

## 欧州情勢：景気は一旦減速も底堅さを維持、 ドイツ総選挙後の複雑な連立協議がスタート

7~9 月期の欧州景気は、コロナ感染再拡大で人出の回復ペースが鈍る中、個人消費を中心に 4~6 月期の高成長から一旦減速へ。しかし、ワクチン 2 回接種完了者が人口の 7 割超に達する国が増えており、行動制限を再強化する動きはきわめて限定的。従って、「2021 年内にコロナをめぐる混乱が収束する」との想定で、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引き続き予想。ドイツでは、9/26 の総選挙で SPD（社会民主党）が第 1 党となり、CDU・CSU は 16 年ぶりに第 2 党へ転落。両党は大連立を解消し、緑の党や FDP（自由民主党）との新たな連立を目指した主導権争いを開始。複雑な連立協議は数ヵ月単位で長期化へ。

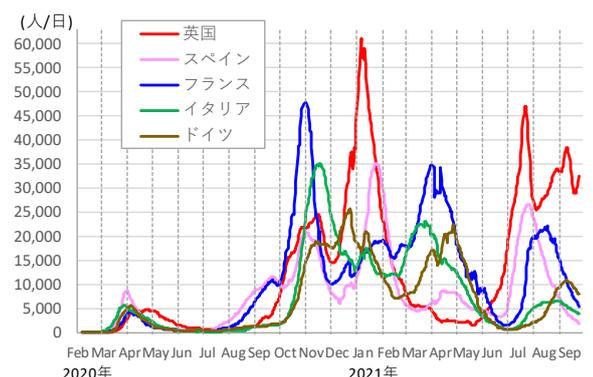
### (1) 欧州のコロナショックと景気動向

#### ●コロナショック：人出回復にブレーキも、ワクチン接種が進展し、行動制限再強化の動きも限定的

➤ コロナワクチン接種率（2 回接種を済ませた人の割合、人口比）は、英国が 9/23 時点で 70.0% に到達したが、65% を超えた 8 月入り以降上昇ペースが減速。1 ヶ月前（8/23）比での上昇幅は 1.6%Pt。EU 側では、スペインでの接種が着実に進み、9/23 時点の接種率は英国を上回る 77.7%（1 ヶ月前比+10.0%Pt）。イタリア（66.7%、+7.9%Pt）、フランス（65.0%、+8.9%Pt）も 7 割に接近。一方、ドイツ（63.2%、+4.4%Pt）は 6 割を超えたものの、1 回終了率（約 1 ヶ月先の 2 回接種率の目安）が 67.1%にとどまるなど、普及ペースが鈍化の方向<sup>1</sup>。

➤ 新型コロナ新規感染者数は、EU 側主要国（独・仏・伊・西）でピークアウト。特にスペインは 7 月下旬の 1 日 2 万 6 千人台から 9 月下旬には 2 千人程度まで減少（ワクチン接種の着実な進展と一部地域での夜間外出禁止の再導入が奏功か）。ただし、ドイツは、9 月上旬の 1 日 1 万人強から下旬に約 8 千人に減少した程度で、相対的に改善の動きが鈍い。一方、英国は、9 月下旬も 1 日 3 万人超のレベルで高止まり。英国で感染拡大が続く理由として、「9 月に学校が再開された」「広く使われたワクチンの感染抑止効果が相対的に低い<sup>2</sup>」などが挙げられているが、今のところ確証は見られないことから、先行きはなお不透明。

欧州主要国のコロナ新規感染者数（7日間移動平均）



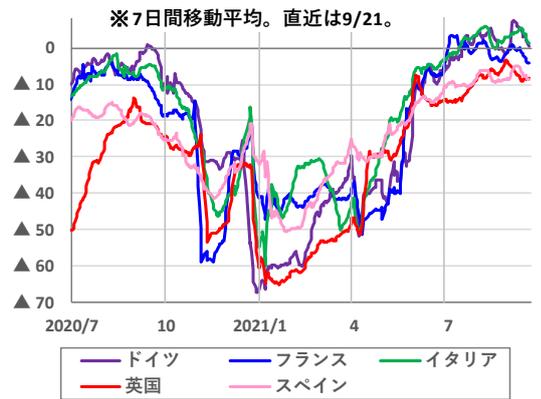
(出所) CEIC（データ元はWHO）（注）直近は9/18~24平均。

<sup>1</sup> ドイツでは、ワクチンの効果に対する懐疑的な見方、特に 10 代への接種に異論を持つ人が多いとの報道がある。なお、ドイツ以外の 1 回接種率は、9/23 時点で英 71.4%、仏 74.1%、伊 74.0%、西 80.4%。

