

2021年6月22日 全12頁

欧州経済見通し 制限付きの日常を取り戻す

インフレ率上昇と感染者増加は“一時的現象”か

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]

- 欧州各国の新型コロナウイルスの新規感染者は順調に減少しており、行動制限措置の緩和が進められている。もっとも、昨年夏も欧州各国は行動制限を緩和したものの、秋以降、感染者が再び増加するという事態に直面した。今年の夏は、ワクチン接種が進展しているという強みがある一方、感染力の強い変異株への警戒は怠れない状況が続こう。
- 特に、足もとで変異株（デルタ株）の感染者が増加し始めた英国の場合、海外への渡航を緩和しようとしても、相手が無条件で受け入れるかは不透明だ。また、国内的には、行動制限を強化せず現状維持の対応で、果たして感染者数がピークアウトするかが注目される。
- 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、ユーロ圏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・金融政策の後始末は誰に合わせて進めるかが難しく、時間もかかるだろう。

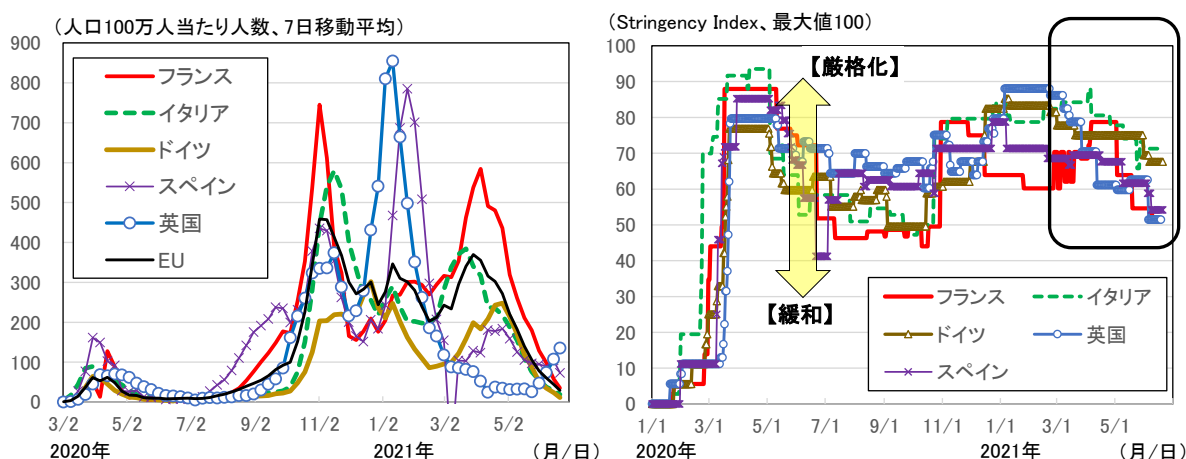
欧州各国における行動制限の緩和が一段と進む

新規感染者は総じて減少する一方、英国を中心に変異株による感染拡大も見られる

欧州各国の新型コロナウイルスの新規感染者は順調に減少しており、行動制限措置の緩和が進められている。感染者の水準が高かったフランスですら、5月初めから段階的に緩和を進めてきた。そして、6月9日からレストラン等の再開やワクチン接種済みの海外観光客を隔離措置なしで受け入れ¹、また、当初は6月末に予定されていた夜間外出禁止の解除は、感染抑制を理由に前倒しで6月20日に解除された。また、イタリアでは、5月31日から段階的に、移動や小売店・飲食の営業、娯楽施設等に対する制限措置がない地域（ホワイトゾーン）に指定される州が増えて、6月21日からはほとんどの州がホワイトゾーンとなっている。オランダも、6月5日からレストランやカフェ、バーの店内飲食が可能になり（但し、夜10時まで）、博物館や映画館、劇場など文化施設も人数制限付きで再開可能となった。さらに、6月26日からは他人と1.5mの距離を保つことを条件に、マスク着用義務（公共交通機関等は除く）や営業時間制限の撤廃、レストランの人数制限の撤廃、イベントの再開等を実施することが公表されている。

一方、英国（厳密にはイングランド）は、新規感染者の抑制を背景に、年初に導入した厳格なロックダウン第3弾を3月以降順調に緩和してきた。だが、5月下旬から変異株（デルタ株）による感染が大幅に拡大し、5月半ばには2,000人を下回る水準まで減った1日当たりの新規感染者（7日移動平均）は、直近では1万人前後と4ヵ月ぶりの高水準に達している。大陸欧州とは対照的に新規感染者が増加したことから、イングランドは6月21日に予定されていたソーシャルディスタンスも含めた規制の全面解除という最終ステップを、7月19日まで4週間先送りした。これまでも、感染状況次第ではスケジュールを見直す可能性があるという慎重な姿勢をジョンソン首相が見せていたことから、今回の延長判断にサプライズはない。

図表1 欧州の新規感染者数の推移（左）、各国政府の行動制限措置の厳格化と緩和の動き（右）



(注) 右図：Stringency Indexは100に近づくほどロックダウン措置が厳格であることを示す。

(出所) Our World in Data 資料より大和総研作成

¹ EU加盟国や日本を含めた緑色の国の場合、ワクチン接種の有無に関係なく、隔離措置なしで観光目的で入国できる。赤色の国の場合、ワクチン接種に関係なく、観光目的では入国できない。英国を含むそれ以外の国（黄色）は、ワクチン接種済みであれば観光目的で入国できる（ただし、陰性証明は必要）。

ワクチン接種率は大きく加速する一方、接種完了までにはまだ時間を要する

ただ、感染者が再び増加に転じている英国でも、現状維持（しかも最終ステップ移行の保留）にとどめており、行動制限を再強化しようという動きはない²。その背景には、ワクチン接種が大きく進展しているため、過去のような深刻な状況には至らないという自信があり、景気への配慮から、順調にきた緩和プロセスを後戻りさせたくないという政治的な意図も考えられよう。

欧州におけるワクチン接種の進展状況を見ると、4月以降、多くの国で接種が進んでおり、一時大きな国際問題にも発展したワクチンの供給不足は域内においては生じていないようだ。EUが渡航緩和の方針を示し、多くの国が実際に制限緩和の対象と考え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る。接種完了者の割合はEU全体で27.8%（6月20日時点）であり、今後も供給に問題が生じないという前提で、現在の接種ペースを維持すると、8月下旬頃には全人口の55%程度になるとみられ、最終目標“成人の7割”が視野に入ってくる。

