
欧州経済展望

2021年11月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/euro/>

目次

- ◆ユーロ圏景気概況 p. 1
- ◆ユーロ圏トピック：供給制約でドイツの景気回復が後ずれ p. 2
- ◆英国：インフレ懸念が続くなかで、マクロ政策は正常化へ舵 p. 3
- ◆欧州経済見通し p. 4
- ◆欧州金利見通し p. 5

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 梶野 裕貴 （Tel：070-3344-2620 Mail：togano.yuki@jri.co.jp）

<メルマガ>



<Twitter>



- ◆本資料は2021年11月9日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

ユーロ圏景気概況：実質GDPはコロナ前の水準付近まで回復

◆7～9月期は高めのプラス成長

ユーロ圏の7～9月期の実質GDPは前期比年率+9.1%と4～6月期に続いて高めのプラス成長となり、コロナ禍前の2019年平均を0.3%下回る水準まで回復。

◆10～12月期の成長ペースは鈍化へ

実質GDPとの連動性が高いコンポジットPMIは、10月に54.2と好不況の判断の分かれ目となる「50」を上回ったものの、3ヵ月連続で低下。これを踏まえると、10～12月期の成長ペースは前期よりも鈍化する公算大。

◆供給制約が生産の重石に

成長ペース鈍化の理由の1つは、供給制約の長期化。欧州委員会による10月の調査では、製造業の生産を阻害している要因として原材料・設備の不足を挙げた割合が前回（7月）対比で10%ポイント上昇し50%を超過。

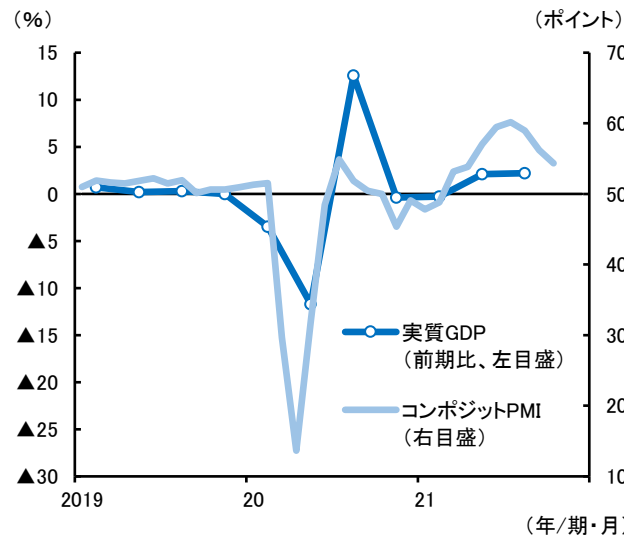
◆賃金上昇ペースは緩やか

また、生産阻害要因として労働力不足を挙げる企業も徐々に増加。製造業のみならず、サービス業においても人手不足感が強まる状況。

もっとも、人手不足にかかわらず賃金上昇ペースは緩やか。ユーロ圏の賃金指標の1つである協約賃金は、直近（4～6月期）で前年比+1.7%と低水準。

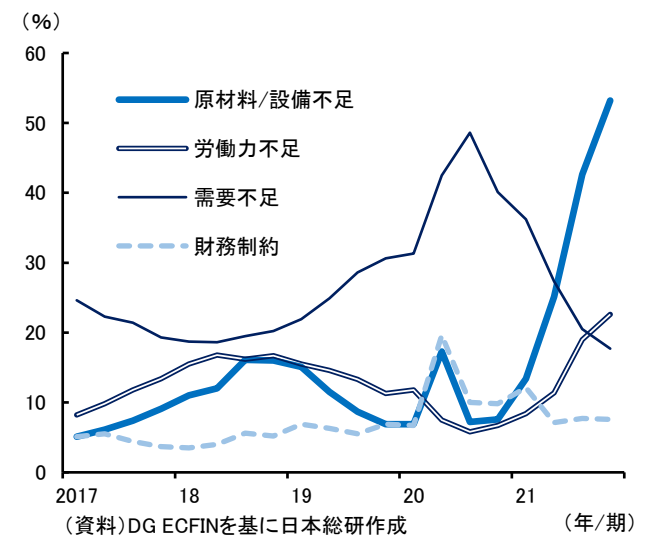
この背景として、労働市場の緩み（スラック）が残っていることが指摘可能。9月の失業率は7.4%とコロナ禍前の水準に接近しているものの、非自発的パートタイム労働者や求職意欲喪失者などを加味した広義失業率はコロナ禍前を上回る水準。労働供給の増加余地があることを踏まえると、賃金上昇圧力は当面抑制される公算大。

