
欧州経済展望

2022年3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：ウクライナ情勢深刻化でインフレがさらに加速 . p. 2
- ◆英国：景気下押し圧力を受けるなかでもBOEは利上げ継続 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3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、作成日時点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：ロシア経済悪化が下押し圧力に

◆足元で景況感は復調

ユーロ圏の2月のPMI（総合）は55.5と前月から反発し、好不況の判断の分かれ目となる「50」を上回る水準に。業種別にみると、製造業はほぼ横ばいであった一方、感染状況の改善を受けてサービス業が復調。

◆ウクライナ侵攻を受け、対ロ制裁を発動

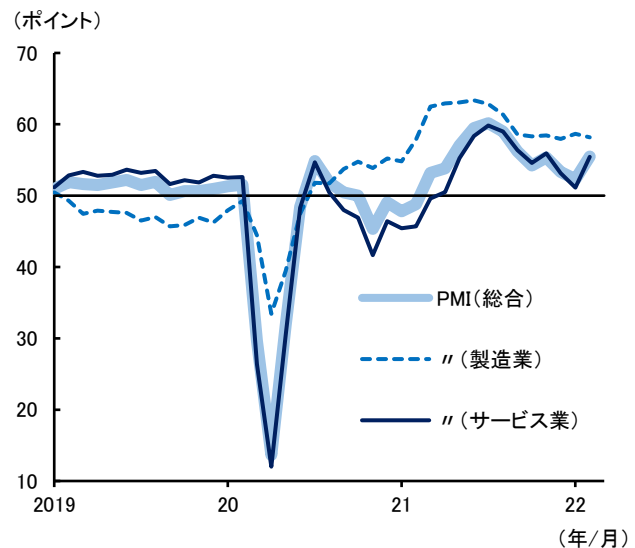
2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻を受け、欧州各国はロシアへの経済・金融制裁を発動。内容は、半導体をはじめとする輸出規制、ロシアの一部銀行のSWIFT（国際銀行間通信協会）からの排除、ロシア中銀の外貨準備の利用制限など。

◆対ロ貿易縮小が景気下押し圧力に

これらの制裁に伴うロシア経済の悪化は、対ロ輸出の減少などを通じてユーロ圏景気を下押しする見通し。ユーロ圏各国の財輸出全体に占めるロシア向けのシェア（2020年時点）をみると、バルト3国やフィンランドなどの北欧諸国で高水準。主要国のなかでは、ドイツやイタリアのシェアが比較的大。ユーロ圏全体でみると、対ロ輸出は財輸出全体の3%程度。財輸出全体がユーロ圏のGDPに占める割合は約3分の1。これを踏まえると、仮にロシア向け財輸出が1割減少すれば、GDPを単純計算で▲0.1%ポイント下押し。

