
欧州経済展望

2021年3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：活動制限解除後は景気急回復 p. 2
- ◆英国：1～3月期は再びマイナス成長へ 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 高野 蒼太（Tel：090-6519-3420 Mail：takano.sota@jri.co.jp）

- ◆本資料は2021年3月5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、作成日時時点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ので、ご了承ください。

メールマガジン配信中



ユーロ圏景気概況：活動制限が長期化

◆活動制限が長期化

ユーロ圏主要国では、新型コロナの感染再拡大に伴う活動制限が長期化。英国型の変異株を中心に新規感染者数が多い国で再び増加傾向に転じており、各国政府は制限解除には慎重な姿勢。こうしたなか、ユーロ圏の2月のサービス業PMIは45.7と、好不況の判断の分かれ目となる「50」を下回る水準で推移。当面、サービス消費の低迷がユーロ圏景気の回復の足かせに。

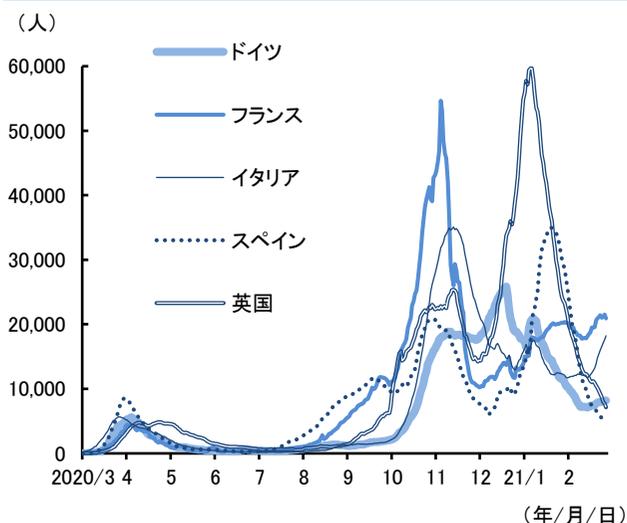
◆二極化が進展

一方、製造業では、ユーロ圏の12月の輸出が前月比+1.1%と回復傾向が持続しており、製造業生産は底堅さを維持。活動制限が続くなかでも、2月の製造業PMIは57.9と前月から回復モメンタムが加速しており、製造業とサービス業の二極化が進展。サービス消費の低迷が続くなか、製造業の底堅い回復がユーロ圏景気を下支え。

◆インフレ率の上昇は一時的

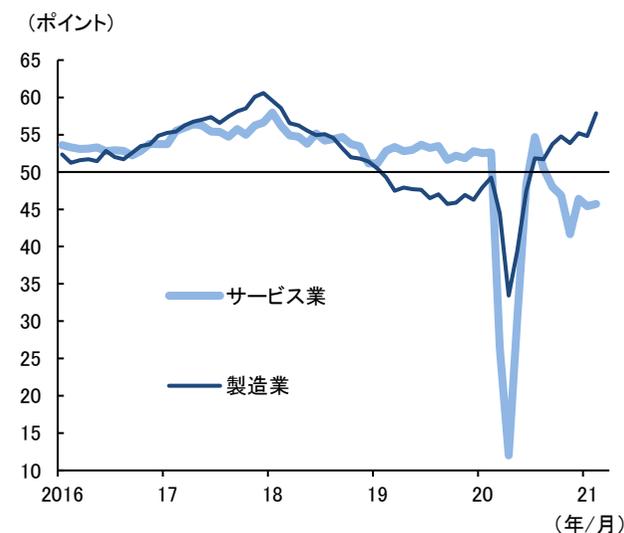
ユーロ圏の2月のHICPは前年比+0.9%と、2ヵ月連続で1%近い伸びに。もっとも、21年入り後のインフレ率の急上昇の背景には、ドイツの付加価値減税が12月で終了したことのほか、各国で冬のセールが後倒しされるなどの一時的な要因が存在。GDPギャップの解消には時間がかかることを踏まえると基調的なインフレ圧力は弱い状況が続くとみられるため、ECBの金融緩和姿勢は長期化する見込み。

