

コロナ危機からの景気回復で出遅れる欧州

～大規模な経済収縮に加え回復を緩慢にする様々な要因～

山口 勝義

要旨

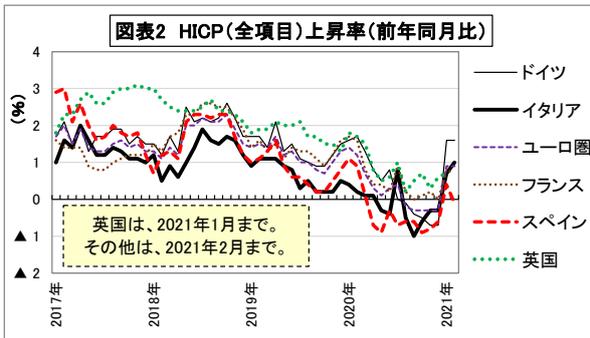
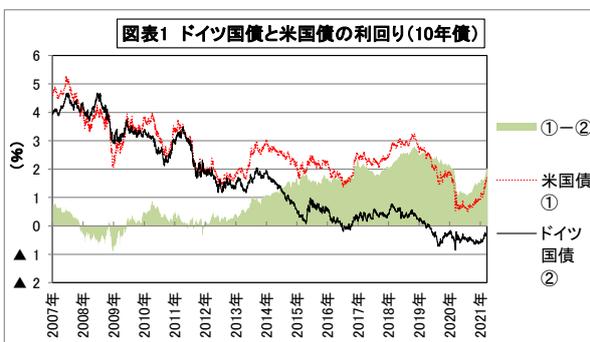
コロナ危機からの景気回復では、経済活動の収縮の程度が大規模なものである現実に加え、今後の回復を緩慢なものにするコロナ危機に固有の要因や欧州経済に固有の要因が働いたため、欧州は出遅れ、先行する中国や米国などに水を開けられる可能性が大きい。

はじめに

2月以降、主要国の金融市場では長期金利が急上昇するなど、神経質な動きが強まった。米国で大型の追加財政政策が具体化するとともに多くの国々で新型コロナウイルスワクチンの接種が進捗しつつあることを受け、今年後半には世界経済が急速に正常化に向かうとの観測が広がったことがその背景にある。

欧州においても、米国債の影響の下で国債利回りに上昇圧力が強まっている(図表1)。また同時に、消費者物価(HICP)上昇率にも底打ちとも見られる動きが現れ始めている(図表2)。このほか、ワクチン接種が先行する英国で、2月には政府がイングランドにおける感染症対策の解除に向けた「出口」の手順を明確化するなどの対応も打ち出している(注1)。

こうして、足元では感染症の収束と経済活動の回復について楽観的な展望が台頭してきている。しかし、果たしてこうした見方は現実的なのだろうか。外出などの制限の解除とともに需要の急拡大が予想され、また米国の景気回復からの好影響も期待されるが、その一方では、過去に例のない規模の経済活動の収縮という現実があるとともに、今後の順調な回復を困難にするコロナ危機ならではの材料も



