くなったという数字の錯覚に過剰反応しても意味はない。依然として 7-9 月期のユーロ圏の実質 GDP の水準は、リセッション入り前の 2019 年 10-12 月期の水準を 4.3%下回っており、回復過程が道半ばであることを示している。また、ドイツの成長率が他の主要国よりも低い伸びにとどまったのは、相対的に上半期の落ち込みが緩やかだったためである。ドイツの 4-6 月期の実質 GDP が 2019 年 10-12 月期比で 1 割強のマイナスであったのに対して、フランスやイタリア、スペインは 2 割前後のマイナスだった。特に、スペインは 7-9 月期の反動増を加味しても 2019 年 10-12 月期比で 1 割近く落ち込んでおり、相対的に景気回復が遅い。後述するように、他の国よりも早いタイミングで新型コロナウイルスの新規感染者が再び増加し始めたことが、規制強化を促し経済成長を抑えたと考えられる（スペインは 7 月下旬から、フランスは 8 月半ばから、イタリアやドイツは 10 月に入ってから新規感染者が急増している）。

ユーロ圏の GDP の需要項目別内訳はまだ発表されていないが、すでに発表されたフランスとスペインでは、個人消費がそれぞれ前期比+17.3%と同+20.2%、総固定資本形成が同+23.3%と同+19.9%とそろって記録的な増加幅となった。加えて、両国とも輸出の伸び率が輸入の伸び率を上回り、外需の寄与度がフランスは 7 四半期ぶり、スペインは 3 四半期ぶりにプラスに転じたことも景気を下支えした。個人消費や設備投資等の内需と輸出に牽引された外需の両方が好調だったといえる。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率（左）、主要国の実質 GDP（右）



（出所）Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ユーロ圏の7-9月期の景気は四半期としては力強い回復、すなわちV字回復の形を見せたが、月次統計に注目すると、8-9月にかけてペースダウンする姿になっている。

8月のユーロ圏の小売売上高は前月比+4.4%と2ヵ月ぶりにプラスに転じ、再びコロナ危機前の水準を上回る一方、8月の鉱工業生産は同+0.7%と4ヵ月連続で上昇したが、伸び率は大きく鈍化した。前者の小売売上では、通信販売・インターネットが同+12.4%と3ヵ月ぶり、衣料品が同+7.7%と2ヵ月ぶりに増加し牽引役となった。だが、各国の小売売上高を見ると¹、ドイツの小売売上高は7月の同+0.3%、8月同+1.8%から9月は同-2.2%と3ヵ月ぶりのマイナスに転じ、市場予想を上回るマイナス幅となった。それでも、9月の水準はコロナ危機前の水準(2020年2月、以下同じ)を2.8%上回っている。スペインの9月の小売売上高は同-0.3%と小幅減にとどまったが(5ヵ月ぶりのマイナス)、コロナ危機前の水準を2.6%下回っており、回復力の弱さを示す内容となった。

また、9月の新車販売台数は、イタリアが例外的に堅調に推移する一方、英国やスペイン、フランスは前月比マイナスである。新規感染者数が急増している地域、消費者マインドの弱い地域において販売が低迷している。各国とも、政策対応によって雇用環境の悪化を抑制しているものの、9月の失業率はコロナ危機前を上回り(ユーロ圏全体で+1.0%pt、ドイツが+0.9%pt、スペインは+2.9%pt)、消費の弱さを裏付けている。

