

欧州経済見通し

調査部	欧米経済グループ長	井上	肇
調査部	研究員	高野	蒼太
調査部	研究員	姆野	裕貴

目 次

1. 景気の現状

- (1) 1～3月期に二番底
- (2) ワクチン接種の進展で景気は再び回復

2. ユーロ圏のファンダメンタルズ

- (1) 当面の消費は堅調も、南北格差は残存
- (2) ワクチンパスポートが観光業の回復を下支え
- (3) アメリカの景気回復が輸出をけん引

3. ユーロ圏の政策

- (1) 復興基金が成長を下支え
- (2) PEPP終了後も金融緩和が長期化
- (3) ドイツは財政拡張姿勢を当面維持

4. イギリス

- (1) ワクチン普及と財政支出が景気回復の追い風に
- (2) BOEは2021年末で資産購入を停止へ

5. まとめ

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

6. リスク

- (1) 急速な環境規制強化とルペン・リスク
- (2) 企業の債務問題

要 約

1. ユーロ圏経済は、2020年10～12月期、2021年1～3月期と2四半期連続のマイナス成長となった後、春先から再び景気回復に転じている。2021年の後半にかけては、これまでの活動制限で積み上がった貯蓄が取り崩されるかたちでリベンジ消費が本格化するほか、アメリカ向けを中心とした輸出の増加と、ワクチンパスポートによるインバウンド需要の回復が景気回復のけん引役となる見通しである。インバウンド需要の回復は新型コロナでとくに大きな打撃を受けた南欧諸国に恩恵が大きい。もっとも、南欧諸国では、雇用・所得環境が相対的に悪く、コロナ禍後も南北格差は残ると見込まれる。
2. 政策面では、EUの復興基金による資金供与が開始されることや、ECBがPEPP（パンデミック緊急資産購入プログラム）終了後も金融緩和姿勢を継続することが景気を下支えする見込みである。今秋のドイツ総選挙は、CDU党首のラシェット氏を新首相とする「黒緑連立」誕生がメインシナリオであり、現状の財政拡張スタンスが維持される公算が大きい。
3. イギリスでは、ワクチンの普及ペースや、コロナ禍における経済対策の規模がいずれも大陸欧州諸国を上回っており、夏場にかけてユーロ圏主要国を上回る力強い回復が見込まれる。こうした景気回復やインフレ率の上昇を受け、BOEは、2021年末にも追加の資産買い入れを停止する見通しである。
4. 以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、リベンジ消費やインバウンド需要の回復によって、秋口にかけて高めの成長となる公算が大きい。加えて、緩和的な金融政策や域内外の拡張的な財政政策が景気を下支えする。ユーロ圏経済は2022年初めに新型コロナ流行前の水準を回復し、その後もしばらくは堅調な回復が続く見通しである。国別にみると、南欧諸国は短期的には早いペースでの回復が見込まれるものの、雇用・所得環境が相対的に悪く、南北格差は残ると見込まれる。一方、イギリスは、急速なワクチンの普及や積極的な財政政策が功を奏し、2021年末にもコロナ禍前の経済活動水準を回復する見通しである。
5. リスクとして、環境規制の強化が急速に進むドイツで、経済が下振れる可能性がある。また、フランスでEU懐疑派のルペン大統領が誕生することで、欧州統合の深化が停滞する可能性もある。さらに、コロナ禍の支援措置で債務返済能力などが劣るゾンビ企業が増加すれば、中長期的に経済の効率性が低下する恐れがある。

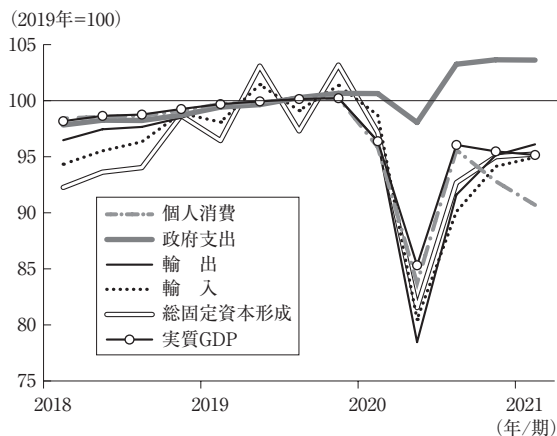
1. 景気の現状

(1) 1～3月期に二番底

ユーロ圏では、2021年入り後も新型コロナの感染再拡大に伴う活動制限が続いたことで、2021年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲1.3%と2四半期連続のマイナス成長となった（図表1）。中国などの海外景気の回復に伴い輸出が持ち直した一方で、活動制限によって対面サービスを中心に個人消費が減少したことが成長率を押し下げた。

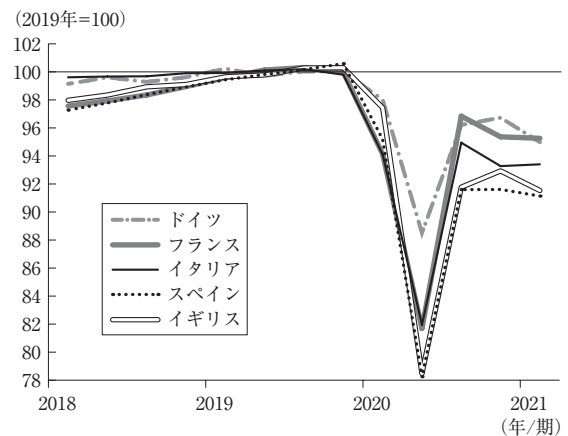
1～3月期の実質GDPを国別にみると、活動制限の開始時期やその強弱による景気のばらつきが大きい。昨秋の早い段階から活動制限を実施したことで2020年10～12月期に大きく落ち込んだイタリアは小幅なプラス成長となった一方、前期にプラス成長を維持していたドイツやスペインは2020年末以降の制限強化の影響で大幅に落ち込んだほか、厳しい活動制限が続いたフランスは2四半期連続のマイナス成長となった（図表2）。また、実質GDPの水準をみると、スペインでは、昨春の落ち込みから回復した後、新型コロナ流行前の90%強の水準まで再び落ち込んだ一方、ドイツやフランスでは同水準の95%程度にとどまった。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（需要項目別）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表2）欧州主要国の実質GDP水準



（資料）Eurostat、ONSを基に日本総合研究所作成

また、イギリスでは、2020年末から活動制限が大幅に強化されたことを受け、2021年1～3月期の実質GDPは前期比年率▲6.2%と3四半期ぶりのマイナス成長となった。個人消費が落ち込んだほか、Brexitの移行期間の終了に備えて2020年末に積み上げられた在庫が2021年入り後に取り崩されたこともマイナスに寄与した。

