

2021年5月21日 全12頁

# 欧州経済見通し 軌を一にする難しさ

各国で成長ペースとインフレ状況が異なるという現実

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 近藤 智也

## 【要約】

- 欧州各国は行動制限措置の効果から新型コロナウイルス感染者の増加ペースが鈍化しており、足もとではイタリアやフランス、ドイツ等は制限の緩和に動いている。もっとも、先行する英国と比較すると、大陸欧州各国の感染者数は英国よりも高水準であるにもかかわらず、英国よりも短期間で同程度の内容まで緩和を進めようとしている。やや急ぎ過ぎている印象が拭えない。
- ユーロ圏、英国ともに2021年1-3月期はマイナス成長に陥ったが、新型コロナウイルス感染症の抑制とワクチン接種の進展により、行動制限措置が緩和され、人々が徐々に日常生活を取り戻していくと想定しており、4-6月期以降、景気が拡大していくと見込んでいる。
- 経済の正常化が進み、成長が加速していくというシナリオの確度が高まってくると、各国の置かれている経済環境の違いが鮮明になっていこう。経済成長ペース・インフレ状況が異なるため、コロナ禍で膨張した財政・金融政策の後始末に対して、集合体として軌を一にする際には、どこを基準に対応を進めるかが難しく、時間もかかる。この点、内部に多くの問題を抱えつつも、EU 離脱で政策の自由度を得た英国は短期的には優位かもしれない。

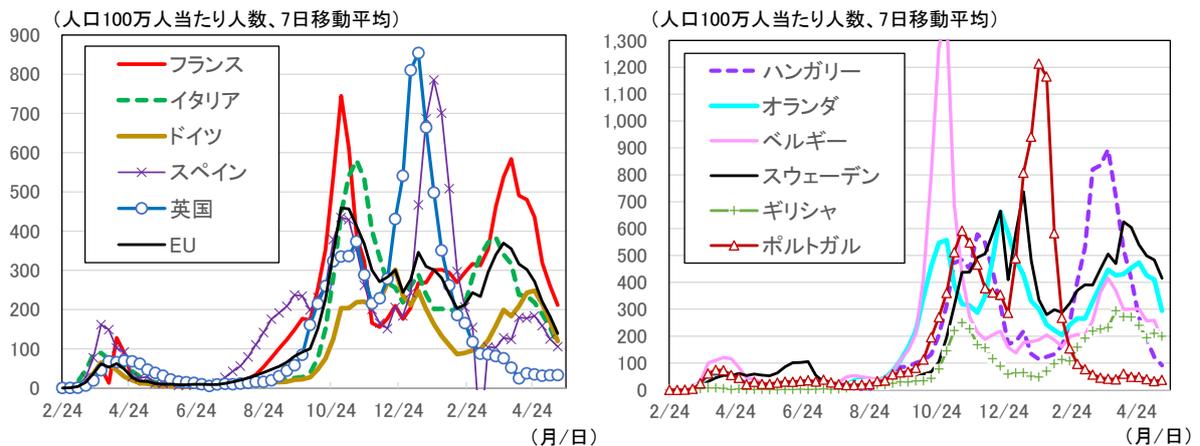
## 欧州各国において、行動制限の緩和の動きが進む

### 新規感染者は着実にピークアウトしつつも、緩和を急ぎ過ぎている印象が拭えない

欧州各国は新型コロナウイルスの新規感染者が急増したことを受けて、3月後半から行動制限延長・強化に取り組んできたが、その効果から感染者の増加ペースが鈍化しており、足もとではイタリアやフランス、ドイツ等は制限の緩和に動いている。イタリアは、4月26日から、7割の州がより制限が緩和された地域（イエローゾーン）に指定され、外出制限が緩和された他（夜間外出禁止は継続）、小売店の営業制限が緩和され、屋外での飲食や映画館・劇場等の営業も再開されている。さらに、5月17日時点で1州を除いてほとんどの州がイエローゾーンとなり、同地域に適用される夜間外出禁止も段階的に開始時間が繰り下げられ、6月21日からは廃止される予定である。また、約1ヵ月間の厳格な行動制限を実施したフランスも5月3日から日中の移動制限を解除し（夜間外出禁止は継続も段階的に緩和）、5月19日には生活必需品以外の一般小売店舗も営業再開、屋外での飲食や映画館・劇場等の再開、6月9日からレストラン等の再開や健康パスを有する海外観光客の受け入れ、6月末には夜間外出禁止や施設の人数制限の解除を計画している。そして、ドイツは、5月9日から、ワクチン接種完了者や感染からの快復者を対象に、夜間外出制限や私的な集まりの制限等が適用されないといった緩和措置が取られている。また、過去7日間の人口10万人あたりの新規感染者数が一定期間100を下回ると、様々な行動制限措置が緩和される（ただし、各州によって細かい規定が異なる）。

一方、新規感染者の抑制に成功している英国は、年初に導入した厳格なロックダウン第3弾（厳密にはイングランドで適用）をスケジュール通りに緩和している。学校再開等の第1ステップ、4月12日からの一般小売店舗やレストラン・パブを含めた屋外娯楽施設の営業再開等の第2ステップ、そして、5月17日からは、映画館・美術館等の教養娯楽施設やホテルの再開、屋内での飲食サービス、休暇等の不要不急の内外旅行が可能になる第3ステップに移行しており、後は6月21日のソーシャルディスタンスも含めた規制の全面解除だけである。もっとも、5月に入ってイングランド等でも局所的にインド変異株の感染者が急増し、政府は感染拡大に歯止めをかけようとしている。今後の感染状況次第では、最終ステップへのスケジュールが見直される恐れがあるとジョンソン首相も慎重である（予定通りに解除するかの判断は6月14日に発表される）。いずれにしても、英国と比較すると、英国が行動制限の緩和計画を発表した時点（2月下旬）よりも大陸欧州各国の感染者数は高水準であり、しかも、英国よりも短時間で同程度の内容まで緩和を進めようとしている。やや急ぎ過ぎている印象が拭えない。