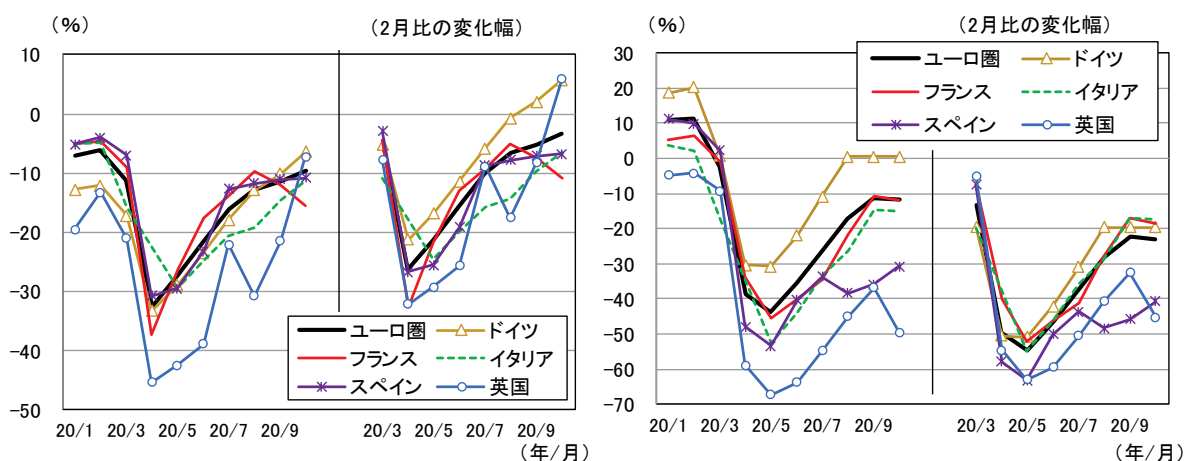
一方、10月分の実体経済を反映した指標はほとんど発表されていないが、マインド関連を見てみると、10月のユーロ圏の景況感指数は90.9と横ばいにとどまった。コロナ危機で大幅に落ち込んだ4月をボトムに5ヵ月連続で改善してきたものの、その改善ペースは鈍化し、直近は足踏み状態が鮮明になっている。10月後半以降、ユーロ圏各国で規制措置が強化されてきたが、調査タイミングからその影響は十分には反映されていないとみられる。やや改善傾向に陰りが見られたところに、後述するように、ドイツやフランス等が10月末に一段と厳格なロックダウンを再導入すると発表しており、11月の景況感は悪化する可能性が高い。

業種別に見ると、鉱工業や小売業、建設業の景況感が改善する一方、サービス業の景況感や消費者信頼感は小幅悪化した。鉱工業では、ドイツがコロナ危機前の水準を回復する他、フランス以外は改善している。これに対して、サービス業は各国ともコロナ危機前の水準を下回ったままで、足踏みしている。しかも、11月に入ると、ロックダウンの影響で広範なサービス業の店は営業閉鎖を余儀なくされることから(製造業や建設業については、ほとんどの国が活動継続の方針)、4月のように下方屈折する恐れがある。

総じて、企業や消費者のマインドは先行きの見通しになるほど慎重な見方が強まっている。やはり、コロナ感染の第2波が現実のものとなる中、行動制限が強まるにつれてそのような傾向が一段と顕在化しよう。

¹ ユーロ圏の9月の小売売上高は11月5日、9月の鉱工業生産は11月12日にそれぞれ発表される予定。

図表2 欧州各国の景況感 ～ 鉱工業（左）、サービス業（右）



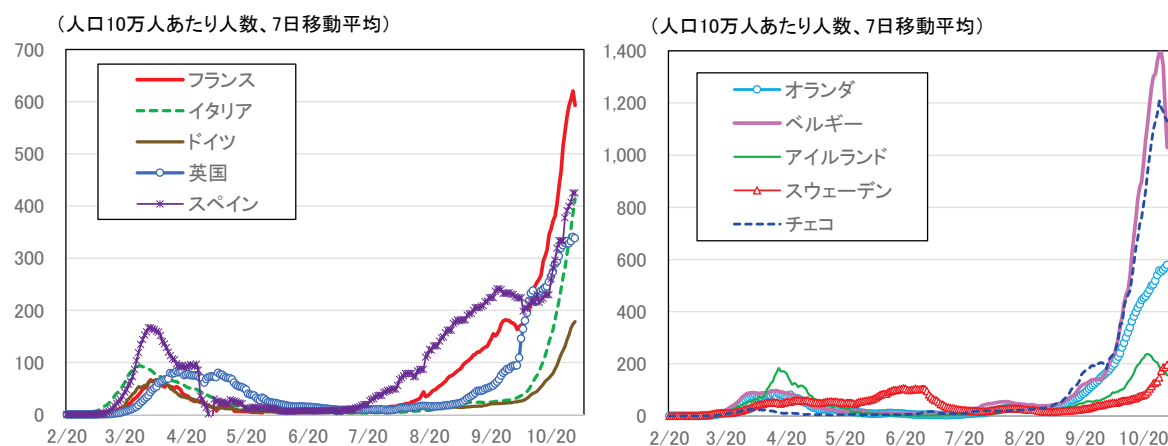
(出所) Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