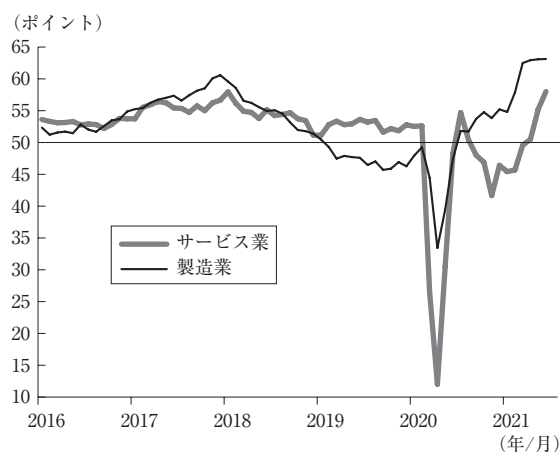
(2) ワクチン接種の進展で景気は再び回復

4月以降、ユーロ圏・イギリスともに景気は再び回復に転じている。活動制限やワクチン接種の進展によって新型コロナの感染がピークアウトしたことを受け、各国で制限の緩和が段階的に進んでおり、商店等での商品購入や娯楽を目的とした人出は大幅に増加した。

活動制限の緩和を受け、企業マインドも大幅に改善している。6月のユーロ圏の製造業PMIは過去最

高水準に達しているほか、サービス業PMIも約14年ぶりの高水準まで上昇しており、回復のモメンタムが加速している（図表3）。

（図表3）ユーロ圏のPMI



（資料）IHS Markit

2. ユーロ圏のファンダメンタルズ

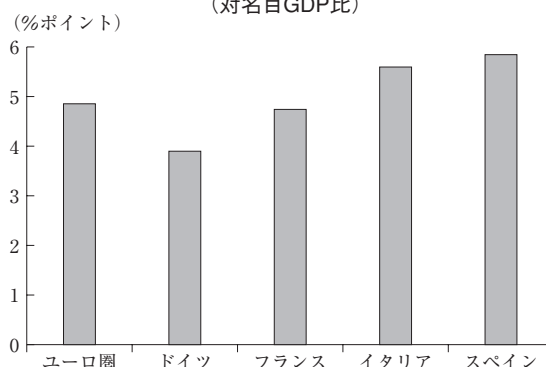
ユーロ圏経済の先行きを展望すると、昨冬以降の活動制限で対面型サービスを中心に再び大きく落ち込んだ個人消費のリバウンドが、景気の方角を大きく左右するとみられる。また、コロナ禍において南欧諸国を中心に大きな打撃を与えたインバウンド需要の動向も、今後の景気に大きな影響を及ぼす。さらに、これまで中国景気の回復に支えられていた外需の先行きも重要である。そこで以下では、個人消費・インバウンド需要・外需の3点に焦点を当てて分析を行うこととする。

(1) 当面の消費は堅調も、南北格差は残存

コロナ禍で外出自粛などの活動制限が繰り返し実施されており、外食、旅行、娯楽などの対面型サービスを中心に個人消費が1年以上にわたって抑制されている。消費が抑制される一方で、雇用・所得環境は、各国政府の手厚い支援策に支えられて大幅な悪化が回避されており、その結果、家計の貯蓄は大幅に増加している。ユーロ圏全体では、2020年1年間で、対名目GDP比で5%近い過剰貯蓄が積み上がっていると試算される（図表4）。2022年にかけて、域内各国の活動制限が緩和されるにつれて、こうした貯蓄が取り崩され、対面型サービスを中心にリベンジ消費が顕在化する見通しである。

ただし、リベンジ消費への過大な期待は禁物である。欧州委員会による年齢階層別のアンケート調査によれば、コロナ禍における貯蓄の積み上が

（図表4）コロナ禍における家計の過剰貯蓄
（対名目GDP比）

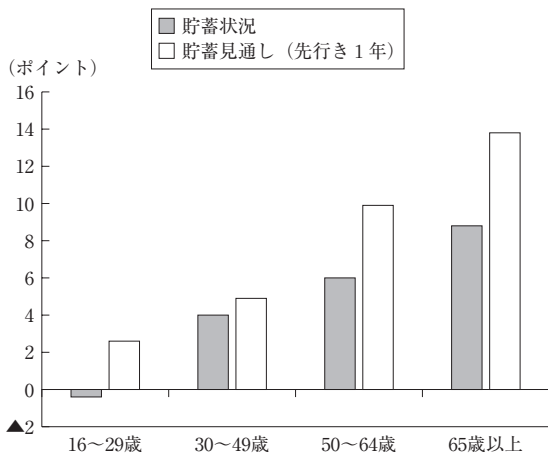


（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成
（注1）2020年の家計貯蓄対名目GDP比の前年差。
（注2）対家計非営利団体を含む。

りは高齢者層に集中する一方、高齢者層は貯蓄の取り崩しに慎重な傾向にある（図表5）。これを踏まえると、過剰貯蓄の取り崩しによる個人消費の大幅な上振れは期待しづらい。

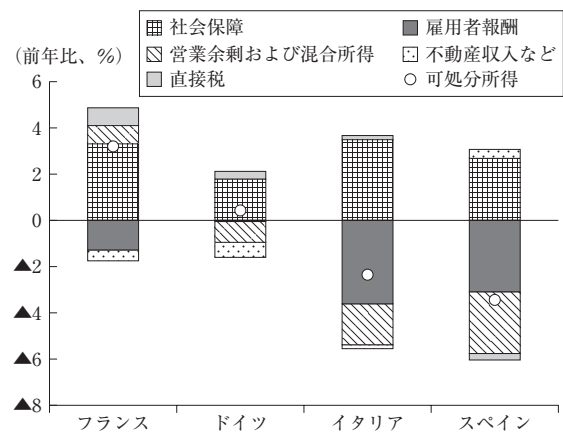
また、国別にみると、新型コロナの打撃が大きい南欧諸国ほど、家計の過剰貯蓄も多い傾向にある。こうした貯蓄が取り崩されることで、短期的には南欧諸国でも個人消費のリバウンドが期待されるものの、南北格差が完全に解消する可能性は低いであろう。その理由は、家計の所得環境の格差にある。イタリアやスペインでは、各国政府の支援策によって所得は補填されているものの、雇用者報酬など本来の所得形成はドイツやフランスなどに見劣りしており、可処分所得の伸びに差が生じている（図表6）。こうした所得形成の差は、南欧諸国で成長産業が相対的に少ないほか、景気の影響を強く受ける有期雇用が多いといった経済構造の差から生じている。このため、所得面の南北格差はコロナ禍後にも残る見通しである。