図表1 欧州の新規感染者数の推移 ～ スピード感に違いはあるものの、減少傾向にある



(出所) Our World in Data 資料より大和総研作成

### ワクチン接種率は大きく加速する一方、各国でばらつきが見られる

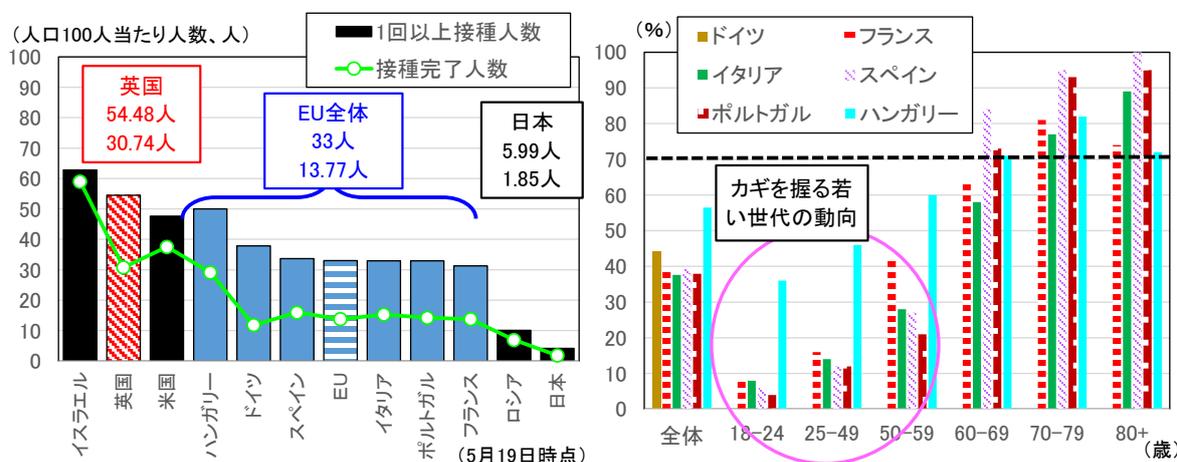
ポルトガルやフィンランド等を除いて、過去に比べて感染状況が明確に抑制されているとは言い難い現状で、大陸欧州各国が緩和計画を打ち出す大きな誘因になっているのがワクチン接種の進展である。確かに、遅れが批判された1-2月に比べると、3月下旬から各国の接種ペースは加速している。だが、ワクチンの累積接種回数や接種を完了した割合、何らかのワクチンを接種した割合等（いずれも人口当たり）、どの観点から見ても英国よりも遅れている。

何らかのワクチンを少なくとも1回以上接種した割合については、EUと英国の差は縮小しているが、英国が2回目の接種に比重を置くようになった影響が大きい。また、4月下旬以降、主要4カ国のスピードに乖離が生じており、ドイツとスペインがEU全体を上回るペースである一方、フランスは遅れている。ただ、完了者の割合では、スペインやイタリアが早く、ドイツが遅れている。ドイツは、英国同様に、とりあえず1回でも接種することを優先しているようだ。EU諸国の中では、ハンガリーの接種率が1回以上で約5割、完了ペースで約3割と突出して高いが、その理由は独自に中国（シノファーム）やロシア（スプートニクV）のワクチンを調達しているからであり、ハンガリーのワクチン全体の約半分を占めている。また、英国が制限なく渡航できる数少ない国の一つに選んだポルトガルだが、そのワクチン接種率はEUの平均並みである。

EUが事前契約で確保しているワクチンの数は人口を十分にカバーする量だが、EUの掲げている“夏の終わりまでに成人の7割が接種する”という目標を達成するには、実際にどれくらいのペースで供給されて、そして接種されるかにかかっている。特に、今後、より若年層がワクチン接種の対象になり、中高齢者と同じペースを保てるかがポイントである。供給に問題が生じないという前提で、1回でも何らかのワクチンを接種することを重視するならば、現在のペースを維持すると、7月初めには成人の7割（全人口の約55%に相当）に達しよう。ただ、ドイツ等が優先的に制限緩和の対象としているのはワクチン接種の完了者、及び感染して快復した者であり、成人7割の接種完了が最終目標となろう。だが、接種完了者の割合はEU全体で13.8%にすぎず（5月19日時点）、現在のペースのままでは、“夏の終わり”（秋分）の頃でも全人口の45%程度になるとみられ、最終目標には届かない。少しでも最終目標に近づくためには、接種ペ

ースの一段の加速が必須である。また、一部のワクチンに関しては、多くの国が副反応への懸念から接種対象を、一定年齢以上の中高齢者に限るという年齢制限を設けており、より若い世代の接種という点では供給面の不安が残る。

図表2 ワクチン接種の進展状況（左）、年齢階級別のワクチン接種【1回以上】比率（右）



(注) 左図：英・独・仏・伊・スペインは5月18日時点。右図：5月16日時点。全体は18歳以上が対象。

(出所) Our World in Data、European Centre for Disease Prevention and Control 資料より大和総研作成

#### ワクチン接種を担保に海外からの渡航も制限緩和へ ～ ホリデーシーズンに間に合わせたい

欧州各国の経済正常化を促す材料として期待されているのが海外渡航の自由化であり、5月3日に欧州委員会が、EUが承認しているワクチンを接種したことを条件に、域外からの観光等の不要不急の流入に関する規制緩和案を発表した。ワクチン接種や陰性の検査結果、感染からの快復等の情報を盛り込んだデジタル・グリーン証明書 (Digital Green Certificate) が行動制限を受けない手形になる。ただ、ギリシャやイタリア等観光関連産業のウェイトが高い国では、前倒し気味に独自基準・証明書を導入する動きが見られる。だが、多種多様な基準が乱立して海外観光客の混乱を招き、渡航意欲をそいでしまっては本末転倒であろう。また、各国が行動制限の緩和と内外の感染状況に応じた柔軟な規制強化をセットに考えている点は帰国プランに影響するため、旅行先のみならず、母国の規制状況もチェックする必要がある。

一方、英国は、渡航先のリスクに合わせて英国帰国時の隔離要件を設定する“信号機”システムを5月17日から導入しており、ワクチン接種や感染率、懸念される変異株の広がり等に基づいて、各国を赤・黄・緑の三色に分類し感染状況に応じて変更していく（どこから帰国するにしても出発前・到着後の検査は必要）。そして、5月7日に具体的な色別のリストが公表された。英国に帰国時の対応が検査のみで10日間の隔離措置が必要ない、最も自由度の高い行き先である緑色に分類された国・地域はわずか12カ国にとどまり、旅行関連業界から失望の声が上がった。大陸欧州ではポルトガルとジブラルタルだけで、人気の旅行先であるフランス、イタリア、スペイン、ギリシャは含まれなかった。定期的に見直されることから、夏のホリデーシーズンまでに緑色に変更される可能性は残るが、感染状況次第と不確実であり、旅行計画は立てづらいだろう。