輸入面からの影響も大。欧州は他国と比べて原油・天然ガスのロシアへの依存度が高く、ロシアからの供給が滞れば、エネルギー不足に陥り、各国で減産圧力が強まる公算大。

ユーロ圏のPMI

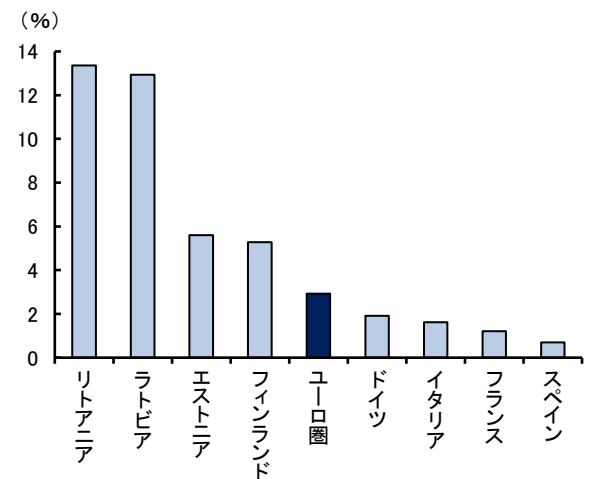


対ロシア経済・金融制裁の概要

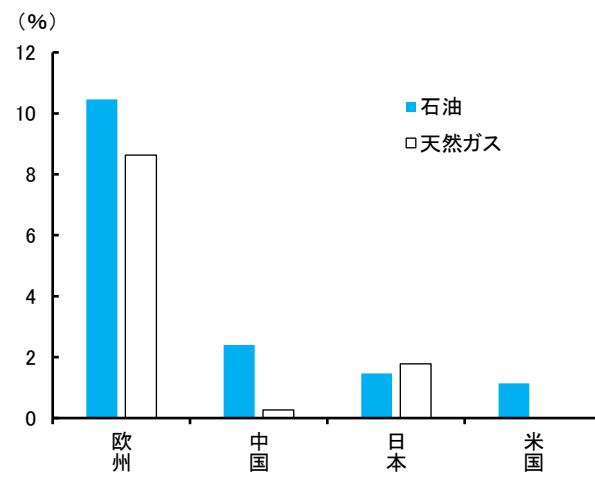
経済面	金融面
<ul style="list-style-type: none"> ・独口間を結ぶ天然ガスパイプライン「ノルドストリーム2」の稼働見送り ・半導体などの輸出規制 ・ロシアの航空機によるEU域内の発着と領空通過を原則禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ロシア政府、軍関係者のEU域内の資産凍結 ・ロシア中銀のEU資本・金融市場へのアクセス制限 ・ロシア中銀の外貨準備に関連した取引禁止 ・国際的な決済ネットワークであるSWIFT（国際銀行間通信協会）からのロシアの一部銀行の排除

(資料) EUプレスリリース、各種報道を基に日本総研作成

