

---

---

# 欧州経済展望

2021年6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：復興基金の遅れの影響は限定的 . . . . . p. 2
- ◆英国：活動制限緩和で景気が急回復 . . . . . 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)  
研究員 梶野 裕貴

- ◆本資料は2021年5月31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：活動制限緩和を受け景気回復局面へ

## ◆活動制限の緩和が開始

ワクチン接種の急速な進展や感染拡大のピークアウトに伴い、各国で昨年来続いていた活動制限は段階的に緩和。

## ◆個人消費は回復局面へ

雇用・所得環境の大幅な悪化が回避されてきたこともあり、家計貯蓄は足許にむけて急増。積み上がった貯蓄を原資として、活動制限の対象であった対面型サービスなどを中心に、個人消費は年後半にかけて堅調に回復する見込み。コロナ禍で特に大きな打撃を受けたイタリアやスペインなどでリバウンドの余地が大。

## ◆輸出が製造業の回復をけん引

当時長期化していた活動制限や供給網の混乱を受け、3月のユーロ圏の製造業生産は横ばい、同月の輸出は前月比▲0.3%と、回復に頭打ち感。

一方、製造業マインドは4月にかけて堅調。足許で受注が急増するなか、原材料の供給制約も相まって、完成品在庫は減少基調に。受注のなかでも、特に輸出向けについては、足許で2018年9月以来のプラスを記録。4月に公表された欧州委員会の四半期調査によると、今後3ヵ月の輸出受注が過去20年で最大の伸びとなる見込み。こうしたなかで、生産見通しは高水準で推移。米中をはじめとする世界景気回復が輸出を通じてユーロ圏の製造業生産の回復を後押しする公算大。

## ユーロ圏の活動制限緩和計画

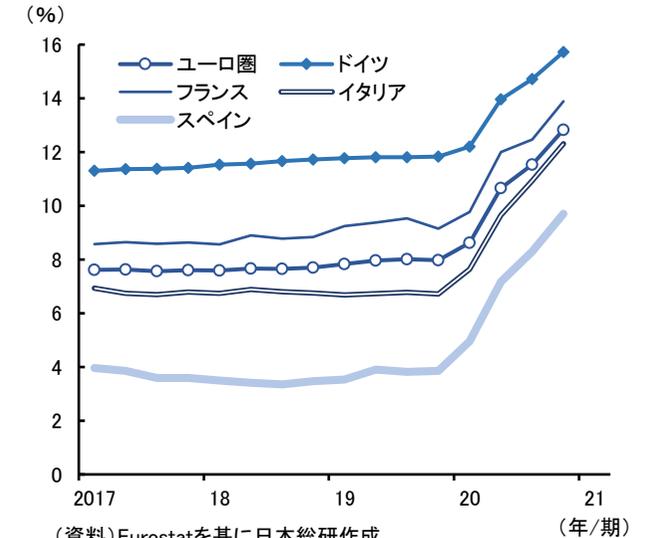
	日程	制限緩和の主な内容
独	5月9日	ワクチン接種者・回復者は必需品以外の小売店に入場する際などの陰性証明提示が不要に。
仏	5月19日	必需品以外の小売店・文化施設の営業再開。
	6月9日	店内飲食の再開。外国人観光客受け入れ再開。
	6月30日	夜間外出制限、主要施設の人数制限を撤廃。
伊	6月1日	店内飲食の再開。
	6月21日	夜間外出制限の解除。
西	5月9日	日中の外出移動制限・夜間外出制限の解除。
	6月7日	ワクチン接種済の外国人観光客受け入れ再開。
EU	5月20日	域外国からの入域制限緩和勧告を採択。
	6月1日	ワクチン接種電子証明書のインフラ整備完了。
	7月1日	ワクチン接種電子証明書の正式運用開始。