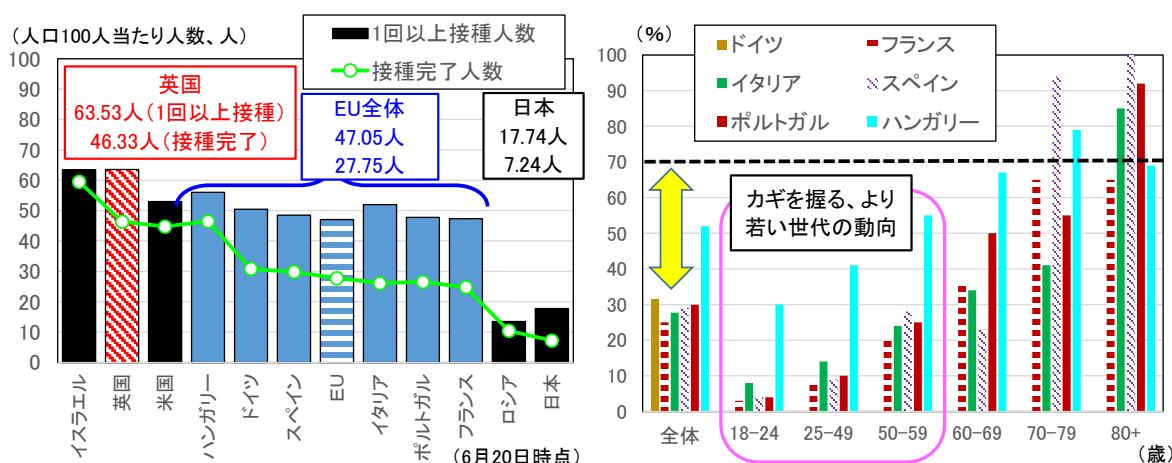
一方、国内の行動制限措置を4週間現状維持することを決めた英国（イングランド）だが、海外への渡航については厳格化している。英国は、渡航先のリスクに合わせて帰国時の隔離要件を設定する“信号機”システムを5月17日から導入し、ワクチン接種や感染率、懸念される変異株の広がり等に基づいて、各国を赤・黄・緑の三色に分類し感染状況に応じて変更していく。実際、導入から3週間経過して渡航先の色分けが見直され、数少ない緑色（全部で12カ国・地域）の1つで、英国人の主要な旅行先であるポルトガルが黄色に変更されて、旅行関連産業が希望していた新規の緑色の国はなかった。この結果、帰国時の検査のみだった状況（緑）から、6月8日午前4時以降、ポルトガルから帰国すると10日間の自己隔離を強いられることになるため、多くの旅行者が予定よりも早い帰国を余儀なくされた。その後、航空会社や旅行業者等内外からの反発もあり、6月半ばの報道によれば、政府は、ワクチン接種完了者であれば黄色の国から帰国した際に義務付けている隔離措置を免除することを検討しているという。ほとんどの国が黄色に分類されており、政府自身は国民に黄色や赤色の国には旅行目的で渡航しないように推奨している。夏のホリデーシーズンを前に方針が変更されれば、旅行者にとっても旅行関連業者にとってもポジティブといえる。

だが、英国側の緩和措置は、相手国との双方向の取り決めがあって初めて有効になる点を改めて留意すべきだろう。つまり、渡航先が英国からの旅行者を受け入れることが前提になる。残念ながら、英国におけるデルタ株感染拡大を受けて、EU側では英国からの渡航者への規制を強化する動きが少なからず見られる。例えば、ドイツの場合、英国は変異株が懸念される地域に指定されているため観光目的の入国は認めておらず、入国できても、ワクチン接種完了者でも14日間の隔離が義務付けられている。また、オランダは6月15日から英国をリスクのとても高い国に指定したため、ワクチン接種に関係なく、10日間自己隔離する必要がある。そして、イタリアは、6月21日から7月30日まで英国からの入国者に対して5日間の自己隔離を義務付けている。今後の感染状況次第では、他の国でも同様の動きが広がる可能性がある。

² ただ、スコットランド政府が、感染率の高さを理由にイングランドのマンチェスターやサルフォードへの旅行を禁止する措置を6月21日から新たに導入する等、英国内で摩擦が生じている。

今欧州では、1年間延期されたサッカーのEURO2020（UEFA 欧州選手権）が6月11日から1カ月間にわたって開催され、各地で試合が行われている。熱戦の様子を見ると、観客が70%-100%埋まった試合会場もあれば（ハンガリーやデンマーク）、観客数を25%あるいは50%以下に設定している会場（英国やドイツ、スペイン、イタリア、オランダ等）もある。また、各国ごとに厳格な入国要件が定められており、陰性証明等の提示は必須となっている。いずれの会場も欧州各地から観客が集まり、大歓声で満ちている。7月以降、コロナ感染状況がどうなるか、今後の大規模イベント再開やさらなる人の自由な移動に向けた試金石として注目されよう。

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完了比率（右）



(注) 左図：左は6月19日、スペインは6月17日時点。右図：6月13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