（図表5）ユーロ圏のコロナ禍における年齢層別家計状況



（資料）DG ECFIN を基に日本総合研究所作成
（注）2021年5月の値（DI）と2020年1月の値の差。

（図表6）ユーロ圏主要国の可処分所得
（2020年10～12月期）



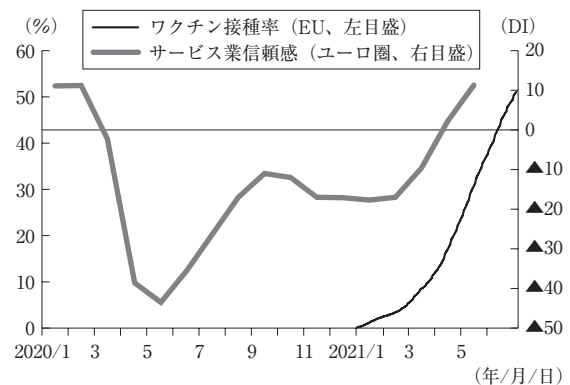
（資料）ECB “Financial Stability Review, May 2021” を基に日本総合研究所作成

（2）ワクチンパスポートが観光業の回復を下支え

春先以降、サービス業の景況感が急速に回復している背景には、活動制限の緩和に加え、ワクチン接種の急速な進展が挙げられる（図表7）。EUでは、新型コロナワクチンを1回以上接種した人の割合が6月末時点で50%を超えており、感染再拡大を抑制する効果が期待される。経済活動の正常化に伴い、コロナ禍でとりわけ大きな打撃を受けた観光業も、苦境を脱すると見込まれる。

7月1日からワクチンパスポート（EUデジタルコロナ証明書）が本格導入されたことも観光業回復の追い風になる。ワクチンパスポートによっ

（図表7）ワクチン接種率とサービス業信頼感



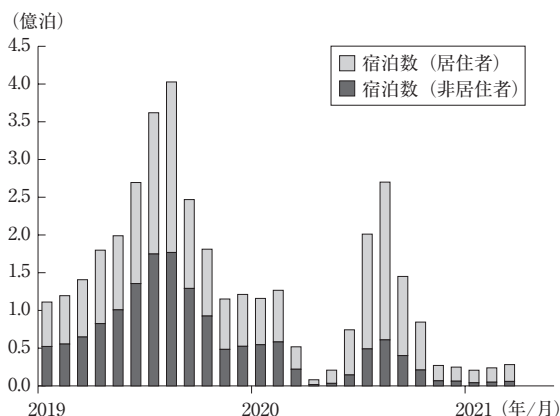
（資料）Our World in Data, DG ECFIN を基に日本総合研究所作成

（注）接種率はワクチンを1回以上接種した人の割合。

て、ワクチンの接種や感染からの回復など一定の条件を満たせば、かつてのようなEU域内の自由な移動がおおむね可能となる。ユーロ圏の観光業はインバウンド需要への依存度が大きく、例えば、延べ宿泊日数の約半数が非居住者で占められる。ワクチンパスポートによって国境を跨いだ移動が再開することの効果は大きい（図表8）。

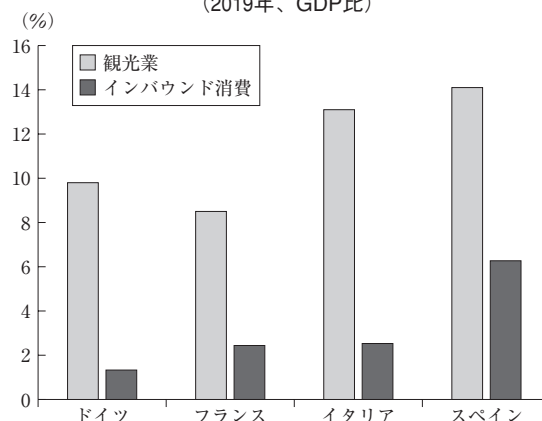
インバウンド需要の回復の恩恵は、とりわけ、観光業への依存度が高い南欧諸国にもたらされるとみられる。とくに、世界有数の観光大国であるスペインは、GDPの6%をインバウンド消費に依存している（図表9）。2020年は、コロナ禍によるインバウンド需要の蒸発もあって、実質GDP成長率が▲10%超と記録的な落ち込みとなっただけに、ワクチンパスポートにかかる期待は一層大きい。

（図表8）ユーロ圏の宿泊日数



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成
（注）居住・非居住は各国の国単位で算出。

（図表9）観光業とインバウンド消費の規模 (2019年、GDP比)



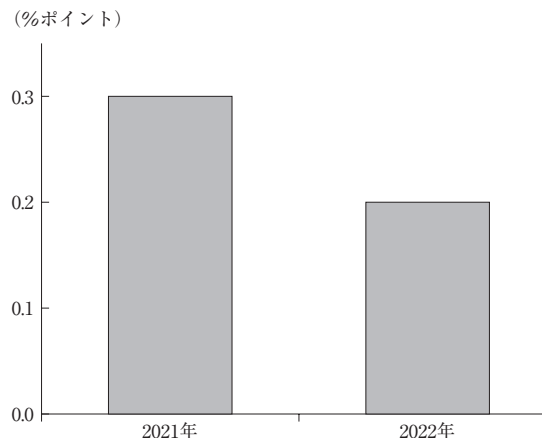
（資料）World Travel&Tourism Council

（3）アメリカの景気回復が輸出をけん引

これまでユーロ圏の製造業は、域内の財消費が底堅く推移したことに加え、他の主要国と比較して速いペースで景気が回復した中国向けの輸出に支えられてきた。先行きは、サービス消費の回復が続く一方、コロナ禍の巣ごもり需要に支えられてきた財消費の増加は一服するとみられる。さらに、これまで急増してきた中国向け輸出の増勢も鈍化すると見込まれる。その一方で、中国に代わってアメリカが輸出の新たなけん引役になると考えられる。アメリカでは、ワクチンの普及や緩和的な財政・金融政策により景気が急回復する見通しである。

とりわけ、アメリカのバイデン政権による大規模な追加財政支出がもたらす波及効果がプラス材料となる。欧州委員会の試算によれば、アメリカ

（図表10）アメリカの追加財政支出によるEUのGDP押し上げ幅



（資料）DG ECFIN “European Economic Forecast, Spring 2021”