新型コロナウイルス新規感染者数(7日平均)



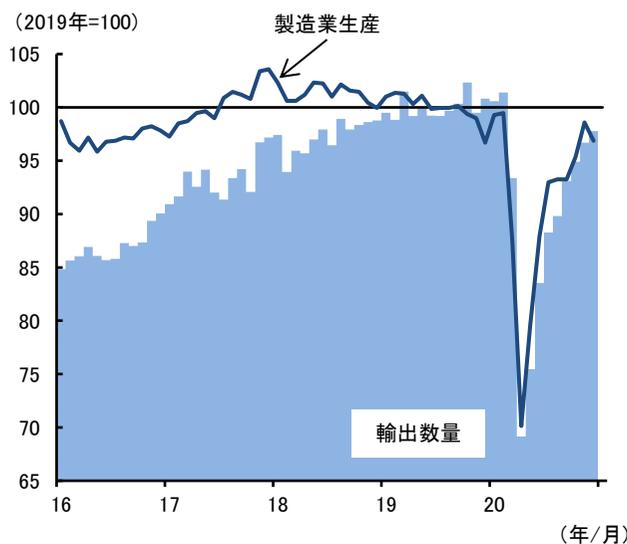
(資料)WHOを基に日本総研作成

ユーロ圏のPMI



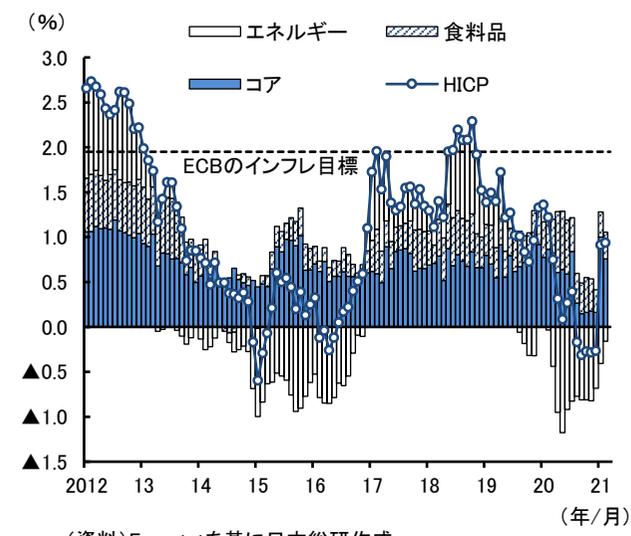
(資料)IHS Markit

ユーロ圏の製造業生産と輸出数量



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏トピック：活動制限解除後は景気急回復

◆活動制限下でも財消費は底堅く推移

昨年秋以降の新型コロナの感染再拡大を受けて人出が大きく減少するなかでも、ユーロ圏の財消費は底堅さを維持。主要要因としては、昨春以降オンラインショッピングが急速に普及したことのほか、雇用・所得環境の悪化が限定的にとどまっていることなどが指摘可能。

