

欧州情勢：景気は目先減速も回復基調は維持（改定見通し）、 ドイツ総選挙は大混戦

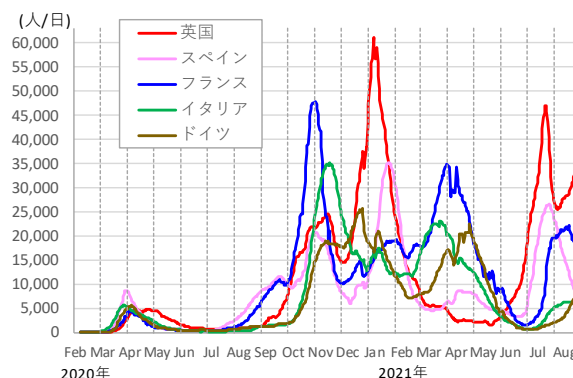
夏場の欧州景気は、コロナ感染再拡大の中、4～6月期の高成長からの減速が不可避。しかし、主要各国のワクチン接種完了者が9月にも人口の6～7割に達する中、行動制限を再強化する動きはきわめて限定的となる見込み。従って、「2021年内にコロナをめぐる混乱が収束する」と想定し、ユーロ圏・英国ともに2023年に向けて景気回復基調を維持すると予想。ただし、ユーロ圏では2022年1～3月期にGDPがコロナ前の水準を回復する一方、英国ではサービス業輸出の低迷などEU完全離脱の影響が成長力を抑制するため、コロナ前の水準を取り戻すには2022年一杯かかる見通し。なお、9/26のドイツ総選挙は、3政党の支持率が拮抗し大混戦の様相。選挙後の連立協議、ポスト・メルケル選出の行方も流動的。

（1）欧州のコロナショックと景気動向

●コロナショック：感染再増加も、人口の過半がワクチン接種完了、行動制限再強化の動きは目下限定的

- コロナワクチン接種率（必要回数の接種を済ませた人の割合¹、人口比）は、英国が8/22時点で68.3%と先行しているが、スペインも67.3%まで上昇。スペイン以外のEU主要国も6割近くに達した（独58.5%、仏55.6%、伊58.3%）。
- しかし、新型コロナ新規感染者数は、英国で5月下旬以降、スペインやフランスで7月入り以降大幅に増加に転じ、ドイツやイタリアも再び増加。ワクチン接種が未完了の若年層を中心に、変異株（デルタ株）に感染するケースが急増。ただし、スペインは8月入り後ピークアウト（ワクチン接種の進展と一部地域での夜間外出禁止の再導入が奏功か）。フランスも8月半ばをピークに増加一服。英国は7月下旬に大きく水準を下げたが、8月入り後再増加。直近の動きは国ごとにバラついており、先行きも不透明な状況。
- 各国の行動制限は、6月までに大半が解除され、小売店や飲食店はほぼ通常営業に復帰。英国は7/19に全ての行動制限の解除に踏み切った（当初予定の6/21からは約1ヵ月遅れ）。また、ドイツ・フランス・イタリアは、ワクチン接種完了もしくは感染からの回復を示す「グリーンパス」の提示などを条件にすることで、店舗営業や外出への制限再強化を回避。一方、スペインは7月中旬から、一部地域に夜間外出禁止を再導入。

欧州主要国のコロナ新規感染者数（7日間移動平均）



（出所）CEIC（データ元はWHO）（注）直近は8/18～24平均。

¹ 1回以上の接種率は、8/22時点で英70.3%、独63.6%、仏70.1%、伊68.6%、西76.3%。

- こうした中、各国での商業施設や娯楽施設への人出は、4~6月期ほどのピッチではないが、総じて回復傾向が持続。夏場の独・仏・伊の人出は、概ねコロナ前（昨年 1/3~2/6 の平均）の水準まで戻っている（ただし、フランスは8月中旬に弱含み）。一方、英国は6月から7月にかけて、スペインは7月、感染再拡大の影響を受けて回復にブレーキが掛かったが、いずれも8月は緩やかながら再び改善の方向。