の追加財政支出は、同国向け輸出の増加を誘発し、2021～2022年累計でEUの実質GDPを0.5%ポイント押し上げる（図表10）。こうした波及効果は、ユーロ圏主要国のなかでも、アメリカ向け輸出への依存度が高いドイツに恩恵をもたらす見通しである。

3. ユーロ圏の政策

2021年後半以降の欧州経済を見通すうえでは、6月から本格稼働したEUの復興基金や7月に戦略見直しの結果を発表したECBの金融政策、ポスト・メルケルの行方が注目される今秋のドイツの総選挙など、経済政策を巡る動きも重要である。以下では、これらの今後の見通しや景気に与える影響について分析する。

(1) 復興基金が成長を下支え

EU首脳は2020年12月、復興基金「次世代のEU（Next Generation EU、NGEU）」の創設で合意し、6月1日にNGEUが正式に稼働した。これは、総額8,069億ユーロ（EUのGDP比5.7%）の基金となる。

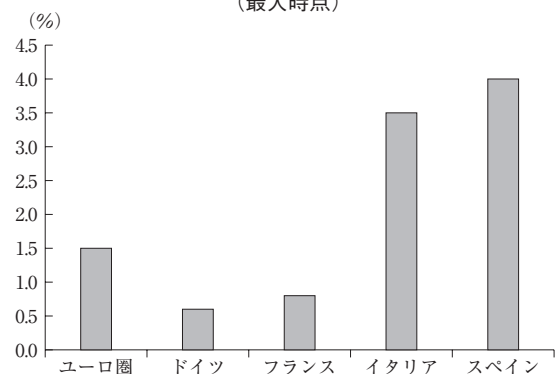
NGEUの中核は、資金全体の約9割（7,238億ユーロ）を占める復興・耐性強化のためのファシリテイ（Recovery and Resilience Facility、RRF）である。残り1割の資金は、コロナ禍で生じた格差の是正、脱炭素社会への移行の支援などに充てられることになっている。このうち、RRFは加盟国の改革・投資を支援する枠組みと位置付けられ、3,380億ユーロの補助金と3,858億ユーロの融資で構成される。各国は、供与される資金の37%以上を環境関連、20%以上をデジタル化関連に振り向けるよう求められている。資金供与額は、各国の申請とEUが定める資金配分の算定方法に基づいて2023年までに決定され、資金供与期間は2026年までとなっている。2021年の資金供与額は支援決定額の13%となっており、2022年以降、加盟国は年2回まで資金の申請が可能とされている。

NGEUは短期的な景気刺激策ではなく、中長期的な経済改革の促進策として活用されることで、成長を下支えする見通しである。NGEUの経済効果に関するECBの試算では、資金が生産性向上に資する公共投資に振り向けられた場合、経済効果が最大と

なる2025年時点でユーロ圏の実質GDPを1.5%押し上げるとされる（図表11）。NGEUによる支出は年によって変動するものの、実質GDPを年平均で0.3～0.4%程度押し上げる計算である。

NGEUはコロナ禍で打撃の大きかった南欧諸国などに対する資金配分割合が大きいため、域内格差の拡大抑制にも一定の効果が期待される。ユーロ圏主要国についてみると、最大時点における実質GDPの押し上げ効果はドイツやフランスが1%未満である一方、イタリアやスペインは3～4%と試算されている。

（図表11） NGEUによる実質GDP押し上げ効果
（最大時点）



（資料） ECBを基に日本総合研究所作成

（注） 生産性向上に資する公共投資を実施した場合。補助金だけでなく、融資による効果を含む。

(2) PEPP終了後も金融緩和が長期化

ECBは6月9～10日の政策理事会で、コロナ危機対応で導入されたPEPP（パンデミック緊急資産購入プログラム）による7～9月期の資産買い入れペースについて「引き続き、年初と比較した顕著な加速を維持」することを決定した。ただし、7～9月期の買い入れペースの加速とは、あくまで年初と比較したものであり、4～6月期の買い入れペースを維持するわけではないことに留意する必要がある。夏場に債券発行の減少や市場流動性の低下などが生じやすいという季節性も考慮すると、7～9月期の資産買い入れ額は4～6月期からはむしろ小幅ながら減少する公算が大きい。

ワクチンの普及などに伴い、経済が正常化に向かう秋口以降、ECBはPEPPの終了に向けた地ならしを始めると見込まれる。PEPPは「少なくとも2022年3月末まで、そしていかなる場合でも、コロナ危機の局面が終了したと判断するまで」実施することが定められており、ユーロ圏全体で新型コロナ危機が終了したとECBが判断すれば、打ち切られることになる。

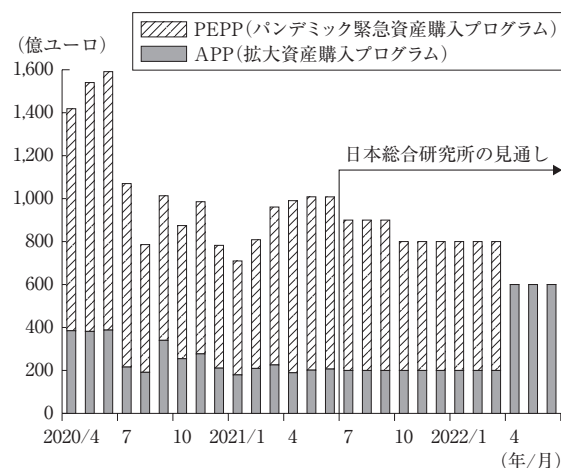
メインシナリオとして、ECBは9月にPEPPの買い入れペースの減速を決定し、12月にPEPPによる資産買い入れを2022年3月で終了することを発表すると予想している（図表12）。

もっとも、インフレ目標の達成が見通せないなかで、ECBはPEPP終了後、既存の枠組みであるAPP（拡大資産購入プログラム）による資産買い入れを増額し、マイナス金利政策も継続すると予想される。

ECBは、7月8日に金融政策に関する戦略見直しの結果を発表した。そのなかで物価安定の目安を「中期的に2%」に変更した。従来は「中期的に2%未満でその近く」としており、インフレ率が目標を下振れることよりも上振れることを心配している印象を与えていたが、今回の変更で目標は上下双方向に対称的であることが明確化された。