ユーロ圏経済

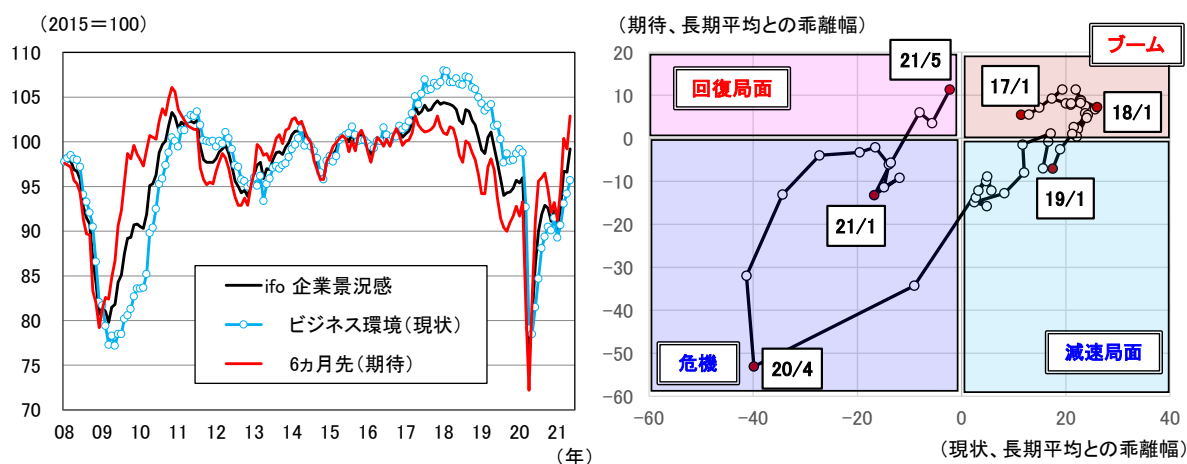
4-6月期はプラス成長に転じる見込み ~ 供給制約が足を引っ張る可能性も

ユーロ圏の2021年1-3月期の実質GDP成長率は速報段階の前期比▲0.6%から同▲0.3%に上方修正された。2四半期連続のマイナス成長という事実は変わらないが、2四半期の累積マイナス幅は▲0.9%と小幅で、2020年上期の▲14.9%に比べると、経済活動の落ち込みは限定的である。公表された2021年1-3月期の主要国の中身を見ると、ドイツは前期比▲1.7%から同▲1.8%に下方修正され、個人消費の大幅減を在庫変動のプラスが下支えした形である。また、フランスは速報段階の同+0.4%から同▲0.1%とマイナス成長に転じたが、個人消費と総固定資本形成が下方修正され、外需のマイナス寄与を補えなかった。逆に、イタリアは速報段階の同▲0.4%から同+0.1%に上方修正され、2四半期ぶりのプラス成長となった。個人消費や外需のマイナスを、総固定投資や在庫変動のプラスが上回った。

4-6月期の経済活動は3四半期ぶりのプラス成長を示唆する内容となっている。企業の景況感是一段と改善しており、5月のユーロ圏の景況感指数（欧州委員会発表）は前月から改善し2018年初以来の高水準となった。4月は鉱工業が牽引役だったが、5月はサービス業や小売業の景況感が大きく改善し、サービス業や小売業の景況感いずれもコロナ禍前（2020年2月）の水準を回復した。また、ifo経済研究所が発表した5月のドイツ企業景況感は3ヵ月連続で改善し、2年ぶりの高水準となった。もっとも、2017年11月以来の高水準となった期待感の改善が全体を

牽引しており、現状認識はコロナ禍前の水準を依然として下回っている。ifo 経済研究所が公表している基準（2005-2020年の長期平均からの乖離幅）で循環図を描くと、5月時点は回復局面にあり、現況、期待ともに長期平均を上回る“ブーム”の局面入り直前の状態である。業種別では、製造、サービス、卸小売、建設いずれも前月から改善しているが、コロナ禍前と比較すると、製造業が大幅に上回っている他、卸小売も15ヵ月ぶりに上回った。ただ、卸売が上回る一方、大幅な調整を強いられた小売は下回ったままで、出遅れ感が一番大きいセクターである。

図表3 ドイツ企業の景況感の推移（左）、景況感から見た循環図（右）



（出所）ifo 経済研究所資料より大和総研作成

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・物流の遅れや、原材料・中間財の価格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を圧迫する要因にもなる。

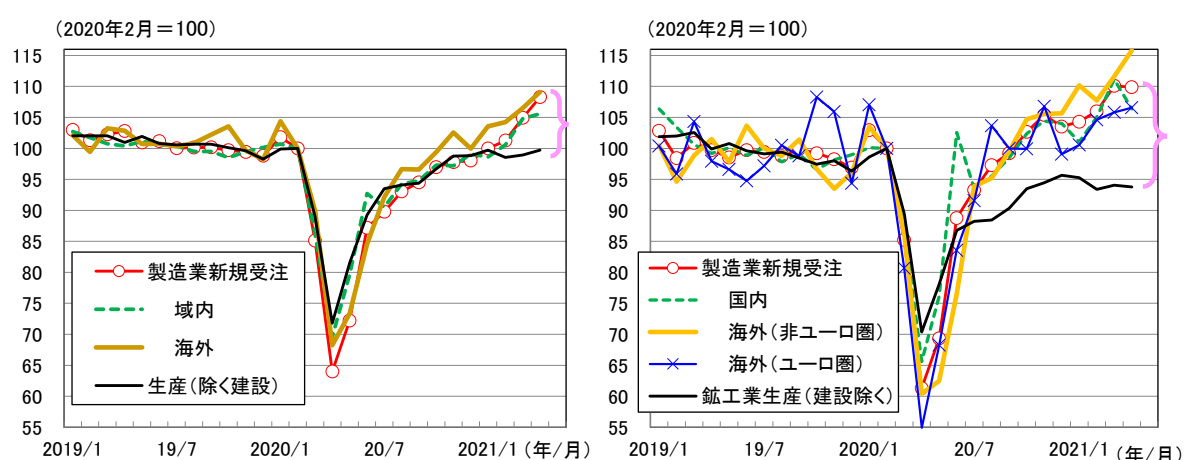
4月のユーロ圏の鉱工業生産（除く建設業）は前月比+0.8%と2ヵ月連続で増加し、コロナ禍前の水準を0.3%下回るところまで回復した。同+0.4%となった製造業の中では、自動車製造が5ヵ月連続で減少し、コロナ禍前の水準を26.2%下回っている。国別では、ベルギー（同+7.4%）やマルタ、エストニアが高い伸びを示した他、主要国ではイタリア（同+1.8%）やスペイン（同+1.1%）が増加した一方、対照的にドイツは同▲0.3%、フランスは横ばいにとどまった。弱含んだドイツの鉱工業生産の中身を見ると、自動車が同▲1.8%と5ヵ月連続で減少し、コロナ禍前の水準よりも3割以上も低く、ユーロ圏全体の足を引っ張っている格好だ。また、財別で見ても、消費財や資本財、中間財が揃って悪化した。

一方、4月のユーロ圏の製造業受注は前月比+3.2%と12ヵ月連続で増加し、コロナ禍前の水準を8.3%も上回っている（コロナ禍前の水準に達したのは2021年1月）。中でも海外向けの受注は9.1%上回り（域内向けは5.1%）、好調な海外経済の恩恵を受けているといえよう。また、ドイツの製造業受注は前月比▲0.2%と4ヵ月ぶりに減少したが、その主因は国内受注が同▲4.3%と落ち込んだためであり、海外向けの受注は同+2.7%と好調で、特にユーロ圏外から同+3.8%（ユーロ圏内からは同+0.7%）と牽引しており、ドイツの製造業は海外需要に支えら