(資料) 図表1はBloombergの、図表2はEurostatの、各データから農中総研作成

存在している。また、欧州に固有の要因が感染症の影響を長引かせ、景気回復を緩慢なものとする展開も想定される。

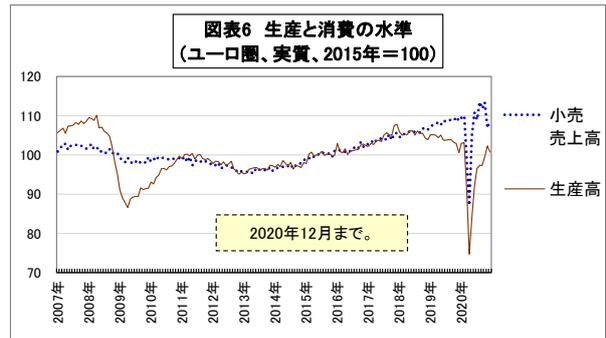
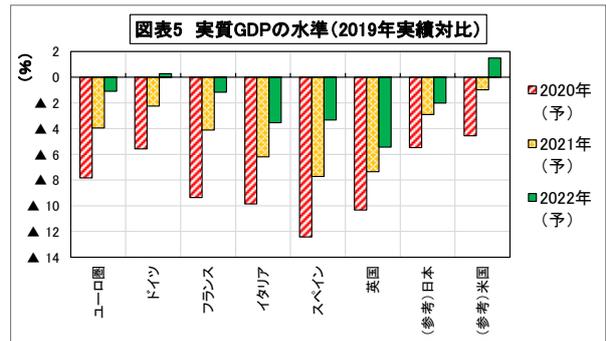
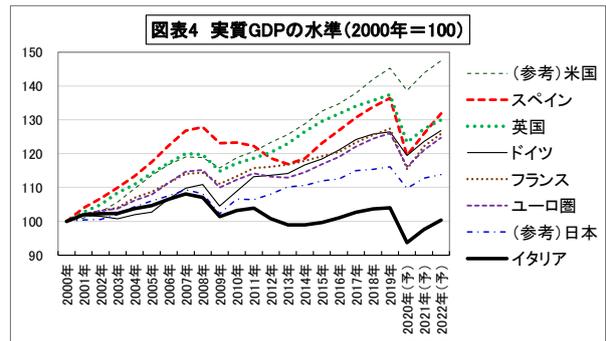
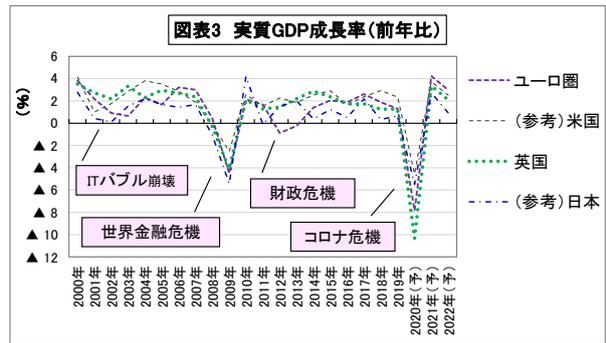
市場は常に経済情勢の先を読むものである。しかし、少なくとも欧州の立場からすれば、早期の景気回復を織り込む現在の市場動向は实体经济からは乖離しているように感じられる。本稿では、コロナ危機からの景気回復で欧州が米国などに対し出遅れると考えられる、その様々な根拠について検討することとしたい。

経済活動の大規模な収縮という現実

最初に、コロナ危機による経済活動の収縮の大きさの観点から点検を行うこととする。まず過去の主要な危機である世界金融危機を見ると、実質 GDP 成長率は09年を底に10年には急回復を遂げている。また今回のコロナ危機においても、欧州委員会の予測では成長率は20年の大幅なマイナスから21年にはV字型の急転換を果たすと見込まれている(図表3)^(注2)。しかし、低い位置からの反転は成長率の面では大きな値となることは当然であり、この視点からのみでは経済活動の実態を捉え損なうことになりかねない。

つまり、視点を変えて GDP の水準に着目すると、違った世界が現れてくる。世界金融危機後には、成長率では急回復を遂げたにもかかわらず、実質 GDP が危機前の水準を回復するには米国で4年を要している。欧州では英国が5年、続けて財政危機に見舞われた事情はあるもののユーロ圏全体では7年、ドイツ、フランスで3年、スペインが9年を要し、イタリアに至っては現在も世界金融危機前の水準を取り戻すことができてはいない(図表4)。同様に、上記のコロナ危機後の欧州委員会の予測では、主要国で21年にコロナ危機前の19年の実質 GDP の水準を取り戻す国はなく、22年にようやく一部の国がこの水準に達するのみである(図表5)。

こうした議論は、最近のサービス業と製造業の動向にも関連している。コロナ禍の下で消費の落ち込みを生産が支える構造が指摘されているが、水準の点ではユーロ圏の生産は小売りなどとは対照的に17年をピークに縮小を続けてきており、景気浮揚力の面で必ずしも万全とは言えない事実を見落としがちである(図表6)。