ユーロ圏の実質GDPとコンポジットPMI



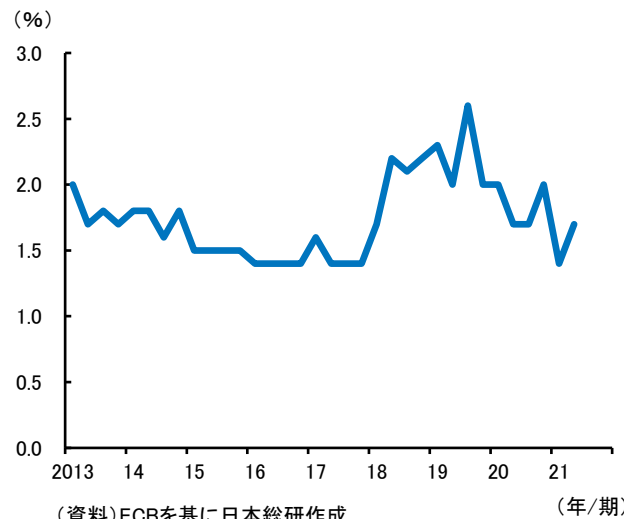
(資料)Eurostat, IHS Markitを基に日本総研作成

ユーロ圏製造業の生産阻害要因



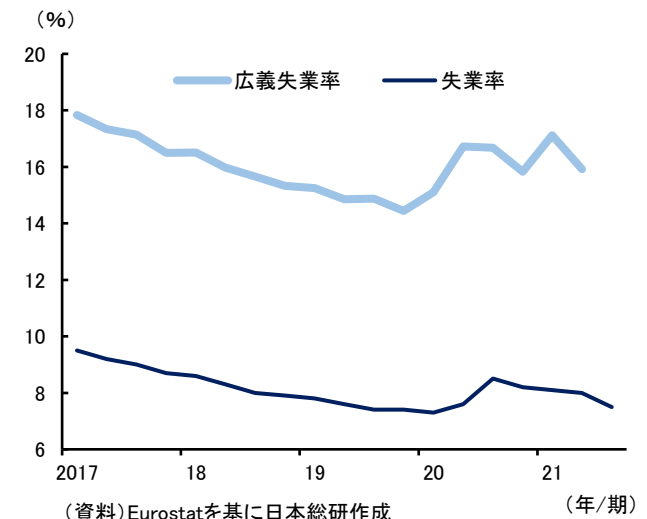
(資料)DG ECFINを基に日本総研作成
(注)製造業を対象とするサーベイで、「生産を阻害している要因」として挙げられた割合。

ユーロ圏の協約賃金(前年比)



(資料)ECBを基に日本総研作成

ユーロ圏の広義失業率



(資料)Eurostatを基に日本総研作成
(注)広義失業率は、非自発的パートタイム労働者や求職意欲喪失者などを失業者とみなして算出。

ユーロ圏トピック：供給制約でドイツの景気回復が遅れ

◆本年入り後、ドイツの景気回復が遅れ

ドイツの7～9月期の実質GDPは、前期比年率+7.3%と高めのプラス成長に。もっとも、ユーロ圏全体と比べると、本年入り後のドイツの景気回復は遅れている状況。

◆供給制約がドイツ経済回復の重石に

この背景は、半導体などをはじめとする部品等の供給制約の深刻化。とくにドイツ製造業の最大セクターである自動車産業への打撃は大きく、9月の自動車生産はコロナ禍前の半分以下の水準。これを受け、同月のドイツ製造業生産もコロナ禍前の2019年平均を1割下回る水準に。

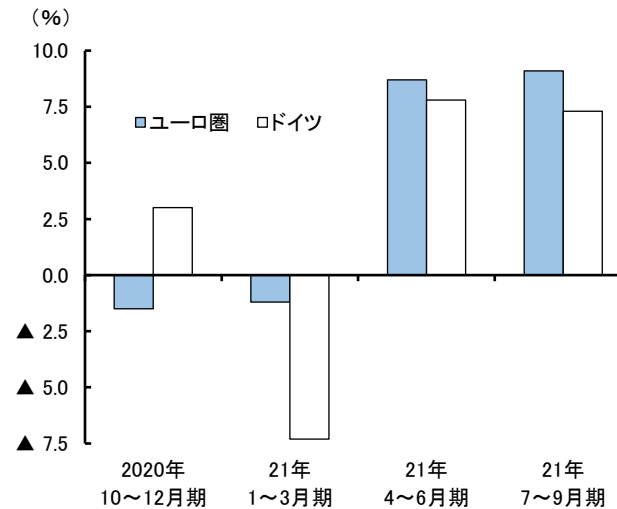
製造業生産の低迷は、国内販売や輸出の下振れを通じてドイツ経済回復の重石となる公算大。ifo経済研究所の10月調査によれば、製造業による先行き3ヵ月の輸出見通しは2021年2月以来の水準まで悪化しており、年内の輸出の大幅増加は期待薄。