れている。なお、ユーロ圏の主要輸出先である米国では、昨年末に続いて2021年3月にも大型の景気対策が成立し、景気刺激策による成長押し上げが、対米向けの輸出・生産増を通じて欧州にも恩恵をもたらすと期待される。

このように、受注は堅調であるものの、部品不足などの供給制約によって、生産が抑制される事態になっている。生産と受注の乖離が広がっており、その傾向はドイツ等で顕著になっている。例えば、ドイツ自動車工業会（VDA）は、半導体供給の問題により、自動車の生産が引き続き抑制されているとコメントしている。供給制約が緩和されれば、生産の増加→需要の顕在化を通じて、いずれ成長率アップとなると期待されるが、短期的には成長の足を引っ張る可能性には留意すべきであろう。

図表4 ユーロ圏の製造業受注・生産の推移（左）、ドイツの製造業受注・生産の推移（右）



（出所）Eurostat、ドイツ連邦統計局、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ユーロ圏内のインフレ状況は上昇傾向も、引き続きばらつきが見られる

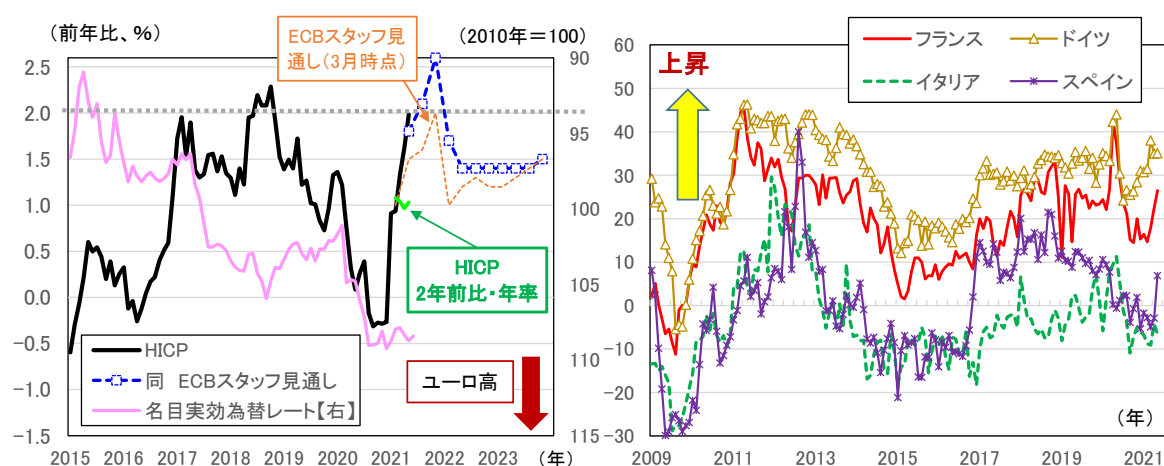
5月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年同月比+2.0%と2年半ぶりの高い伸びとなったが、前月比では+0.2%と過去4ヵ月間の平均的な伸びにとどまった。また、コア（エネルギー、食品、アルコール、たばこを除く）CPIは前年同月比+1.0%となるが、前月比で見ると+0.1%とここ4ヵ月間はほぼ横ばい状態で推移している。従って、物価上昇要因の1つがエネルギー価格の上昇（5月は前年同月比+13.1%）であり、Eurostatによると、エネルギー価格がCPIの前年比を1.19%pt押し上げたという（全体の6割分に相当）。その他に、サービス価格が0.45%pt、非エネルギー生産財が0.19%pt、食品・アルコール・たばこが0.15%ptそれぞれ押し上げた。国別に5月単月の前年比を見ると、ギリシャが被服や外食・ホテル等が大きく下落して▲1.2%と唯一マイナスに落ち込んだ他、マルタやポルトガル、イタリアといった南欧の国々のインフレ率が低く、ルクセンブルク（+4.0%）やリトアニア（+3.5%）、オーストリア等が高くなっており、ユーロ圏経済の約3割を占めるドイツも+2.4%とユーロ圏全体を上回る伸びを示した³。

³ なお、ドイツ連銀は、ドイツ特有の物価上昇要因として、昨年末までのVAT引き下げの反動やHICPの構成項目のウェイト変更の影響（サービスの中のパッケージ旅行の比率が大きく低下、食料品等は上昇）を指摘する。前者は想定内だが、後者はコロナ禍の影響で通常よりもインパクトが大きく、想定外だったという。これらの特殊要因も重なって、ドイツ連銀が6月に公表した見通しでは、インフレ率が11月頃にかけて一時的に4%を上回るとみている。

上記のエネルギー価格以外の物価上昇要因としては、ベース効果や消費支出のペントアップデマンド、サービス部門を中心とした人手不足、部品不足等のボトルネックなどが挙げられる。過剰貯蓄の顕在化や人の流れが活発になることで、サービスを含めた需要が増加する一方、部品不足やサプライチェーンのボトルネックによって供給が低迷しているために、超過需要が生じ価格上昇圧力が高まっているという構図だ。財政・金融のコロナ禍対策が、超過需要に拍車をかけている側面も否めない。もっとも、一年前の同時期はコロナ禍の影響を受けてインフレ率が低迷していたため、単純な前年比ではベース効果によって、見かけ上高く推移しよう。そこで、前年のノイズを除く簡便な方法として、2年前比年率で計算すると5月は+1.0%となり、ヘッドラインの半分程度にとどまる。国別では、ドイツやオーストリアやオランダが1%台半ばと高く、ギリシャやポルトガルはマイナス、イタリアやスペインも1%未満となり、ベース効果を除いてもユーロ圏内の乖離が残る。

また、ユーロ圏全体の消費者のインフレ期待（今後12ヵ月）も一段と高まったが、実際のHICPの動きとの連動性を考慮すると、上昇そのものにサプライズはない。ただ、国ごとの消費者のインフレ期待にばらつきが見られ、ユーロ圏のうち5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12ヵ国と全体の約6割となり（4月は8ヵ国）、イタリアやスペイン、ギリシャ、ポルトガル等7ヵ国は下回っている。後者には、ほとんどの南欧の国々が含まれている一方、前者にはいわゆる倹約国が属している。このように、域内でインフレ状況（実際の物価上昇率、期待インフレ）に乖離が生じており、一元的に管理しなければならないECBはどこを見て政策判断するか迷うだろう。仮に成長が加速しインフレ懸念が高まる国に合わせて金融引き締め策を実施すれば、回復が遅い国は打撃を受けてしまう。逆も然りだ。