●経済指標：4~6月期の高成長の後、夏場の欧州景気は減速している模様ながら底堅さも

- 4~6月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、行動制限が緩和された中で、ユーロ圏、英国ともにプラス成長。ユーロ圏は前期比 2.0%（年率換算 8.2%）と、3 四半期ぶりのプラス成長。国別に見ても、ドイツ（1~3 月期前期比▲2.1%→4~6 月期 1.5%）、フランス（0.0%→0.9%）、イタリア（0.1%→2.8%）、スペイン（▲0.4%→2.8%）の主要国がいずれも息を吹き返した。需要項目別の状況は未公表（9/7 公表予定）であるが、各種経済指標の動きから、個人消費の急増がプラス成長に寄与したと推察される。

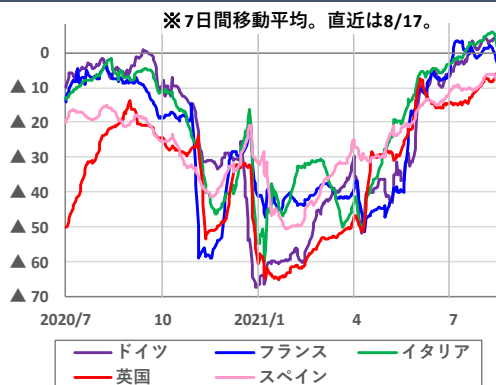
- 英国の成長率は、1~3 月期の前期比▲1.6%から 4~6 月期は 4.8%（年率 20.7%）と大幅なプラスに転じた。需要項目別には、個人消費（1~3 月期前期比▲4.4%→4~6 月期 7.3%）や政府消費（1.5%→6.1%）が急増し、成長率を大きく押し上げた。ただし、コロナショックのリバウンドによる高成長の背後で、英国経済の成長エンジンの一つとされてきたサービス輸出（▲0.6%→▲4.7%）は減少率が拡大。また、産業別 GDP を見ても、卸・小売（▲5.7%→12.7%）や飲食・宿泊（▲18.6%→87.8%）が大幅増となる一方、金融・保険（0.8%→▲1.8%）や不動産（0.3%→▲0.5%）は前期比マイナス。これが、EU 完全離脱の影響、産業空洞化の兆候なのかどうか、より時間をかけて見極めていく必要。

- その後の7月分の経済指標は一部しか公表されていないが（外食は8月分あり）、夏場の欧州景気は 4~6 月期の高成長からのスローダウンが避けられない一方、行動制限が総じて解除される中での底堅さも窺える。

主な個別指標の最近の動きは以下の通り。

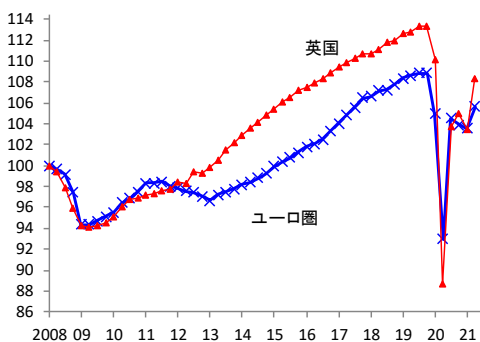
※英国の小売売上高（数量ベース、自動車を除く）… 7 月は前月比▲2.5%、4~6 月平均比▲2.9%と減少。7/19 から行動制限が完全解除となったものの、コロナ感染が再び急拡大する中で急回復の動きは一服。なお、ユーロ圏の7月分は未公表。

