
欧州経済展望

2022年2月

 株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/euro/>

目次

- ◆ユーロ圏景気概況 p. 1
- ◆ユーロ圏トピック：天然ガス価格の高騰で高まるインフレ圧力 . . . p. 2
- ◆英国：経済活動、金融政策ともに正常化が進展 p. 3
- ◆欧州経済見通し p. 4
- ◆欧州金利見通し p. 5

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 梶野 裕貴 （Tel：070-3344-2620 Mail：togano.yuki@jri.co.jp）

<メルマガ>



<Twitter>



- ◆本資料は2022年2月8日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

ユーロ圏景気概況：成長ペースは鈍化

◆景気は10～12月期に減速

ユーロ圏の2021年10～12月期の実質GDPは、コロナ禍前の2019年平均を上回る水準まで回復。もっとも、前期比年率+1.2%と前期から成長ペースは鈍化。

◆ドイツがマイナス成長

国別にみると、フランスやイタリアが堅調であった一方、ドイツは前期比年率▲2.9%とマイナス成長に。

主因は個人消費の下振れ。ドイツの小売売上数量や新車登録台数は、ユーロ圏全体対比でも弱含み。サービス消費も新型コロナウイルス感染拡大で下押しされた公算大。

◆景気下押し圧力は1～3月期にも残存

2022年入り後も、オミクロン株の感染者急増など、サービス消費への下押し圧力は残存。ドイツをはじめとするユーロ圏主要国では人出がコロナ禍前の約8割の水準。

◆4～6月期にかけて景気は徐々に回復

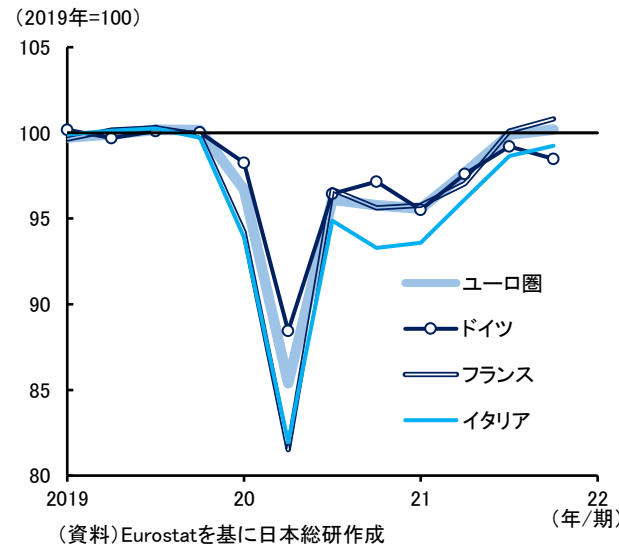
もっとも、以下の3点から景気は徐々に回復する見通し。

第1に、感染状況の改善。新規感染者数は足元でピークアウトの兆し。各国ではブースター接種が急速に進展しており、今後の感染拡大抑制に寄与する見込み。

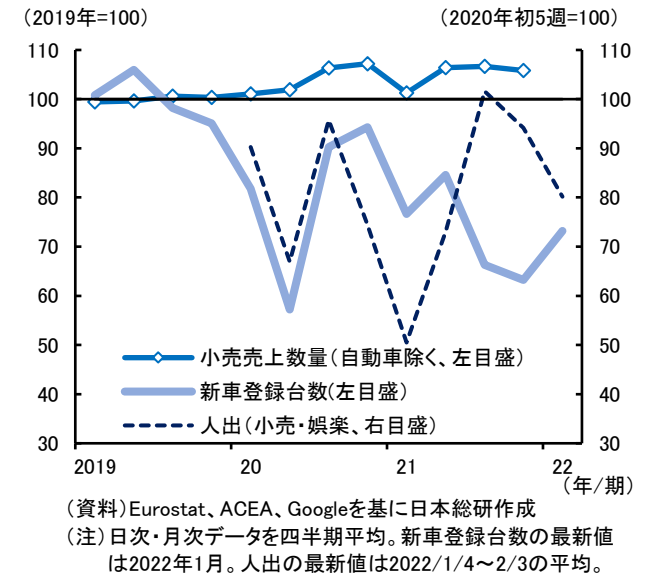
第2に、供給制約の緩和。在庫不足で販売機会を逸してきた自動車などの財消費は次第に回復する公算大。