◆制限が解除されれば急回復の可能性

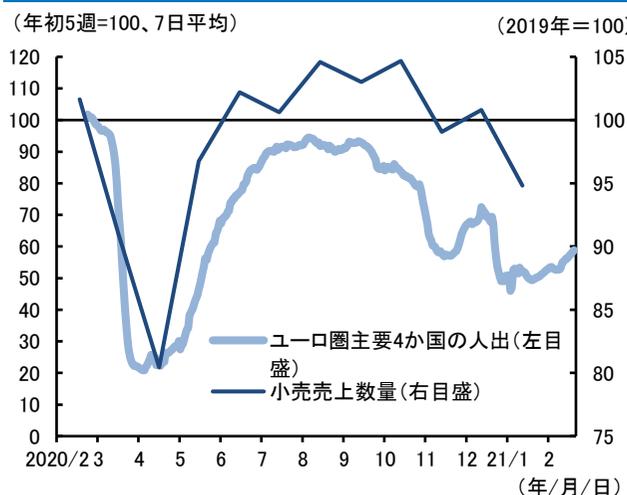
各国の雇用維持政策が奏功し、昨春からのコロナ禍における失業率の上昇は、過去の景気不況期と比較して小幅にとどまったほか、家計の実質可処分所得も前年比プラス圏を維持。また、夏以降は製造業の回復などによって失業率も改善傾向に転じるなど、雇用・所得環境の大幅悪化は回避されており、冬場の活動制限下での財消費を下支えした模様。

また、雇用・所得環境が維持された一方で、昨春以降の活動制限によってサービス消費を中心に消費が抑制されたことで、家計の貯蓄額は過去20年平均の1.6倍と歴史的な水準まで上昇。今春以降に現状の活動制限が解除されれば、足許で積み上がっている貯蓄を原資として、サービス消費を含めた個人消費が急回復し、ユーロ圏景気も急速に持ち直す可能性。

◆ワクチン普及の遅れが重石に

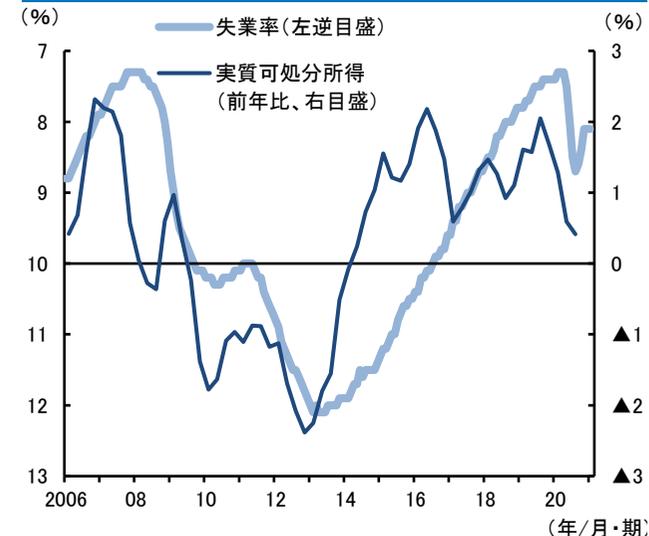
ただし、ユーロ圏各国では、英国型の変異株を中心とした感染拡大の第3波の懸念が高まっており、活動制限の解除時期は不透明。ワクチンの普及に期待がかかるものの、英米と比較しユーロ圏主要国のワクチン普及は遅れている状況。普及スピードを高められるかが景気回復のカギに。

ユーロ圏の小売売上と人出(小売・娯楽)



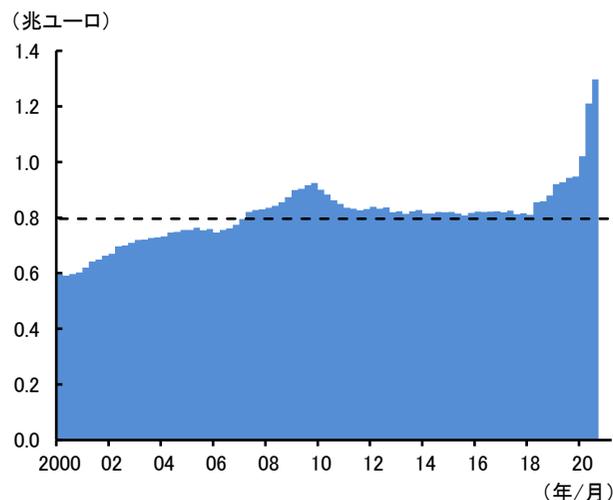
(資料)“Google Mobility Report”、Eurostat を基に日本総研作成
(注)人出は独仏伊西の値を人口比で加重平均して算出。