信号機システムが真に機能するためには、渡航先が英国からの旅行者を受け入れることが条

件である。変異株の広がりを受けて、渡航先の政府が英国をコロナ感染のリスク地域に指定し渡航を制限することになれば、せっかくの夏の休暇計画は変更を余儀なくされよう。実際、緑色に分類されたオーストラリアやニュージーランドは海外からの旅行者をほとんど受け入れておらず、シンガポールのように、到着後の一定期間の隔離措置が求められるケースもあり、とても休暇気分にはなれないだろう。従って、英国側がOKを出しても、実質的に意味のないシステムになってしまう。ポルトガルにしても、漸く5月14日になって、検査の陰性証明を提示することを条件に英国からの渡航者を受け入れる方針を示し、これで双方が緑色となって渡航の自由が確保された。

逆に、英国からの観光客を歓迎している国を英国が緑色に分類しなかったために、自由な往来が期待できないという mismatches が生じている。例えば、黄色のギリシャは5月15日より、ワクチン接種完了または検査の陰性証明を条件に入国後の隔離は免除するとして、全世界から外国人客の受け入れを再開している。同じく黄色のイタリアも、英国からの入国する場合、陰性証明があれば隔離措置が免除される。赤色のトルコは、英国から入国する際に陰性証明やワクチン証明書は必要ではない。従って、相手国の要件を満たせば、英国から渡航することはできる。もっとも、英国政府は黄色・赤色の国に旅行すべきではないとしており、英国に戻ってきた際には、検査以外に強制・自己隔離措置が必要である。スケジュールとお金に余裕がある人を除くと（強制隔離の場合、ホテル滞在・検査代等の検疫パッケージとして1,750ポンドの費用がかかる）、黄色・赤色の国を休暇で訪れることを事実上制限しているようなものだ。

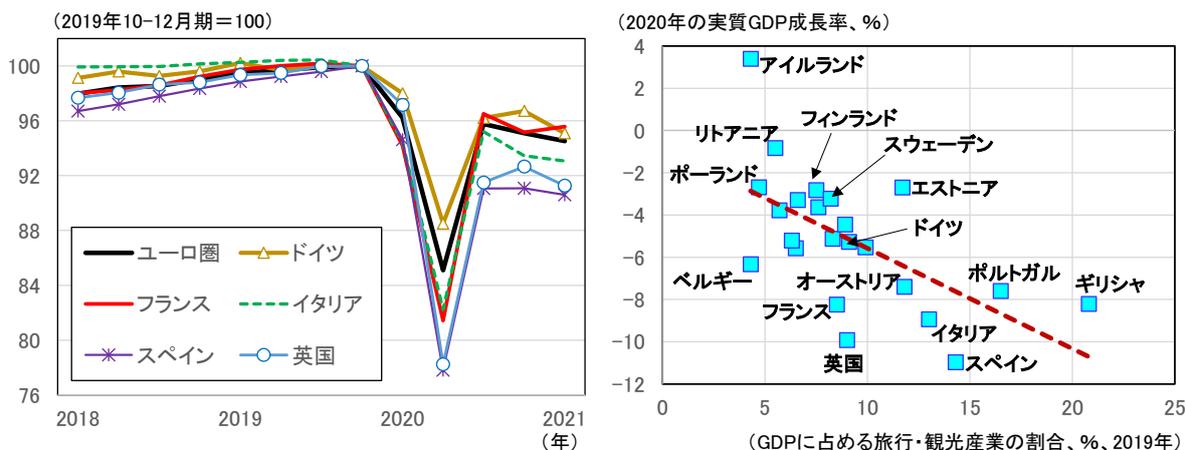
## ユーロ圏経済

### 1-3 月期は 2 四半期連続のマイナス成長となり、軽微な景気後退に陥る

ユーロ圏の2021年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比▲0.6%(年率換算▲2.5%)となった<sup>1</sup>。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ユーロ圏各国が行動制限措置の期間延長や規制内容の強化を余儀なくされたことから、域内の経済活動が停滞し続けた。この結果、ユーロ圏経済は、2020年1-3月期・4-6月期以来の2四半期連続のマイナス成長、つまり景気後退に陥ったことになるが、今回は2四半期とも前期比1%未満の小幅マイナスにとどまったため(累計で▲1.3%)、前回2020年上期(累計で▲14.9%)に比べると、経済活動の落ち込みは限定的である。多くの国が景気へのダメージを限定するという政策意図から、2020年春のロックダウン第1弾とは異なり、製造業や建設業の活動を継続したことが寄与したとみられる。また、積極的な財政・金融政策が予め実施されている他、世界中がロックダウンとなった2020年春と異なり、中国など経済活動が正常化している国々への輸出が好調であるなどの違いが挙げられる。

