

コロナ危機下の企業、銀行、家計の動向と今後の懸念点

～21 年もまだまだ波乱含みの欧州の経済と金融市場～

山口 勝義

要旨

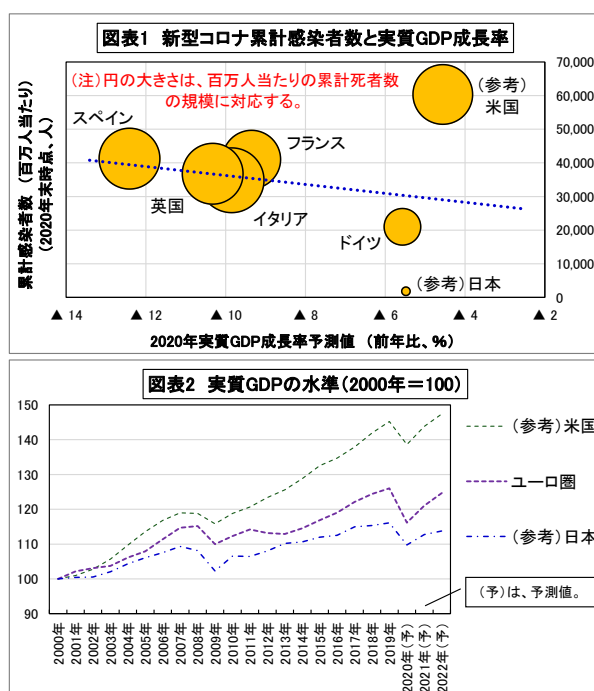
21 年にはワクチン接種の進捗を通じた新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復への期待感が大きいものの、欧州では企業、銀行、家計が様々な懸念点を抱えている。経済活動の底打ち・反転は順調には進まず、21 年も経済や金融市場は依然波乱含みとみられる。

はじめに

昨年 2020 年は新型コロナウイルス感染症に明け、また、これに暮れた 1 年であった。

昨年末時点のデータによれば、ユーロ圏の主要 4 ヶ国と英国の中で、単位人口当たりの累計感染者数ではスペインとフランスがほぼ肩を並べて最も多数に上り、累計死者数ではイタリアが最大となった。また 20 年の GDP は、特にスペインで大幅に縮小したとみられている。これに対してドイツでは、感染症の拡大とその影響は限定的である。さらにここに米国と日本を加えれば、感染規模との対比で経済の落ち込みが小さい米国とこれとは対照的な日本とともに、欧・米・日の三極それぞれの特徴的な姿が現れている(図表 1)。

こうした差異は、各国の経済構造の特性(観光業や宿泊・飲食業への依存度、デジタル技術やヘルスケア関連の産業規模、外需の取り込みの程度など)のほか、感染拡大防止措置の強度や実効性、医療体制の整備度合いを含めた様々な要因に依存しているものとみられる。そして、三極それぞれの特徴には GDP の長期的な推移との共通点も認められることから、コロナ危機下の各国の経済情勢には、諸要因の中でも産業特性や規制動向などを含む、構造的な要因が軽視できない影響を与え



(資料) 図表 1 は欧州委員会および Our World in Data の、図表 2 は欧州委員会の、各データから農中総研作成
(注) 図表 1、2 とも、予測値は 2020 年 11 月時点での欧州委員会による予測値である。

ている可能性が考えられる(図表 2)^(注1)。

以上の 20 年中の推移に対し、ワクチンの実用化もあり、21 年には経済活動は底打ちし反転するものと見込まれている。しかしその底打ち・反転は、これまでの通常の危機後の推移に比べて順調なものとなりそうにはない。本稿では、企業や家計、銀行という経済主体ごとにコロナ危機下の動向を点検し、今後の景気回復上の懸念点を洗い出すこととしたい。