(資料)各種報道を基に日本総研作成

(注1)外国人観光客の受け入れには、ワクチン接種電子証明書の所持などの条件を満たす必要。

(注2)感染者数急増、変異株のまん延などにより緩和停止の可能性。

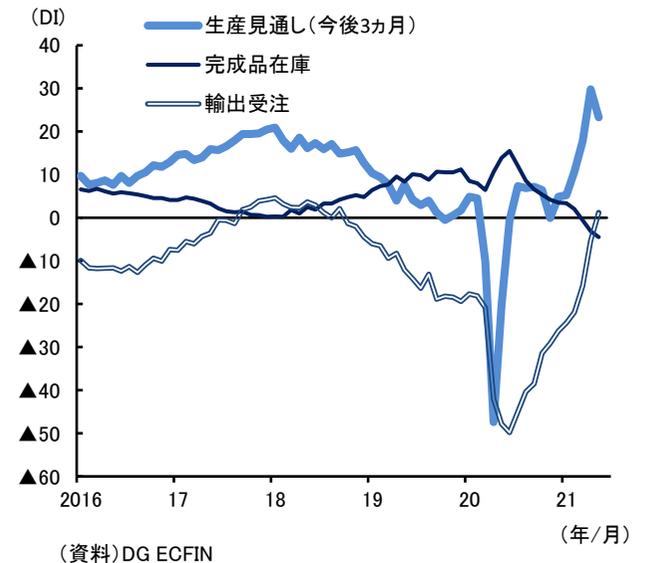
## 家計の貯蓄率(4期平均、対名目GDP比)



## ユーロ圏の製造業生産と輸出数量



## ユーロ圏の製造業マインド



# ユーロ圏トピック：復興基金の遅れの影響は限定的

## ◆復興基金の稼働は秋頃まで後ずれ

7月にEU各国への資金配分開始を予定していた復興基金については、手続きが遅れている状況。とりわけ連立交渉が難航しているオランダなどで遅延が顕著であり、資金配分は秋ごろに後ずれする可能性。復興基金は新型コロナによる打撃が大きいイタリアなど南欧諸国への配分が大きいため、こうした国々の回復が遅れる懸念が浮上。

## ◆景気への影響は限定的

もともと、数ヵ月程度の遅れにとどまれば、景気への影響は限定的。主な理由は以下の3点。

第1に、EUの財政ルール緩和によって、財政健全化は目先棚上げされている点。財政状況の厳しいイタリアやスペインでも、これまでの新型コロナ対策は対GDP比でみてフランスに劣らない規模となっており、復興基金の早期稼働の緊急性は小。

第2に、ECBのPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による資産買い入れやESM（欧州安定メカニズム）による信用補完によって、南欧諸国の資金調達環境が悪化していない点。こうした政策によって、南欧諸国の対独スプレッドは低水準に抑制されており、各国は自力でも比較的容易に資金調達を行うことが可能。

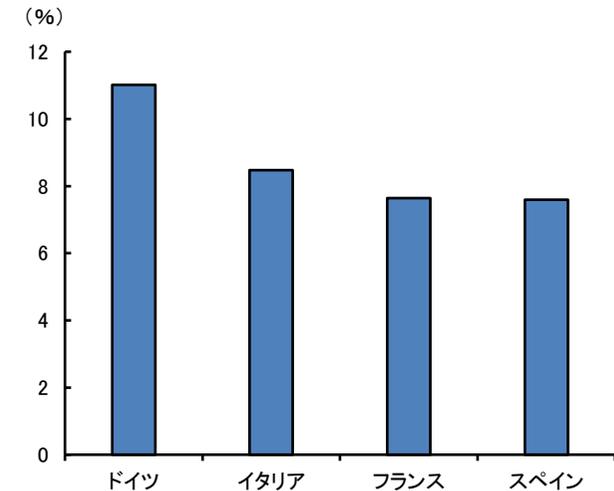
第3に、復興基金の使途は長期目線の投資が大部分を占めている点。グリーン化やデジタル化などは、アフターコロナの成長エンジンとなるものの、短期の景気への影響は限定的。

## 復興基金関連の手続きが遅れている国々

復興計画の提出	債券発行に関する批准
ブルガリア、チェコ、エストニア、マルタ、オランダ、ポルトガル、ルーマニア	オーストリア、ハンガリー、オランダ、ポーランド
(計7カ国)	(計4カ国)