ユーロ圏の失業率と実質可処分所得



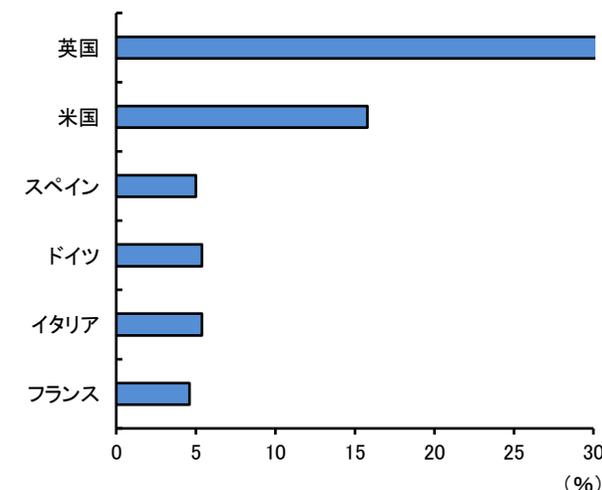
(資料)ECB、Eurostat を基に日本総研作成

ユーロ圏の貯蓄額(後方4期合計)



(資料)ECB を基に日本総研作成
(注)点線は2000年～2019年の20年間の平均値。

新型コロナワクチン接種率(3月2日時点)



(資料)“Our World in Data”
(注)ワクチンを1回以上接種した人の割合。

英国：1～3月期は再びマイナス成長へ

◆20年10～12月期はプラス成長を維持

英国では、2020年10月以降、新型コロナの感染再拡大に伴う活動制限によって人出の減少が続くなかでも、20年10～12月期の実質GDPは前期比年率+4.0%と回復が持続。昨春のように人出の減少とGDP水準が連動しなかった主な要因は、底堅い財消費に支えられて製造業が回復したこと。

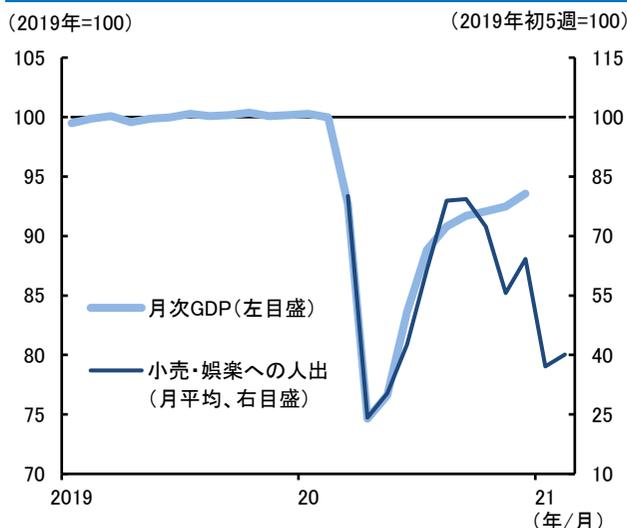
財消費については、昨春以降に大きく増加したオンラインショッピングのほか、非食料品が20年12月まで底堅く推移。回復が遅れていた輸出も昨秋以降大きく増加し、製造業生産は12月に前月比+0.3%と8ヵ月連続で増加。これらが人出の減少に伴うサービス消費の減少を埋め合わせることで、プラス成長を維持した形。