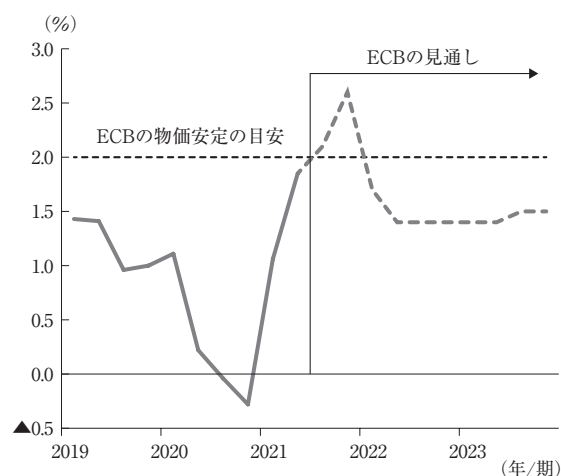
ECBが目標とするHICP（EU基準消費者物価指数）の前年比は、ドイツなどでの付加価値減税終了の影響などにより、2021年末にかけて上昇ペースが加速するものの、2022年には再び2%を下回る見込みである（図表13）。ユーロ圏では、リーマンショック以降、GDPギャップが縮小しても、基調的なインフレ圧力が強まりにくい状況になっていることが背景にある（図表14）。

（図表12） ECBの月次資産買い入れ額



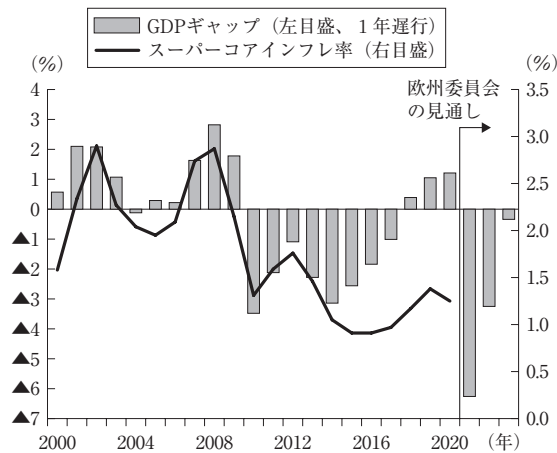
（資料） ECBを基に日本総合研究所作成

（図表13） ユーロ圏のHICP（前年比）



（資料） Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成

(図表14) ユーロ圏のGDPギャップと基調的インフレ率



(資料) 欧州委員会、Eurostat、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

(注) スーパーコアインフレ率は、GDPギャップとの連動性の高い品目から作成された基調的なインフレ率。ここでは、パッケージツアーを除く。

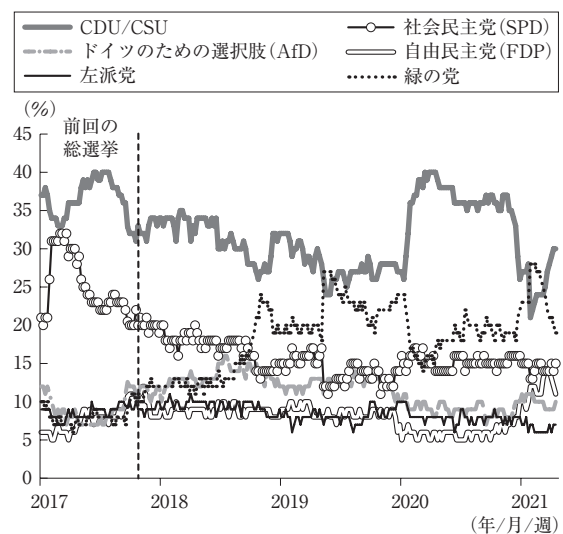
以上を踏まえると、ECBは2022年3月でPEPPを終了させるものの、その後も積極的な金融緩和を続けることで、景気回復とインフレ率の持ち直しを支えていく見通しである。

(3) ドイツは財政拡張姿勢を当面維持

ドイツでは、9月26日に連邦議会選挙（総選挙）が行われる。7月上旬時点での主要政党の支持率を見ると、コロナ対応への高評価を受け、現与党の一角であるCDU/CSU（キリスト教民主/社会同盟）が支持を回復しつつある（図表15）。次点の緑の党の支持率が失速したことも踏まえると、CDU/CSUが秋の総選挙後も第一党となる公算が大きい。その場合、今期での引退を表明しているメルケル首相の後継はCDU党首のラシエット氏となる見込みである。

もともと、CDU/CSUの支持率は28~30%であり、議席占有率に換算すると約31~33%に過ぎないため、CDU/CSU単独での議席過半数確保は困難である。よって、連立政権の形成が不可欠であるが、2党で過半数を確保できる連立パートナーは現時点で緑の党しかない。3党での連立も視野に入れば、CDU/CSUとSPD（社会民主党）の現与党ペアにFDP（自由民主党）を加えた組み合わせや、緑の党・SPD・FDPという組み合わせも考えられる。しかし、3党連立は2党連立以

(図表15) ドイツの主要政党の支持率



(資料) Forsaを基に日本総合研究所作成

上に連立交渉・政策調整が難航すると予想されることから、「黒緑連立」(CDU/CSUと緑の党の連立政権を指す)が本命視される。

「黒緑連立」政権の財政政策と外交政策の2点について展望すると、以下の通りである。

財政政策については、短期的には現状の財政拡張スタンスが維持される公算が大きい。CDU/CSUは均衡財政への早急な復帰を目指しているが、それと同時に増税の封印や法人税の減税なども公約している(図表16)。他方で、緑の党は環境インフラなどをはじめとする財政支出の拡大を公約としている。緑の党は高所得者などへの増税も主張しているが、ドイツ経済の回復を腰折れさせるリスクを考慮して、新政権の成立直後に増税が実施される可能性は小さいと予想される。結果的に、増税が先送りされる一方、現状の歳出規模が維持されることで、当面は財政拡張スタンスが継続される公算が大きい。なお、緑の党が主張している、ドイツ基本法(憲法)内の「債務ブレーキ」条項(起債を名目GDPの0.35%程度まで制限)の修正は困難であり、中長期的に均衡財政を目指すドイツの姿勢は選挙後も維持される見込みである。

(図表16) ドイツの主要政党の政策比較

		CDU/CSU (現与党)	緑の党	社会民主党 (現与党)	自由民主党	
内政	環境	GHG削減目標 2030年までに65%	2030年までに 70%	2030年までに65%	2030年までに65%	
	財政	スタンス	小さな政府・緊縮的 (財政ルールへの早急な復帰)	大きな政府・拡張的 (「債務ブレーキ」条項の修正)	大きな政府・拡張的	小さな政府・緊縮的
		歳出	効率化を通じた支出削減	・年500億ユーロ(今後10年)の公共投資 ・気候親和的でない支出の削減	年500億ユーロの公共投資	社会保障関連支出を縮小
歳入	・法人税減税(上限25%に) ・富裕税導入反対 ・相続税増税反対	・高所得者の所得税増税 ・富裕税導入	・高所得者の所得税増税 ・富裕税導入	・法人税減税(上限25%に) ・富裕税導入反対		
外交	対EU	親EU的だが財政統合には反対	親EU的で財政統合にも賛成	親EU的で財政統合に前向き	親EU的だが財政統合には反対	
	対中国	対抗は必要も、経済面では協力	人権問題などに批判姿勢	人権問題などに批判姿勢	人権問題などに批判姿勢	