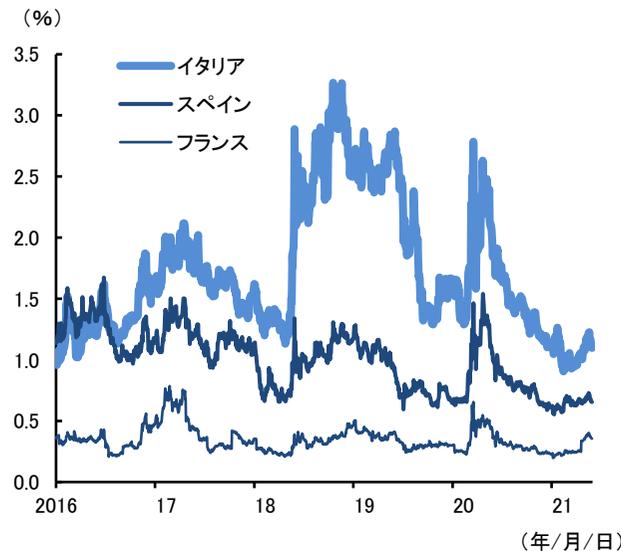
(資料) 欧州委員会を基に日本総研作成  
(注) 2021年5月31日時点。

## ユーロ圏主要国のコロナ対策規模(対GDP比)



(資料) IMF "Fiscal Monitor April 2021"  
(注) 債務保証等は除く。

## 10年債利回りの対独スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.

## 復興基金の使途

主な使途	最低割当
グリーン化のための投資と改革	37%
デジタル化のための投資と改革	20%
持続可能な成長支援	—
社会的結束の増強	—
危機対応能力の増強	—
次世代向け政策(教育等)	—

(資料) 欧州委員会を基に日本総研作成

# 英国：活動制限緩和で景気が急回復

## ◆段階的な活動制限の緩和が進展

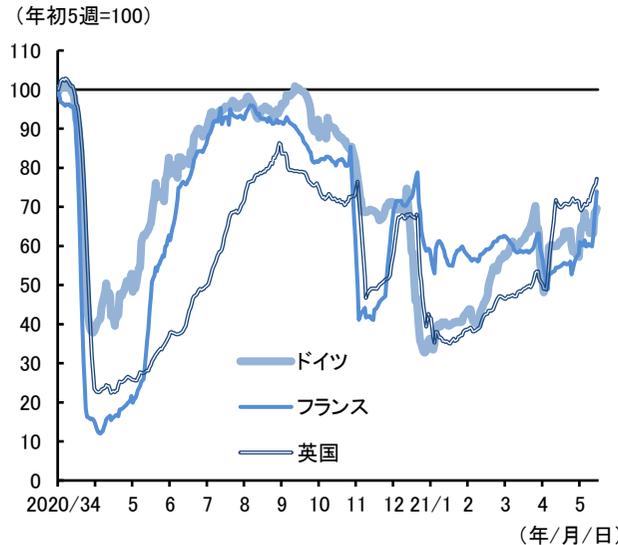
英国では、活動制限の段階的な緩和によって、4月入り後に人出が急増。これに伴い、4月の小売売上数量は前月比+9.2%と、非食品品やガソリンなどをけん引役に新型コロナ流行前を上回る水準まで大幅に増加。5月には対面サービスも含めて一段と緩和が進み、人出の回復傾向が持続。サービス消費を含めた個人消費は堅調な回復が続いている公算大。

企業部門でも、こうした活動制限の緩和を受け、5月のサービス業PMIは61.8と回復のモメンタムが加速。堅調な財消費や米国など海外景気の回復に伴い、製造業PMIも過去最高値を更新。この結果、実質GDP成長率との連動性が高いコンジットPMIは62.0と高水準になっており、4～6月期の英GDPは高い成長率となる見通し。

## ◆BOEは年末で新規資産買入を停止へ

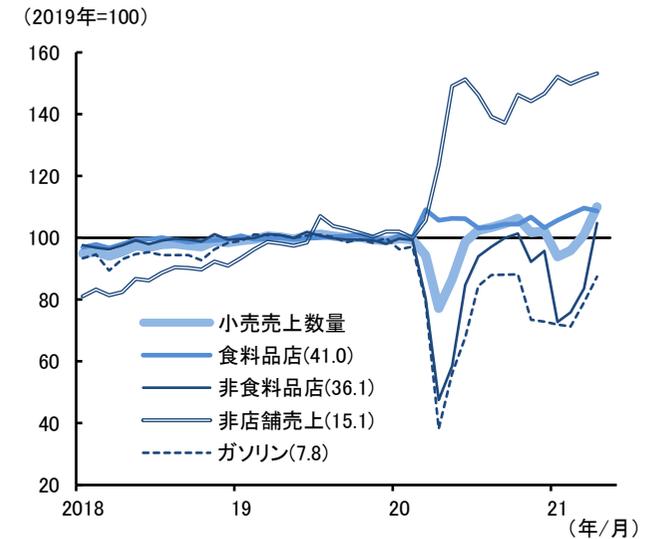
英国の4月のCPIは前年比+1.5%と、前月から急加速。内訳をみると、昨年原油安の反動による部分が大きいものの、活動制限の緩和に伴う需要の回復によって、コアCPIも上昇。先行きを展望すると、経済活動の正常化に伴い、原油価格上昇の影響が剥落する2022年入り後もBOEの目標を上回る水準での推移が見込まれるなか、本年末頃には金融政策正常化の議論が本格化する可能性。