<sup>2</sup> 他国に比べ、「メッセージャーRNA」タイプが接種される割合が小さかった。

- ▶ 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に全ての行動制限を解除。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「グリーンパス」活用のほか、7月中旬から一部地域に夜間外出禁止を再導入。
- ▶ こうした中、欧州での商業施設や娯楽施設への人出は、独・仏・伊で概ねコロナ前（昨年1/3～2/6の平均）の水準まで戻るなどしているが、各国で回復のピッチが4～6月期に比べ鈍化し、9月中下旬は弱含み。

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)

## ●経済指標：7～9月期成長率はユーロ圏・英国ともに鈍化する見込み

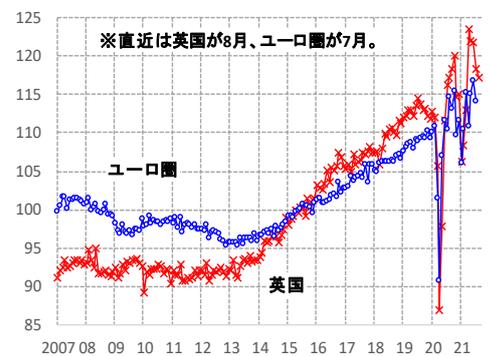
- ▶ 7～8月分（外食は9月分も）の経済指標は、7～9月期の欧州景気が個人消費（特に物販）を中心に、4～6月期の高成長（ユーロ圏：前期比2.2%、年率換算9.2%、英国：前期比4.8%、年率20.7%）からスロウダウンしていることを示唆。ただし、ワクチン接種率が主要各国で6～7割に達し、行動制限も総じて解除された中で、外食客数がコロナ前の水準を上回り続けるなど、底堅い動きも見受けられる。主な個別指標の最近の動きは以下の通り。

※小売売上高（数量ベース、自動車を除く）… 英国の7～8月平均は4～6月平均を3.3%下回った。7/19から行動制限が完全解除となったものの、コロナ感染が再び拡大する中で4～6月期の急増の反動が出ている。ユーロ圏の7月分も前月比▲2.2%、4～6月平均比横這いと増勢が一服。8月分は未公表。

※乗用車販売台数 … 英国（当社試算の季節調整値）では、4～6月期の年率195万台から7～8月平均は同191万台へと頭打ち。ユーロ圏（ECB算出の季節調整値）では、昨年10～12月期の年率1,048万台から今年1～3月期に同849万台へ落ち込んだ後、4～6月期も同845万台、7～8月平均も同782万台と減少が持続。小売売上高と同様にコロナ感染再拡大の影響が大きいと考えられるほか、半導体不足により各メーカーが生産抑制を余儀なくされていることの影響を指摘する向きも。

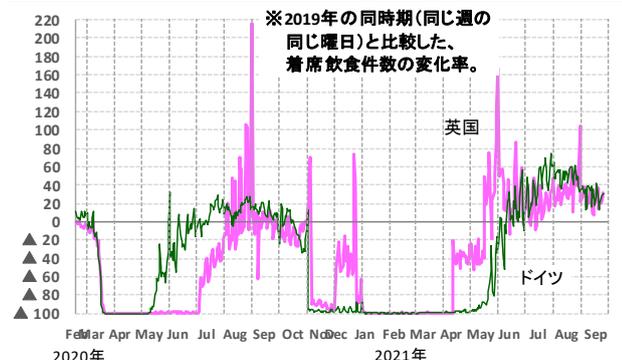
※ドイツと英国のレストラン来客数（着席飲食件数、2019年の同時期<同じ週の同じ曜日>との比較、予約サイトOpentableの集計）… 英国では、厳しい行動制限が再導入された1月以降ほぼ▲100%で推移していたが、4/12からの飲食店の屋外営業解禁、5/17からの屋内営