コロナ感染の第2波に直面し、10-12月期は再び景気悪化へ

このように、9-10月と鈍化傾向が鮮明になっている要因が、新型コロナウイルスの新規感染者の増加に対応した欧州各国による規制強化の流れである。当初は、景気への配慮から、今春のような全国で実施された厳格なロックダウンを躊躇する動きがあり、各国とも地域や対象を限定する部分的な規制措置（ローカル・ロックダウン）にとどめた。つまり、ビジネス活動をほぼ完全にストップさせた過去の経験を繰り返さないように慎重に対応してきたのである。

だが、10月に入り、新規感染者の急増によって医療体制が逼迫してくると、各国政府は矢継ぎ早に感染拡大を抑制するための規制強化を打ち出し、その内容は今春の措置と同程度のものになりつつある。

図表3 欧州各国で新規感染者が急増している



(出所) European Centre for Disease Prevention and Control 資料より大和総研作成

フランスは、10月半ばにパリなど主要都市において4週間にわたる夜間外出禁止令（午後9時から午前6時）を発表し、対象地域を拡大させながらも、全面的なロックダウンは時期尚早という立場だった。だが、新規感染者の急増を受けて、10月28日に、10月30日から約一ヵ月

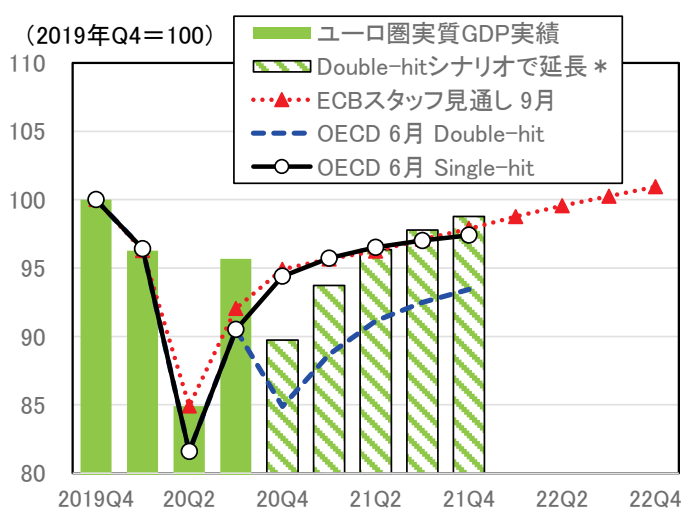
間全土での移動を制限するロックダウンを導入すると発表した。必要不可欠な買い物や医療、1時間の運動以外は自宅待機となり、飲食店や必需品を販売していない小売店は閉鎖される。ドイツも同じ日に、11月2日から月末までレストランやバー、ジムやプール、映画館、劇場等を閉鎖し、不要不急の旅行は自粛するようにと発表した²。前後して規制を強化する動きが、程度に差はあれ、アイルランドやベルギー、スペイン、イタリア等とユーロ圏各国に広がっている。

なお、国によってはオンライン授業に特化するケースもあるが、学校や大学等は閉鎖されず授業を続ける傾向が見られる。子どもが在宅になると親の仕事が制約を受ける可能性があり、その影響を軽減するためという短期的な配慮もあれば、教育（授業）の遅れが中長期的な成長力の阻害要因になりかねないという政策判断もあるだろう。

各国政府とも、制限措置で影響を受けるセクターに対する支援を進めており、企業存続のための資金援助や休業者への賃金補助等、雇用維持に力点を置いた対策が取られている。これらによって財政状況が一段を悪化することは避けられないが、従前より、各国の中央銀行やIMFは、膨張する債務残高への懸念はひとまず横に置いて、新型コロナウイルスが及ぼす経済的打撃に対処するために、財政支援策の継続を求めてきた。

このように、概ね一ヵ月間という期間限定とはいえ、より厳格な規制措置によって人や物の動きが滞り、経済活動に再度制限がかかることから、景気減速は避けられない。11月のロックダウン再導入にはクリスマスまでに状況を改善させたいという意図があるようだが、新型コロナウイルスの治療薬やワクチンがまだ明確に確立されていない現状では、今後の感染状況次第で、ロックダウン期間の延長や、解除されるとしても、今春同様の緩やかな解除にとどまること等が十分に想定される。10-12月期に再びマイナス成長に落ち込む可能性が高まっている。