図表5 ユーロ圏インフレ率 [HICP 上昇率] の推移 (左)、各国の消費者のインフレ期待 (右)



(注) 左図：HICP 上昇率の ECB スタッフ見通しは 6 月時点。右図：今後 12 ヶ月の消費者の価格変化期待。

(出所) ECB、欧州委員会、Eurostat 資料より大和総研作成

金融・財政政策の出口戦略のタイミングが重なる可能性 ～ 2023 年以降の重しに

ECB は、PEPP の“買い入れペースの維持”を決定 ～ 市場参加者は 2024 年の利上げを予想

6 月 10 日に開催された定例金融政策理事会で、ECB は現行の緩和的な金融政策の枠組み（政策金利の据え置きや少なくとも 2022 年 3 月末まで総額 1.85 兆ユーロのパンデミック緊急購入

プログラム (PEPP)、TLTROⅢや APP 等) を維持した。そして、3 月の会合で示した PEPP に基づく資産買い入れに関する方針についても、来る四半期 (3 ヶ月間) の“純”資産買い入れを年初の数ヶ月よりもかなり速いペース (a significantly higher pace) で実施し続けるとした。償還分を除いた実質的な購入額である点を強調するため net という単語を追加した以外は、従来の方針が概ね踏襲された。つまり、年初の数ヶ月の週平均 140 億ユーロのペースから 4-6 月期には同 180-190 億ユーロに加速したが、7-9 月期も買い入れペースを加速するという。もっとも、マーケットでは 7-9 月期も 4-6 月期と同じペースを維持すると一般的に受け止められているようだが、発表された言葉をそのまま解釈すると、来る四半期 (7-9 月期) の比較対象はあくまでも年初の数ヶ月間である。従って、7-9 月期の実際の買い入れペースが仮に 160-170 億ユーロになったとしても、話が違くと ECB に文句を言えない点には留意すべきだろう。もともと、夏 (8 月前後) のホリデーシーズンは市場が閑散として流動性が低下すると季節性が指摘されており、昨年の夏も PEPP の買い入れはペースダウンした。ラガルド総裁も 7-9 月期の具体的なレベル (金額) には言及していないものの、市場の状況に応じて対応するとした。

この結果は、理事会前にハト派を中心に ECB メンバーが強調していた見解に沿ったものであり、大きなサプライズはなかった。同時に公表された ECB スタッフの景気・インフレ見通しによると、2021 年の予想経済成長率は +4.6%、2022 年 +4.7% と、3 月時点からそれぞれ 0.6%pt ずつ大幅に上方修正された (2023 年は +2.1% 変わらず)。また、インフレ見通し (HICP 上昇率) は 2021 年が従前の +1.5% から +1.9% に、2022 年も +1.2% から +1.5% 引き上げられた。四半期ごとのインフレ予想を見ると、2021 年 10-12 月期に前年同期比 +2.6% に達すると、3 月時点の同 +2.0% から大幅に引き上げた。この 3 ヶ月間のインフレ率実績が想定よりも高く、楽観的な景気見通しもインフレ見通し引き上げに影響したとみられる。ただ、コアベースから間接税の影響を除いたベースでは、2021-23 年それぞれ 0.1%pt の小幅な上方修正にとどまっている。

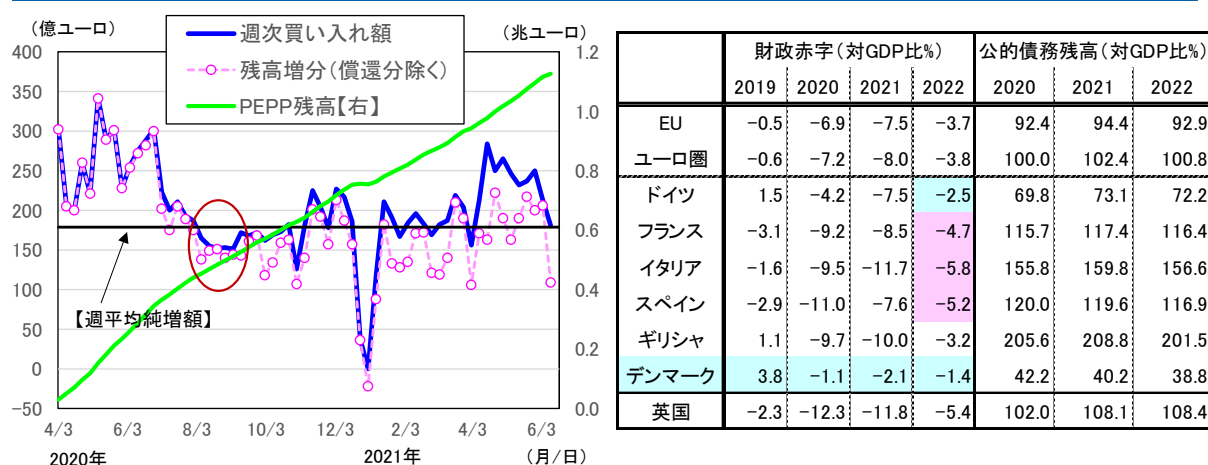
このように、景気の現状認識・見通しが上方修正され、インフレ見通しも、一時的な上昇とはいえ、2% 超の期間長期化やその後の鈍化が従前よりも小幅になっている。また、コロナ感染に関しては、3 月当時は行動制限措置を一段と強化する動きが欧州各国で広がりつつある状況だったのに対して、現状は行動制限を緩和し、EU は域外からの渡航も緩和する方針である。そして、ワクチン関連でも、当時はワクチン接種が加速する前だったが、今はワクチン接種率が大幅に上昇し、EU が設定した目標クリアも視野に入る等、外部環境の現状は 3 ヶ月前と大きく異なる。

また、ECB が政策理事会から約 1 週間後の 6 月 18 日に発表した金融政策に関する調査によると⁴、ほとんどの金融機関 (Median、以下同じ) が次の ECB のアクションは利上げと予想し、そのタイミングは、対象金利によって異なるが、概ね 2024 年央から年末にかけて 10-25bp の利上げを見込んだ。その後は、2025 年 4-6 月期にマイナス金利 (預金ファシリティ金利) を脱し、現在 0.0% の主要リファイナンス・オペ金利の水準は 2026 年でも 0.5% 未満と予想し、利上げ