## 欧州主要国の人出(小売・娯楽)



(資料)“Google Mobility Report”を基に日本総研作成

## 英国の小売売上数量



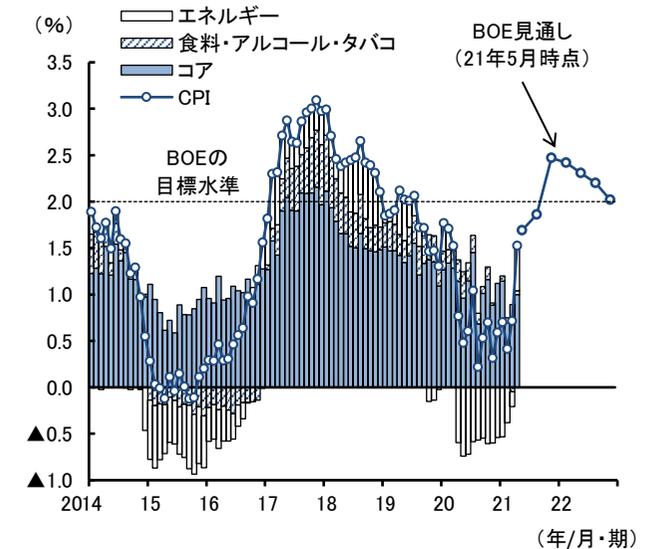
(資料)ONSを基に日本総研作成

## 英国のPMI



(資料)IHS Markit

## 英国の消費者物価指数とBOEの見通し



(資料)ONS、BOEを基に日本総研作成

# 欧州経済見通し：秋口にかけて高めの成長ペースに

## <ユーロ圏>

### ◆コロナ前水準の回復は2022年入り後に

ユーロ圏では、活動制限の緩和により秋口にかけて高めの成長となる見通し。ただし、域内のワクチンの普及スピードや活動制限の緩和ペースは国ごとのばらつきが大きいこともあり、ユーロ圏景気が新型コロナ流行前の水準を取り戻すのは2022年半ば頃となる見込み。

インフレ率は、本年中、前年の原油安の反動などで上振れしやすいものの、需要不足による下押し圧力も強く、22年入り後は再び1%台前半で推移する見込み。

## <英国>

### ◆4～6期以降は急回復へ

英国では、段階的な活動制限の緩和が進んでいることもあり、夏場にかけて高めの成長となる見通し。ワクチン接種の普及スピードが速いことから、本年末にも新型コロナ流行前の水準を取り戻す見込み。

インフレ率は、原油価格の持ち直しや経済活動の正常化による景気回復に加え、Brexitに伴うコスト増加が上昇圧力となり、2021年後半にかけて2%台へ上昇する見通し。その後も、雇用環境のひっ迫による賃金上昇などから、インフレ率は2%台で推移する見込み。

## 欧州各国の経済・物価見通し

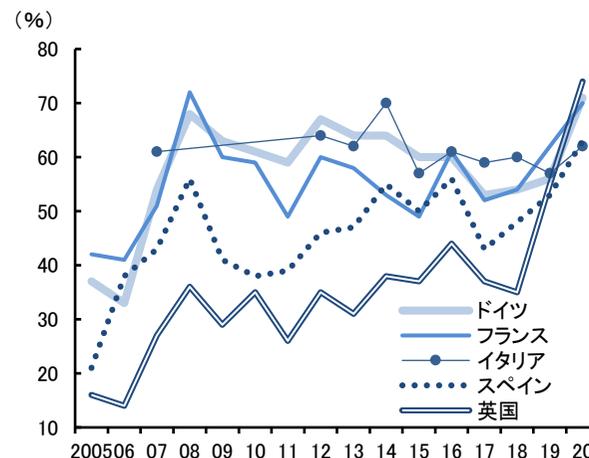
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%) (前年比、%)