<sup>1</sup> 詳細は、拙稿、「ユーロ圏、2021年1-3月期は年率▲2.5%」(大和総研レポート、2021年5月6日)を参照。

図表3 主要国の実質 GDP（左）、欧州各国の観光関連産業と GDP の関係（右）

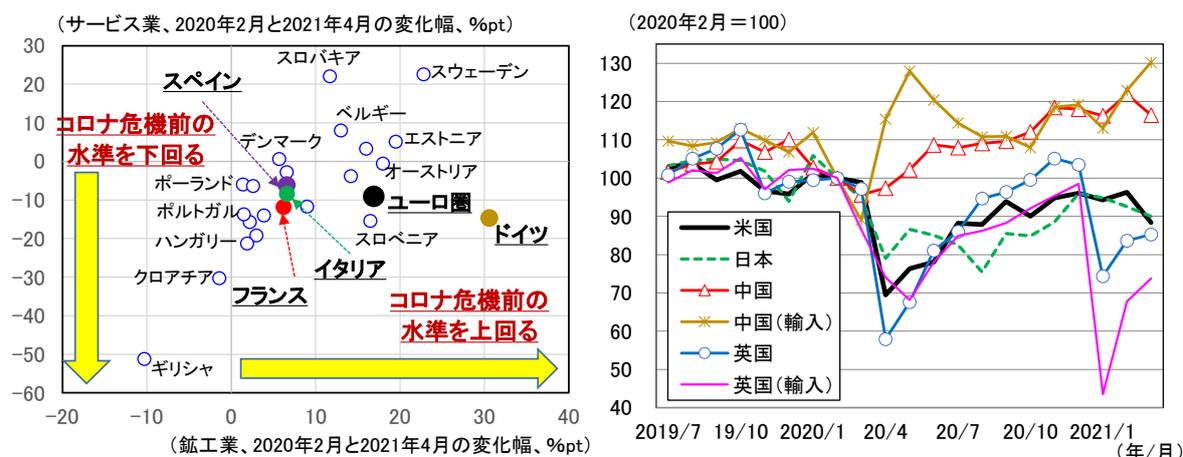


#### 4-6 月期以降はプラスへ ～ マインドは大きく改善しているが、実体が追い付いていない面も

4月のユーロ圏の景況感指数は前月から大幅に改善し、2018年9月以来の高水準となった。業種別に見ると、いち早くコロナ禍前（2020年2月）の水準を回復した鉱工業の景況感に続いて、サービス業や小売業の景況感も3月以降改善し、コロナ禍前の水準とのギャップは縮小している。国別に見ると、鉱工業では、ギリシャ等を除くと、ドイツを筆頭にほとんどの国が大きく改善した。ワクチン接種ペースが加速し新規感染者数が減少していることを受けて、現在の制限措置がいずれ解除されるという期待感が高まり、先行きの見通しが楽観的になっている。ただ、景況感が改善する一方で、供給のボトルネックに起因する納期期間の長期化や原材料価格の上昇などが指摘されている。従って、ボトルネックの解消に時間がかかったり、川下へのコスト転嫁がスムーズに進まなかったりすると企業の収益環境を悪化させる恐れも出てこよう。

3月のユーロ圏の貿易動向を見ると、輸出が前月比▲0.3%と2ヵ月ぶりに減少する一方、輸入は同+5.6%と2ヵ月連続で増加した。この結果、貿易黒字は4割以上縮小し、2020年5月以来の低水準となった。1月には、EUからの実質的な離脱や新型コロナウイルスの感染拡大の影響もあって、英国との輸出入は大幅に落ち込んだ後、2月は輸出入ともに増加したものの、3月は小幅増にとどまった（英国向け輸出は同+1.9%、英国からの輸入同+8.9%）。また、中国向けの輸出トレンドはコロナ禍でも引き続き堅調ではあるが、3月に限ると、中国だけではなく、ASEANや日本も含めたアジア向け全般や米国向けの輸出が不振だった。

図表4 ユーロ圏各国の企業景況感【業種別】の変化（左）、ユーロ圏の主要輸出先（右）

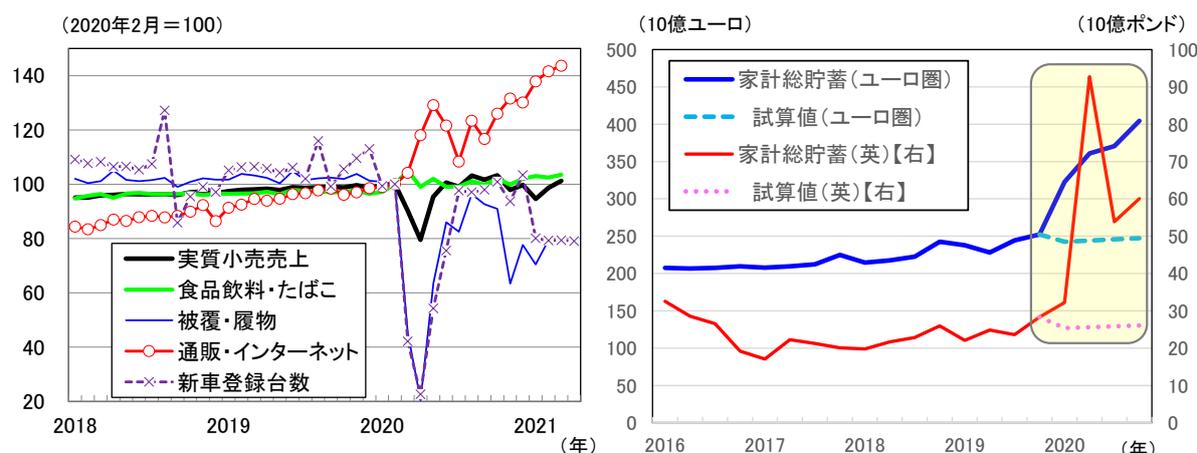


3月のユーロ圏の小売売上は前月比+2.7%と2ヵ月連続で増加した。食品飲料・たばこが同+1.0%と増加し、非食料（除く自動車燃料）も同+4.6%と増加した。好調な通販・インターネット等のオンライン販売は3ヵ月連続で増加し、コロナ禍前の水準を4割以上も上回っている。他方で、4月のユーロ圏の新車登録台数は2021年に入ってから概ね横ばいで推移し（4月は同▲0.4%）、コロナ禍前の水準を約2割下回ったままだ<sup>2</sup>。企業の景況感は先行きへの期待感も手伝って総じて改善しているが、フランス当局のコメントにあるように、実体経済を示すデータからは、依然としてコロナ感染拡大及びそれに対応した行動制限の影響が見られる。

コロナ禍では、支出する機会がなかったために結果的に相当な節約となり、抑制された購買力（通常であれば支出に回った額）は、今後の制限緩和を受けて人の移動が活発になるにつれて、徐々に顕在化すると見込まれる。欧州の過剰貯蓄（2020年分）を試算すると、ユーロ圏全体で約4,785億ユーロにのぼり、2019年の個人消費の7.5%に相当する。主要国別の過剰貯蓄（2019年個人消費比）は、2020年の成長率の落ち込みが大きかった順にスペイン8.3%、イタリア7.6%、フランス6.6%、ドイツ5.8%となる。スペイン以上に過剰貯蓄が膨らんだとみられるのが英国の9.6%である。政府からの支援策が大きかった側面もあろうが、それだけ行動制限の期間が長期化しお金を使う機会がなかったという方が、貯蓄の積み上がった理由として実感に近い。

<sup>2</sup> 英国では、4月中旬から生活必需品以外の小売店の営業が再開しており、新車登録台数は前月比+44.6%と急増し、ロックダウンで抑圧されていた需要（ペントアップディマンド）が顕在化した格好だ。

図表5 ユーロ圏の実質小売売上高・新車登録台数（左）、積み上がる過剰貯蓄（右）



(注) 実質小売売上は自動車を除く。

(出所) Eurostat、ECB、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### ユーロ圏のCPI上昇率はインパクトに欠け、先行きのインフレへの受け止め方も千差万別