第3に、企業の設備投資意欲が回復。ECBの銀行貸出調査によれば、設備投資向けの資金需要が高まっており、銀行の貸出態度も先行き緩和的に。先送りされてきた設備投資は、復調する見通し。

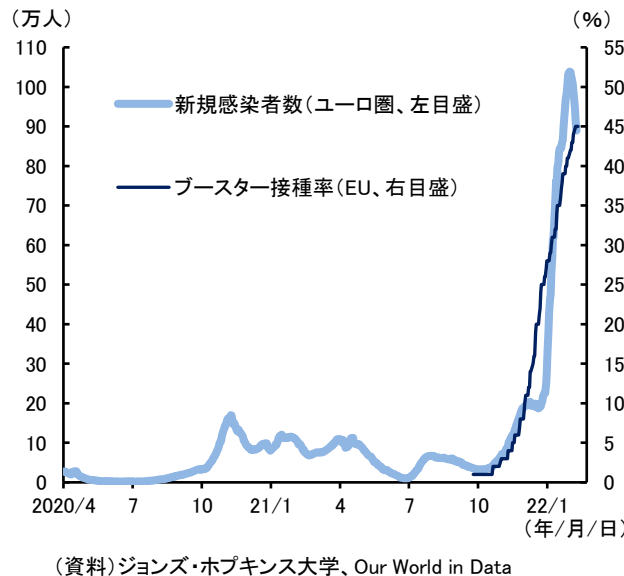
ユーロ圏各国の実質GDP



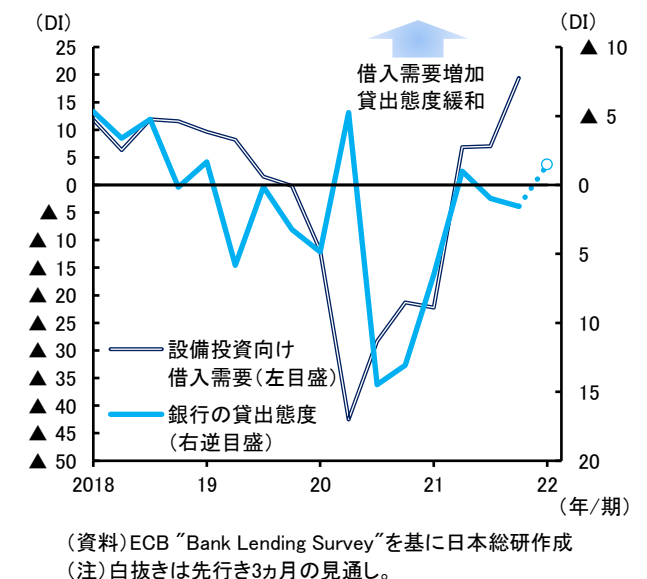
ドイツの個人消費関連指標



欧州の新型コロナ関連指標



ユーロ圏企業の借入需要と銀行の貸出態度



ユーロ圏トピック：天然ガス価格の高騰で高まるインフレ圧力

◆天然ガス価格が高騰

欧州では、天然ガス価格が高騰。この背景には、脱炭素への取り組みや地政学リスクの高まり。昨秋、再生可能エネルギーの不調に起因する電力不足などから、天然ガスへの代替需要が急増。昨年末以降は、ウクライナ情勢の緊迫化でロシアからの供給減も意識され、天然ガス価格は続騰。

◆今年のインフレ率を0.7%ポイント押し上げ

天然ガス価格の高騰でユーロ圏の光熱費が大幅上昇。光熱費の上昇は足元のインフレ率を1%強押し上げ。先物価格を基に試算すると、光熱費は2022年通年のインフレ率を+0.7%ポイント押し上げる計算。