(資料) 各党HP、各党選挙公約を基に日本総合研究所作成
(注) GHG(温室効果ガス)削減目標は1990年対比。

外交政策については、従来のメルケル路線が踏襲される公算が大きい。とくに、対中国・対ロシア外交では、人権問題などへの批判姿勢を強めつつも、経済面でのつながりは重視する立場がとられると予想される。ドイツの主要政党はすべて親EU的であり、選挙結果によらず、ドイツは今後もEUの中核国としての役割を果たす見込みである。

4. イギリス

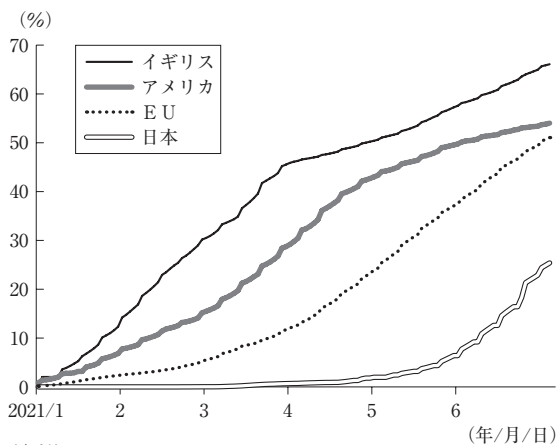
イギリス景気の先行きについては、ユーロ圏景気との共通点が多い。とくに、活動制限下で積み上がった貯蓄が取り崩されることで、個人消費が堅調に推移する点などが当てはまる。一方で、イギリス特有の要因も存在しており、ユーロ圏景気との回復パスの違いを生み出す可能性がある。そこで以下では、イギリス経済が大陸欧州諸国と異なる部分に焦点を当て、その先行きを展望していくこととする。

(1) ワクチン普及と財政支出が景気回復の追い風に

イギリスでは、新型コロナワクチンの接種が大陸欧州諸国よりも速いスピードで進んでおり、6月末時点でワクチンを1回以上接種した人の割合は60%を超えている（図表17）。これにより、春先以降活動制限の緩和が進展し、4～6月期以降の力強い景気回復を後押しする見通しである。なお、足許では変異株が急速にまん延しており、景気への悪影響が懸念されている。もっとも、イギリスではワクチン接種完了者が多いことなどが奏功し、死亡者数は低位で抑制されている。多くの活動制限がすでに緩和済みであることや、7月初頭にはジョンソン首相が制限解除を予定通りに行うと宣言したことも踏まえると、変異株による実体経済の下押しは限定的にとどまるとみられる。

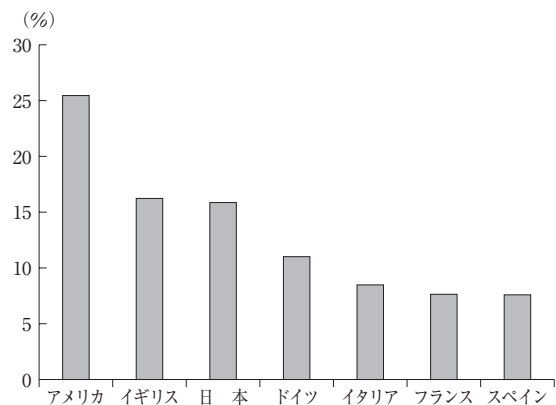
また、大陸欧州諸国と比較して大規模な財政支出も景気の追い風となる。国際通貨基金（IMF）が4月に公表した資料によると、イギリスの新型コロナ関連の経済対策規模は、債務保証などを除いたいわゆる真水ベースでGDPの16%強に上っており、主要先進国のなかでアメリカに次いで大きなものとなっている（図表18）。こうした積極的な財政政策は雇用の維持や投資の増加につながるため、コロナ禍からのイギリス景気の回復を早めると見込まれる。

（図表17）先進主要国・地域のワクチン接種率



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

（図表18）主要先進国のコロナ対策規模（対GDP比）

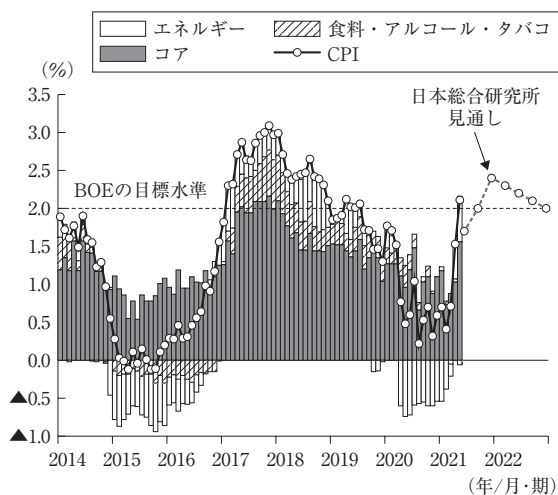


（資料）IMF “Fiscal Monitor April 2021”
（注）債務保証等は除く。

(2) BOEは2021年末で資産購入を停止へ

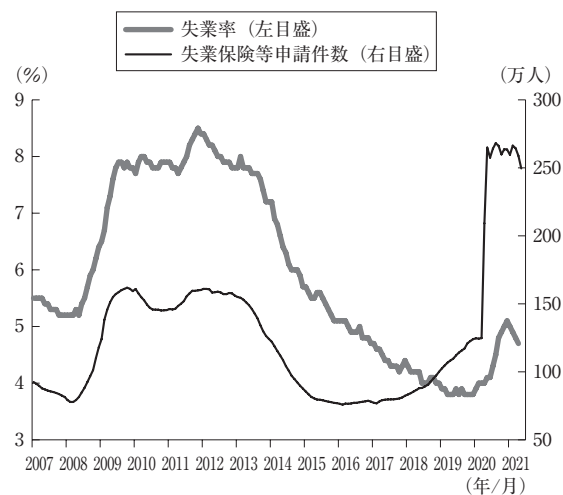
ワクチンの急速な普及が経済の正常化やインフレ率の上昇につながっており、BOEはECBに先行して金融政策の正常化を進めるとみられる。足許では、インフレ率が、ユーロ圏と同様に、2020年の原油価格下落の反動や半導体などをはじめとする供給制約を主因に上昇傾向にある。2022年以降は、そうした影響が剥落するため、騰勢鈍化が見込まれるものの、BOEの目標である2%を上回って推移すると見込まれる（図表19）。これを踏まえ、BOEは2021年末で資産買い入れを停止する見通しである。足許の雇用が政府の施策に支えられている面が大きく、自律的な回復には時間を要することなどを踏まえ、利上げの開始時期は2022年末以降と予想する（図表20）。