◆旺盛な需要は来年に先送り

もっとも、来年以降、ドイツ経済は再加速に向かう見通し。

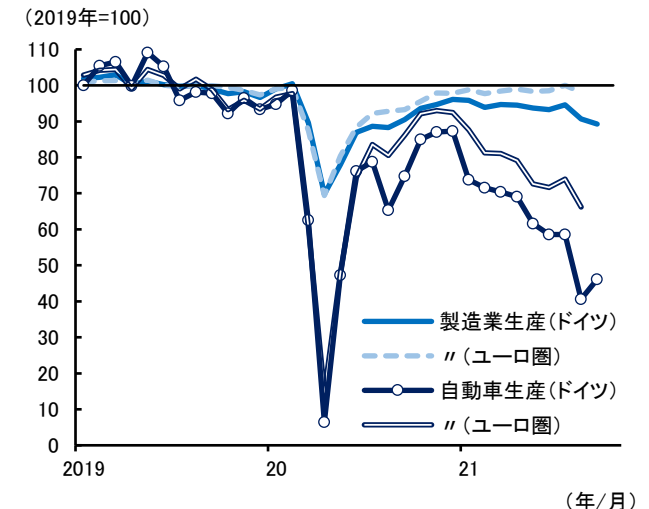
背景として、旺盛な需要が指摘可能。ドイツ製造業の受注状況は内外需ともに堅調であり、直近10年間で最高の水準。来年以降、供給制約が徐々に緩和されるにつれて、需要が充足される公算大。

ユーロ圏とドイツの実質GDP(前期比年率)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏とドイツの製造業・自動車生産



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

ドイツの製造業の輸出見通し



(資料)ifo“Business Survey”を基に日本総研作成

ドイツの製造業の受注状況



(資料)DG ECFINを基に日本総研作成

英国：インフレ懸念が続くなかで、マクロ政策は正常化へ舵

◆景気回復ペースが鈍化

英国の8月の月次GDPは、活動制限の全面解除を映じたサービス業の回復を受け前月比+0.4%と堅調な伸び。もっとも、大幅なプラス成長を記録した4～6月期と比べて、景気回復ペースは鈍化。

◆中期的なインフレ懸念が持続

景気は減速しているものの、高インフレが定着するリスクが残存。

まず、賃金インフレへの懸念。経済活動の正常化を映じた労働需要の高まりが当面続くと見込まれるなか、コロナ禍で労働市場から退出した人々の復帰の遅れや、Brexitの影響によるEU出身労働者の減少といった供給サイドの要因も相まって、労働需給はひっ迫。名目賃金はコロナ禍前を上回る高い伸びが続く公算大。

また、期待インフレ率の上振れも懸念事項。家計の期待インフレ率は短期のみならず中長期についても4%に迫る高水準。

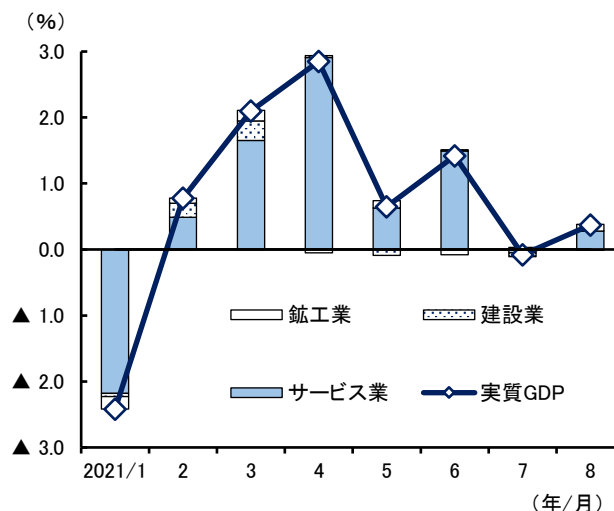
◆BOEは利上げに向けて前進

BOEは11月の金融政策委員会で、金融政策を据え置き。もっとも、2名の委員が政策金利の引き上げを主張。先行きについては、9月末で終了した雇用維持政策の影響を見極めたうえで、高インフレの定着を回避するため、2022年入り後に利上げに踏み切ると予想。