◆基調的なインフレ圧力を高める可能性

さらに、エネルギー高が光熱費だけでなく、次の2つの経路でコア物価を押し上げ、基調的なインフレ圧力を高める可能性。

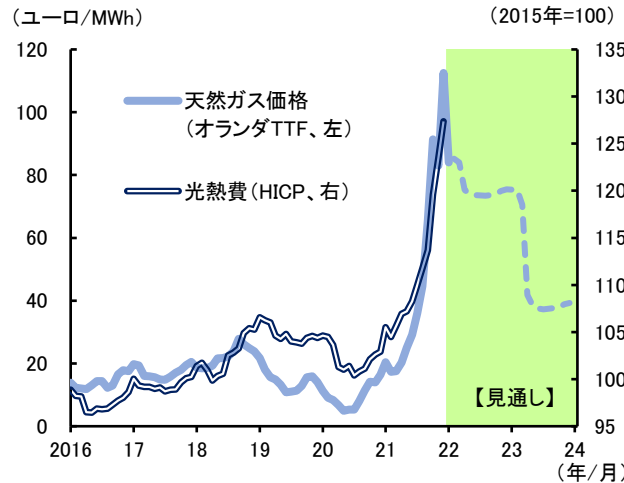
第1に、コア財への価格転嫁。製造業は投入コストの上昇を販売価格に転嫁することを辞さない姿勢。こうした姿勢が維持されれば、エネルギーコストの価格転嫁が進むことで、コア財の物価上昇率は一段と高まる可能性。

第2に、賃上げ加速。欧州では賃金の物価スライド制が普及しており、雇用者の4割が対象に。物価スライドの対象となる雇用者の約半分でエネルギー高が賃金上昇に寄与する構造であるため、エネルギー高が賃金に波及し、それが物価を押し上げる恐れあり。

◆ECBはインフレ率の高止まりを警戒

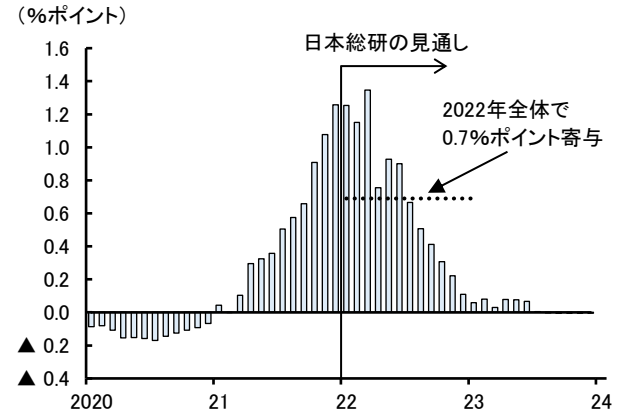
ECBは2月の理事会で金融政策を据え置いたものの、インフレ率が従来の見通しよりも上振れる可能性を示唆。次回3月の理事会と同時に公表される物価見通しは、政策金利に関するフォワードガイダンスの一部を満たすものになると予想。

