

---

---

# 欧州経済展望

2022年8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：イタリア長期金利にさらなる急騰のリスク . . . p. 2
- ◆英国：物価高が景気の重石 . . . . . 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 後藤 俊平（Tel：080-3451-3517 Mail：goto.shumpei@jri.co.jp）

<メルマガ>



<Twitter>



- ◆本資料は2022年8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：金融引き締めが景気を下押しも、回復基調を維持

## ◆4～6月期は高めのプラス成長

ユーロ圏の4～6月期の実質GDPは前期比年率+2.8%と1～3月期を上回る高めの伸び。国別にみると、ドイツで同▲0.1%の落ち込みとなった一方、イタリアやスペインなど南欧諸国で強いプラス成長。

南欧諸国の好調の背景に、インバウンド需要の回復に伴うサービス消費の押し上げが指摘可能。ユーロ圏の宿泊日数は4月時点でコロナ前の9割弱まで持ち直しており、とくに非居住者（外国からの観光客）の宿泊日数が加速。南欧諸国では全産業に占める観光業の比重が高いだけに、海外からの観光収入の回復が所得増加に大きく寄与。

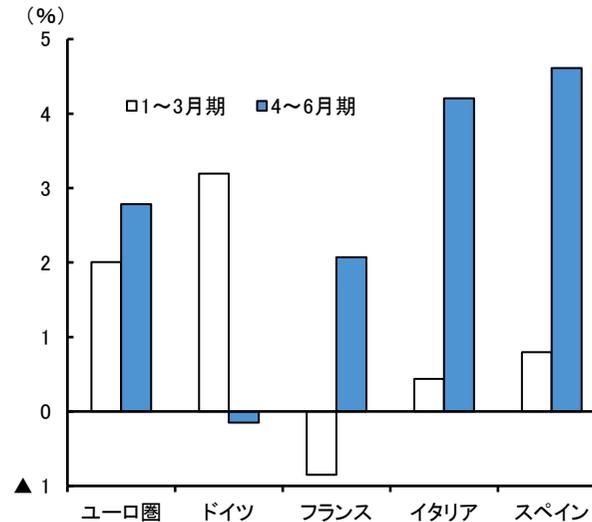
多くの国で入国制限の撤廃が進められており、当面は着実な持ち直しが続く見込み。

## ◆金融引き締めが投資の重石に

ECBは7月の理事会で政策金利を0.5%ポイント引き上げ。原油・天然ガスや小麦などの商品市況の高止まりや労働需給のひっ迫による賃金上昇などを背景に高インフレが続くと見込まれることから、利上げ幅は6月の前回会合で示された0.25%ポイントを超える大きさに。先行きも、金融政策のさらなる正常化が進められる方針。

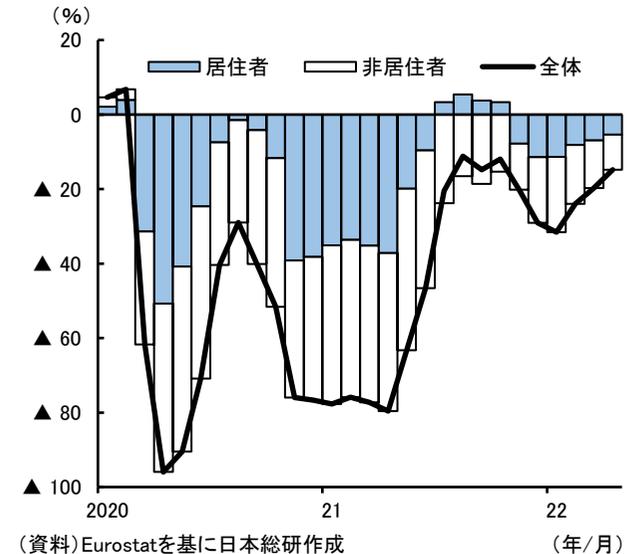
ECBの利上げに伴い、ユーロ圏の銀行の貸出態度が厳格化。企業の設備投資への下押し圧力が強まる可能性。

## ユーロ圏の実質GDP成長率(前期比年率)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

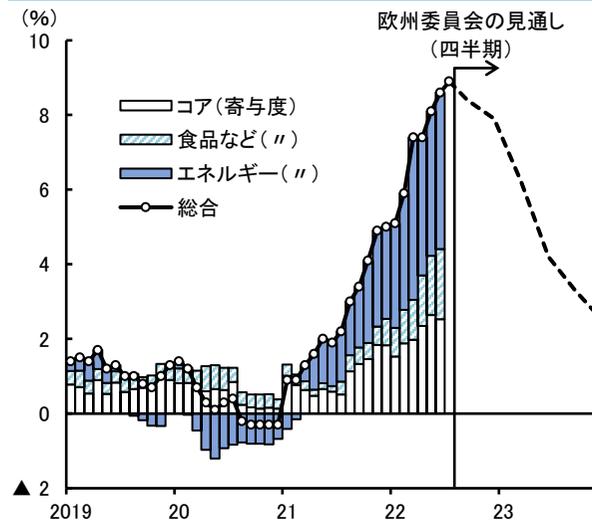
## ユーロ圏の宿泊日数(2019年同月比)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