◆財政政策は中期的に緊縮方向へ

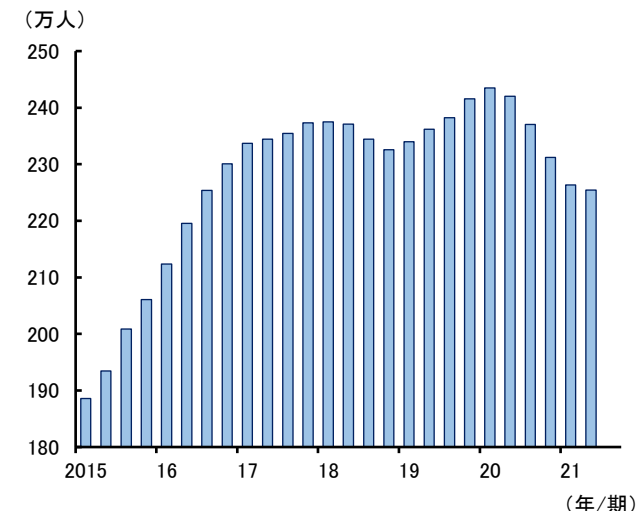
スナク財務相は、コロナ禍で赤字が膨らんだ財政を2024年度までに再建する方針を表明。23年度に増税が予定されるなど、財政スタンスは中期的に緊縮へ向かう公算大。これに伴い、財政による英国景気の下支え効果は徐々に弱まっていく見通し。

英国の月次GDP(前月比)



(資料)ONSを基に日本総研作成

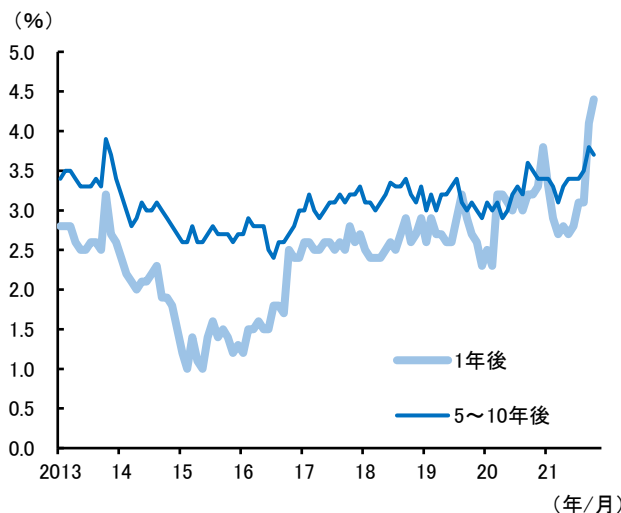
英国内のEU出身労働者数



(資料)ONSを基に日本総研作成

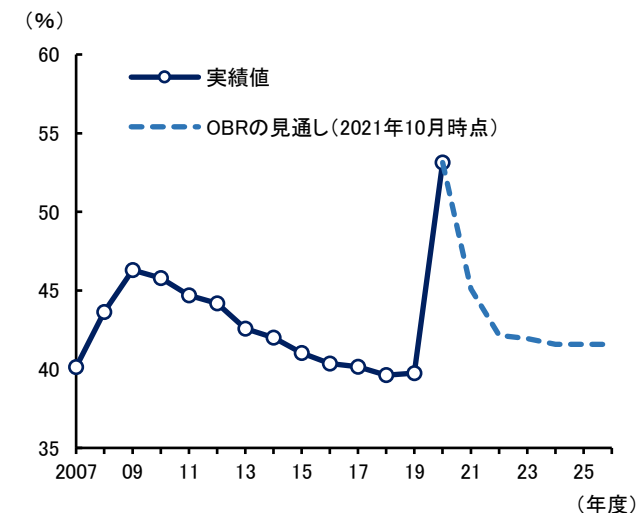
(注)16歳以上のEU生まれの労働者数を後方4期平均。

英国の家計の期待インフレ率



(資料)YouGov/Citigroupを基に日本総研作成

英国政府の歳出額(対名目GDP比)



(資料)英国予算責任局(OBR)“Economic and fiscal outlook: October 2021”

欧州経済見通し：成長ペースは鈍化

＜ユーロ圏＞

◆年内にコロナ禍前水準を超える見込み

ユーロ圏では、長期化する供給制約が生産回復の重石となることで成長ペースは鈍化するものの、本年10～12月期には新型コロナ流行前の経済活動水準を超える見込み。2022年入り後も、復興基金による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長が続く見通し。

インフレ率は、原油・天然ガス価格の上昇などの影響で当面は上振れるものの、22年春以降は2%を下回る水準へ落ち着く見込み。

＜英国＞

◆景気回復ペースは徐々に減速

英国では、活動制限の全面解除による経済活動の正常化を映じて景気回復が進むことで、年末にかけて新型コロナ流行前の経済活動水準を取り戻す見込み。景気回復ペースは徐々に減速するものの、旺盛な需要を背景に2022年入り後も潜在成長率を上回る成長となる見込み。