		2020年		2021年			2022年		2020年	2021年	2022年	
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3				4～6
		(実績)						(予測)			(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	60.3	▲ 2.7	▲ 2.5	5.6	8.5	4.4	2.4	1.8	▲ 6.7	4.0	3.4
	消費者物価指数	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	1.6	1.8	1.7	1.1	1.2	0.3	1.5	1.2
ドイツ	実質GDP	39.6	2.2	▲ 7.0	6.8	9.6	4.0	2.2	1.5	▲ 5.1	2.8	3.4
	消費者物価指数	▲ 0.2	▲ 0.6	1.8	1.9	2.2	2.0	1.2	1.3	0.4	2.0	1.3
フランス	実質GDP	97.4	▲ 5.9	▲ 0.4	4.6	7.7	4.1	2.1	1.9	▲ 8.0	5.7	3.1
	消費者物価指数	0.4	0.1	1.0	1.3	1.6	1.4	1.1	1.2	0.5	1.3	1.2
英国	実質GDP	87.1	5.2	▲ 5.9	18.3	15.7	4.9	3.1	2.1	▲ 9.8	7.1	5.3
	消費者物価指数	0.6	0.5	0.6	1.7	1.9	2.4	2.3	2.1	0.9	1.7	2.1

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドーは予測値。

## 欧州主要国の市民の対中感情



(資料) Pew Research Center “Unfavorable Views of China Reach Historic Highs in Many Countries”

(注) 中国に「とても／やや否定的」な印象を抱く回答者の割合。

## 【ホット・トピック】

### ◆欧州議会、対中投資協定の批准を凍結

5月20日、欧州議会は昨年12月に大筋合意したEU・中国間の投資協定批准のための審議凍結を決定。ウイグル族などをめぐる人権問題への懸念の強まりがその背景に。審議凍結によって、EU企業が中国市場へ参入する際の障壁の撤廃などは見送りへ。

協定の批准には閣僚理事会のみならず欧州議会の同意も必要。ただし、中国のコロナ初期対応への不満などに起因する欧州世論の対中感情は悪化。特に、英国で急速に悪化しているほか、ドイツ・スペインの対中感情は直近15年間で最悪の水準に。そのため、欧州議会の対中穏健化による協定発効は当面困難な情勢。協定発効を通じたEUから中国への投資の活発化は見込み薄。

# 欧州金利見通し：BOEは年末で新規資産買入を停止へ

## <ユーロ圏>

### ◆ECB：現状の緩和策を当面維持

ECBは新型コロナの感染状況やその経済への影響などを見極めつつ、量的緩和を中心とした緩和策を維持する見込み。

独10年債利回りは、活動制限の緩和による景気回復期待が上昇圧力となる一方、ECBの緩和姿勢が重石に。低インフレの持続などからECBの金融緩和は当面維持されると見込まれ、2022年入り後も長期金利は低水準での推移が続く見通し。