図表4 OECDが示していた、ユーロ圏景気の二番底シナリオ



(注) * : 20年Q4以降、Double-hitシナリオの予想成長率で延ばす。
(出所) OECD、ECB、Eurostat 資料より大和総研作成

² ユーロ圏ではないが、10月31日、英国のジョンソン首相は、イングランドに11月5日から12月2日まで外出を制限するロックダウンを再導入する計画を発表した。今春に実施されたロックダウン同様に、スーパーマーケット等日常生活に必要な店を除き、小売店や娯楽関連施設が閉鎖される。また、レストランやパブ、バーの営業は、持ち帰り等を除き禁止される。

さらに、欧州経済の先行きを占ううえでは、コロナ危機に加えて、EU と英国の新たな関係に関する協議が決着していないことや、米国の大統領選挙の結果がもたらす世界経済への影響も考慮する必要があり、不透明要因の多さが先行きの見通しを一段と不確実にしている。もっとも、EU と英国双方がコロナ危機に直面しており、皮肉なことに感染拡大が両者の妥協を促すかもしれない。

ECB ～ 12 月の追加緩和への地ならしが進む一方、中途半端な対応では失望を招く恐れ

不確実性が増す中で景気回復の道筋を維持するために、各国は政策対応を求められている。前述したように、財政政策では、各国が支援策に力を入れており、ユーロ圏の金融政策を担う ECB に対しても、さらなる対応を求める動きが強まっている。

ドイツやフランスが一段の規制強化を打ち出した翌日 10 月 29 日に、ECB は定例の金融政策理事会を開き、金融政策の現状維持を決定した。すなわち、主要オペ金利を 0%、中央銀行預金金利を -0.5% にそれぞれ据え置き、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の規模 1 兆 3,500 億ユーロと少なくとも 2021 年 6 月末までという実施期間を確認した。

一方、公表された声明文を見ると、前回 9 月の声明文までは最後に記していた定型の文言を冒頭に持ってくる形にしたうえで、今回の決定内容の説明ではなく、次回 12 月の予告に多くを割いている。Fed も声明文の表現の一部を変更して、次回の行動を示唆することがよくあるが、ここまで細かく、かつ明確に記すのは珍しいといえよう。具体的には、現在のリスクは明確にダウンサイドにあるという認識を示し、パンデミックの変化やワクチン開発の見通し、為替レートの変動を含めた情報を慎重に評価する。そして、12 月の ECB スタッフによるマクロ経済予測を基に、経済見通しとリスクバランスを再評価できる。アップデートされた再評価を基に、理事会は必要に応じて適切に政策手段を再調整する (recalibrate)。そうすることで、変化する状況に対応しつつ、景気回復をサポートし、インフレ見通しに対するパンデミックのネガティブな影響を和らげるために資金調達環境を良好に保つようにする。ここでのポイントは“再調整する”という文言であり、現行の金融政策の枠組みを変更することを明らかにした。

さらに、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、ユーロ圏の景気回復が ECB の予想以上に失速し、下振れリスクが高まっているという現状認識および見通しを示したうえで、質疑応答では、12 月の理事会で新たに行動することを明確に言及した。さらに、次のアクションが市場の織り込んでいる PEPP の拡大だけにとどまらない可能性まで示唆し、3 月の PEPP を導入した際のような緊急会合が必要になれば開催するとも述べた。

ユーロ圏の主要国であるフランスやドイツをはじめ各国が規制を強化し、相当程度の景気下押し圧力が容易に想定される中、ECB は異例の形で追加緩和の姿勢を示したわけだが、当然ながら、それならば、なぜ今行動しないのかという疑問が出てこよう。一つには、市場が織り込んでいた PEPP の規模拡大等だけでは不十分という認識を ECB メンバーの大方が共有しつつも、政府の対策の急変ぶりを見れば、ECB には、インパクトのある効果的な手段を検討するには十分な時間がなかったと考えられる。

また、PEPP の購入枠が十分余っている点や、新型コロナウイルスの感染拡大以外にも、米国大統領選挙の結果が金融市場にもたらす影響、EU と英国の難航する協議など、あまりに多くの不確実な変数があることから、とりあえず次回に先送りしようという判断が勝った可能性がある。7,500 億ユーロの復興基金の創設では合意できたものの、スキームの細部で各国間の協議が難航しているために、予定通りに 2021 年初から稼働できるか、不透明な点もリスクの一つであろう。

もともと、ECB が大々的な予告編を発表したために、市場の期待するハードルは相当上がっており、中途半端な内容では大きな失望を招く恐れが出てこよう。年末にかけて、内外の様々な不確実要因が重なる中で、今回の決定は ECB 自身がその要因の一つを作り出してしまったかもしれない。