⁴ 今回の Survey of Monetary Analysts は 5 月 25-28 日に実施、欧州市場で活動する金融機関から一定条件のもとで選ばれた 26 の機関が回答。2019 年から ECB は市場参加者を対象にアンケートを実施しており、質問内容は公表済みだったが、調査結果は今回初めて公表された。なお、政策理事会前に実施された調査であり、理事会の結果や更新された景気・インフレ見通しを受けて、市場参加者が予想を変更している可能性がある。

ペースは非常に緩慢である。市場の関心の高い PEPP の行方については、市場参加者は 2021 年 7-9 月期から買い入れ規模がペースダウンし始める可能性を示しており、その後も段階的に縮小、PEPP は 2022 年 3 月末で終了するという見方がコンセンサスとなっている。同時点の PEPP の規模は 1 兆 7,920 億ユーロと予想され、上限 1 兆 8,500 億ユーロを使い切らない形だ⁵。そして、残高維持のための再投資が現行の 2023 年末まで継続されると予想している。なお、このような金融政策を見込む市場参加者の景気の見方は、6 月時点の ECB スタッフ見通しに比べて、2022-23 年の成長率が 0.3%pt ほど低く、やや慎重といえよう。

図表 6 PEPP の進捗状況 (左)、欧州各国の財政見通し (右)



(出所) ECB、欧州委員会、Eurostat 資料より大和総研作成

2023 年から財政規律は復活するか ~ 実現のハードルが高い国と儉約国の対立の構図

欧州各国はコロナ禍対策として様々な財政措置を実施してきたが、その結果として 2020 年以降の財政赤字は膨らみ、債務残高も増加している。これに対して、欧州委員会は、財政規律要件 (EU 加盟国は年次の財政赤字を GDP 比 3%以下に抑え、公的債務残高の上限を同比 60%以下にする必要がある) を 2020 年から適用しておらず、この度、2022 年も見送ることを決定した。同時に 2023 年からの適用再開の方針を決定したが、欧州委員会の財政赤字見通しを見ると、儉約国を中心に楽に再適用をクリアする国がある一方、イタリアやスペイン、フランス等のように 2022 年時点の財政赤字が 5%あるケースでは、2023 年に向けて相応の努力が必要になるだろう。

財政赤字を削減する方法としては歳出を削減するか、歳入を増やすか、あるいは両方の組み合わせになる。歳入 (税収) を確保する一環として、この 6 月の G7 財務大臣・中央銀行総裁、続く首脳会議で採択された共同声明には、15%以上のグローバル・ミニマム課税の導入や、大規模で高利益のグローバル企業に対して 10%の利益率を上回る利益のうち少なくとも 20%に対する課税権が、サービスを行い売上が計上される国に配分すること等が盛り込まれた。参加各国とも、国際課税の新方針がもたらすプラスマイナスの材料を勘案し、トータルでは税収は増えるという皮算用をしているようだ。だが、EU の中でも、法人税率が 15%よりも低いアイルランドは反発し、ハンガリーやポーランドは例外規定を設けない限り支持できないと表明している。

⁵ 一部に PEPP が 6 月まで延長されるとの予想はあるが、それでも 1 兆 8,290 億ユーロと上限には達しない。

また、グローバル企業で括った場合、売上や利益のトップ 100 社のうち中国の企業が 20-25% を占めている現実を踏まえると、中国の動向は無視できない。実効性を担保するには、中国も参加する G20 などより広範囲の合意が必要になろう。だが、自国が大事にしたい分野（成長戦略）あるいは自国に有利な業界を保護しようとする動きが大なり小なり増えていくと、制度は骨抜きになってしまう。今回の議論をリードした米国のイエレン財務長官は、制度を弱くするような例外規定・例外扱いを認めない方針を示しており、G20 での協議は難航する可能性がある。

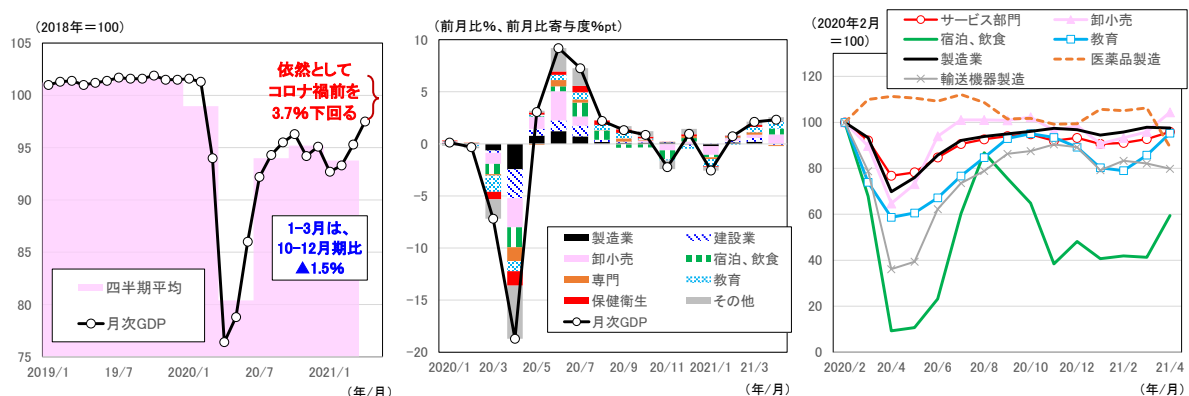
英国経済

3月に続いて4月のGDPも高成長 ~ 4-6月期の成長加速が現実に

英国の4月のGDPは前月比+2.3%と3月の同+2.1%に続いて高い伸びとなり、行動制限措置の段階的緩和に伴って、経済活動が一段と活発になっていることを示している。4月12日からイングランドやウェールズ、4月26日からスコットランドで生活必需品以外の小売店の営業が再開されたために、卸小売が同+8.9%と大幅に増加した。中でも、衣料品店は同+69.4%と急増した。また、屋外での飲食や一部の宿泊施設が再開されたため、宿泊・飲食サービスが同+44.1%と押し上げた。教育は3月に続いて大きくプラス寄与したが、学校の出席率が一段と上昇したことを反映している。一方で、建設業や鉱業、製造業等がマイナスに寄与した。建設業は前月からの反動減、鉱業は油田設備のメンテナンスのための一時的閉鎖が影響した。製造業では、医薬品製造と輸送機器製造の悪化が響いた。