◆21年1～3月期は再びマイナス成長へ

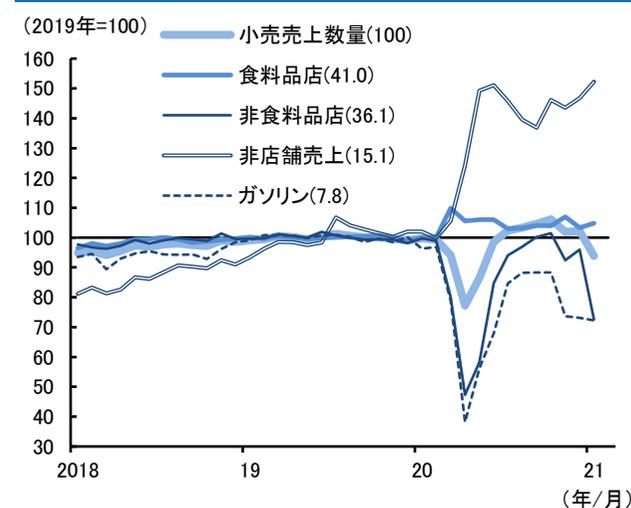
もともと、21年入り後は昨春並みの厳格なロックダウンを実施したことに加え、20年末でブレグジットの移行期間が終了したことで、財消費と製造業の回復は頓挫。

まず、財消費については、1月の小売売上数量は前月比▲8.2%と、再びコロナ前を下回る水準まで減少。足許でも厳格な活動制限が続くなか、小売売上も低調に推移している公算大。製造業では、移行期間の終了に伴う税関手続きの発生などから、新規輸出受注指数が好不況の判断の分かれ目となる「50」を下回る水準で推移。また、製造業PMIについても、入荷の遅延による押し上げ効果が大きく、表面的な数値以上に業況は悪い模様。以上の結果、英国の1～3月期の実質GDPは再びマイナス成長となる見通し。

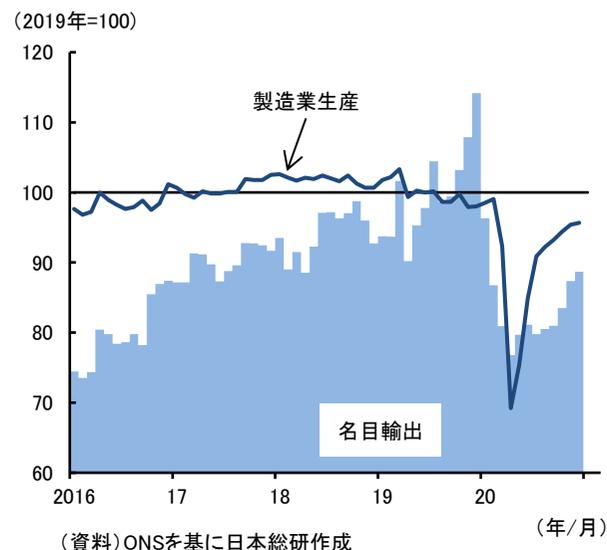
英国の月次GDPと小売・娯楽への人出



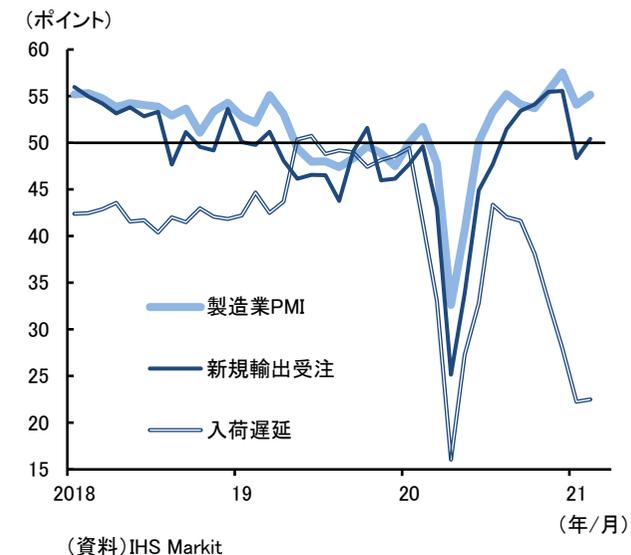
英国の小売売上数量



英国の製造業生産と名目輸出



英国の製造業PMI



欧州経済見通し：1～3月期はさらに下振れる可能性

欧州各国の経済・物価見通し

<ユーロ圏>

◆コロナ前水準の回復は2022年後半に

2021年入り後も多くの国で活動制限が続いており、景気の停滞感が強い状況が続くほか、20年末から活動制限を強化したドイツなどでは1～3月期にマイナス成長となる見通し。感染ペースが鈍化すれば制限が緩和されることで、高めの成長ペースとなるものの、ワクチンの普及ペースが緩慢なことから、経済活動の正常化には時間を要し、新型コロナ流行前の水準を取り戻すのは22年入り後となる見込み。