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

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9月25日。

業解禁を受けてプラス圏まで急回復し、その後9月下旬にかけても一進一退はあるがプラス圏で推移。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。その後9月下旬にかけてもプラス圏で推移しているが、増勢は緩やかに弱まる方向。

\***輸出** (財のみ、通関金額ベース) … 7月のユーロ圏の圏外向け輸出は4~6月平均比0.7%と、4~6月期の前期比2.2%から増勢が鈍化。仕向け地別の動きは一部未判明であるが、主にアジア向けや中東欧向けの減少が全体の伸びを抑えた模様。7月の英国の輸出は4~6月平均比▲2.1%と、4~6月期の大幅増(前期比13.8%)の反動もあって減少。コロナ禍およびBrexit以前の2019年平均からは12.6%も低い水準にとどまる状況。

\***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) … 4月(▲3.1Pt)から7月(▲8.5Pt)にかけて1985年の統計開始以来の最低水準を4ヵ月連続で更新した後、8月は▲6.9Ptと14ヵ月ぶりに上昇したが、依然として大幅な「在庫不足」の状態が持続。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) … 8月は3.0%と2011年11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(8月15.4%)になっていることが大きく影響しているが、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も7月の0.9%から8月は1.6%へ上昇。上述の「在庫不足」が財(モノ)の価格を押し上げ始めた側面がある。

## ●ECB 金融政策：コロナ危機対応を徐々に縮小も、 景気回復を支える基本スタンスは変わらず

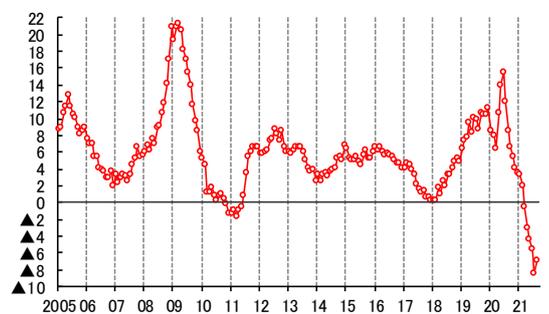
➤ ECB (欧州中銀) は9/9の定例理事会で、コロナ危機対応策の一環であるPEPP (パンデミック緊急購入プログラム) による資産買入れペースを緩めていく方針を決定。PEPPは、ECBが2020年3月から2022年3月にかけて総額1兆8,500億ユーロの枠内で債券などを買入れる量的緩和措置。今年8月末までに合計1兆3,373億ユーロの資産が購入されてい

ユーロ圏と英国の輸出  
(財、金額ベース、季節調整値)



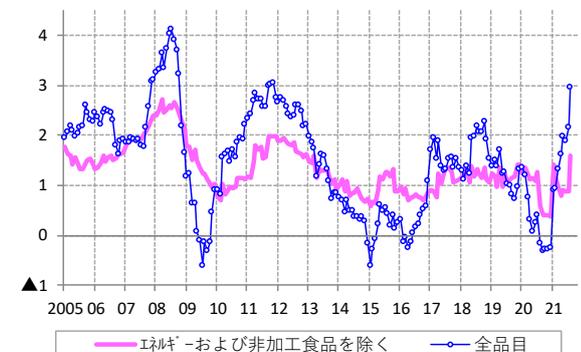
(出所) CEIC Data

ユーロ圏鉱工業の在庫DI (「多い」-「少ない」、%Pt)



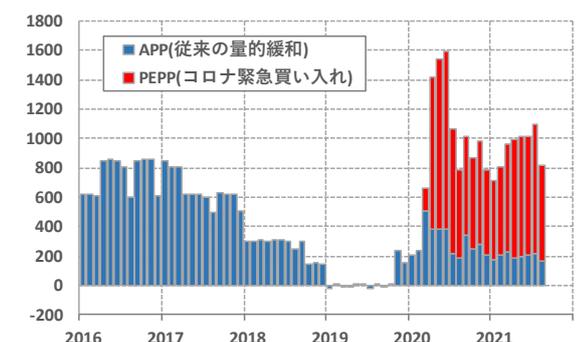
(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の消費者物価 (前年同月比、%)