商業・娯楽施設への人出（2020/1/3~2/6の平均比、%）



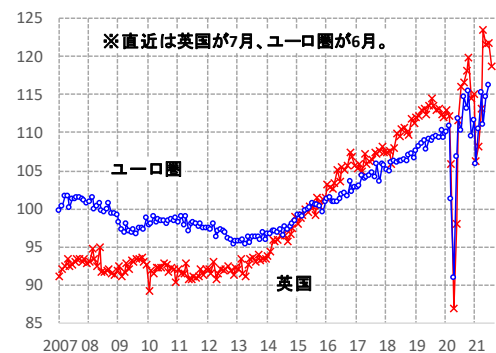
（出所）CEIC Data（元データはGoogle）

ユーロ圏と英国の実質GDP（2008年1~3月期=100）



（出所）CEIC

ユーロ圏と英国の小売売上高
（数量ベース、自動車を除く、季節調整値、2015年=100）



（出所）CEIC Data

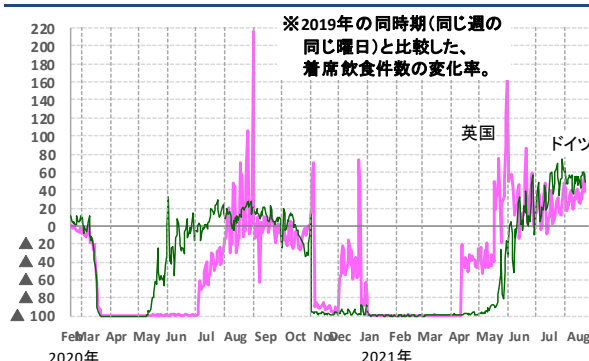
※**英国の乗用車販売台数**（当社試算の季節調整値）… 4～6月期の年率185万台から7月は同179万台へと減少。小売売上高と同様、コロナ感染再拡大の影響が大きいと見られる。なお、ユーロ圏の7月分は未公表。

※**ドイツと英国のレストラン来客数**（着席飲食件数、2019年の同時期<同じ週の同じ曜日>との比較、予約サイトOpentableの集計）… 英国では、厳しい行動制限が再導入された1月以降はほぼ▲100%で推移していたが、4/12からの飲食店の屋外営業解禁、5/17からの屋内営業解禁を受けてプラス圏まで急回復。その後、6月と7月前半は感染再拡大を受けて回復一服となったが、7月下旬から8月下旬にかけては再び増勢を強めている。ドイツでは、昨年11月から5月上旬にかけて半年以上にわたりほぼ▲100%の状況が続いてきたが、5月中旬以降は行動制限の一部緩和を受けて底離れとなり、7月末にコロナ前比で約6割増まで増加。8月も同程度の増勢を維持。

※**ユーロ圏鉱工業の在庫判断指数**（DI、「多い」-「少ない」、欧州委員会調べ）… 3月以降「在庫不足」に転じ、4月▲3.1Pt、5月▲4.4Pt、6月▲5.6Pt、7月▲8.1Ptと、1985年の統計開始以来の最低水準を4ヵ月連続で更新。個人消費などの需要急増による「意図せざる在庫減」が背景と見られ、今後、企業の間で在庫復元の動きが広がることを示唆。

※**ユーロ圏のインフレ率**（消費者物価の前年同月比）… 7月は2.2%と2018年10月以来の高さ。これにはエネルギー価格が前年の落ち込みからの反動で2桁の伸び（7月14.3%）になっていることが大きく影響。変動の大きいエネルギーや非加工食品を除いたコアベースのインフレ率は5月0.9%、6月0.8%、7月0.9%と低位にとどまっている。そのため、ECB（欧州中銀）は、少なくとも米国ほどに金融緩和の出口戦略の検討を迫られる状況には直面していない。

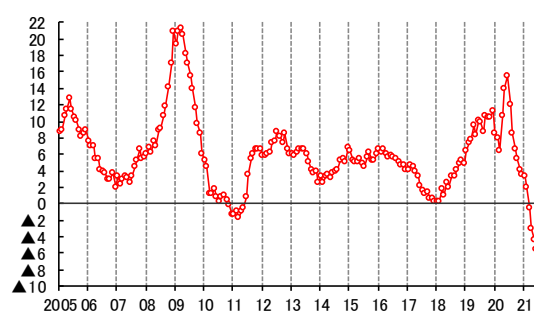
ドイツと英国のレストラン来客数（Daily、%）



（出所）OpenTable（レストラン予約サイト）

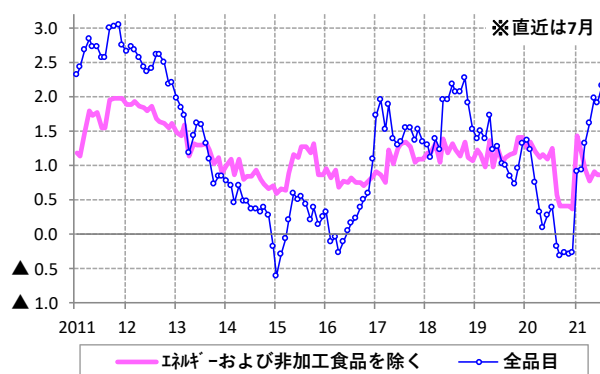
（注）2020年2月18日分より公表、直近値は2021年8月22日。

ユーロ圏鉱工業の在庫DI（「多い」-「少ない」、%Pt）



（出所）欧州委員会

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



（出所）Eurostat

●欧州経済の見通し改定：回復基調は崩れず、2021年の成長率はユーロ圏4.3%・英国6.0%

➤ 今般、4～6月期の成長率実績値（ユーロ圏・英国ともに弊社見込みを上振れ）や、デルタ株の猛威による足元のコロナ感染再拡大などを踏まえ、2021～22年の成長率予想を改定するとともに、予想期間を2023年まで延長した。