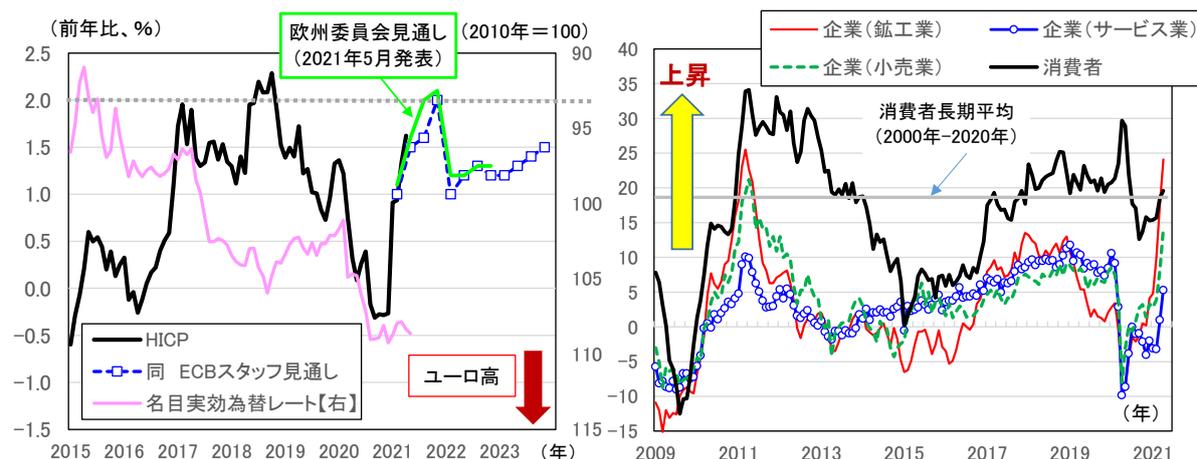
4月のユーロ圏のCPI(HICP)は前年同月比+1.6%と2年ぶりの高い伸びとなったが、前月比では+0.1%と過去3ヵ月間の平均的な伸びにとどまった。また、コア(エネルギー、食品、アルコール、たばこを除く)CPIの前月比はドイツのVAT軽減終了の影響で大幅アップした1月の反動から3ヵ月連続で低下するなど、総じて米英のようなインパクトはなかった。一方、ユーロ圏における企業の価格見通しは業種によって差はあるものの、3月以降、上昇予想が大幅に高まっており、過去の長期平均を上回る水準である。コロナ禍で消費者との対面取引が制限されていたサービス業に出遅れが見られるが、本格的な行動制限の緩和に伴って上昇していくと予想される。ただ、企業の販売価格見通し(今後3ヵ月)に比べると、消費者のインフレ期待(今後12ヵ月)の高まりは緩やかであり、4月は長期平均(2000年-2020年)をやや上回った。

ただ、国ごとの消費者のインフレ期待の変化は千差万別であり、ユーロ圏のうち4月の値が長期平均を上回っているのはドイツやフランス、オランダ等8ヵ国と全体の約4割にとどまり、イタリアやスペイン、ギリシャ、ポルトガル等11ヵ国は下回っている等、消費者のインフレ期待の方向感が異なっている。また、後者には、ほとんどの南欧の国々が含まれており、コロナ禍で打撃を受けた観光関連産業の占める割合が高く、コロナ禍前の経済水準を回復するには時間がかかると見込まれるという共通項がある。ちなみに、復興基金設立の際に、その規模や補助金割合を抑制しようとした国、いわゆる儉約国はいずれも前者のグループに属する。

ユーロ圏あるいはEU内の各国の置かれている状況の違いは、今後の金融政策や欧州共通の財政政策において統一した行動を迅速に実行していく上で、大きな不透明要因となろう。ECBは、3月に決定したパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の3ヵ月間の買い入れペース加速の方針を、次回6月10日の政策理事会で再検討する予定である。各国の行動制限緩和の動きを受けて年後半の成長加速予想が強まり、インフレ懸念と相まって、出口戦略の検討の必要性を唱えるECB内の声が高まろう(南欧系のメンバーは時期尚早と慎重な姿勢である)。6月の段階では、先行きの景気見通しに自信を示しながらも、カナダ中銀や英中銀であるイングランド銀行(BOE)

のようなテーパリングには舵を切らず、PEPP の規模・期限の大枠を維持しつつ、状況に応じてペースを調整するという中立の姿勢に戻すと予想する。なお、3月の理事会後の週次買い入れ額は平均純増ペースが約 180 億ユーロ（償還分を含めると約 230 億ユーロ）と、2021年1月から3月の理事会までの同ペース 140 億ユーロ（同 180 億ユーロ）よりも増加している。このままのペースが続いても、現行の上限 1.85 兆ユーロに達するのは 2022年3月下旬であり（ペースダウンすれば使い切らないことになる）、当面、PEPP の規模を再拡大させる必要性は乏しい。

図表 6 ユーロ圏インフレ率 [HICP 上昇率] の推移 (左)、企業・消費者のインフレ期待 (右)



(注) HICP 上昇率の ECB スタッフ見通しは 3 月時点。企業は今後 3 カ月、消費者は今後 12 カ月の価格変化期待。(出所) ECB、欧州委員会、Eurostat 資料より大和総研作成