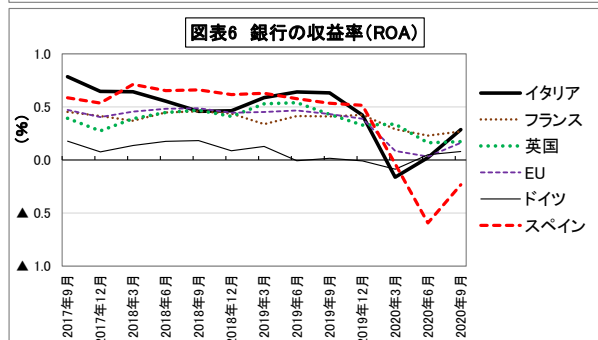
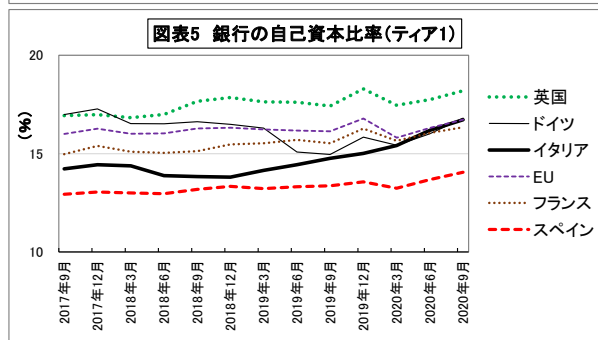
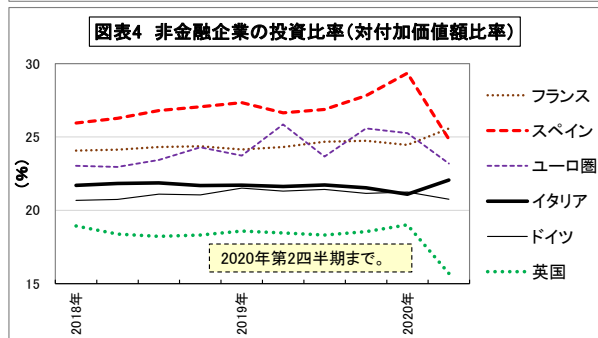
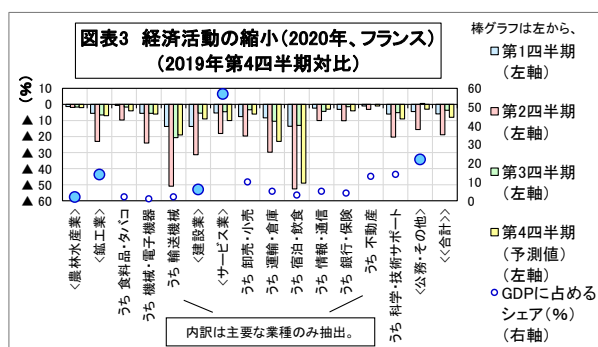
企業や銀行が抱える懸念点

コロナ危機では需要・供給の両面において経済活動が阻害され、また混乱が世界全体に及んだため、観光や自動車生産、貿易への依存度が大きい欧州経済には重い負荷がのしかかった。その後は中国での感染の沈静化もあり、この負荷は需要側に傾斜しつつある。こうした変化は例えばフランスの、感染第1波の下での20年第2四半期と第2波の下での第4四半期のデータを比較することで読み取ることができる(図表3)。さらに、感染予防に働き方や生活の見直しの定着も加わり、需要の中でも観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などへの悪影響の一方でEコマース、IT、ヘルスケアなどには追い風が吹き、産業構造の変革への圧力が強まっている。

こうしたなか、企業を巡っては、先行きの不透明感に伴う投資の手控え感が多くの国々で認められる(図表4)。また、各国で政府保証融資の整備や支援金の支給、倒産基準の緩和などの企業に対する手厚い支援策が実施されてきてはいるものの、収益の減少と負債の拡大で企業の財務の悪化が進行している実態がある。

これに対し銀行については政策支援により流動性に懸念はなく、また貸倒引当金を積み増すなど危機の影響の拡大に対する備えを進めている。自己資本比率の推移にも懸念はない(図表5)。しかしその一方で、収益面の厳しさは一層増大する傾向にある(図表6)^(注2)。

このように、今回の危機で強まっている産業構造の変革への適応には時間がかかること、投資の手控えで生産性の低下が生じる恐れがあること、中小企業を中心に今後は倒産の増加が考えられるとともに効率性が劣る企業もある程度温存さ