ロシア向け財輸出シェア(2020年)



一次エネルギー消費に占めるロシア依存度



ユーロ圏トピック：ウクライナ情勢深刻化でインフレがさらに加速

◆エネルギーを主因に高インフレが持続

ユーロ圏の2月の消費者物価指数（HICP）は前年比+5.8%と前月（同+5.1%）から一段と加速し、過去最高の伸び。内訳をみると、エネルギーの寄与が全体の約6割を占める状況。

◆当面、エネルギーインフレは継続

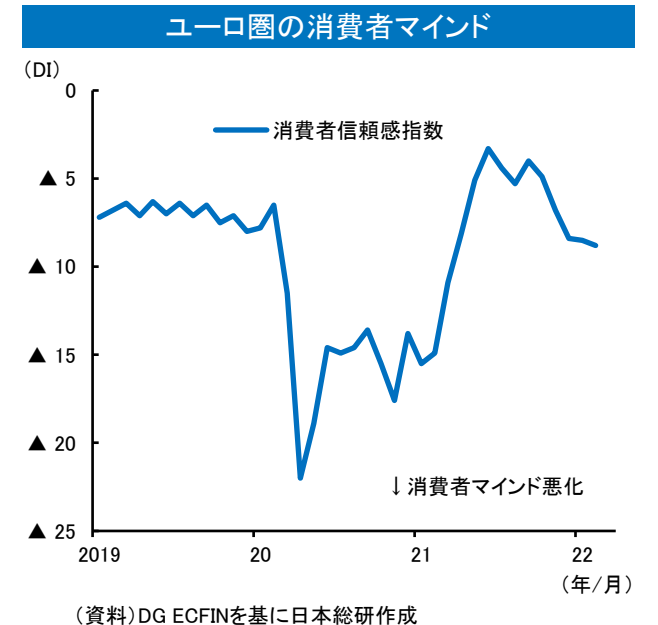
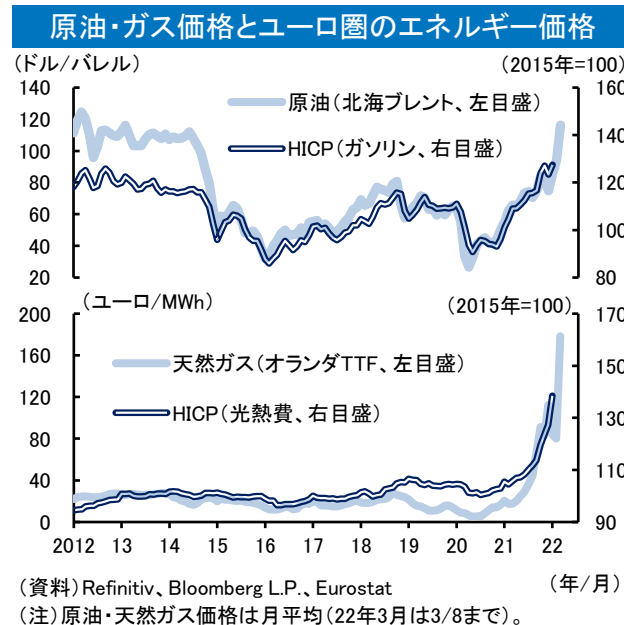
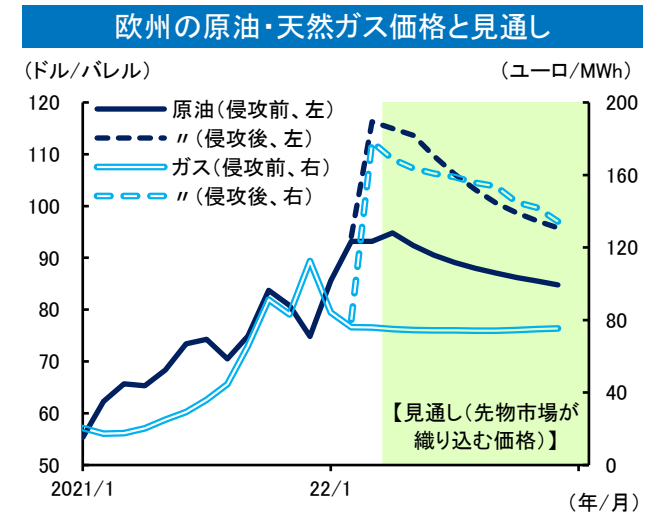
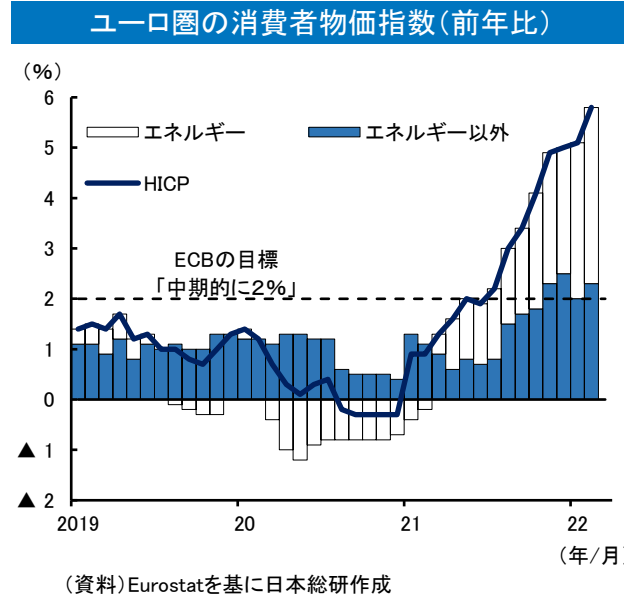
ロシアによる軍事侵攻が行われた2月24日以降、先物市場は原油・天然ガス価格の目先急騰と中期的高止まりを織り込み。ユーロ圏は原油・天然ガスをロシアに依存しており、ウクライナ情勢の深刻化によってロシアからの供給減が懸念されたことが価格高騰に拍車。