インフレ率は、経済活動の正常化による需要の急回復などを受けて、来春にかけて上昇ペースが加速する見通し。その後も、Brexitや新型コロナを受けた移民の減少に伴う人手不足による賃金上昇などから、インフレ率はBOEの目標値である2%を大きく上回る推移が続く見込み。

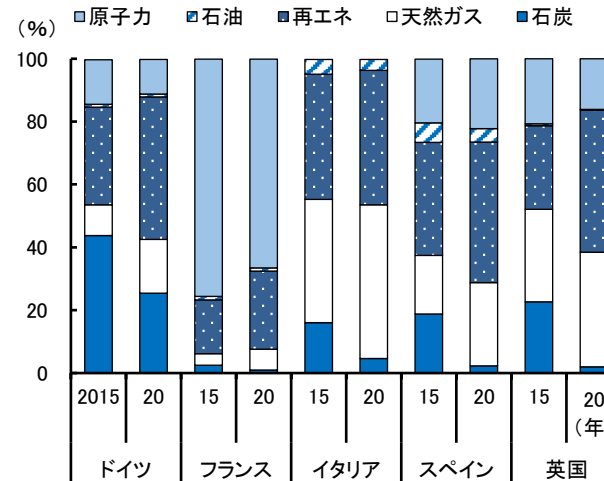
欧州各国の経済・物価見通し

		(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)								(前年比、%)			
		2020年	2021年				2022年				2020年	2021年	2022年
		10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	(実績)	(予測)	(予測)	
		(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	▲1.5	▲1.2	8.7	9.1	2.6	2.8	2.8	2.5	▲6.4	5.1	3.8	
	消費者物価指数	▲0.3	1.1	1.8	2.8	3.3	2.3	1.7	1.2	0.3	2.3	1.6	
ドイツ	実質GDP	3.0	▲7.3	7.8	7.3	2.6	3.1	3.4	3.6	▲4.6	2.8	3.9	
	消費者物価指数	▲0.6	1.8	2.2	3.6	4.1	2.4	1.8	1.2	0.4	2.9	1.6	
フランス	実質GDP	▲4.3	0.3	5.3	12.6	2.0	2.6	2.0	1.9	▲7.9	6.7	3.6	
	消費者物価指数	0.1	1.0	1.8	2.2	2.5	1.9	1.4	1.1	0.5	1.9	1.3	
英国	実質GDP	4.5	▲5.3	23.9	9.7	6.6	3.0	2.1	1.5	▲9.7	7.6	5.2	
	消費者物価指数	0.5	0.6	2.1	2.8	4.2	4.3	4.6	3.8	0.9	2.4	3.8	

(資料)Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成

(注)シャドーは予測値。

欧州主要国の電力源割合(発電量基準)



(資料)IEAを基に日本総研作成

(注)再エネは、風力・太陽光・地熱・潮力・水素・廃棄物・バイオエネルギーの合計。

【ホット・トピック】

◆COP26が英国で開催

10月31日、第26回国連気候変動枠組み条約締約国会議(COP26)が英国で開催。議長国である英国は、先進国に対して石炭火力発電を2030年代までに廃止することを提案。

もっとも、早期の脱石炭が各国経済にもたらす影響は大。まず、石炭火力への依存度が高いドイツで電力供給が不安定化すれば、電気料金の上昇を通じて国内企業の競争力や家計の消費が下振れるリスク。

また、脱石炭のペースに再エネの普及が追い付かないことで、天然ガスへの依存度が高まる可能性大。実際、2015年から20年にかけて脱石炭を進めた国は、天然ガス依存度が高まる傾向。先行き、各国経済・物価が天然ガス相場に左右されやすくなるリスクに注意。

欧州金利見通し：ECBに先行して、BOEは金融政策正常化へ前進

<ユーロ圏>

◆ECB：金融緩和は当面継続

ECBは、10月の理事会で金融政策を据え置き。来年3月にPEPP（パンデミック緊急資産購入プログラム）は終了するものの、基調的なインフレ圧力の弱さを背景に資産買い入れやマイナス金利政策は当面継続する公算大。