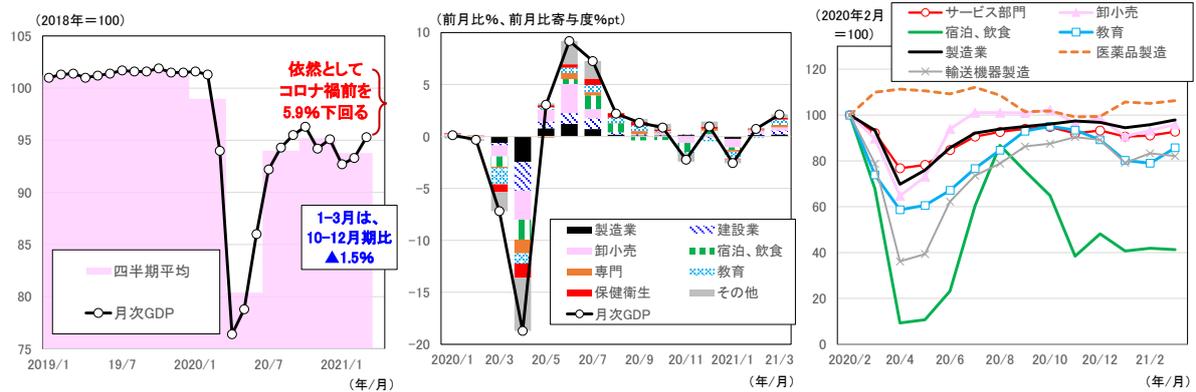
## 英国経済

### 1-3 月期はマイナス成長となったが、4-6 月期以降の回復への期待が勝る

英国の 1-3 月期の成長率は前期比▲1.5%（年率▲5.9%）と 3 四半期ぶりにマイナス成長となり、ユーロ圏を上回る落ち込みとなった。年初から始まったロックダウン第 3 弾が景気の足を引っ張った。需要項目別では、個人消費と企業の設備投資が大きく減少する一方、政府支出の増加と外需がプラスに寄与した。もっとも、外需のプラス寄与は、輸出の減少以上に輸入が減った結果であり、昨年末に移行期間終了を迎えた実質的な Brexit の影響に加えて、内需の弱さも反映し輸入が落ち込んだことを踏まえると、ポジティブには解釈できない。総固定資本形成の中身を見ると、住宅投資や商業施設等の非居住用建設が増加したが、自動車船舶航空機などの輸送機器は前期比▲51.8%と半減、工場・機器や無形固定資産もマイナスとなり、企業投資はコロナ禍前の水準を 18.4%も下回っている。企業投資が弱かった要因には、混乱が懸念された Brexit を前にして企業が投資を前倒した可能性がある一方、ONS（国家統計局）は、BOE の調査を引き合いに、ワクチン接種の進展にかかわらず、企業の投資意欲が弱い点を懸念している。

ただ、3月の GDP は前月比+2.1%と 7 カ月ぶりに高い伸びとなり、先行きへの期待を高めた。3月に入ってロックダウンの緩和が始まり、イングランドやウェールズでの学校（教育）の再開が押し上げた他、需要増と好天を背景に建設業、卸小売、専門・技術サービス、製造業などがプラスに寄与した。制限が続いた宿泊・飲食店は低迷したままだが、4月から屋外での飲食が許可され、5月半ばから屋内の飲食やホテルの営業が再開する等、今後は牽引役に転じると思われる。

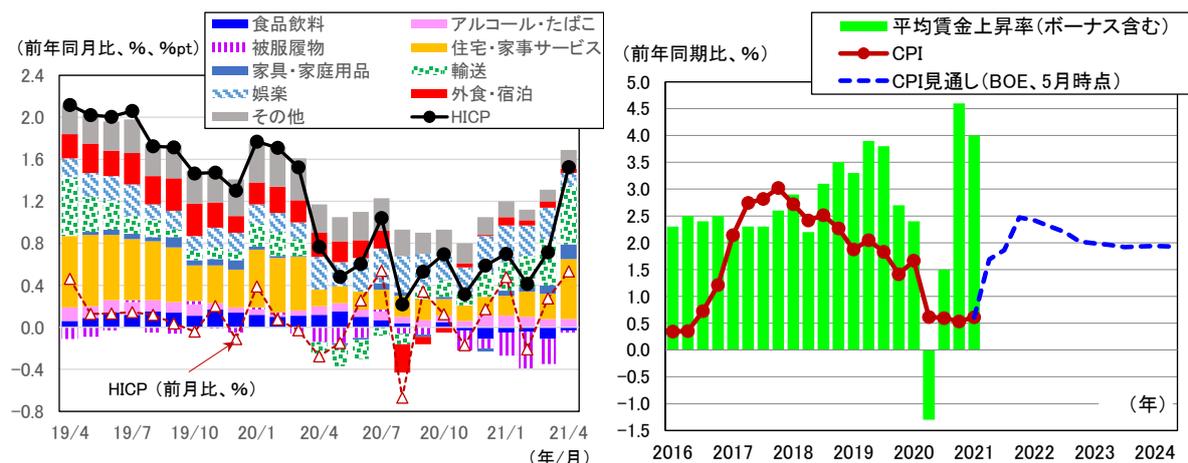
図表7 月次 GDP ～ 推移 (左)、前月比の要因分解 (中)、業種別コロナ禍前との比較 (右)



(出所) ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

4月は、まだ大陸欧州各国は行動制限措置が厳しかった一方、英国では月半ばから小売店の営業が再開されるなど、大陸欧州に先んじて経済活動の正常化が進んでおり、需要の増加が物価にも反映されると予想された。英国の4月のCPI (HICPベース)は前年比+1.5%と2020年3月以来の高い伸びとなった。ONSによると、原油等のエネルギー価格の上昇や、3月までの小売の中で販売が著しく不振だった衣料品の価格上昇が物価全体を押し上げた。コロナ禍に直面した前年と比較するために上昇率が大きくなる点は想定内のことであり、BOEが5月に公表した見通しでも4-6月期は同+1.7%と予想されている。また、前月比+0.5%、コア(エネルギー、食品、アルコール、たばこを除く)ベースで同+0.3%であり、コア(エネルギー・食品を除く)が同+0.9%と跳ね上がり全体の伸び率を上回った米国に比べると、英国の物価上昇は抑制気味といえる。5月以降、行動制限が一段と緩和されていることから、さらにインフレ率が高まると見込まれ、BOEは、2021年10-12月期には前年比+2.5%まで上昇すると予想している<sup>3</sup>。

図表8 CPIの要因分解(左)、賃金上昇率とBOEのインフレ見通し(右)



(注) 左図：棒グラフの寄与度分解は帰属家賃を含む。右図：BOE見通しは政策金利が市場予想前提のケース。  
(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

<sup>3</sup> インフレ率は2021年10-12月期がピークで、2022年に入ると緩やかに鈍化し、2023年1-3月期から2024年4-6月期にかけては2%弱で推移すると予想されている。ただ、この見通しは、今後Bank Rate(政策金利)が市場予想に沿って推移する(2023年4-6月期0.31%、2024年4-6月期0.57%)、つまり将来の利上げが前提になっている。現行の金利水準0.10%が今後も続いた場合のインフレ率予想は、2022年の鈍化ペースが一段と緩やかになり、2023~24年にかけて2.1%で推移するというものだ。