(資料) 図表3～5は欧州委員会の、図表6はEurostatの、各データから農中総研作成

(注) 図表3～5の(予)は、欧州委員会による予測値である。

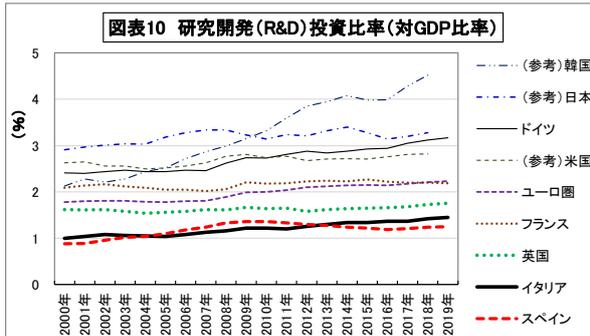
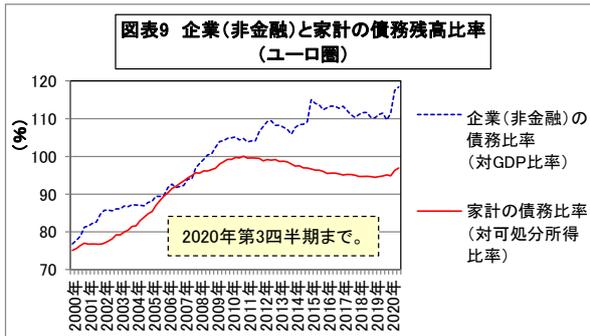
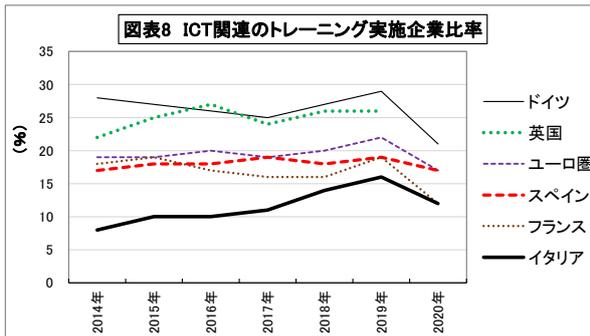
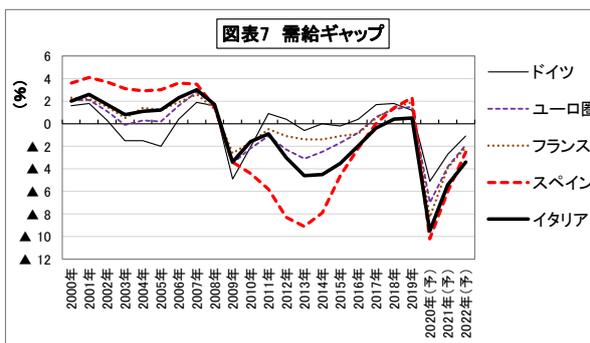
コロナ危機では経済活動の水準が世界金融危機時以上に収縮した現実がある。このような大規模な危機の後では水準の推移に目を向ける意義は一層大きく、またその回復には相応の時間を要することを認識する必要があるものと考えられる。

今後の景気回復を緩慢にする要因

今回の経済活動の収縮の規模の大きさは、需給ギャップの大幅な拡大としても現れている（図表7）。しかしコロナ危機においては、こうした厳しい現実ばかりでなく、今後の景気回復に向けても、それをより緩慢なものとする固有の要因が存在する点に注意が必要となる。

これにはまず、他の危機との対比でコロナ危機に固有の要因がある。欧州では、失業者以外に労働市場からの離脱を迫られた休業者などを含む「スラック」が拡大している実態があり、スキルの喪失による人的資本の棄損の懸念が生じているが、問題はこればかりではない。それは、危機の収束後も産業構造の変革への圧力が継続するとみられる中で労働者の再教育がこれまで以上に重要となる点に関わっている^(注3)。例えば情報通信技術（ICT）などを含む訓練の拡充が求められるが、労働者の適応には時間を要し、この間、生産性が中期的に低迷する可能性がある。また、企業の異例な債務の積み上がりを受けて、むしろこれから倒産が増加する可能性があるほか、投資の手控えで生産性の低下を招く恐れもある（図表8、9、10）。さらには、世界規模の危機であるコロナ危機の特性から、新興国経済の停滞が長引き、その影響が波及する懸念もある。

次に、米国などとの対比で欧州固有の要因である。欧州ではワクチン接種の遅れが生じており、感染症の収束の後ろ倒しばかりか政治問題化の懸念も出てきている。欧州経済は観光業や宿泊・飲食業への依存度が大きく、また情報通信関連分野の層が薄いことから、コロナ危機の影響が長く残存することが見込まれる。同時に、折から21年にはドイツの議会選挙



（資料）図表7は欧州委員会の、図表8、10はEurostatの、図表9はECBの、各データから農中総研作成
（注）図表7の（予）は、欧州委員会による予測値である。