- 夏場の欧州景気は、コロナ感染再拡大の中、個人消費を中心に 4～6 月期の高成長からの減速が不可避。しかし、主要各国のコロナワクチン接種完了者が 9 月にも人口の 6～7 割に達する中、行動制限再強化の動きはきわめて限定的となる見込み。従って、「2021 年内にコロナをめぐる混乱が収束し、経済活動への支障も大幅に限定化される」と想定し、ユーロ圏・英国ともに景気回復基調を当面維持すると予想。
- 特にユーロ圏では、今後、在庫復元の動きが強まり、生産活動を大きく押し上げる可能性が高まっている。その点も考慮すると、ユーロ圏の成長率は、2020 年の▲6.4%から 2021 年には 4.3%のプラスに転じる見込み（5 月時点の予想 3.4%から上方修正）。また、2022 年 1～3 月期にも、実質 GDP がコロナ前（2019 年 10～12 月期）の水準を取り戻す（従来予想から 1 四半期早まる）と予想。
- その後のユーロ圏経済は、コロナ対策など財政面からの景気押し上げ効果が弱まっていくこともあり、巡航速度（潜在成長率、1%台半ばと想定）に向けたスピード調整の局面に入ると考えられる。従って、成長率は 2022 年 3.7%、2023 年 2.2%と緩やかに低下する見通し（2022 年予想は従来の 4.6%から下方修正）。
- 一方、英国の成長率は、2020 年▲9.8%の後、2021 年 6.0%、2022 年 4.1%、2023 年 1.7%と予想（5 月時点の予想は 2021 年 4.8%、2022 年 5.2%）。概ねユーロ圏と同様の景気コースを想定するが、2020 年の落ち込みが大きかった分、2021 年、2022 年ともにユーロ圏を上回る伸びが見込まれる。しかしながら、英国の場合、金融はじめサービス産業の EU 市場での事業継続に対する制約、通関手続発生による貿易コストの上昇など、EU 完全離脱に伴う影響が景気回復力を抑制し続けると考えられる。そのため、実質 GDP は 2022 年 10～12 月期までコロナ前の水準を取り戻せないと見る（従来予想から変わらず）。
- なお、以上のメインシナリオに対する主なリスクは、ワクチン普及にもかかわらずコロナ感染を抑制しきれず、各国で行動制限の再強化を余儀なくされること（下振れリスク）であろう。特にユーロ圏で企業の在庫復元の遅れにつながる場合、モノ不足から物価上昇圧力が強まり、ECB（欧州中銀）が早期の金融引き締めを余儀なくされ景気減速に拍車を掛けるというシナリオも視野に入ってくるため、注意を要する。

ユーロ圏の成長率予想

%、%Pt	2019 実績	2020 実績	2021 予想	2022 予想	2023 予想
実質GDP	1.4	▲6.4	4.3	3.7	2.2
個人消費	1.3	▲7.9	4.2	4.5	1.8
固定資産投資	6.7	▲7.4	4.5	4.3	3.2
在庫投資（寄与度）	(▲0.3)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.4)	(0.0)
政府消費	1.7	1.4	2.7	▲0.1	▲0.5
純輸出（寄与度）	(▲0.8)	(▲0.4)	(0.7)	(0.0)	(0.6)
輸出	2.4	▲9.0	7.0	5.5	5.0
輸入	4.4	▲8.9	6.0	6.0	4.0