依然として、コロナ禍前の水準を3.7%下回っているが、5月半ばから屋内の飲食やホテルの営業が再開する等、さらに緩和が進んでいることから、5月も増加が見込まれる。一方で、変異株（デルタ株）による新規感染者の増加の影響で、最終ステップへの移行が4週間延期された。これ自体は規制強化ではなく、現状維持の措置であるため、景気の下押しとはならないだろう。もともと、さらなる成長加速を期待していた向きからすると、小休止といったところか。行動制限措置とリンクすることから、今後も感染状況の行方には留意が必要であろう。

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）



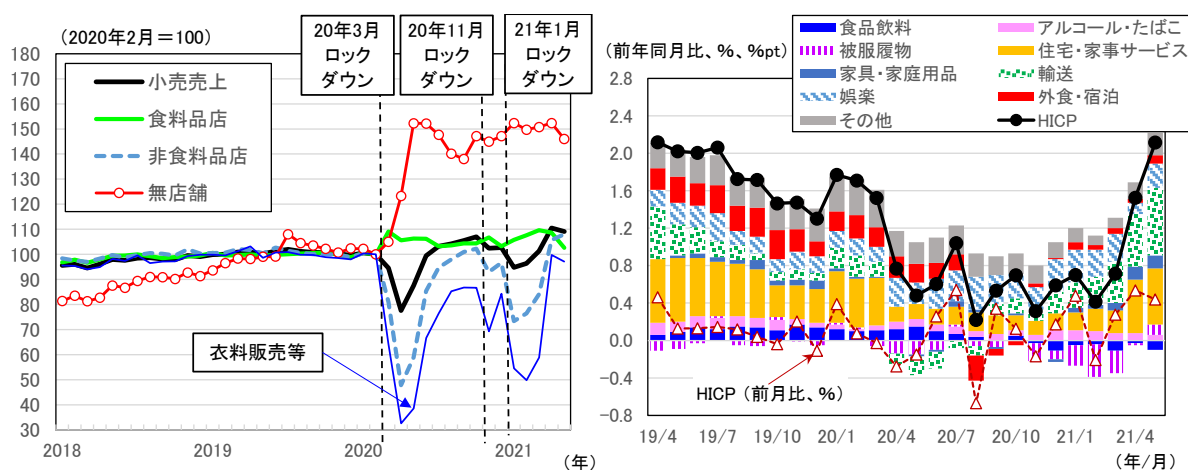
(出所) ONS (英国国家統計局)、Haver Analytics 資料より大和総研作成

5月の小売売上高は前月比▲1.4%と4ヵ月ぶりに減少した。市場予想に反したものの、4月の大幅増（同+9.1%）の反動の他、5月半ばからの外食の店内営業や娯楽施設等の再開を受け

て、消費者の支出の選択肢が広がったことが影響したとみられる。例えば、小売売上の約4割を占める食品飲料は同▲5.6%（アルコール・たばこは同▲8.4%）と落ち込んだ。ロックダウン期間中は自宅での食事を余儀なくされたが、外食の再開でスーパー等の食品・飲料の売上が減ったことを意味し、これまでのコロナ禍における規制緩和局面でも見られた現象である。また、4月に急増した衣料品は一服したが、コンピュータ・通信機器や時計・宝飾は引き続き好調だった。一方、オンライン・通販の無店舗販売は同▲4.2%と3ヵ月ぶりに減少し、ここでも外に買い物に行けるようになった影響が出たようだ。もっとも、消費者が実店舗での買い物よりオンラインショッピングを選ぶ行動はコロナ禍の中で強まり、このトレンドは収束後も大きくは変わらないと考えられている。今後も、制限緩和・経済活動の再開に伴って、支出の対象が、対面が中心のサービスや人の移動が前提の旅行需要などに広がっていくだろう。

また、ユーロ圏同様に、英国でもインフレ率が加速している。5月のCPI（HICPベース）は前年同月比+2.1%と、2019年7月以来の高い上昇率となった。エネルギー、食品、アルコール飲料・たばこを除くコアでも、同+2.0%と2018年8月以来の高い伸びを記録した。前月比では、全体が4月（+0.5%）からはやや鈍化したものの+0.4%、コアで+0.5%といずれも高い伸びである。もっとも、前年比の伸びはベース効果によって大きくなってしまふことから、2年前比年率で計算すると+1.3%となり、ヘッドラインの2%超とはやや異なる姿になる。英国国家統計局（ONS）によると、5月の上昇は輸送関連による押し上げが最も大きく、全体の約1/3を占めた。具体的には、自動車燃料が2割近く上昇し、寄与度は小さいものの、中古車価格の上昇もプラスに寄与しているという。コロナ禍で公共交通機関の代替手段としてニーズが高まったとみられる。住宅・家事サービスの寄与度は輸送に次ぐものとなったが、ガス・電気料金の価格上昇が反映された。その他には、衣料品やゲーム等娯楽、外食で飲食などの価格が上昇した。いずれも、5月の制限措置の緩和・経済活動の正常化を反映したものと考えられる。