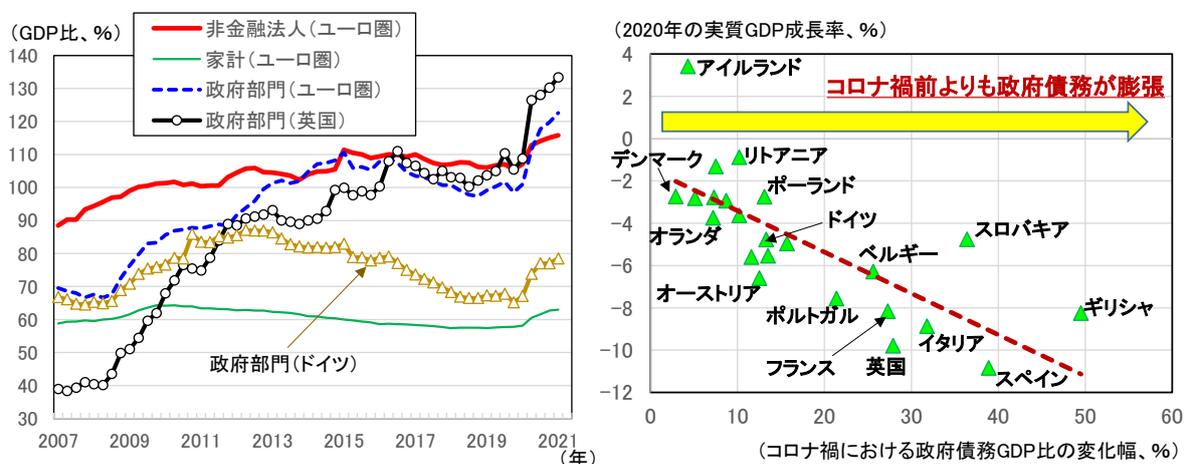
1-3 月期の平均総賃金（ボーナス含む）は前年同期比+4.0%と高めに推移している。コロナ禍前に比べて伸び率が高くなっている背景には、賃金水準が相対的に低いサービスセクターの雇用がコロナ禍で大きく減っているために、平均では高まっているように見えるテクニカル要因が挙げられる。ONSによると、テクニカル要因で+1.7%ptほど押し上げられており、産業構成比を調整した賃金上昇率は同約+2.5%とみられる。また、コロナ対応に従事する保健福祉関連の高い伸びが公的部門の賃金を押し上げる一方、民間部門では、3月の時点ではまだ営業が再開されていない宿泊・飲食サービスの賃金悪化（同▲7.0%）が足を引っ張った。

### 先行き ~ どのタイミングで加速するかという目先と、出口戦略という中長期の課題

ECBが5月19日に公表した金融安定報告書の中で、ユーロ圏は積極的な財政・金融によるコロナ禍対応の結果、各部門で債務を大幅に積み上げ、金融環境の変化、つまり金利上昇の影響を受けやすくなっていると指摘する。具体的には、景気対策のために政府は国債を発行し、低金利を背景に、企業は市場からの資金調達を増やし、家計は不動産取得等に追い風が吹いた。特に政府の債務残高は2021年1-3月期も一段と膨らんでいる。

ワクチン接種の進展も相まって経済の正常化が進むという確信が高まるほど、過度な景気刺激の後始末が注目され、インフレ懸念→金融政策変更の前倒しを織り込んだ金利上昇を招き、債務を増やした主体のコスト負担が増えるという皮肉な構図である。景気改善ペースよりも早い金利上昇が引き起こすリスクをコントロールする役割をECBは期待されており、その表れの一つが3月の買い入れペースの加速になろう。ユーロ圏の厄介なところは、各国の経済成長ペース・インフレ状況が異なるにもかかわらず、ECBが一元的に管理しなければならないという点だ。成長が加速しインフレ懸念が高まる国に合わせて政策対応を実施すれば、回復が遅い国は打撃を受けてしまう。本来、そのギャップを埋めるのが適切な財政対応になるはずだが、コロナ禍の悪影響が大きい国ほど財政状況が悪く、余裕がない。そこで彼らが充てにするのが、EU全体の信用力を背景に低コストで調達する復興基金、中でも返済不要の補助金となろう。ただ、何事にも時間がかかるEUの特性・構造問題を踏まえると、過大な期待は禁物だろう。

図表9 部門別債務残高の推移（左）、欧州各国のコロナ禍の政府債務増加と成長率の関係（右）



(注) 右図：横軸は、2019年10-12月期と2021年1-3月期の債務GDP比を比較。

(出所) IIF, Eurostat, Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 10 ユーロ圏経済・金利見通し