が、また22年にはフランスの大統領選挙や議会選挙が予定されており、政治面での影響の拡大に注意が必要となっている。

このように欧州では、現状の厳しさばかりか、今後の回復の面でも様々な困難な材料が存在していることになる。

おわりに

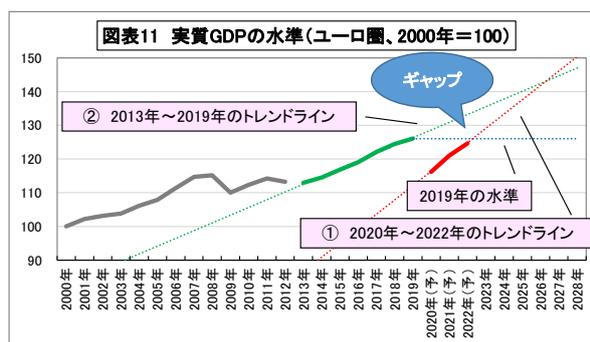
市場動向と実体経済との乖離という点では、物価もそのひとつである。欧州でも、市場ではブレークイーブンレートの上昇などが見られているが、実体経済の観点からは消費者物価が安定的に上昇傾向に転じる可能性は限られている^(注4)。

その主な根拠としては、改めて実質 GDP の水準に着目すれば、次の点を指摘することができる。仮に、欧州委員会が予測する 20 年から 22 年間の実質 GDP の水準のトレンド^(①)がその後も継続するとしたとしても、これをコロナ危機が発生しなかった場合の、財政危機からの離脱に目途がついた 13 年以降のトレンド^(②)と対比すれば、両者の間には今後まだ数年にわたりギャップが存在することになる(図表 11)。この間、労働市場には「スラック」が残り、需要は弱く需給ギャップは解消されにくい状態が続くことになる。このため当面は、資源価格の上昇などのコストプッシュで一時的に物価が上昇する局面はあり得るものの、ディマンドプルによる本質的、持続的な物価上昇に至る可能性は小さいものと判断できる^(注5)。

^(注1) 英国政府は 2 月 22 日、イングランドでのロックダウンなどの解除に向けたロードマップを発表した。これは、4 段階のステップを経て、6 月 21 日には商業施設の営業やソーシャル・ディスタンス、マスク着用などの規制を大部分解除とするものである(ただし、今後の感染状況やワクチンの接種状況により、解除の時期が後ずれする可能性がある、としている)。

また、英国政府はこれと同時に、秋までとしていた全成人へのワクチン接種を 7 月末までに完了させるなど、接種を加速させる計画も示した。

^(注2) 図表 3~5 では、欧州委員会による英国や米国、日本を含む総合的なデータセットとして直近のバージョンである 20 年 11 月時点のデータを使用した。欧州委員会は、直近では 21 年 2 月に EU 加盟各国、EU、ユーロ圏のみについて予測値の改定を行っている(例えばユーロ圏については、21 年の実質 GDP 成長率予測値を 20 年 11 月時点の 4.2%から 21 年 2 月には 3.8%に下方改定するとともに、22 年について



(資料) 欧州委員会のデータから農中総研作成
(注) (予)は欧州委員会による予測値である。

こうしたなか、3月11日には欧州中央銀行(ECB)は資産購入の加速化を決定した。また同時に発表した経済予測では、ユーロ圏の21年の実質GDP成長率を4.0%と、前回12月時点の予測値の3.9%から小幅に引き上げるに留め、HICP上昇率についても、21年に1.5%を見込むものの22年には1.2%に低下するとしている。

21年の世界経済を巡る主要なテーマは、「ワクチン接種の普及による新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復」であろう。しかし、以上のように、欧州経済にはこの動きをリードする力は乏しく、欧州の景気回復は出遅れ、先行する中国や米国などに水を開けられる可能性が大きいものと考えられる。(21. 3. 22 現在)

は3.0%から3.8%に上方改定した)。しかし、20年11月時点のものである英国、米国、日本の予測値と統一するため、また、こうした対応をとった場合にも大勢に影響はないと考えられるため、図表3~5にはこれらの21年2月時点の改定は反映していない。

^(注3) コロナ危機の下では、観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などの需要が低迷する一方で、Eコマース、IT、ヘルスケアなどには追い風が吹いているが、危機の収束後も、感染症への警戒感の継続や生活や働き方の変化の定着により、同様の傾向が継続するものとみられている。

^(注4) ブレークイーブンレートは物価連動国債と固定利付国債の利回りが等しくなるインフレ率であり、市場が示すインフレ期待のひとつの指標である。

^(注5) このほか欧州で消費者物価の上昇が限定的と考えられる点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「21年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか?」(『金融市場』21年3月号所収)