独10年債利回りは、景気回復期待が上昇圧力となる一方、ECBの金融緩和姿勢が下押し圧力になる結果、低水準での推移が長期化する見通し。

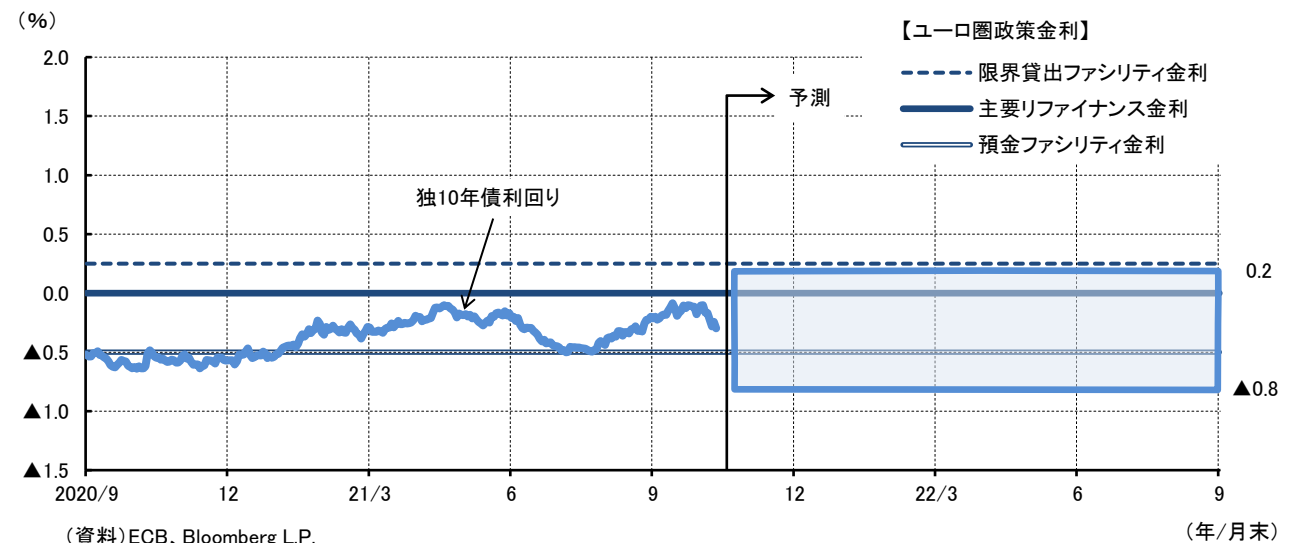
<英国>

◆BOE：利上げは来年入り後

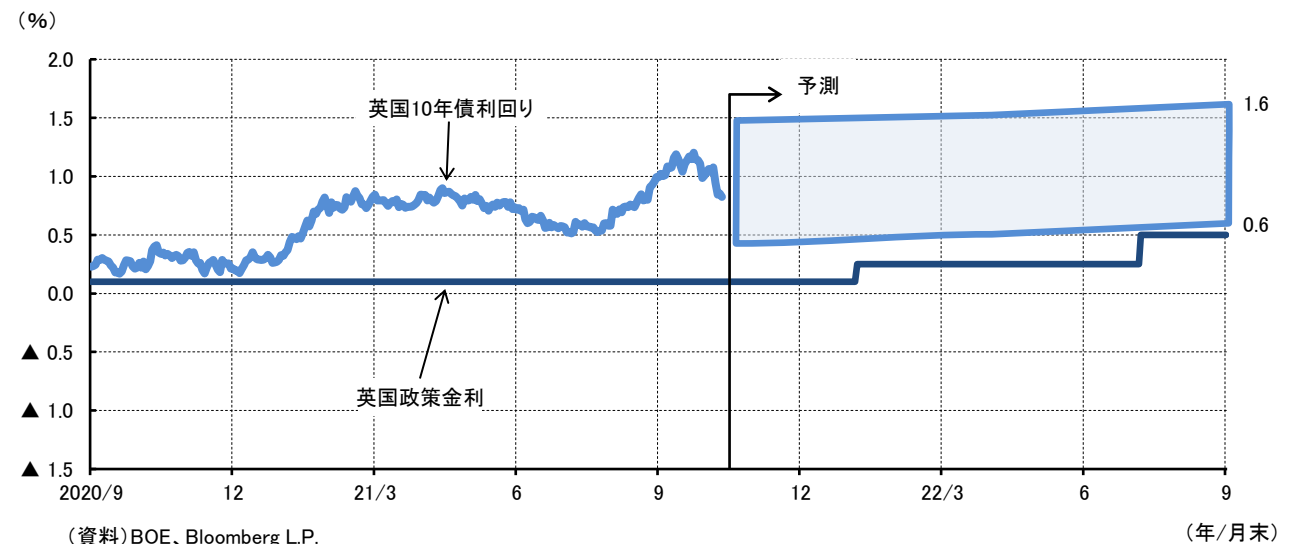
BOEは11月の金融政策委員会で、金融政策を据え置き。もっとも、2名の委員が政策金利の引き上げを主張。先行きについては、インフレ率が中期的に2%を超えて推移すると見込まれるなか、本年末で追加資産買い入れを停止した後、本年9月末の雇用維持政策終了の影響を見定めたうえで、2022年入り後に利上げすると予想。