(図表19) イギリスの消費者物価指数



(資料) ONSを基に日本総合研究所作成

(図表20) イギリスの失業率と失業保険等申請件数



(資料) ONS

5. まとめ

(1) ユーロ圏

ユーロ圏景気の先行きを改めて整理すると、活動制限は段階的に緩和され、コロナ禍で積み上がった貯蓄の取り崩しによるリベンジ消費や、ワクチンパスポートによるインバウンド需要の回復によって、秋口にかけて高めの成長となる見通しである。金融政策については、ECBは2022年3月で予定通りPEPPを終了する公算が大きい。しかし、インフレ率は、原油価格上昇やドイツの付加価値減税終了といった一時的な要因の影響が剥落する2022年に再びECBのインフレ目標を下回るとみられる。このため、ECBはPEPP終了後も金融緩和姿勢を継続する見込みである。また、財政政策については、各国で拡張的なスタンスが維持され、EU全体でも復興基金が経済成長を下支えする見通しである。財政規律が厳しいドイツでも、今秋に発足する新政権が拡張的な財政政策を継続すると予想される。さらに、アメリカの財政支出も輸出の増加を通じて景気の下支え役となる。

以上を踏まえると、ユーロ圏景気は2022年初めに新型コロナ流行前の水準を取り戻し、その後も潜在成長率を上回る成長が続く見通しである。国別にみると、コロナ禍で大きな打撃を受けた南欧諸国では、

(図表21) ユーロ圏経済成長率見通し

	2020年				2021年				2022年				2020年 (実績)	2021年 (予測)	2022年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)				(予測)										
実質GDP	▲14.5	▲38.6	60.6	▲2.4	▲1.3	5.1	10.8	4.7	3.0	2.1	1.9	1.9	▲6.5	4.6	4.0
個人消費	▲16.4	▲41.8	70.0	▲11.2	▲8.8	7.5	17.5	9.2	5.8	3.0	1.8	1.7	▲8.0	2.6	6.6
政府消費	▲0.1	▲9.9	23.0	1.5	▲0.1	3.0	4.3	0.5	▲4.0	▲2.0	0.0	0.0	1.4	3.3	▲0.6
総固定資本形成	▲21.4	▲50.4	67.0	10.4	1.0	8.5	9.8	2.0	3.0	3.5	4.0	4.5	▲8.4	7.0	4.3
在庫投資(寄与度)	2.2	▲0.3	▲5.7	1.8	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.3	0.4	0.0
純輸出(寄与度)	▲2.8	▲2.2	10.3	▲0.4	0.5	▲1.2	▲1.1	▲0.5	0.2	0.2	0.1	▲0.0	▲0.6	0.6	▲0.2
輸出	▲14.6	▲56.1	85.8	16.3	4.1	6.8	6.0	5.8	5.5	5.0	4.8	4.8	▲9.6	8.8	5.5
輸入	▲10.0	▲55.8	57.0	19.1	3.5	10.3	9.1	7.5	5.5	5.0	5.0	5.2	▲9.1	8.1	6.4

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(注) シャドローは予測値。

(図表22) 欧州主要国別経済成長率・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
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
		(実績)				(予測)										
ユーロ圏	実質GDP	▲14.5	▲38.6	60.6	▲2.4	▲1.3	5.1	10.8	4.7	3.0	2.1	1.9	1.9	▲6.5	4.6	4.0
	消費者物価指数	1.1	0.2	▲0.0	▲0.3	1.1	1.8	2.2	2.5	1.7	1.3	1.4	1.4	0.3	1.9	1.4
ドイツ	実質GDP	▲7.7	▲33.5	39.6	2.2	▲7.0	6.1	11.7	4.4	2.1	1.9	1.6	1.5	▲4.8	2.9	3.8
	消費者物価指数	1.5	0.7	▲0.2	▲0.6	1.8	2.2	2.7	2.9	1.6	1.3	1.4	1.4	0.4	2.4	1.4
フランス	実質GDP	▲21.4	▲43.3	97.4	▲5.9	▲0.4	4.0	9.9	4.9	2.5	2.1	1.7	1.6	▲7.9	5.9	3.7
	消費者物価指数	1.3	0.3	0.4	0.1	1.0	1.8	1.9	2.2	1.7	1.2	1.3	1.4	0.5	1.7	1.4
イギリス	実質GDP	▲10.9	▲57.9	87.1	5.2	▲6.2	18.3	15.7	4.9	3.1	2.1	1.6	1.5	▲9.8	7.0	5.3
	消費者物価指数	1.7	0.6	0.6	0.5	0.6	1.7	2.0	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0	0.9	1.7	2.1

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

(注) シャドローは予測値。

一時的に北部欧州諸国を上回るペースでの回復が見込まれる。ただし、雇用・所得環境は南北の差が大きく、経済活動がコロナ前の水準を回復する時期やその後の回復ペースには格差が残ると見込まれる(図表21、22)。

(2) イギリス

イギリス景気は、世界的に見ても急速なペースでのワクチンの普及や、アメリカに次ぐ規模の積極的な財政政策などを追い風に、2021年末にも新型コロナ流行前の水準を回復する見通しである。2022年入り後も、潜在成長率を上回る成長が見込まれる(前掲図表22)。

インフレ率は、ユーロ圏と同様に、付加価値税の引き下げ終了など一時的な要因で2021年後半にかけて上振れる公算が大きい。2022年入り後は騰勢が鈍化するものの、BOEの目標である2%を上回って推移すると見込まれる。これを受けて、BOEは2021年末で追加の資産買い入れを停止する見通しである。利上げ開始は2022年末以降と予想される。

6. リスク

これまでみてきたように、2021年後半にかけて欧州経済は高めの成長を遂げ、経済活動がコロナ禍前の水準を回復した後もしばらくは堅調な推移が続くというのがメインシナリオである。このシナリオに対する下振れリスクとして、ドイツ・フランスの政治リスクと企業の債務問題が挙げられる。