(注)居住・非居住は各国単位で算出。

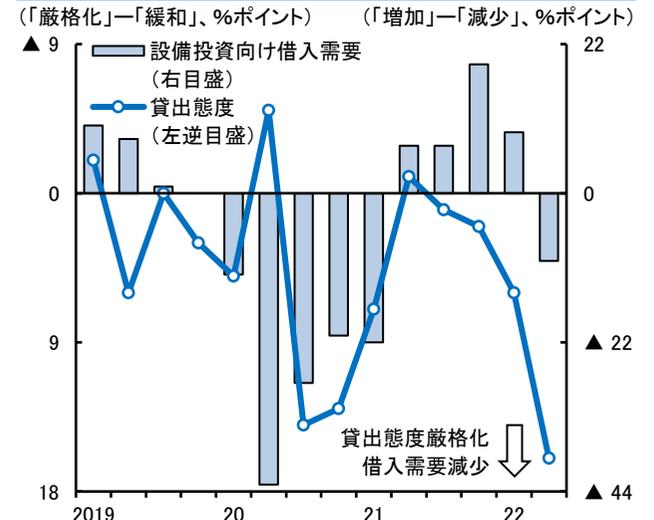
## ユーロ圏のインフレ率(HICP前年比)



(資料)Eurostat、欧州委員会を基に日本総研作成

(注)コアはエネルギー・食品などを除く総合。

## ユーロ圏企業の借入需要と銀行の貸出態度



(資料)ECB "The euro area bank lending survey - Second quarter of 2022"を基に日本総研作成

# ユーロ圏トピック：イタリア長期金利にさらなる急騰のリスク

## ◆イタリアで長期金利が一時急騰

イタリアの国債利回りが急上昇。ドイツ国債との利回り差（対独スプレッド）は市場が危険水域とみなす2.5%に一時接近。イタリアなど財政基盤が脆弱な南欧諸国では、ECBの利上げによる金利上昇が利払い負担の増加を通じて財政をさらに悪化させるとの懸念が強まり、長期金利を押し上げたかたち。

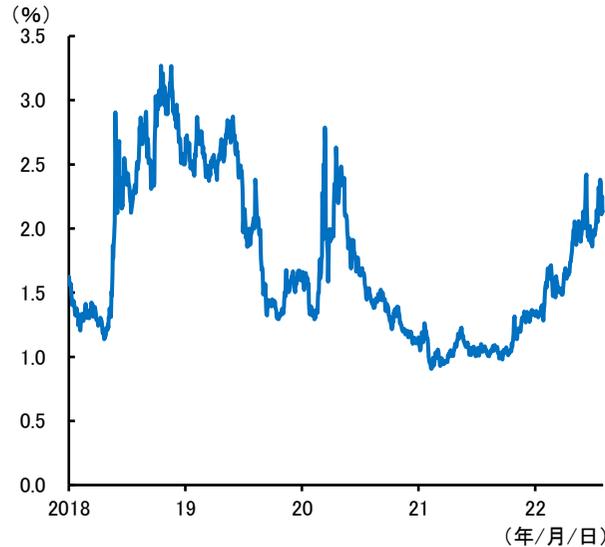
## ◆ECBは新たな国債買い入れ策を導入

南欧諸国での金利急騰を受け、ECBは7月21日の理事会でTPI（伝達保護措置）を導入。これは、ユーロ圏加盟国の長期金利が「不当で無秩序な市場の動き」により急騰した場合に、ECBがその国の国債を無制限に購入できる措置。対象国は、財政規律の順守など一定の条件を満たす必要。国債の買い支えにより利回りを安定化させることが狙い。

## ◆極右政権の誕生がリスク

イタリアでは国内の政局不安定化がリスク。7月21日にドラギ首相が辞任を表明し、総選挙は9月へ前倒しに。世論調査では極右政党「イタリアの同胞」が支持率でリード。同党は所得税の減税や最低年金受給額の増額など拡張的な財政政策を主張。仮に政権交代で財政拡大路線がとられれば、コロナ禍で悪化した財政赤字が一段と悪化する可能性。その場合、財政の健全性を基準とするTPIの発動が困難となり、同国の長期金利がさらに上昇する恐れ。