インフレ率は、21年春には、前年の原油安の反動で一時的に上振れるものの、景気停滞に伴う需要低迷による下押し圧力も強く、概ね1%台前半で推移する見込み。

<英国>

◆移行期間の終了が景気回復の重石に

移行期間の終了に伴う物流の混乱は限定的にとどまっているものの、活動制限が一段と強化されたため、1～3月期は再びマイナス成長となる見通し。その後は再び高めの成長になるものの、EU向け輸出の減少などが重石となり、新型コロナ流行前の水準を取り戻すのは22年以降となる見込み。

インフレ率は、原油価格の持ち直しが上昇圧力となる一方、景気回復の遅れが下押し圧力となり、21年後半にかけて1%台半ばで推移する見通し。

(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、%)

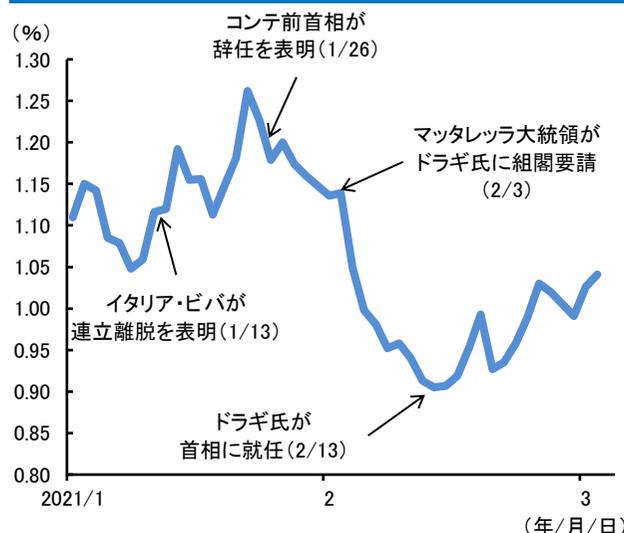
(前年比、%)

		2020年			2021年				2022年	2020年	2021年	2022年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2020年	2021年	2022年
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	▲ 39.2	59.9	▲ 2.4	0.3	7.2	5.6	3.8	2.4	▲ 6.8	4.6	3.1
	消費者物価指数	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.8	1.8	1.3	1.4	1.1	0.3	1.3	1.3
ドイツ	実質GDP	▲ 33.5	38.6	1.4	▲ 2.0	7.2	5.6	2.9	1.9	▲ 5.3	3.4	2.7
	消費者物価指数	0.7	▲ 0.2	▲ 0.6	1.2	1.9	1.8	1.9	1.2	0.4	1.7	1.3
フランス	実質GDP	▲ 44.0	96.9	▲ 5.7	0.5	7.8	5.5	2.7	2.0	▲ 8.2	6.1	2.8
	消費者物価指数	0.3	0.4	0.1	0.6	1.6	1.1	1.2	1.1	0.5	1.1	1.3
英国	実質GDP	▲ 57.0	81.9	4.0	▲ 3.6	13.4	9.7	6.2	3.7	▲ 9.9	5.8	4.8
	消費者物価指数	0.6	0.6	0.5	0.9	1.8	1.4	1.5	1.4	0.9	1.4	1.5

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドローは予測値。

イタリアの10年債利回りの対独スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.、各種報道を基に日本総研作成