ユーロ圏の天然ガス価格と光熱費



(資料)Refinitiv, Bloomberg L.P., Eurostat
(注)天然ガス価格は月平均。天然ガス価格の見通しは直近1カ月の先物価格の平均。

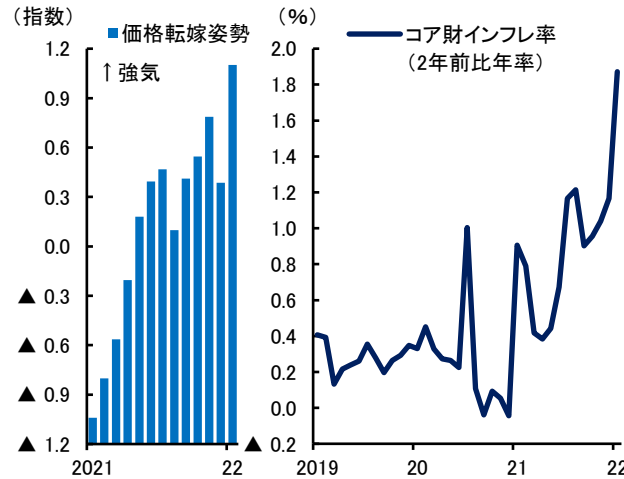
ヘッドラインインフレ率に対する光熱費の寄与度



(資料)Eurostat, 欧州委員会
(注)光熱費の見通しは、以下の推計式に天然ガス価格の見通し(左図)を代入して試算。GDPギャップは欧州委員会。

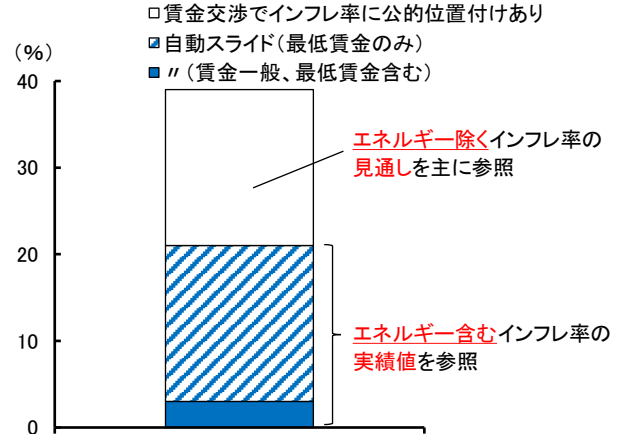
【推計式】
光熱費前年比=1.43+0.04*天然ガス価格前年比(3ヵ月ラグ)
+0.41*GDPギャップ、補正R2=0.88、推計期間:2016~21年

製造業の価格転嫁姿勢とコア財インフレ率



(資料)IHS Markit, Eurostatを基に日本総研作成
(注)価格転嫁姿勢は、過去10年の平均・標準偏差で正規化したPMIの産出価格指数と投入価格指数の差。

賃金の物価スライド制の普及状況(ユーロ圏)



(資料)ECB, "The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages," Economic Bulletin, Issue 7/2021.
(注)2021年の民間部門雇用者全体に占める割合。

英国：経済活動、金融政策ともに正常化が進展

◆景気は減速も、回復基調は崩れず

英国景気の回復ペースは鈍化。1月のコンポジットPMIは54.2と、好不況の判断の分かれ目となる「50」を上回ったものの、2カ月連続で10～12月平均を下回る水準で推移。

もっとも、先行きも景気回復の基調は崩れない公算大。新型コロナ感染者数がピークアウトしていることなどから、英国政府はコロナ関連の規制を全面的に解除する方針。

◆賃金インフレが進行

経済活動の正常化が進むなか、労働需給のひっ迫を映じて賃金インフレが進行。BOEの試算では、一時帰休者や労働者構成の変化といった特殊要因の影響を除いた基調的な名目賃金上昇率は、2021年9～11月平均で前年比+4%とコロナ禍前の水準を上回る高い伸び。先行きも賃金上昇率は高めの水準で推移するとの想定。

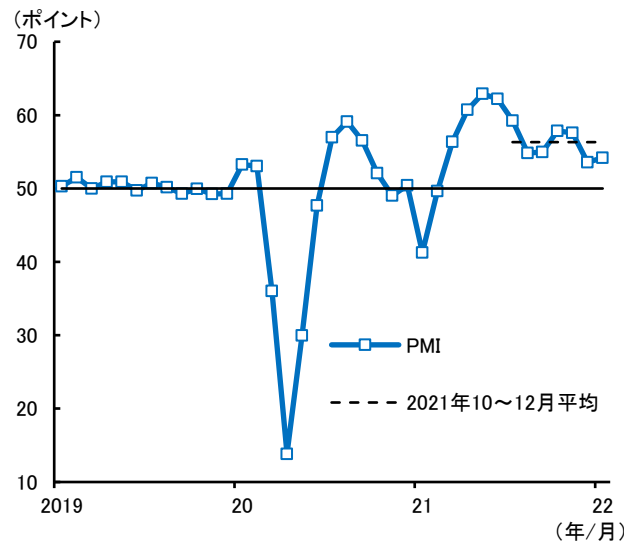
こうした労働コストの上昇は引き続き物価上昇圧力となる見込み。英国企業は、労働コストの製品価格への転嫁に積極的。