(出所) Eurostat

ECBによる資産買入れ額 (ネット、億ユーロ)



(出所) ECB

- る。ECBは、今後3カ月の購入ペースを過去2四半期の平均（月800億ユーロ程度）よりも「適度に」低くすると表明（600億ユーロ程度との観測が広がっている）。行動制限の解除など経済正常化に向けた動きが進む中で、ECBも緊急対応措置を徐々に縮小へ。
- ▶ もっとも、ECBは今回の決定事項が「米国に先行した金融政策の転換」と解釈されないよう配慮する姿勢も。具体的には、今年12月の理事会で、①PEPPの期限を延長する、あるいは、②PEPPを予定通り来春に終了させる一方で従来の資産購入プログラム（APP）での買い入れペースを増額するなど、量的緩和を急激に縮小しないための方策を検討する予定。APPはECBによる量的緩和政策の中核的な仕組みであり、現在もPEPPとは別に月200億ユーロ程度のペースで債券などが買い入れられている。
  - ▶ また、ECBは、3%に達した現下のインフレ率上昇について「エネルギー価格上昇や供給側のボトルネックによる一時的な動き」との見解を改めて示し、インフレ抑制のために直ちに金融引き締め動く必要性を否定。
  - ▶ 従って、ECBは今後も、量的緩和全体の減速・終了、さらには2023年入り以降と目される政策金利の引き上げを慎重に進めていくと考えられる。すなわち、ECBの金融政策は、少なくとも当面のユーロ圏の景気回復を妨げる要因にはならないと判断される。

#### ●欧州経済の先行き：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%

- ▶ 今秋から2023年にかけての欧州経済について、弊社（伊藤忠総研）は今号でも、ユーロ圏・英国ともに景気回復基調を維持するとの基本的見方を維持。具体的には以下の通り。
- ▶ 欧州経済は、デルタ株の蔓延や今年前半の高成長の反動などから7～9月期に一旦減速するものの、大半の主要国でコロナワクチン2回接種率が10月までに7割を超える見込みの中、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・英国とも今年10～12月期に成長ペースが再加速し、2022年入り後も回復傾向が続くと予想。
- ▶ 特にユーロ圏では当面、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い。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。また、2022年1～3月期にも、実質GDPがコロナ前（2019年10～12月期）の水準を取り戻す見通し。
- ▶ 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。
- ▶ 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。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。
- ▶ 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

活動に再び制約がかかる事態になると、在庫復元の遅れ（モノ不足）から物価上昇圧力が一層強まり、ECB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。

(2) ドイツ連邦議会選挙（9/26）の結果と新しい連立の行方

●暫定開票結果（9/27公表）：SPDが僅差で第1党に、CDU・CSUは過去最低の得票率

- 9/26 投開票のドイツ連邦議会選挙では、連立与党の一角である SPD（社会民主党）が得票率 25.7% で 16 年ぶりに第 1 党の座を奪取。国政最大会派の CDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）は、得票率が過去最低の 24.1% にとどまり、僅差ながら 2 位に転落した。その他、環境政党の「緑の党」が 14.8% と過去最高の得票率を記録し第 3 党へと躍進。市場原理を重視する FDP（自由民主党）は 11.5% の得票で前回（2017 年）と同じ 4 位を維持した。一方、右派・反 EU の AfD（ドイツのための選択肢）は 10.3%、左派・社会主義の「左翼党」は 4.9% と、いずれも得票率を下げた。