## イタリア10年国債の対独スプレッド



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## TPI(伝達保護措置)の概要

買入対象	流通市場における残存期間が1～10年の国債・地方債・エージェンシー債 (ただし、適切と判断されれば民間部門証券の購入も検討)
買入規模	全体的な金融政策に持続的な影響を及ぼさない範囲で無制限
対象国	以下の基準を踏まえ政策理事会が選定 ①EUの財政規律への順守 ②重大なマクロ経済不均衡の欠如 ③財政の持続可能性 ④健全で持続可能なマクロ経済政策

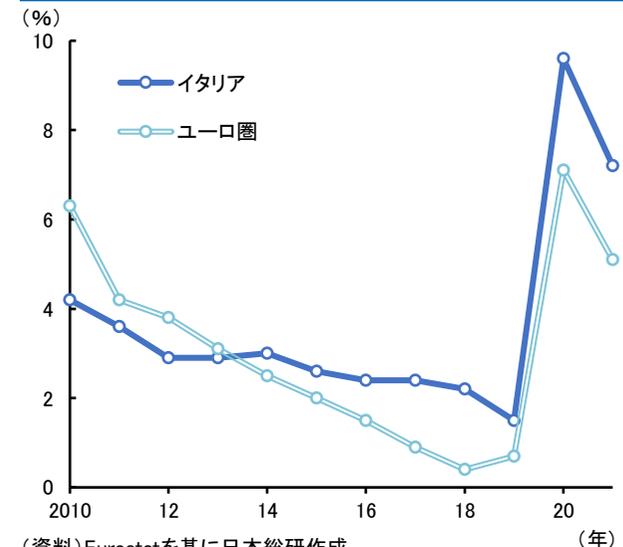
(資料) ECBを基に日本総研作成

## イタリアの主要政党の支持率



(資料) SWGを基に日本総研作成  
(注) 最新は2022年8月1日調査。

## ユーロ圏とイタリアの財政赤字比率(対GDP比)



(資料) Eurostatを基に日本総研作成  
(注) 一般政府ベース。

# 英国：物価高が景気の重石

## ◆物価高は40年ぶりの高水準

6月のインフレ率は前年比+9.4%と40年ぶりの高水準となり、高インフレが景気の重石に。背景として、以下の2点が指摘可能。

第1に、エネルギー・食品価格の高騰など商品市況の影響。長期化するウクライナ危機を背景に、企業の投入コストは高水準で推移。製造業は販売価格への転嫁姿勢を強めており、財価格の上昇に寄与。

第2に、労働供給の減少。コロナ禍を機に、中高年層が早期退職を選択。若年層や高齢層に比べ、中高年層の労働参加率は低迷が続きコロナ前の水準に未達。Brexitの影響による外国人労働者数の低迷も重なり、労働供給回復に遅れ。これが労働需給をひっ迫させており、賃金上昇へ。

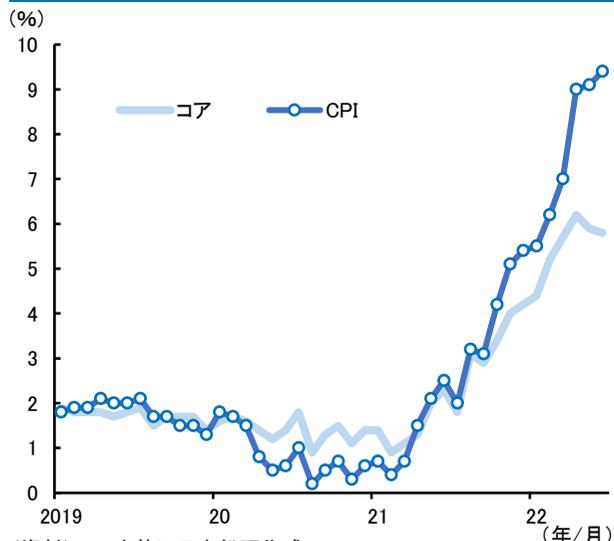
## ◆財政政策が党首選の主要争点

7月7日にジョンソン首相が辞任を表明。後任首相を選ぶ与党・保守党党首選の第5回投票が20日に行われ、スナク前財務相とトラス外相の2候補が決選投票に進出。

今回の党首選では、長期化する物価高を背景に税制を中心とする財政政策が主要争点。コロナ禍で悪化した財政の健全化を掲げ早期の減税に消極的なスナク氏に対し、トラス氏は大規模減税や国民保険料の引き上げ撤回など、財政拡張的な政策を主張。