原油・天然ガス価格の上振れは、ガソリン（ウェート5%）や光熱費（同6%）の上昇を通じて、HICP全体を押し上げ。

◆物価高が消費を下押しする公算大

エネルギー資源以外でも供給減が懸念される食品（小麦など）や鉱物資源（パラジウムなど）の市況が高騰。これを受け、インフレ率はECBの目標である2%を大幅に超えることが不可避の情勢。

足元の物価高は、株価下落による逆資産効果ともあいまって、個人消費を下押し。ユーロ圏の2月の消費者信頼感指数は▲8.8と低下。先行きも物価高による実質所得の減少で消費の弱含みが続く見通し。



英国：景気下押し圧力を受けるなかでもBOEは利上げ継続

◆昨年末の景気は回復基調

英国の2021年10～12月期の実質GDPは前期比年率+3.9%と堅調な伸びを記録し、経済活動の水準はコロナ禍前（2019年平均）を0.1%下回るレベルまで回復。需要項目別にみると、在庫投資を除くすべての項目がプラスに寄与。

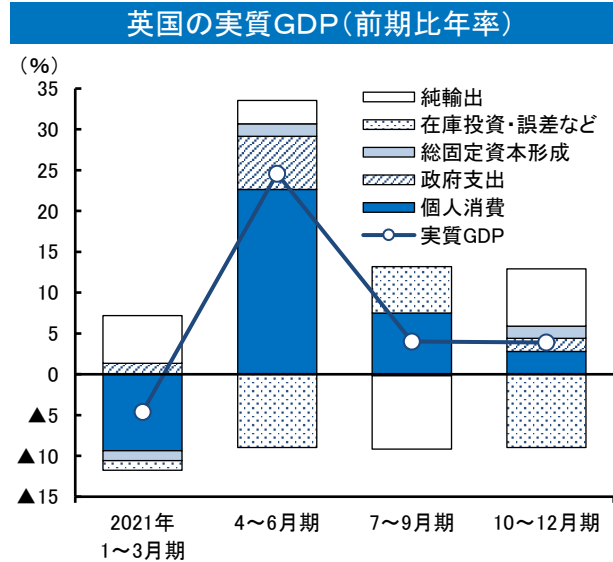
◆ロシア経済悪化の影響は英国にも波及

ロシア経済の悪化は、大陸欧州諸国の景気下振れを通じて英国経済にもマイナス影響を及ぼす公算大。英国の財輸出に占めるロシア向けのシェアは1%未満と小さい一方、EU加盟国向けは5割弱と大。ロシアと密接な貿易関係があり、同国へのエネルギー依存度も高い大陸欧州諸国の景気が下振れれば、英国景気にも下押し圧力が波及することに。