党名	党首	思想	得票率	
			今回	前回(2017年)
SPD	社会民主党	シオルツ氏	25.7	20.5
CDU・CSU	ドイツキリスト教民主同盟／ バイエルンキリスト教社会同盟	ラシェット氏	24.1	32.9
Bündnis 90 /Die Grünen	同盟90／緑の党	ベアボック氏	14.8	8.9
FDP	自由民主党	リントナー氏	11.5	10.7
AfD	ドイツのための選択肢	モイテン氏、クルパラ氏	10.3	12.6
Die Linke	左翼党	ウイスラー氏、ウイロー氏	4.9	9.2

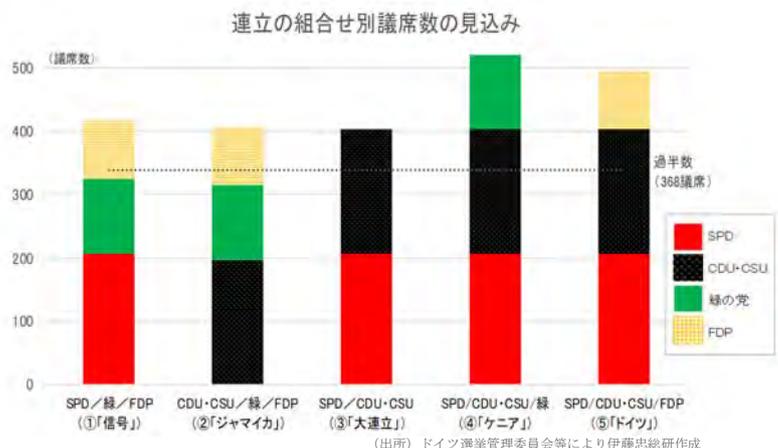
- これにより、各党・会派の獲得議席数（総議席数 735）は、SPD が 206、CDU・CSU が 196、緑の党が 118、FDP が 92、AfD が 83、左翼党が 39、その他が 1 となった。

※改選前（総議席数 709）は、CDU・CSU 246、SPD 153、AfD 94、FDP 80、左翼 69、緑 67、その他 0。

●連立協議に向けた動き：SPD と CDU・CSU が主導権争い、緑の党と FDP が相乗りを模索

- 以上の開票結果を受けて、SPD のシオルツ党首は 9/27、緑の党や FDP との 3 党連立による新政権樹立への意欲を示し、「CDU・CSU は下野すべき」とも発言。また、CDU・CSU が次期首相候補とするラシェット CDU 党首も、既に FDP と接触したことを明らかにしたほか、緑の党とも今後協議する考えを言明。連立政権樹立に向けた主導権争いが始まり、メルケル現首相の後任の座をめぐるレースも最終段階に入った。

- SPD と CDU・CSU が大連立の解消を打ち出す中、緑の党と FDP は、議会での合計過半数確保のため、「2 党協調」の上で SPD もしくは CDU・CSU と組むことが政権参加への条件に。しかし、環境政策実現のために企業や富裕層の負担増を止む無しとする緑の党と、法人税減税や富裕層減税を掲げる FDP との間には、政策路線で大きな隔たりがある。また、緑の党は SPD、



FDP との「信号連立」、FDP は CDU・CSU、緑の党との「ジャマイカ連立」を望んでいるともされる<sup>3</sup>。両党は 9/29 より政策の妥協点を探るための「予備協議」を始めた模様であるが、歩み寄りができるのかは不透明。

- すなわち、今後の連立協議ではまず、第 3 党の緑の党と第 4 党の FDP による「予備協議」の成否が注目すべきポイントとなる。仮に「予備協議」が妥結して 2 党共同で政権参加できる運びとなれば、①SPD+緑+FDP による「信号連立」、もしくは、②CDU・CSU+緑+FDP の「ジャマイカ連立」のいずれかの成立に向けて、SPD と CDU・CSU による主導権争いが激化する見込み。
- 一方、「予備協議」が決裂して緑の党と FDP が共同で政権参加しない場合、多数派工作の結果として、③SPD と CDU・CSU による「大連立 (の継続)」が視野に入ってくるであろう。さらに、「大連立」に緑の党もしくは FDP が乗る形で、④「ケニア連立」(SPD+CDU・CSU+緑)、⑤「ドイツ連立」(SPD+CDU・CSU+FDP) に至る可能性も排除できない。
- ドイツの連立交渉は、前々回 (2013 年) が約 3 ヶ月、前回 (2017 年<sup>4</sup>) が約 6 ヶ月を要した。今回も数ヶ月単位の交渉期間となる可能性がある<sup>5</sup>。
- いずれの組み合わせでも連立交渉の過程で政党間の譲歩が求められるため、現時点でドイツ新政権の政策路線を展望することは困難 (各政党の主な選挙公約は下表を参照されたい)。もっとも、①現政権を担ってきた中道派政党の CDU・CSU、もしくは SPD が新しい連立の主導権を握ること、②特に三党連立の場合、緑の党の「財政規律緩和」などの先鋭的な政策は、擦り合わせの過程で削られていく可能性が高いことなどを勘案すると、新政権の政策運営は少なくとも親 EU 路線が踏襲・推進され、内政面でも大幅な軌道変更が図りにくいのではないかと現時点では考えられる。