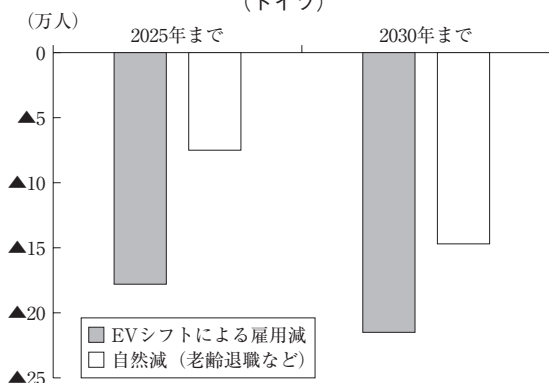
(1) 急速な環境規制強化とルペン・リスク

まず、ドイツでは、総選挙後に緑の党が政権参加することで、環境規制が急速に強化される可能性がある。6月25日に成立した改正気候保護法では、GHG(温室効果ガス)排出量の実質ゼロ達成時期が2045年(それまでは2050年)に前倒しされ、2030年までにGHG排出量を1990年対比で65%削減(それまでは55%削減)することが定められた。他の主要政党がこれらの目標を踏襲する一方で、緑の党だけは2030年までのGHG削減目標を1990年対比で70%と公約している(前掲図表16)。環境問題は緑の党が最も重視する領域であり、連立交渉で同党が妥協する見込みは薄い。現状よりも厳しい環境目標が設定

されれば、目標達成のために環境規制が一段と強化される可能性が高い。これらの規制強化は自動車産業をはじめとするドイツ国内の産業・雇用に悪影響を与える恐れがある（図表23）。

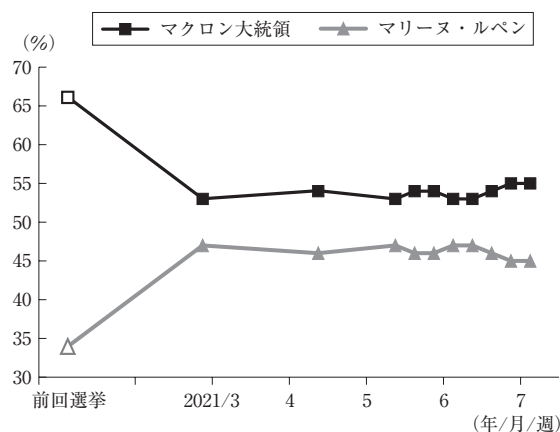
次に、フランスでは、2022年の大統領選挙でEU懐疑派のルペン氏が勝利する可能性がある。前回（2017年）の大統領選挙では、マクロン氏が30%ポイント以上の大差で勝利したが、直近の調査では極右政党の国民連合党首であるマリーヌ・ルペン氏が10ポイント差まで肉薄している（図表24）。ルペン氏は、EUやユーロからの離脱といった過激な主張こそ変更したものの、2019年の欧州議会選挙時には欧州委員会の廃止といったEUに懐疑的な主張を行っている。EUの中核国の一つであるフランスでルペン大統領が誕生すれば、EUの意思決定がこれまで以上に遅れる可能性が高く、欧州統合の深化は停滞することになるだろう。

（図表23）EVシフトによる内燃機関関連雇用への影響（ドイツ）



（資料）ifo (2021) “Auswirkungen der vermehrten Produktion elektrisch betriebener Pkw auf die Beschäftigung in Deutschland”
 （注）EVシフトの程度は、EUが2019年に定めたCO₂排出規則に基づく。

（図表24）フランス大統領選挙（決選投票）の投票先

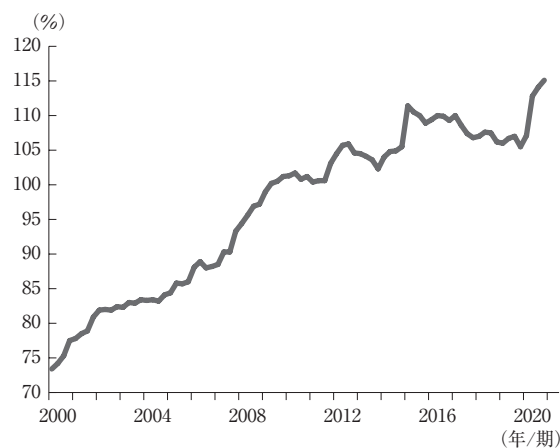


（資料）Harris Interactiveを基に日本総合研究所作成
 （注1）決選投票にマクロン氏とルペン氏が残った場合。
 （注2）白抜きは前回（2017年）の大統領選挙時の結果。

（2）企業の債務問題

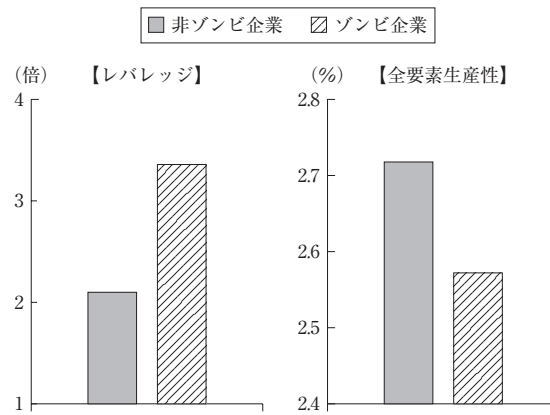
また、欧州では、企業部門の債務が歴史的な高水準まで積み上がっており、GDP比で110%を超えている（図表25）。このため、コロナ後に、企業が債務の返済を優先させれば、設備投資の手控えなどを通じて生産性の低下を招くリスクがある。とりわけ懸念されるのは、コロナ禍の支援措置で債務返済能力が劣るゾンビ企業が増加する可能性である。ゾンビ企業は、非ゾンビ企業と比べて、債務のレバレッジが高い一方、全要素生産性が低い傾向がある（図表26）。EUが環境やデジタル化関連に資金を振り向け、コロナ禍後の経済再生の柱としようとするなかで、産業・企業の新陳代謝

（図表25）ユーロ圏の企業債務残高対GDP比



（資料）BISを基に日本総合研究所作成

(図表26) ユーロ圏企業のレバレッジと全要素生産性



(資料) ECBを基に日本総合研究所作成

(注) 「ゾンビ企業」は、①資産の効率性、②元利返済能力、③設備投資の積極性、を示す指標を基にECBが抽出。レバレッジは債務の株主資本に対する比率。2019年時点。

が進まなければ、中長期的に経済の効率性を低下させる恐れがある。

このように、コロナ危機が収束しても、欧州経済は様々なリスクを抱えており、政治動向や債務問題の行方を引き続き注視していく必要がある。

(2021. 7. 9)