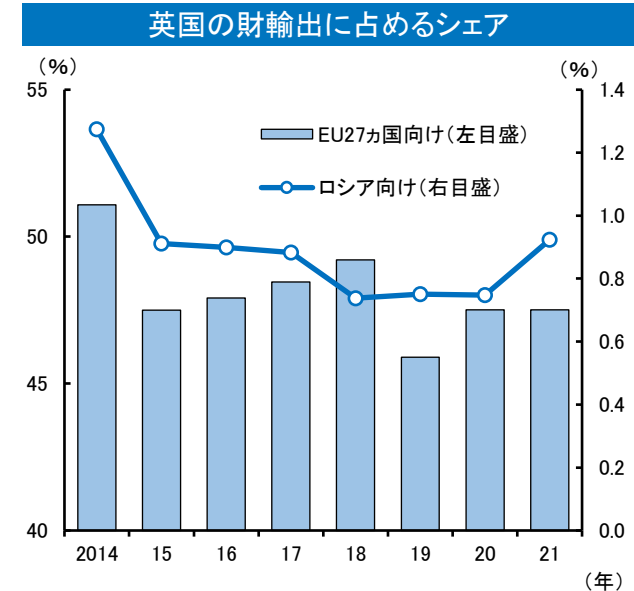
また、ユーロ圏と同様、物価高は個人消費を下押しする可能性。2021年10～12月期の名目賃金は前年比+3.7%とコロナ禍前を上回りながらも、インフレ率はそれ以上に高く、実質賃金は当面前年比マイナス圏で推移する見通し。

◆BOEは利上げ継続へ

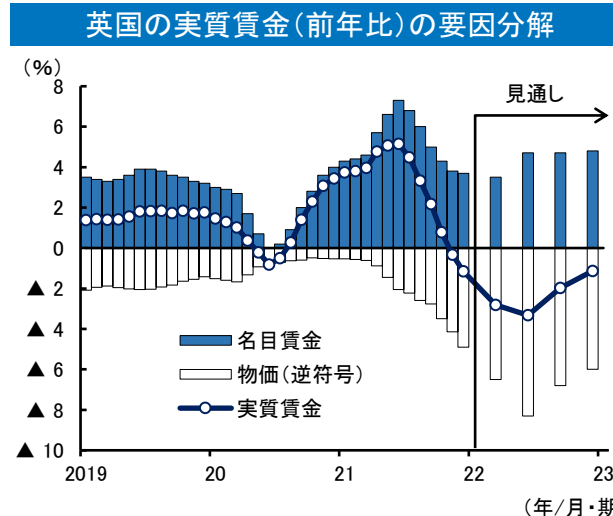
このようにウクライナ情勢の深刻化は英国景気を下押しするものの、BOEは次回3月の金融政策委員会（MPC）で政策金利を0.50%から0.75%へ引き上げると予想。家計の期待インフレ率が、短期のみならず中長期でも4%を超える水準まで上昇しており、インフレ期待の抑制に向けて、BOEは金融政策正常化を着実に進める見通し。