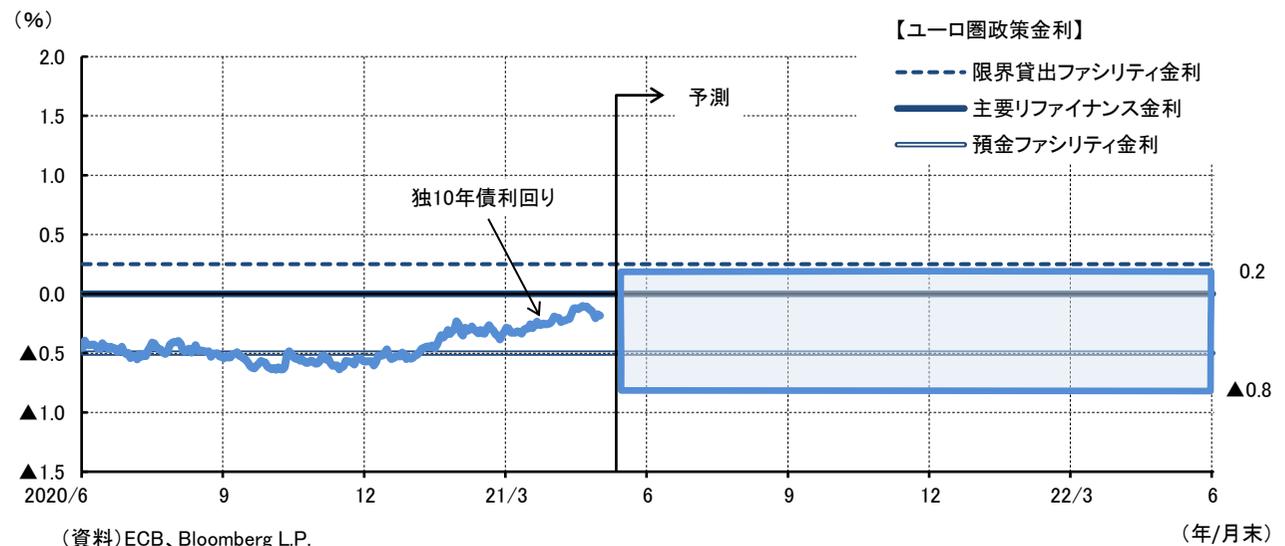
## <英国>

### ◆BOE：年末で新規資産買入を停止へ

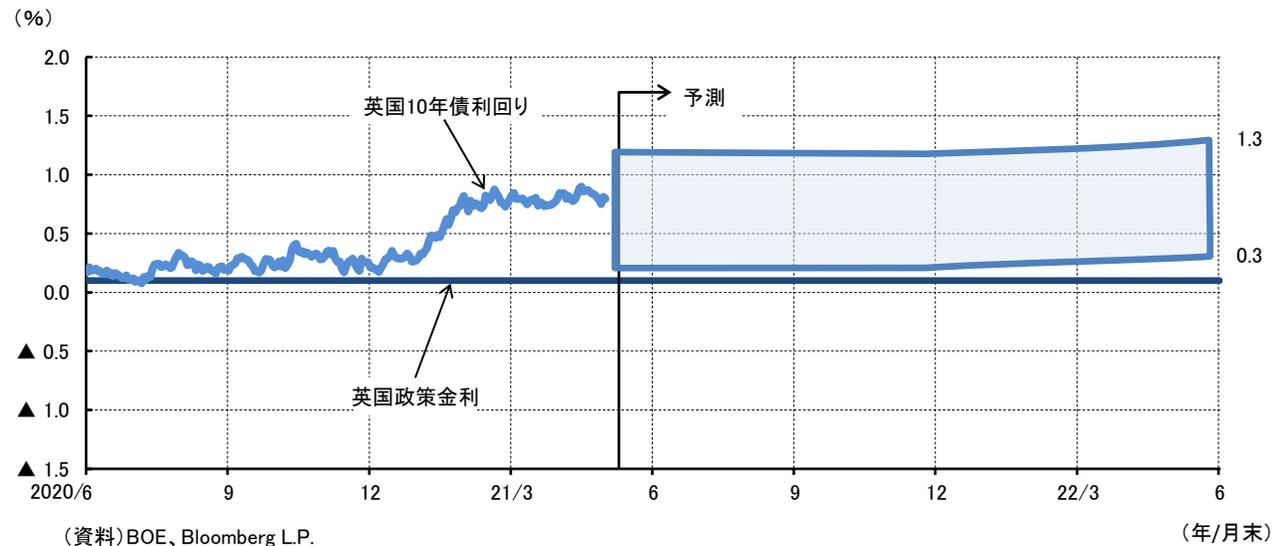
BOEは5月の金融政策委員会で、概ね現行の緩和政策の枠組みを維持しつつも、週次の資産購入の減額を決定。当面は様子見姿勢を維持するものの、本年末頃には金融政策正常化に向けた議論が本格化する可能性。

英10年債利回りは、当面、BOEの緩和姿勢が上昇抑制に作用。ただし、金融政策の正常化が意識される本年末前後には、徐々に金利上昇圧力が高まる見通し。

## 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 (%)	ユーロ・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	2853.80	▲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
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	0.00	0.15	1.61	34270.31	4167.85	▲0.48	▲0.54	▲0.17	0.82	4003.59	65.16	1853.01