【ホット・トピック】

◆イタリアでドラギ新政権が誕生

イタリアでは、1月にコンテ前首相が辞任し、一時は政局混乱への懸念が高まったものの、2月には親EU派で国民からの信頼も厚いドラギ前ECB総裁が首相に就任。この結果、市場に安心感が広がり、同国の10年債利回りの対独スプレッドは縮小。

ドラギ新政権の誕生によって、来年2月の大統領任期までの解散総選挙の可能性はほぼ消失。もっとも、多党連立政権の足並みが揃ったわけではないため、政権運営が不安定な状況は変わらず。先行きは、新型コロナ危機対応のほか、前連立政権崩壊の一因となったESM (欧州安定化メカニズム) の利用の是非やEU復興基金の使途を巡る連立与党間の対立を解消できるかが焦点に。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに様子見姿勢

<ユーロ圏>

◆ ECB：現状の緩和策を当面維持

ユーロ圏各国で新型コロナウイルスの感染が再拡大するなか、ECBは金融緩和姿勢を維持。当面は、感染状況やその影響などを見極めつつ、現状の緩和策を維持する見込み。

独10年債利回りは、足許で米国の金利上昇につられる形で上昇しているものの、当面、新型コロナウイルスの感染再拡大が重石に。21年後半にかけても、GDPギャップの残存や各国中銀の金融緩和姿勢を背景に、低水準での推移が続く見込み。