図表8 実質小売売上の推移（左）、CPIの要因分解（右）



（注）実質小売売上は自動車燃料を含む。右図：棒グラフの寄与度分解は帰属家賃を含む。

（出所）ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表9 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	-14.5%	-38.6%	60.6%	-2.4%	-1.3%	4.5%	8.1%	5.0%	3.5%	3.3%	3.0%	2.5%	-6.7%	4.2%	4.2%
家計消費支出	-16.4%	-41.8%	70.0%	-11.2%	-8.8%	11.3%	13.9%	7.9%	3.9%	3.8%	2.9%	2.6%	-8.0%	2.8%	6.0%
政府消費支出	-0.1%	-9.9%	23.0%	1.5%	-0.1%	2.0%	3.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	1.4%	3.1%	1.1%
総固定資本形成	-21.4%	-50.4%	67.0%	10.4%	1.0%	7.8%	12.5%	6.6%	4.9%	4.5%	3.2%	2.9%	-8.4%	7.5%	5.9%
輸出等	-14.6%	-56.1%	85.8%	16.3%	4.1%	5.4%	6.2%	5.0%	4.8%	5.5%	5.5%	4.9%	-9.6%	8.5%	5.3%
輸入等	-10.0%	-55.8%	57.0%	19.1%	3.5%	9.4%	10.9%	8.4%	5.2%	4.8%	4.5%	4.5%	-9.1%	8.2%	6.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-3.3%	-14.6%	-4.1%	-4.7%	-1.3%	12.8%	2.2%	4.0%	5.3%	5.0%	3.7%	3.1%	-6.7%	4.2%	4.2%
家計消費支出	-3.9%	-16.2%	-4.6%	-7.4%	-5.4%	11.3%	0.7%	5.7%	9.2%	7.3%	4.6%	3.3%	-8.0%	2.8%	6.0%
政府消費支出	1.2%	-1.6%	3.0%	3.0%	3.0%	6.2%	1.8%	1.6%	1.8%	1.4%	0.6%	0.4%	1.4%	3.1%	1.1%
総固定資本形成	0.8%	-20.9%	-4.7%	-7.9%	-2.0%	19.0%	7.8%	6.9%	7.9%	7.1%	4.8%	3.9%	-8.4%	7.5%	5.9%
輸出等	-3.2%	-21.4%	-8.7%	-5.1%	-0.3%	24.1%	7.9%	5.2%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	-9.6%	8.5%	5.3%
輸入等	0.6%	-20.6%	-9.1%	-7.1%	-3.8%	20.6%	10.6%	8.0%	8.4%	7.3%	5.7%	4.7%	-9.1%	8.2%	6.5%
鉱工業生産（除く建設）	-5.6%	-20.1%	-6.6%	-1.2%	2.9%	23.2%	6.3%	2.4%	2.9%	4.5%	4.5%	3.9%	-8.4%	8.1%	4.0%
実質小売売上高	-1.4%	-6.6%	2.5%	1.2%	2.0%	8.2%	1.1%	3.0%	5.4%	4.7%	3.6%	3.1%	-1.1%	3.5%	4.2%
消費者物価	1.1%	0.2%	-0.0%	-0.3%	1.1%	1.8%	2.0%	2.4%	1.9%	0.8%	1.4%	1.3%	0.3%	1.8%	1.3%
生産者物価	-1.7%	-4.5%	-2.7%	-1.7%	2.1%	7.9%	6.7%	5.7%	2.7%	0.8%	0.9%	0.6%	-2.6%	5.6%	1.2%
失業率	7.3%	7.6%	8.6%	8.3%	8.2%	8.1%	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.7%	8.0%	8.1%	7.9%
10億ユーロ															
貿易収支	70.5	26.3	62.1	75.7	69.9	69.5	56.6	46.1	46.6	50.4	54.1	56.4	234.5	242.1	207.5
経常収支	53.7	29.0	67.8	90.9	79.7	76.1	64.0	54.7	54.3	57.7	62.1	64.6	241.4	274.4	238.8
財政収支	-84.6	-317.9	-187.0	-231.0									-820.4	-899.7	-447.2
独 国債10年物（期中平均）	-0.41%	-0.45%	-0.47%	-0.57%	-0.42%	-0.22%	-0.15%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.10%	-0.48%	-0.21%	0.06%
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（6月21日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表10 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%	17.2%	8.9%	5.8%	3.9%	3.5%	3.5%	2.3%	-9.8%	6.1%	5.4%
家計消費支出	-10.1%	-60.6%	105.3%	-6.5%	-14.8%	19.9%	17.1%	9.8%	5.0%	4.0%	4.5%	4.2%	-10.6%	3.7%	7.8%
一般政府消費支出	-7.2%	-53.1%	79.6%	29.4%	10.6%	5.2%	2.6%	1.0%	1.3%	0.8%	0.9%	0.8%	-6.5%	11.6%	1.4%
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%	6.3%	6.3%	6.5%	-8.8%	6.3%	6.7%
輸出等	-46.7%	-34.6%	-1.9%	26.7%	-26.8%	14.4%	16.0%	8.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	-15.8%	-1.4%	7.4%
輸入等	-26.4%	-61.3%	72.7%	51.7%	-45.0%	31.5%	29.5%	11.0%	8.0%	7.0%	7.5%	6.5%	-17.8%	2.5%	11.9%
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%	21.4%	6.0%	6.2%	8.9%	5.5%	4.2%	3.3%	-9.8%	6.1%	5.4%
家計消費支出	-2.3%	-23.0%	-7.9%	-9.2%	-10.4%	18.3%	2.8%	7.1%	12.8%	8.9%	5.8%	4.4%	-10.6%	3.7%	7.8%
一般政府消費支出	-0.4%	-19.5%	-6.0%	0.3%	4.8%	28.2%	11.5%	4.8%	2.5%	1.4%	1.0%	0.9%	-6.5%	11.6%	1.4%
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%	6.8%	6.5%	6.5%	-8.8%	6.3%	6.7%
輸出等	-7.3%	-16.0%	-20.6%	-18.9%	-12.2%	1.0%	5.3%	1.2%	10.9%	8.5%	5.7%	4.7%	-15.8%	-1.4%	7.4%
輸入等	-17.1%	-28.1%	-18.9%	-7.1%	-13.6%	17.3%	9.2%	1.0%	19.5%	13.5%	8.4%	7.2%	-17.8%	2.5%	11.9%
鉱工業生産	-4.4%	-18.9%	-5.4%	-3.2%	-1.5%	18.4%	4.2%	3.2%	4.8%	4.8%	3.4%	2.7%	-8.0%	5.6%	3.9%
実質小売売上高	-1.9%	-12.5%	3.0%	3.8%	-0.9%	23.7%	4.0%	6.2%	13.7%	3.6%	5.3%	4.2%	-1.9%	7.8%	6.5%
消費者物価	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	1.9%	2.1%	2.7%	2.6%	2.0%	1.8%	1.7%	0.9%	1.8%	2.0%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	-1.9%	-1.7%	-0.7%	1.2%	4.4%	3.0%	2.7%	1.4%	0.4%	0.9%	0.9%	-1.0%	2.8%	0.9%
失業率	4.0%	4.1%	4.8%	5.1%	4.8%	4.7%	4.8%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.5%	4.9%	4.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-28.6	-13.9	-30.8	-41.7	-31.9	-33.6	-38.0	-39.2	-40.3	-41.3	-42.6	-43.7	-115.0	-142.7	-167.9
経常収支	-19.1	-14.3	-14.3	-26.3	-16.7	-19.9	-23.5	-24.5	-25.4	-26.2	-27.3	-28.2	-73.9	-84.6	-107.1
財政収支	3.3	-117.1	-69.9	-62.1	-42.5	-85.0	-45.0	-25.0	-35.0				-245.7	-197.5	
国債10年物（期中平均）	0.60%	0.30%	0.25%	0.34%	0.61%	0.84%	0.82%	0.85%	0.86%	0.90%	0.95%	0.98%	0.37%	0.78%	0.92%
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（6月21日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研