(出所) Eurostat、伊藤忠総研

(2) ドイツ連邦議会選挙（9/26）プレビュー

●三つ巴の戦い：CDU・CSU と緑の党のスキャンダルに SPD がつけ込む

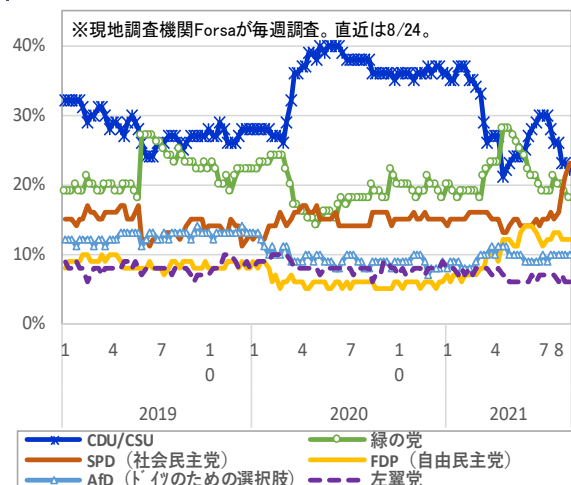
- 9/26 のドイツ連邦議会選挙が 1 ヶ月後に迫る中、現地の世論調査では、国政最大与党 CDU・CSU（共同会派）と野党・環境政党「緑の党」による支持率トップ争いに、与党の一角 SPD（社会民主党）が割って入る展開となっている。
- SPD への支持率は直近の 1 ヶ月間で急上昇し、2018 年以来となる 20%台に乗せた。そして、Forsa による 8/24 の調査結果では 23%となりトップに躍り出た²（チャートは次頁）。
- この背景には、まず、CDU・CSU と緑の党の両次期首相候補への不信感の高まりがある。ドイツでは 7 月

² 同調査で SPD が CDU・CSU を上回ったのは 2006 年 10 月以来。

半ばに西部で大洪水が発生したが、ラシェット CDU 党首がその被災地視察の最中に談笑していた姿が大きく報道され、同氏や同氏を次期首相候補とする CDU・CSU への批判の高まりにつながった。また、緑の党の次期首相候補であるベアボック党首には経歴詐称や著書盗用の疑惑が浮上し、同氏や緑の党に対する国民の期待感を後退させたと見られている。

- こうした中で、ドイツ国民は、SPD が次期首相候補に選んだショルツ党首代行の相対的な政治経験の豊富さと安定感に目を向け始め、それが最近の 3 党混戦をもたらしていると解釈される。ショルツ氏は、現在のメルケル政権下でも副首相兼財務相を務め、コロナショック下の企業・労働者支援策の取り纏めに力を注いだとされる。また、過去には労働・社会保障大臣やハンブルグ市長なども歴任している。
- 「直接投票が可能な場合、誰に投票するか」という 8/19 の世論調査では、ショルツ氏が 41% と、ラシェット氏 16%、ベアボック氏 12% に大きく水をあける結果となった。
- ドイツの総選挙は小選挙区比例代表併用制であるため、当然、首相候補の人物像だけで選挙結果が決まる訳ではなく、全国民を対象とした一連の世論調査の結果を素直に反映する形で開票結果・議席数が決まる可能性も低い。ただ、投開票 1 ヶ月前にもかかわらず、選挙の行方がますます見通し難しくなっていることは間違いない。

ドイツの政党支持率



●重要論点の気候変動対策：目標の程度と財政ルールのお考え方に差異

- 政策論に目を転じると、今回の選挙では気候変動対策が重要な論点の一つ。7/22 の世論調査では、約 8 割が「気候変動対策を強化すべき」と回答。各政党もこの政策領域への積極的な取り組みを公約している。
- 特に、緑の党はかなり踏み込んだ方針を示しており、2030 年の温室効果ガス削減目標を 1990 年比で ▲70% (現行目標は ▲65%)、脱石炭の時期を 2030 年 (現行目標は 2038 年) と設定。その実現のために、連邦及び EU の債務ルール (新規借入れの制限) を見直し、今後 10 年間、年間 500 億ユーロの公共投資を行うようにすることを公約に盛り込んでいる。また、8/3 には気候保護省や気候タスクフォースの設置構想を追加している。
- もっとも、気候変動対策が大規模になるほど、国民負担は増大する。今年新設された陸運・建築部門向けのドイツ国内 ETS (排出権取引) 価格は、2023 年時点で 35 ユーロ/トンと想定されているが、緑の党は 60 ユーロへの引き上げを掲げている。この場合、ガソリンやディーゼル価格の上昇は避けられず、日常的に車を使用する世帯への打撃は大きい。緑の党はこうした負担増への緩和策として再エネ賦課金の低減を併せて掲げているが、幅広く有権者の支持を得るためには、より具体的に還元プランを示す必要があるように思われる。
- また、連邦債務ルールについても、既に CDU・CSU と SPD の大連立政権は、コロナ対策で一時的にルール停止して大幅な借入れを行うなど、一定程度柔軟な運用を行っている。「長年の過少投資是正を目的とする大型支出とそれを可能にする財政規律の抜本的な見直し」を求める緑の党と、「経済情勢を鑑みた弾力的