(資料)ONSを基に日本総研作成



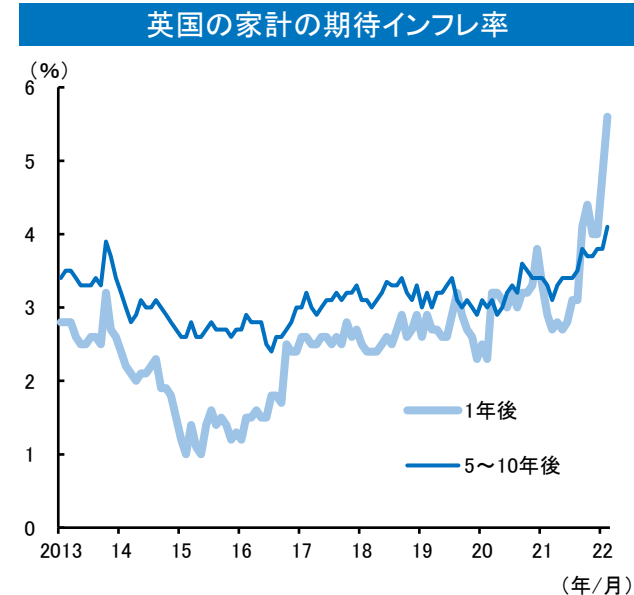
(資料)ONSを基に日本総研作成



(資料)ONS、BOEを基に日本総研作成

(注1)賃金・物価(CPI)は後方3ヵ月平均。賃金はボーナス除く。

(注2)実質賃金見通しは日本総研による物価見通しとBOEによる基調的賃上げ率の見通し(2月時点、民間部門)をもとに算出。



(資料)YouGov/Citigroupを基に日本総研作成

欧州経済見通し：ウクライナ情勢が当面の下押し圧力に

<ユーロ圏>

◆エネルギー高が景気を下押し

当面は、資源高や株価下落などが景気下押し圧力となる見通し。ウクライナ情勢に起因する経済への下押し圧力が春以降徐々に和らぐとの想定のもと、年後半にかけては、新型コロナの感染状況の改善や供給制約の緩和に伴い、景気が緩やかに回復する見通し。

インフレ率は、原油・天然ガス価格の高騰を受け当面は高い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

英国経済も、ウクライナ情勢の悪影響を受けながらも、供給制約などの景気下押し圧力が徐々に減衰し、2022年1～3月期に新型コロナ流行前の経済活動水準に復帰する見込み。しかし、当面はインフレやウクライナ情勢をめぐる先行き不透明感、年後半以降もBOEによる金融引き締めが景気の勢いを抑え、低空飛行が続く見通し。

インフレ率は、ユーロ圏と同様に高い水準での推移が続く見込み。資源高に加えて、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。

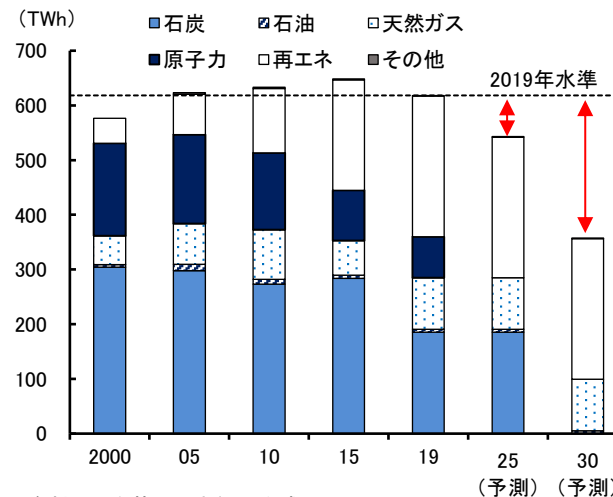
欧州各国の経済・物価見通し

		(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				2023年	2021年	2022年	2023年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	9.1	9.3	1.0	1.2	1.8	2.8	2.0	2.0	5.3	3.0	2.1
	消費者物価指数	1.8	2.8	4.6	5.8	6.4	5.3	4.0	3.2	2.6	5.4	2.5
ドイツ	実質GDP	9.0	6.8	▲1.4	▲0.5	5.3	3.3	3.0	2.2	2.9	2.6	2.3
	消費者物価指数	2.2	3.6	5.4	5.7	6.7	5.2	3.6	3.0	3.2	5.3	2.5
フランス	実質GDP	5.4	13.1	2.9	1.2	2.0	1.8	1.5	1.6	7.0	3.4	1.6
	消費者物価指数	1.8	2.2	3.3	4.0	4.0	3.0	2.3	1.9	2.1	3.3	1.8
英国	実質GDP	24.6	4.0	3.9	1.1	1.7	1.2	1.1	0.7	7.5	3.4	0.9
	消費者物価指数	2.1	2.8	4.9	6.5	8.3	6.8	6.0	5.5	2.6	6.9	4.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

(注)シャドーは予測値。

ドイツの発電電力量(電源別)



(資料)IEAを基に日本総研作成

(注)22年末で原子力、30年末時点で石炭による発電がゼロの場合。それ以外の電源による発電は19年水準で横ばいと仮定。

【ホット・トピック】

◆ウクライナ問題が再考迫るドイツの環境政策

ウクライナ問題はドイツの環境政策にも影響を与える見通し。

昨年発足したドイツ新政権は、本年末に脱原発を、2030年を目処に脱石炭を完了するとのエネルギー政策を呈示。減少分(左赤矢印)を補う電源として再生可能エネルギーが普及するまでのつなぎには天然ガスが有力候補。

もっとも、経済制裁の発動などでロシアからの天然ガスの安定供給が不可能に。ドイツでは、電力供給不足を回避するため、脱原発時期の見直し論が台頭。脱石炭も含めたエネルギー戦略の再検討が不可避。EUの環境政策の行方を占ううえで、中核国であるドイツの議論を要注視。

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、賃金の伸びが足元で低位であることやウクライナ情勢の深刻化を受けて、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。利上げは来年3月になると予想。