(資料) 図表3はINSEE(フランス国立統計経済研究所)の、図表4はEurostatの、図表5、6はEBA(欧州銀行監督局)の、各データから農中総研作成

(注) 図表3の予測値は、2020年12月時点でのINSEEによる予測値である。

れるとみられることなど、危機後の順調な景気回復を阻害する材料に事欠かない。また銀行経営もそれに応じて困難さを増し、十分な機能発揮が損なわれる可能性が考えられる。

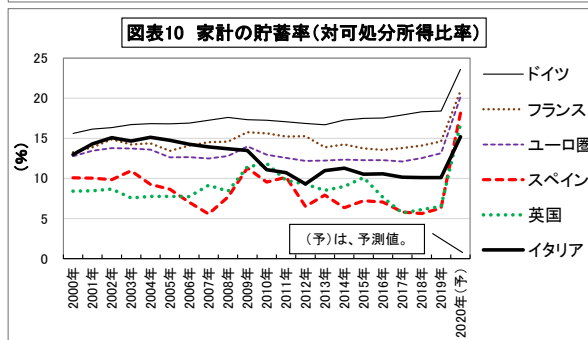
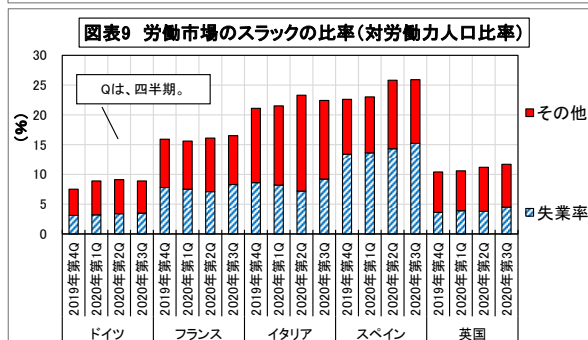
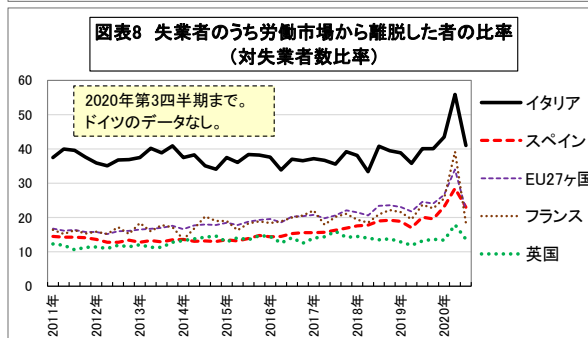
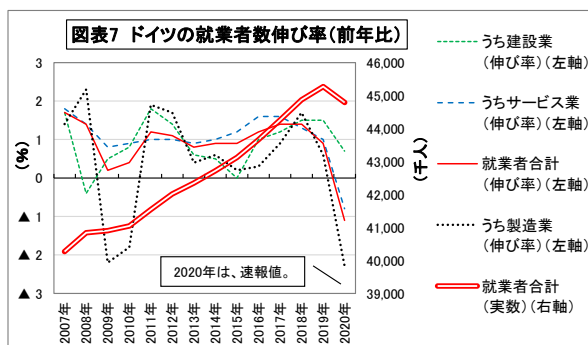
家計が抱える懸念点

一方で労働市場では、勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度や企業に対する各種支援制度などの拡充を通じ、これまで各国では失業者の急増は回避されてきている。しかし、比較的コロナ危機の影響が小さいドイツにおいてさえ、20年には世界金融危機時にも見られなかった就業者数の減少が生じるなどの目立った変化が現れている（図表7）。

実際に、労働市場には失業率には反映されない厳しさが潜んでいる。まず、失業者のうち職探しを諦めるなどで労働市場から離脱した者の数は感染が増加した時期に急増している（図表8）^{（注3）}。これらの離脱者は失業者の範疇には含まれないため、労働市場では表面的な数字以上に厳しさが増していることになる。このほか、欧州統計局（Eurostat）では、失業者とともに労働市場から離脱した休業者や、さらに希望する時間をフルに働くことができなくなったパート労働者を含め、労働市場のスラックとしてデータを集計している（図表9）。コロナ危機の下では、特にイタリアなどで、この失業者以外のスラックの増加を確認することができる。

こうしたなか家計の貯蓄率は各国で大幅に上昇しており、家計行動の保守化を見て取ることができる（図表10）。貯蓄の増加は、感染症が収束に向かい支援政策が縮小される過程では消費や投資を回復させるバッファとしての役割を果たす一方で、先行きの不透明感が払拭されない間は高止まりし、消費などを抑制する要因として働き続けるものとみられる。

さらに危機後も国民の間の貧富の格差の拡大が需要を抑制するほか、なかでも若年層の経済的な疲弊がスキルの習得や



（資料）図表7は Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)の、図表8、9は Eurostat の、図表10は欧州連合の、各データから農中総研作成