英10年債利回りは、インフレ加速を受けた金融引き締め観測の高まりが押し上げ圧力に。もっとも、慎重に利上げ時期を探るBOEの姿勢が上昇抑制に作用するため、上昇余地は限定的となる見通し。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



内外市場データ（月中平均）

	為替相場			国内市場				米国市場					欧州市場					商品市況	
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担0/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユー・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
18/4	107.62	132.08	1.2273	▲0.0627	0.09	0.04	21868.79	1.69	2.35	2.87	24304.21	2653.63	▲0.37	▲0.33	0.55	1.44	3457.62	66.33	1335.07
18/5	109.71	129.59	1.1813	▲0.0612	0.10	0.05	22590.05	1.70	2.34	2.98	24572.53	2701.49	▲0.36	▲0.33	0.52	1.42	3537.09	69.98	1303.40
18/6	110.13	128.55	1.1672	▲0.0710	0.08	0.04	22562.88	1.82	2.33	2.91	24790.11	2754.35	▲0.36	▲0.32	0.40	1.32	3442.77	67.32	1280.33
18/7	111.47	130.27	1.1686	▲0.0700	0.09	0.05	22309.06	1.91	2.34	2.89	24978.23	2793.64	▲0.36	▲0.32	0.36	1.27	3460.89	70.58	1237.80
18/8	111.03	128.22	1.1548	▲0.0593	0.09	0.10	22494.14	1.91	2.32	2.89	25629.99	2857.82	▲0.36	▲0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.36
18/9	112.05	130.62	1.1660	▲0.0586	0.06	0.12	23159.29	1.95	2.35	2.99	26232.67	2901.50	▲0.36	▲0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.15
18/10	112.79	129.49	1.1480	▲0.0603	0.05	0.14	22690.78	2.19	2.46	3.16	25609.34	2785.46	▲0.37	▲0.32	0.46	1.56	3244.55	70.76	1215.33
18/11	113.37	128.80	1.1362	▲0.0701	0.05	0.10	21967.87	2.20	2.65	3.11	25258.68	2723.23	▲0.36	▲0.32	0.38	1.44	3186.40	56.69	1221.01
18/12	112.17	127.60	1.1376	▲0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	▲0.36	▲0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.71
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲0.0643	0.04	0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	▲0.37	▲0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.73
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲0.0554	0.03	▲0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	▲0.37	▲0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.29
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲0.0442	0.03	▲0.04	21414.88	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲0.37	▲0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.80
19/4	111.69	125.46	1.1233	▲0.0676	0.05	▲0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	▲0.37	▲0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.75
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲0.0495	0.05	▲0.06	21218.38	2.39	2.53	2.39	25744.79	2854.71	▲0.37	▲0.31	▲0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.07
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲0.0626	0.04	▲0.14	21060.21	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲0.36	▲0.33	▲0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.80
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲0.0709	0.04	▲0.15	21593.68	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲0.37	▲0.37	▲0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.69
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲0.0456	0.04	▲0.23	20629.68	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲0.36	▲0.41	▲0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.50
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲0.0595	0.01	▲0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲0.40	▲0.42	▲0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.95