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、利上げ時期を慎重に探るECBの姿勢が重石となり、上昇ペースは緩やかとなる見通し。

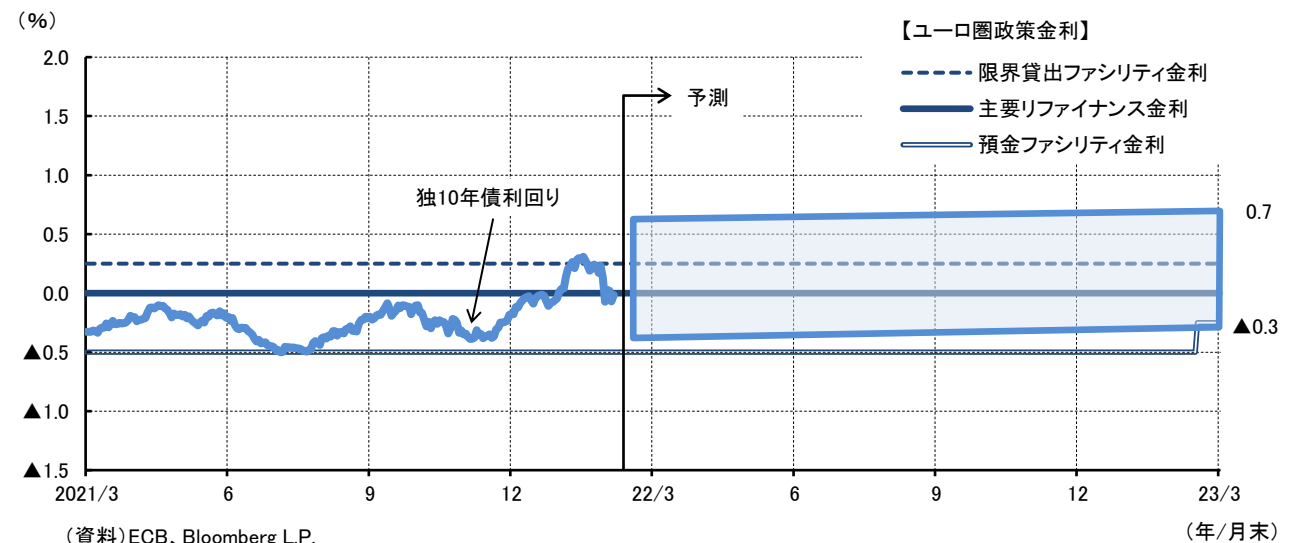
<英国>

◆ BOE：連続利上げへ

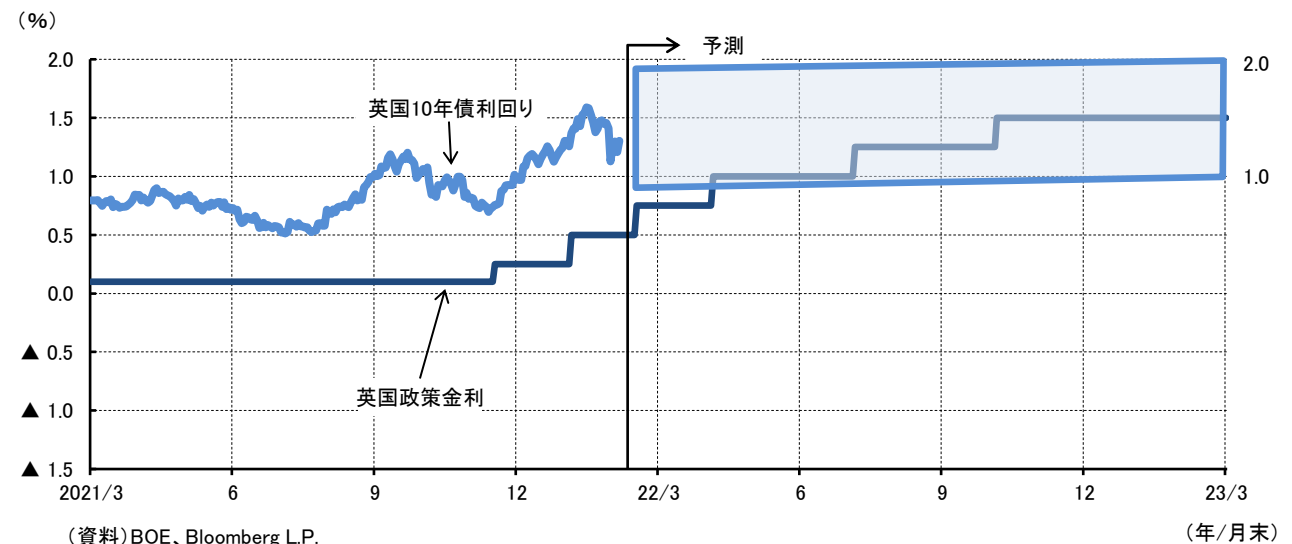
BOEは2月の金融政策委員会(MPC)で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げ。また、満期を迎えた国債の再投資停止や社債の売却によるバランスシート縮小(量的引き締め、QT)も開始へ。賃金インフレが進行しており、2%を大きく上回るインフレ率が当面続くと見込まれることから、BOEは次回3月のMPCで政策金利を0.75%に、5月のMPCで1.00%に引き上げると予想。その後は、購入した国債の売却も開始される見通し。