	2020				2021				2022				2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-14.2%	-38.8%	60.3%	-2.7%	-2.5%	4.2%	9.9%	5.2%	3.5%	2.9%	2.5%	2.4%	-6.7%	3.9%	4.3%
家計消費支出	-16.6%	-41.6%	70.3%	-12.5%	-3.6%	7.0%	12.8%	7.4%	3.9%	3.6%	2.8%	2.5%	-8.0%	3.0%	5.5%
政府消費支出	-0.7%	-8.4%	19.9%	1.2%	5.3%	2.0%	4.6%	1.1%	1.6%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	4.3%	1.6%
総固定資本形成	-21.5%	-50.5%	67.7%	7.9%	-1.6%	10.1%	17.9%	8.5%	6.1%	4.9%	3.6%	2.9%	-8.4%	7.6%	7.4%
輸出等	-14.3%	-56.4%	85.5%	16.8%	3.4%	5.3%	7.5%	4.5%	4.2%	4.2%	4.5%	4.6%	-9.6%	8.5%	4.8%
輸入等	-11.1%	-55.0%	56.3%	19.1%	8.5%	9.1%	10.4%	7.7%	5.2%	4.9%	4.6%	4.6%	-9.2%	9.4%	6.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-3.3%	-14.6%	-4.1%	-4.9%	-1.8%	12.2%	2.1%	4.1%	5.6%	5.3%	3.5%	2.8%	-6.7%	3.9%	4.3%
家計消費支出	-3.9%	-16.1%	-4.5%	-7.7%	-4.3%	11.3%	0.5%	5.7%	7.7%	6.9%	4.4%	3.2%	-8.0%	3.0%	5.5%
政府消費支出	1.2%	-1.3%	2.5%	2.5%	4.0%	6.9%	3.2%	3.2%	2.3%	2.0%	1.1%	1.0%	1.2%	4.3%	1.6%
総固定資本形成	0.8%	-20.8%	-4.6%	-8.4%	-3.1%	18.3%	8.4%	8.5%	10.6%	9.2%	5.8%	4.4%	-8.4%	7.6%	7.4%
輸出等	-3.1%	-21.4%	-8.9%	-5.1%	-0.6%	23.9%	8.1%	5.2%	5.4%	5.1%	4.3%	4.4%	-9.6%	8.5%	4.8%
輸入等	0.3%	-20.5%	-9.1%	-7.1%	-2.4%	21.8%	11.7%	8.9%	8.1%	7.0%	5.6%	4.8%	-9.2%	9.4%	6.3%
鉱工業生産（除く建設）	-5.7%	-20.1%	-6.6%	-1.3%	2.7%	12.6%	1.2%	3.5%	5.2%	4.8%	2.8%	2.0%	-8.5%	4.7%	3.7%
実質小売売上高	-1.3%	-6.6%	2.4%	1.2%	1.7%	6.3%	1.9%	4.0%	4.8%	4.5%	3.5%	3.0%	-1.0%	3.4%	3.9%
消費者物価	1.1%	0.2%	-0.0%	-0.3%	1.1%	1.6%	1.9%	2.1%	1.6%	0.7%	1.2%	1.2%	0.3%	1.7%	1.2%
生産者物価	-1.7%	-4.5%	-2.7%	-1.7%	2.1%	5.0%	3.0%	2.5%	0.1%	1.3%	2.1%	1.4%	-2.6%	3.1%	1.2%
失業率	7.3%	7.6%	8.6%	8.3%	8.2%	8.2%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	7.9%	7.7%	8.0%	8.3%	8.0%
10億ユーロ															
貿易収支	71.5	25.5	62.1	76.2	64.1	52.6	45.1	35.2	33.9	33.0	33.0	33.5	235.2	197.0	133.5
経常収支	53.7	29.0	67.8	90.9	79.7	59.1	52.2	43.1	40.8	39.2	39.6	40.4	241.4	234.0	160.1
財政収支	-84.6	-317.9	-187.0	-231.0									-820.4	-943.5	-467.4
独 国債10年物（期中平均）	-0.41%	-0.45%	-0.47%	-0.57%	-0.42%	-0.14%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.05%	0.10%	0.10%	-0.48%	-0.20%	0.08%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（5月20日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 11 英国経済・金利見通し

	2020				2021				2022				2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-10.9%	-57.9%	87.1%	5.2%	-5.9%	14.6%	9.1%	7.0%	3.9%	3.0%	3.4%	1.7%	-9.8%	5.8%	5.4%
家計消費支出	-10.1%	-60.6%	105.3%	-6.5%	-14.8%	18.0%	16.5%	9.5%	5.0%	4.0%	4.5%	4.0%	-10.6%	3.2%	7.6%
一般政府消費支出	-7.2%	-53.1%	79.6%	29.4%	10.6%	5.5%	2.5%	1.0%	1.3%	0.8%	1.0%	0.8%	-6.5%	11.6%	1.5%
総固定資本形成	-4.5%	-60.4%	100.4%	18.7%	-8.9%	7.5%	7.5%	6.5%	7.0%	6.0%	6.5%	6.5%	-8.8%	6.3%	6.7%
輸出等	-46.7%	-34.6%	-1.9%	26.7%	-26.8%	15.0%	17.5%	8.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	-15.8%	-1.2%	7.6%
輸入等	-26.4%	-61.3%	72.7%	51.7%	-45.0%	36.0%	32.5%	10.5%	8.0%	7.0%	7.5%	6.5%	-17.8%	3.5%	12.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-2.2%	-21.4%	-8.5%	-7.3%	-6.1%	20.7%	5.5%	5.9%	8.6%	5.7%	4.3%	3.1%	-9.8%	5.8%	5.4%
家計消費支出	-2.3%	-23.0%	-7.9%	-9.2%	-10.4%	17.9%	2.3%	6.4%	12.1%	8.6%	5.7%	4.4%	-10.6%	3.2%	7.6%
一般政府消費支出	-0.4%	-19.5%	-6.0%	0.3%	4.8%	28.3%	11.5%	4.8%	2.5%	1.4%	1.0%	0.9%	-6.5%	11.6%	1.5%
総固定資本形成	-2.5%	-21.8%	-8.2%	-2.6%	-3.7%	23.6%	5.7%	2.9%	7.1%	6.7%	6.5%	6.5%	-8.8%	6.3%	6.7%
輸出等	-7.3%	-16.0%	-20.6%	-18.9%	-12.2%	1.1%	5.8%	1.7%	11.4%	8.9%	5.7%	4.7%	-15.8%	-1.2%	7.6%
輸入等	-17.1%	-28.1%	-18.9%	-7.1%	-13.6%	18.3%	10.7%	2.3%	21.1%	14.1%	8.2%	7.2%	-17.8%	3.5%	12.3%
鉱工業生産	-4.4%	-18.9%	-5.4%	-3.2%	-1.5%	14.4%	3.3%	3.6%	5.5%	3.5%	2.4%	1.5%	-8.0%	4.5%	3.2%
実質小売売上高	-1.9%	-12.6%	2.9%	3.8%	-1.0%	11.6%	3.9%	5.9%	8.7%	7.0%	5.6%	4.9%	-2.0%	4.9%	6.5%
消費者物価	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	1.7%	1.9%	2.4%	2.4%	2.0%	1.9%	1.9%	0.9%	1.6%	2.1%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	-1.9%	-1.7%	-0.7%	1.2%	4.0%	2.0%	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.0%	2.2%	0.9%
失業率	4.0%	4.1%	4.8%	5.1%	4.8%	4.9%	5.2%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.5%	5.1%	4.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-28.6	-13.9	-30.8	-41.7	-31.9	-34.6	-39.5	-40.6	-41.8	-42.7	-44.1	-45.2	-115.0	-146.6	-173.8
経常収支	-19.1	-14.3	-14.3	-26.3	-16.5	-20.2	-24.0	-24.9	-25.7	-26.5	-27.5	-28.4	-73.9	-85.5	-108.2
財政収支	3.4	-116.9	-69.9	-63.5	-44.0	-85.0	-45.0	-25.0	-35.0				-246.9	-199.0	
国債10年物（期中平均）	0.60%	0.30%	0.25%	0.34%	0.61%	0.87%	0.93%	0.88%	0.85%	0.90%	0.95%	0.95%	0.37%	0.82%	0.91%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（5月20日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研