◆BOEは連続利上げ

BOEは2月の金融政策委員会(MPC)で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げ。また、満期を迎えた国債の再投資停止や社債の売却によるバランスシート縮小も開始される見通し。

2%を大幅に上回るインフレ率が当面続くと見込まれることから、BOEは次回3月のMPCで政策金利を0.75%に、次々回5月のMPCで1.00%に引き上げると予想。

英国のコンポジットPMI



(資料)IHS Markitを基に日本総研作成

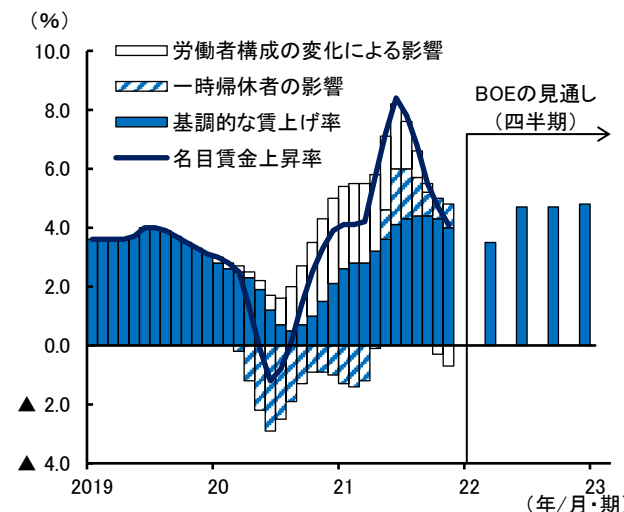
英国の新型コロナ関連規制

国内規制	1/27～	・屋内施設でのマスク着用義務撤廃 ・イベント等でのワクチン接種証明の提示義務撤廃
自主隔離(陽性者)	1/17～	隔離5～6日目の検査で陰性、かつ発熱がなければ終了
	(3/24～)	すべての自主隔離義務を終了
水際対策	2/11～	ワクチン接種完了者は検査不要で入国可(高リスク国除く)

(資料)各種報道を基に日本総研作成

(注)感染状況次第で陽性者の自主隔離義務の終了時期は前倒しされる可能性。

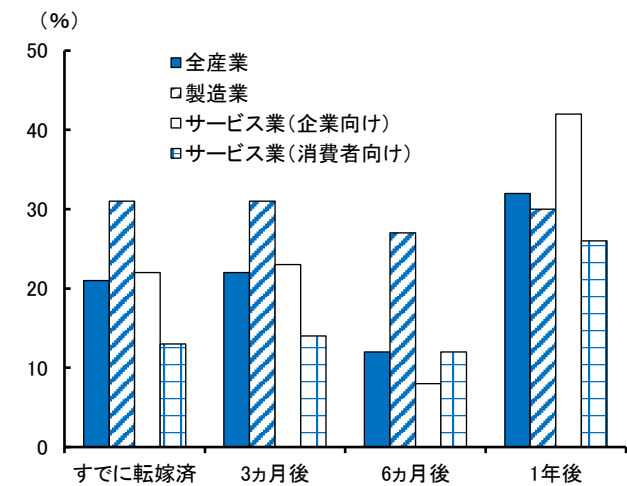
英国の名目賃金上昇率(前年比)



(資料)BOE "Monetary Policy Report, February 2022"

(注)民間部門、ボーナス除く。

労働コストの価格転嫁時期(英国企業)



(資料)BOEを基に日本総研作成

(注)足元の賃金上昇圧力が製品価格の上昇に与える影響に関するサーベイへの回答割合(複数回答可)。

欧州経済見通し：下押し圧力を受けつつも、年央にかけて景気は回復

<ユーロ圏>

◆年央にかけて景気は徐々に回復

ユーロ圏では、エネルギーを中心とする高いインフレ率が当面の景気下押し圧力となるものの、新型コロナの感染状況の改善や供給制約の緩和に伴い、年央にかけて景気は徐々に回復する見通し。復興基金による資金供与の本格化も経済を下支えする見込み。