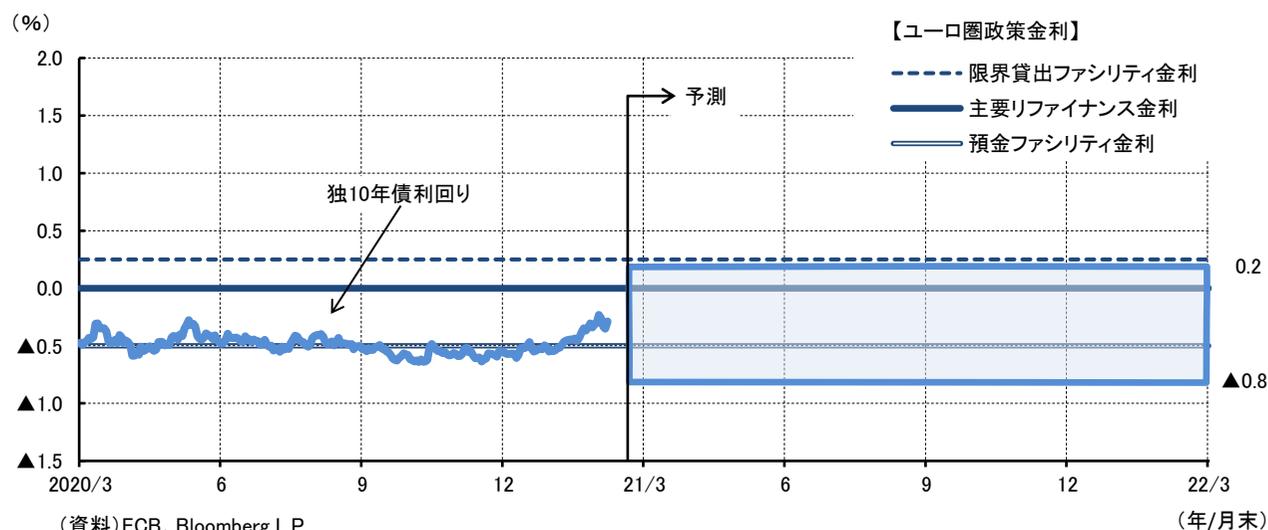
<英国>

◆ BOE：緩和策は資産買入が中心に

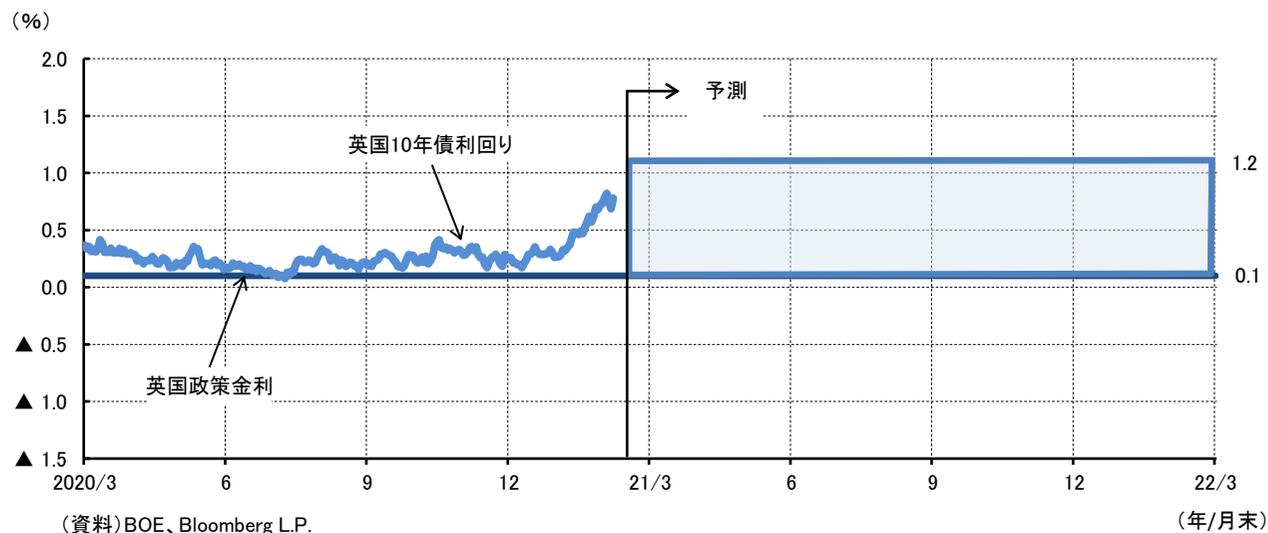
BOEでは、金融政策委員会の一部のメンバーからマイナス金利を検討すべきとの声が上がっている一方、ベイリー総裁やブロードベント副総裁はマイナス金利の導入に否定的な見解を表明。当面、新型コロナウイルスの感染状況やBrexitの影響を見極めつつ、資産買い入れを中心とした金融緩和姿勢を維持する見通し。

英10年債利回りも足許で上昇しているものの、当面、質への逃避や追加緩和観測が上昇抑制に作用。新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いても、移行期間の終了に伴う景気回復の遅れなどから、低水準での推移が長期化する見通し。

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)
17/8	109.84	129.81	1.1818	▲0.0493	0.06	0.04	19670.17	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲0.36	▲0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.30
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.15	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲0.36	▲0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.39
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲0.36	▲0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.95
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲0.35	▲0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1281.99
17/12	112.93	133.68	1.1838	▲0.0422	0.06	0.05	22769.89	1.30	1.60	2.41	24545.38	2664.34	▲0.34	▲0.33	0.35	1.22	3564.66	57.95	1266.57
18/1	110.97	135.28	1.2193	▲0.0396	0.07	0.07	23712.21	1.41	1.73	2.57	25804.02	2789.80	▲0.36	▲0.33	0.55	1.33	3612.16	63.66	1331.94
18/2	107.86	133.14	1.2344	▲0.0419	0.07	0.06	21991.68	1.42	1.87	2.86	24981.55	2705.16	▲0.37	▲0.33	0.72	1.57	3426.71	62.18	1331.74
18/3	106.10	130.87	1.2336	▲0.0617	0.07	0.04	21395.51	1.51	2.17	2.84	24582.17	2702.77	▲0.36	▲0.33	0.59	1.45	3374.30	62.77	1326.46
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	3695.31	▲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