な運用は必要ながら、EU 全体の財政規律弛緩につながりかねない連邦債務ルールの抜本改正までは避けるべき」とする CDU・CSU や SPD との間には、考え方の明確な差異が存在する。

- 気候変動対策は必要であるが、国民負担増や財政規律の弛緩をどこまで許容できるか——今回の総選挙ではドイツ有権者の覚悟の程度が問われている。

●選挙後の連立パターン：どれも交渉難航が予想される

- ドイツの次期政権は従来と同様に複数政党による連立政権となろうが、その組み合わせは全く見通せない状況にある。そうした中ではあるが、敢えて主な組み合わせ候補を挙げると、

- ① CDU・CSU、SPD、FDP (自由民主党) の 3 党による「ドイツ連立」
- ② CDU・CSU、緑の党の 2 党による「黒緑連立」
- ③ CDU・CSU、緑の党、FDP の 3 党による「ジャマイカ連立」
- ④ CDU・CSU、緑の党、SPD の 3 党による「ケニア連立」
- ⑤ 緑の党、SPD の 2 党による「赤緑連立」

の 5 通りである (色は政党のイメージカラーや国旗に基づいている)。

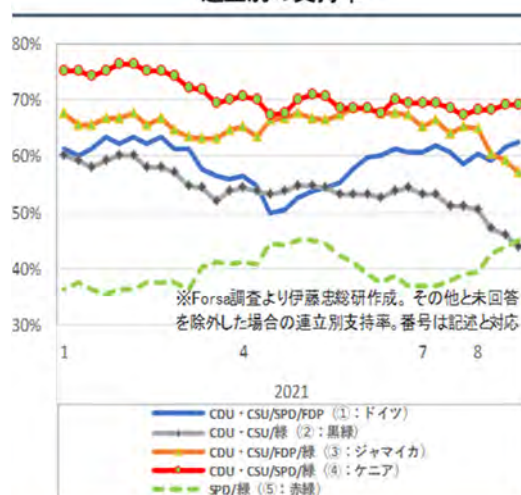
- 中道右派の CDU・CSU と新自由主義を掲げる FDP は、コール政権 (1982～1998 年) 及び第二次メルケル政権 (2009～2013 年) 時に連立を組んだ経験もあるなど、思想や政策路線で比較的折り合いがつきやすい。また、ラシェット CDU 党首は、自身が州首相を務めるノルトライン＝ヴェストファーレン (NRW) 州の連立パートナーである FDP と協力する意向を明らかにしており、FDP も応じる見込み³。

- 一方、緑の党は左派色が強く、FDP の政策思想とは大きな距離があり、歩み寄りには困難と見られる。従って、③の「ジャマイカ連立」の実現可能性は相対的に低いと考えられる。また、⑤の「赤緑」に FDP (黄) を加えた「信号連立」も難しいであろう。

- 中道左派の SPD は、現在 CDU・CSU と連立を組んでいるほか、シュレーダー政権 (1998～2005 年) 時には緑の党とも連立を組んでおり、今回の連立協議でもキャスティングボードを握り得る。ただ、SPD 党内では近年、長期連立によって CDU・CSU との差別化が困難化し、労働者層の支持を失ってきているとの見方が広がっている。そのため、CDU・CSU との連立継続に際しては、SPD が首相ポストを要求するなどの条件が浮上する可能性が高い。また、SPD が第一党を奪取した場合には、緑の党との「赤緑連立」の可能性も模索すると見る。

- 2017 年 9 月に行われた前回の連邦議会選挙後の連立交渉は難航し、政権樹立まで約半年間を要した (第 4 次メルケル政権は 2018 年 3 月に成立)。今回も早期妥結が見込まれる連立パターンは存在せず、メルケル現首相引退後のドイツ政局はきわめて流動的である。

連立別の支持率



³ そのため、仮に CDU・CSU と SPD が合計で過半数議席を確保できる場合でも、現行の 2 党連立の継続ではなく、FDP が加わって 3 党連立になる可能性が高いと考えられる。