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の姿勢を受け中長期的なインフレ期待が徐々に抑制されるため、大幅な上昇は回避される見通し。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



内外市場データ（月中平均）

	為替相場			国内市場				米国市場					欧州市場					商品市況	
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担0/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	S&P500	ESTR (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユー・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
18/8	111.03	128.22	1.1548	▲0.0593	0.09	0.10	22494.14	1.91	2.32	2.89	25629.99	2857.82	-	▲0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.36
18/9	112.05	130.62	1.1660	▲0.0586	0.06	0.12	23159.29	1.95	2.35	2.99	26232.67	2901.50	-	▲0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.15
18/10	112.79	129.49	1.1480	▲0.0603	0.05	0.14	22690.78	2.19	2.46	3.16	25609.34	2785.46	-	▲0.32	0.46	1.56	3244.55	70.76	1215.33
18/11	113.37	128.80	1.1362	▲0.0701	0.05	0.10	21967.87	2.20	2.65	3.11	25258.68	2723.23	-	▲0.32	0.38	1.44	3186.40	56.69	1221.01
18/12	112.17	127.60	1.1376	▲0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	-	▲0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.71
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲0.0643	0.04	0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	-	▲0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.73
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲0.0554	0.03	▲0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	-	▲0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.29
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲0.0442	0.03	▲0.04	21414.88	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	-	▲0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.80
19/4	111.69	125.46	1.1233	▲0.0675	0.05	▲0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	-	▲0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.75
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲0.0495	0.05	▲0.06	21218.38	2.29	2.53	2.39	25744.79	2854.71	-	▲0.31	▲0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.07
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲0.0626	0.04	▲0.14	21060.21	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	-	▲0.33	▲0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.80
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲0.0709	0.04	▲0.15	21593.68	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	-	▲0.37	▲0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.69
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲0.0456	0.04	▲0.23	20629.68	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	-	▲0.41	▲0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.50
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲0.0595	0.01	▲0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	-	▲0.42	▲0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.95
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲0.0218	0.01	▲0.17	22197.47	1.83	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲0.54	▲0.41	▲0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.96
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲0.0434	0.02	▲0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲0.53	▲0.40	▲0.33	0.73	3693.14	57.07	1470.21
19/12	109.11	121.26	1.1114	▲0.0376	0.02	▲0.02	23660.38	1.55	1.91	1.86	28167.01	3176.75	▲0.53	▲0.40	▲0.27	0.78	3715.33	59.80	1482.83
20/1	109.28	121.35	1.1104	▲0.0318	0.02	▲0.02	23642.92	1.55	1.82	1.76	28879.99	3278.20	▲0.54	▲0.39	▲0.27	0.67	3758.24	57.53	1559.64
20/2	110.03	120.00	1.0906	▲0.0164	0.02	▲0.06	23180.37	1.58	1.68	1.51	28519.73	3277.31	▲0.54	▲0.41	▲0.43	0.57	3734.92	50.54	1595.63
20/3	107.69	119.08	1.1063	▲0.0469	0.01	▲0.03	18974.00	0.65	1.10	0.88	22637.42	2652.39	▲0.52	▲0.42	▲0.52	0.41	2824.18	30.45	1592.92
20/4	107.80	117.18	1.0871	▲0.0355	▲0.00	▲0.01	19208.36	0.05	1.09	0.65	23293.90	2761.98	▲0.53	▲0.25	▲0.43	0.31	2839.58	16.70	1686.32
20/5	107.22	116.93	1.0906	▲0.0468	▲0.04	▲0.01	20543.26	0.05	0.40	0.67	24271.02	2919.62	▲0.54	▲0.27	▲0.50	0.22	2909.33	28.53	1718.66
20/6	107.61	121.14	1.1258	▲0.0475	▲0.05	0.01	22486.93	0.08	0.31	0.72	26062.27	3104.66	▲0.56	▲0.38	▲0.40	0.23	3237.39	38.31	1736.15
20/7	106.72	122.44	1.1473	▲0.0278	▲0.07	0.02	22529.47	0.09	0.27	0.62	26385.83	3207.62	▲0.55	▲0.44	▲0.46	0.15	3316.29	40.77	1846.37
20/8	106.05	125.44	1.1830	▲0.0352	▲0.07	0.03	22901.45	0.10	0.25	0.65	27821.37	3391.71	▲0.56	▲0.48	▲0.47	0.21	3297.67	42.39	1969.78
20/9	105.61	124.48	1.1787	▲0.0540	▲0.06	0.02	23306.95	0.09	0.24	0.68	27733.40	3365.52	▲0.57	▲0.49	▲0.49	0.21	3260.73	39.63	1923.35
20/10	105.21	123.80	1.1766	▲0.0195	▲0.06	0.03	23451.44	0.09	0.22	0.78	28005.10	3418.70	▲0.56	▲0.51	▲0.57	0.25	3180.39	39.55	1900.36
20/11	104.41	123.60	1.1837	▲0.0321	▲0.06	0.02	25384.87	0.09	0.22	0.87	29124.04	3548.99	▲0.56	▲0.52	▲0.57	0.31	3391.79	41.35	1866.35
20/12	103.76	126.32	1.2173	▲0.0260	▲0.06	0.01	26772.95	0.09	0.23	0.92	30148.58	3695.31	▲0.58	▲0.54	▲0.57	0.26	3530.95	47.07	1860.32
21/1	103.72	126.29	1.2174	▲0.0166	▲0.06	0.03	28189.06	0.09	0.22	1.06	30821.35	3793.75	▲0.56	▲0.55	▲0.53	0.28	3592.23	52.10	1867.28
21/2	105.37	127.44	1.2095	▲0.0154	▲0.06	0.08	29458.80	0.08	0.19	1.24	31283.91	3883.43	▲0.57	▲0.54	▲0.39	0.56	3667.14	59.06	1808.86
21/3	108.72	129.37	1.1900	▲0.0166	▲0.06	0.10	29315.30	0.07	0.19	1.60	32373.29	3910.51	▲0.57	▲0.54	▲0.32	0.78	3813.29	62.36	1721.92
21/4	109.03	130.52	1.1971	▲0.0123	▲0.07	0.09	29426.75	0.07	0.18	1.62	33803.29	4141.18	▲0.57	▲0.54	▲0.28	0.78	3987.29	61.69	1759.47
21/5	109.15	132.61	1.2148	▲0.0172	▲0.07	0.08	28517.09	0.06	0.15	1.61	34270.31	4167.85	▲0.57	▲0.54	▲0.17	0.82	4003.59	65.16	1853.01
21/6	110.15	132.63	1.2040	▲0.0292	▲0.07	0.06	28943.23	0.08	0.13	1.51	34289.91	4238.49	▲0.58	▲0.54	▲0.21	0.76	4105.81	71.35	1832.24
21/7	110.23	130.35	1.1825	▲0.0360	▲0.07	0.02	28118.76	0.10	0.13	1.31	34798.80	4363.71	▲0.57	▲0.55	▲0.35	0.62	4062.61	72.43	1806.04
21/8	109.84	129.27	1.1768	▲0.0338	▲0.07	0.02	27692.73	0.09	0.12	1.28	35243.97	4454.21	▲0.57	▲0.55	▲0.46	0.57	4177.03	67.71	1786.48
21/9	110.17	129.62	1.1765	▲0.0222	▲0.07	0.04	29893.57	0.08	0.12	1.36	34688.42	4445.54	▲0.58	▲0.55	▲0.30	0.81	4158.29	71.54	1777.65
21/10	113.17	131.28	1.1599	▲0.0275	▲0.07	0.08	28586.20	0.08	0.13	1.58	35055.52	4460.71	▲0.58	▲0.55	▲0.15	1.10	4132.23	81.22	1776.61
21/11	114.06	130.12	1.1408	▲0.0399	▲0.07	0.07	29370.61	0.08	0.16	1.56	35848.57	4667.39	▲0.58	▲0.57	▲0.25	0.93	4306.35	78.65	1818.75
21/12	113.93	128.84	1.1307	▲0.0256	▲0.05	0.05	28514.23	0.08	0.21	1.46	35641.33	4674.77	▲0.59	▲0.58	▲0.31	0.83	4207.87	71.69	1793.02
22/1	114.86	130.00	1.1318	▲0.0197	▲0.05	0.14	27903.99	0.08	0.26	1.76	35456.14	4573.82	▲0.58	▲0.56	▲0.06	1.17	4252.33	82.98	1816.62
22/2	115.23	130.70	1.1344	▲0.0183	▲0.05	0.20	27066.53	0.08	0.43	1.93	34648.48	4435.98	▲0.58	▲0.53	0.21	1.45	4084.10	91.63	1859.70