【主要 4 党の政策比較 (SPD、CDU・CSU、緑の党、FDP)】

※各種報道をもとに伊藤忠総研作成

		SPD	CDU・CSU	Bündnis 90 /Die Grünen	FDP
財政	スタンス	財政規律を遵守する中での緩和措置 ・債務プレーキの再導入、その範囲内での新規借入及び投資を推進	財政規律重視 ・債務プレーキの早期再導入	財政規律緩和 ・10年間で5,000億ユーロの環境関連投資を計画 ・債務プレーキの見直し	財政規律重視 ・債務プレーキの再導入
	税制	・富裕層増税 ・金融取引税の導入	・増税は行わず ・法人税減税	・富裕層増税 ・炭素税増税	・法人税減税 ・富裕層減税
	対EU	・EUの財政ルールである「安定・成長協定」の「サステナビリティ協定」への改定 ・財政統合に賛成	・マーストリヒト条約の財政規律遵守 ・財政統合に反対	・「安定・成長協定」の「投資及び安定化協定」への改定 ・財政統合に賛成	・パンデミック後、EU財政ルールの再導入を求める ・財政統合に反対
環境政策	・2030年の温室効果ガス削減目標を1990年比で▲65%、2045年までに実質ゼロ (現行目標を踏襲)	・2030年の温室効果ガス削減目標を1990年比で▲65%、2045年までに実質ゼロ (現行目標を踏襲)	・2030年の温室効果ガス削減目標を1990年比で▲70%、2040年までに実質ゼロ ・脱石炭の時期を2030年に (現行目標は2038年)	・2050年までに実質ゼロ (EU全体の目標と整合的) ・排出量取引制度の全セクターへの拡充	
その他国内政策	・最低賃金引上げ (時給12ユーロ) ・インフレ連動型家賃の導入 (家賃上昇に歯止め)	・2025年までに150万戸以上の住宅建設を促進 (家賃上昇に歯止め)	・最低賃金引上げを支持	・家賃の上限設定に反対	
その他対外政策	・「欧州の平和は、ロシアに対抗するのではなく、ロシアと共にのみ成り立つ」との考え ・ノルドストリーム2建設続行 ・NATO支持	・中国をライバルであると同時に潜在的なパートナーでもあると評価 ・ノルドストリーム2建設続行 ・NATOへの強固な支持 ・ドイツ連邦軍の海外派遣推進	・中国をライバルであると同時に潜在的なパートナーでもあると評価 ・中国、ロシアの人権侵害を批判 ・ノルドストリーム2建設中止 ・NATO支持だが、2%ルール (24年までに国防費をGDP比2%以上に引き上げる目標)には反対	・中国、ロシアに対して批判的 ・ノルドストリーム2建設中止 ・NATO支持	

<sup>3</sup> ドイツでは、各政党のイメージカラー (SPD : 赤、CDU・CSU : 黒、緑の党 : 緑、FDP : 黄) を組み合わせた様々な呼び方が定着している。

<sup>4</sup> 「ジャマイカ連立」が模索されたが交渉が決裂し、最終的に「大連立」となった。

<sup>5</sup> 新政権誕生までの間は、メルケル現首相が首相職を続ける。