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲0.0218	0.01	▲0.17	22197.47	1.83	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲0.46	▲0.41	▲0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.96
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲0.0434	0.02	▲0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲0.45	▲0.40	▲0.33	0.73	3693.14	57.07	1470.21
19/12	109.11	121.26	1.1114	▲0.0376	0.02	▲0.02	23660.38	1.55	1.91	1.86	28167.01	3176.75	▲0.46	▲0.40	▲0.27	0.78	3715.33	59.80	1482.83
20/1	109.28	121.35	1.1104	▲0.0318	0.02	▲0.02	23642.92	1.55	1.82	1.76	28879.99	3278.20	▲0.45	▲0.39	▲0.27	0.67	3758.24	57.53	1559.64
20/2	110.03	120.00	1.0906	▲0.0164	0.02	▲0.06	23180.37	1.58	1.68	1.51	28519.73	3277.31	▲0.45	▲0.41	▲0.43	0.57	3734.92	50.54	1595.63
20/3	107.69	119.08	1.1063	▲0.0469	0.01	▲0.03	18974.00	0.65	1.10	0.88	22637.42	2652.39	▲0.45	▲0.42	▲0.52	0.41	2824.18	30.45	1592.92
20/4	107.80	117.18	1.0872	▲0.0355	▲0.00	▲0.01	19208.36	0.05	1.09	0.65	23293.90	2761.98	▲0.45	▲0.25	▲0.43	0.31	2839.58	16.70	1686.32
20/5	107.22	116.93	1.0906	▲0.0468	▲0.04	▲0.01	20543.26	0.05	0.40	0.67	24271.02	2919.61	▲0.46	▲0.27	▲0.50	0.22	2909.33	28.53	1718.66
20/6	107.61	121.14	1.1258	▲0.0475	▲0.05	0.01	22486.93	0.08	0.31	0.72	26062.27	3104.66	▲0.46	▲0.38	▲0.40	0.23	3237.39	38.31	1736.15
20/7	106.72	122.44	1.1473	▲0.0278	▲0.07	0.02	22529.47	0.09	0.27	0.62	26385.83	3207.62	▲0.47	▲0.44	▲0.46	0.15	3316.29	40.77	1846.37
20/8	106.05	125.44	1.1830	▲0.0352	▲0.07	0.03	22901.45	0.10	0.25	0.65	27821.37	3391.71	▲0.47	▲0.48	▲0.47	0.21	3297.67	42.39	1969.78
20/9	105.61	124.48	1.1787	▲0.0540	▲0.06	0.02	23306.95	0.09	0.24	0.68	27733.40	3365.52	▲0.47	▲0.49	▲0.49	0.21	3260.73	39.63	1923.35
20/10	105.21	123.80	1.1766	▲0.0195	▲0.06	0.03	23451.44	0.09	0.22	0.78	28005.10	3418.70	▲0.47	▲0.51	▲0.57	0.25	3180.39	39.55	1900.36
20/11	104.41	123.60	1.1837	▲0.0321	▲0.06	0.02	25384.87	0.09	0.22	0.87	29124.04	3548.99	▲0.47	▲0.52	▲0.57	0.31	3391.79	41.35	1866.35
20/12	103.76	126.32	1.2173	▲0.0260	▲0.06	0.01	26772.95	0.09	0.23	0.92	30148.58	3693.31	▲0.47	▲0.54	▲0.57	0.26	3530.95	47.07	1860.32
21/1	103.72	126.29	1.2174	▲0.0166	▲0.06	0.03	28189.06	0.09	0.22	1.06	30821.35	3793.75	▲0.48	▲0.55	▲0.53	0.28	3592.23	52.10	1867.28
21/2	105.37	127.44	1.2095	▲0.0154	▲0.06	0.08	29458.80	0.08	0.19	1.24	31283.91	3883.43	▲0.48	▲0.54	▲0.39	0.56	3667.14	59.06	1808.86
21/3	108.72	129.37	1.1900	▲0.0166	▲0.06	0.10	29315.30	0.07	0.19	1.60	32373.29	3910.51	▲0.48	▲0.54	▲0.32	0.78	3813.29	62.36	1721.92
21/4	109.03	130.52	1.1971	▲0.0123	▲0.07	0.09	29426.75	0.07	0.18	1.62	33803.29	4141.18	▲0.48	▲0.54	▲0.28	0.78	3987.29	61.69	1759.47
21/5	109.15	132.61	1.2148	▲0.0172	▲0.07	0.08	28517.09	0.06	0.15	1.61	34270.31	4167.85	▲0.48	▲0.54	▲0.17	0.82	4003.59	65.16	1853.01
21/6	110.15	132.63	1.2040	▲0.0292	▲0.07	0.06	28943.23	0.08	0.13	1.51	34289.91	4238.49	▲0.48	▲0.54	▲0.21	0.76	4105.81	71.35	1832.24
21/7	110.23	130.35	1.1825	▲0.0360	▲0.07	0.02	28118.76	0.10	0.13	1.31	34798.80	4363.71	▲0.48	▲0.55	▲0.35	0.62	4062.61	72.43	1806.04
21/8	109.84	129.27	1.1768	▲0.0338	▲0.07	0.02	27692.73	0.09	0.12	1.28	35243.97	4454.21	▲0.48	▲0.55	▲0.46	0.57	4177.03	67.71	1786.48
21/9	110.17	129.62	1.1765	▲0.0222	▲0.07	0.04	29893.57	0.08	0.12	1.36	34688.42	4445.54	▲0.49	▲0.55	▲0.30	0.81	4158.29	71.54	1777.65
21/10	113.17	131.28	1.1599	▲0.0275	▲0.07	0.08	28586.20	0.08	0.13	1.58	35055.52	4460.71	▲0.49	▲0.55	▲0.15	1.10	4132.23	81.22	1776.61