インフレ率は、原油・天然ガス価格の上昇などの影響で当面は上振れ。23年にかけて徐々に低下していくものの、2%をやや上回る水準で推移する見込み。

<英国>

◆2022年春先にコロナ禍前水準を回復

英国では、ユーロ圏と同様、供給制約などの景気下押し圧力が徐々に減衰するため、2022年1～3月期には新型コロナ流行前の経済活動水準を取り戻す見込み。もともと、BOEによる金融引き締めが年後半の景気の重石となる見通し。

インフレ率は、BOEの目標値である2%を大きく上回る推移が続く見込み。資源高のほか、Brexitや新型コロナを受けた移民の減少により人手不足が深刻化しており、賃金の上昇圧力が高まっていることが基本的背景に。

欧州各国の経済・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、%)

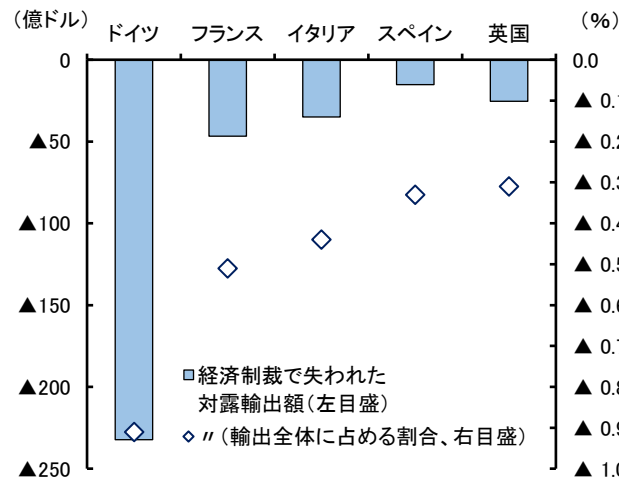
(前年比、%)

		2021年								2022年						
		1～3		4～6		7～9		10～12		1～3	4～6	7～9	10～12	2020年	2021年	2022年
		(実績)								(予測)						
ユーロ圏	実質GDP	▲ 0.8	9.1	9.4	1.2	2.3	3.9	3.6	2.6	▲ 6.4	5.2	3.8	▲ 6.4	5.2	3.8	
	消費者物価指数	1.1	1.8	2.8	4.6	4.8	3.6	3.0	2.4	0.3	2.6	3.4	0.3	2.6	3.4	
ドイツ	実質GDP	▲ 6.6	9.0	6.8	▲ 2.9	4.0	4.3	3.5	3.0	▲ 4.9	2.8	3.2	▲ 4.9	2.8	3.2	
	消費者物価指数	1.8	2.2	3.6	5.4	5.0	4.0	2.8	2.0	0.4	3.2	3.4	0.4	3.2	3.4	
フランス	実質GDP	0.6	5.4	13.2	2.9	1.4	2.2	1.9	1.7	▲ 8.0	7.0	3.6	▲ 8.0	7.0	3.6	
	消費者物価指数	1.0	1.8	2.2	3.3	3.2	2.6	2.0	1.7	0.5	2.1	2.4	0.5	2.1	2.4	
英国	実質GDP	▲ 5.0	23.6	4.3	2.4	2.2	3.0	2.1	2.0	▲ 9.4	7.1	3.8	▲ 9.4	7.1	3.8	
	消費者物価指数	0.6	2.1	2.8	4.9	5.7	7.0	6.2	5.4	0.9	2.6	6.1	0.9	2.6	6.1	

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

(注)シャドーは予測値。

経済制裁が欧州各国の対露輸出に与えた影響



(資料)独キール世界経済研究所(2017)“The Cost of Sanctions: Estimating Lost Trade with Gravity”

(注)2014年のクリミア危機の際の対露経済制裁に関する試算。

【ホット・トピック】

◆緊迫化するウクライナ情勢

2021年末以降、ロシアによるウクライナ侵攻への懸念が浮上。米国、NATO、独仏などの欧州各国は外交交渉による解決を目指すものの、現時点で議論は平行線。

ロシアは欧州にとって最大のエネルギー供給国。天然ガス・石油の輸入が抑制されれば、インフレ率の高止まりが続くリスク。

さらに、輸出面への影響も見逃せず。ロシアはEUにとって第5位の貿易相手国。2014年のクリミア危機の際に行われた対露経済制裁は輸出減少を通じて各国の経済を下押し。とくに、ドイツが受けたマイナス影響は大。米バイデン政権はロシアがウクライナに侵攻した場合、14年よりも厳しい経済制裁を課す方針。これが実施されれば、対露輸出下振れを通じて欧州各国にもマイナス影響が及ぶ公算大。