（注）図表10の予測値は、2020年11月時点での欧州委員会による予測値である。

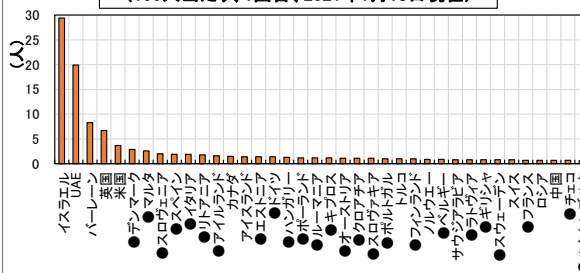
キャリア開発に支障をきたし、また不満の蓄積がポピュリズム政党を再活性化させ一貫した経済改革を阻害することで、経済成長を長期間にわたり抑制することになる可能性が考えられる。

21 年のテーマが「ワクチン接種の普及を通じた感染症の収束と経済活動の回復」であるとはしても、欧州におけるその道筋は平坦ではない。まず足元では、昨年 12 月からワクチン接種が始まったものの、現場の混乱などにより必ずしもその進捗は順調とは言えない（図表 11）。また、感染力が強いとされる変異種の発生も認められている。現実には多くの国々では感染が依然深刻な状況にあり、21 年に入ってから外出制限などの感染拡大防止措置は強化されたままである（図表 12）。

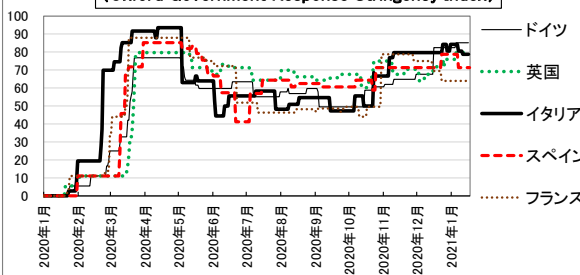
次に、今後、ワクチン接種が進捗し感染症が収束に向かうとしても、本稿で見たような懸念点が残っている。つまり、企業については新たな産業構造への適応には時間がかかるほか、危機時の投資の手控えや効率性が劣る企業の温存などにより生産性が低下する可能性がある。また家計については貧富の格差の拡大で需要が抑制される可能性が考えられるが、特に若年層の経済的な疲弊やポピュリズム政党の再活性化が経済の停滞を長期化させる懸念がある。銀行についても、取引先の財務の悪化が進行するに伴い十分な与信機能が発揮できなくなる可能性がある。

さらに欧州では、米国などとの比較で固有の弱点がある。その第一は、今回の危機の中で強みを発揮した情報通信関連などの産業分野の層の薄さである。欧州においてこの分野のリーダー役であるドイツでさえ、特許申請件数やユニコーン企

図表11 新型コロナウイルス ワクチンの接種状況
(100人当たり、1回目、2021年1月18日現在)



図表12 感染拡大防止措置の強度インデックス
(Oxford Government Response Stringency Index)



(資料) 図表 11、12 とも、Our World in Data のデータから
農中総研作成

(注) 図表 11 のデータには、一部 2021 年 1 月 18 日以前の
のものがある。なお、●は EU 加盟国を示す。

業数などで米国や中国に大きく水を開けられているのが実態である。第二には、欧州の主要国の一角を占めるイタリアやスペインの情勢である。主要国の中でも大きい所得格差が今後さらに拡大する可能性が見込まれるが、これらの国々では同時に政治情勢も安定性を欠いており問題が一層困難化する可能性をはらんでいる。

このように、21 年には経済活動の回復への期待感が大きいものの、欧州では企業、銀行、家計が様々な懸念点を抱えている現実がある。経済活動の底打ち・反転は順調には進まず、21 年も欧州経済や金融市場はまだまだ波乱含みと見ておく必要があるものと考えられる。(21. 1. 20 現在)

(注1) コロナ危機の下での欧州経済の特徴については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「世界的な感染症拡大で日・米以上に縮小する欧州経済」(『金融市場』2020年8月号所収)
- ・ 山口勝義「コロナ危機が拡大する国家間の格差、国民間の格差」(『金融市場』2021年1月号所収)

(注2) 20年第2四半期にスペインの銀行のROAが大きくマイナスに沈んでいるが、大手行であるサンタンドールが、コロナ危機による経営環境の悪化で赤字を計上したことの影響が大きいものとみられる。

(注3) これとは逆に労働市場への流入もあるため、これだけの労働者が減少したということではない。