欧州金利見通し：ECBに先行して、BOEは金融政策正常化へ

<ユーロ圏>

◆ ECB：利上げは23年以降

ECBは2月の理事会で金融政策を据え置いたものの、インフレ率の上振れが続いていることから、2022年内の利上げの可能性を排除せず。もっとも、賃金の伸びが低位であることやGDPギャップの解消が本年末頃になると予想されることなどから、年内は資産買い入れやマイナス金利政策が継続される公算大。

独10年債利回りは、ECBによる資産買い入れペース鈍化が押し上げ圧力に。もっとも、利上げを急がないECBの姿勢が重石となり、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

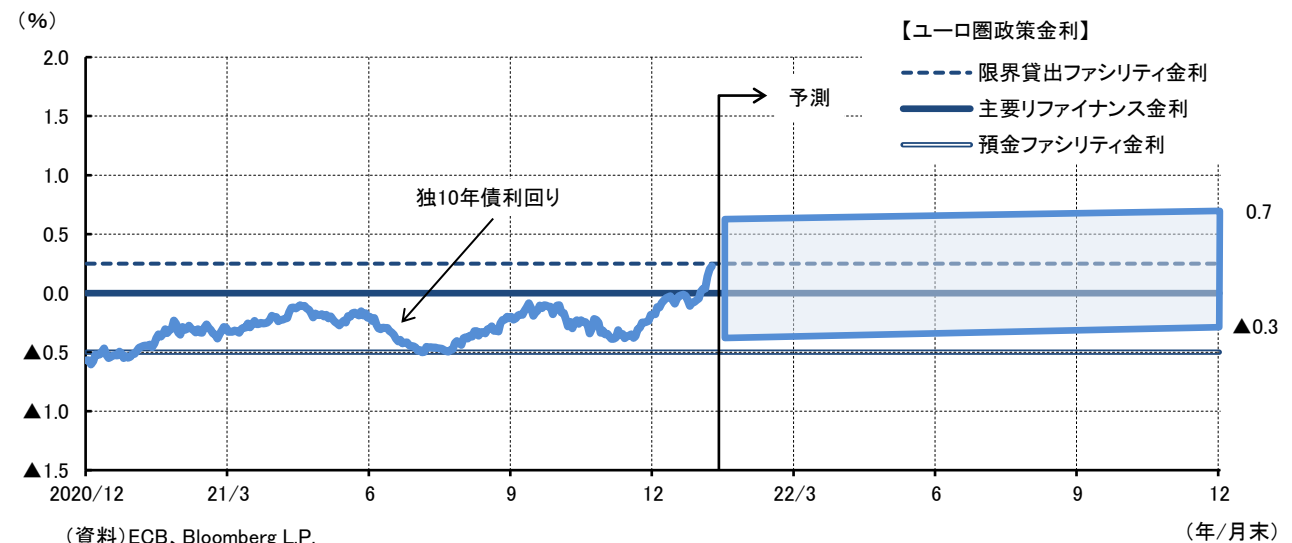
<英国>

◆ BOE：連続利上げへ

BOEは2月の金融政策委員会（MPC）で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げ。また、満期を迎えた国債の再投資停止や社債の売却によるバランスシート縮小（量的引き締め、QT）も開始される見通し。賃金インフレが進行しており、2%を大きく上回るインフレ率が当面続くと見込まれることから、BOEは次回3月のMPCで政策金利を0.75%に、次々回5月のMPCで1.00%に引き上げると予想。その後は、購入した国債の売却も開始する見通し。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め姿勢が押し上げ圧力に。もっとも、タカ派的なBOEの姿勢を受けて中長期的なインフレ期待が抑制されるため、上昇余地は限定的となる見通し。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し