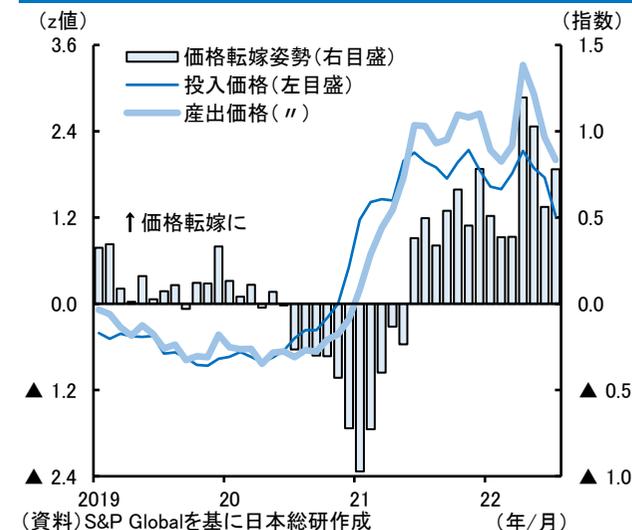
保守党議員を対象にした7月20～21日時点の調査ではトラス氏が優勢。仮にトラス氏の掲げる大規模減税が実現した場合、家計の購買力の上昇に伴いインフレ圧力がさらに強まる可能性。

## 英国のインフレ率(CPI前年比)



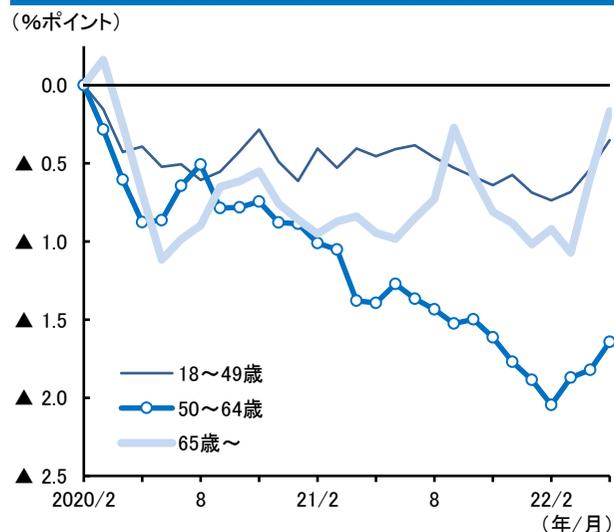
(資料)ONSを基に日本総研作成  
(注)コアはエネルギー・食品などを除く総合。

## 英国製造業の価格転嫁姿勢



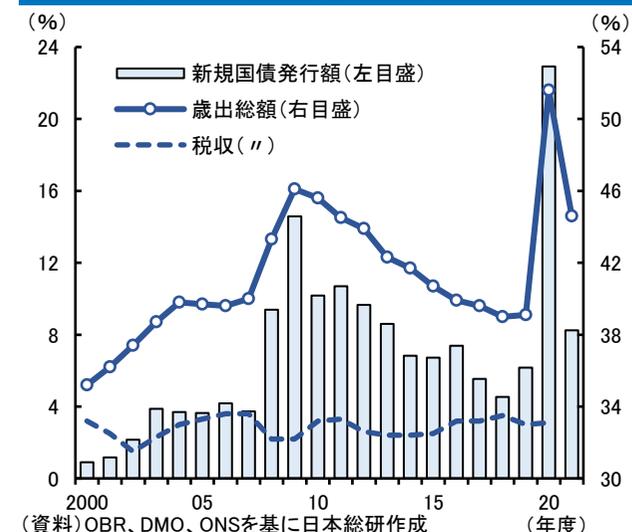
(資料)S&P Globalを基に日本総研作成  
(注)価格転嫁姿勢は、2010年以降のデータで標準化したPMIの産出価格指数と投入価格指数の差。

## 英国の労働参加率(2020年2月対比)



(資料)ONSを基に日本総研作成  
(注)後方3ヵ月平均。

## 英国の一般政府財政(対GDP比)



(資料)OBR、DMO、ONSを基に日本総研作成  
(注1)英国の会計年度は4月から翌年3月まで。  
(注2)2021年度の歳出総額は速報値。

# 欧州経済見通し：ユーロ圏は緩やかに持ち直す一方、英国は減速へ

## <ユーロ圏>

### ◆サービス消費が景気を下支え

景気は緩やかな回復が続く見通し。個人消費は、①活動制限の撤廃、②コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩し、③良好な雇用・所得環境などを背景に、対面型サービスを中心に回復傾向。加えて、インバウンド需要の復調も景気を下支え。一方、長期化する物価高が下押し要因。

インフレ率は、原油・天然ガスや小麦などの商品市況の高止まりを主因に、ECBの目標である2%を大幅に上回る水準で推移する見通し。高インフレの沈静化には時間を要する見込み。

## <英国>

### ◆景気は後退へ

景気は後退局面に入る見通し。物価高による家計の購買力の低下や、BOEによる金融引き締めが引き続き景気の重石となる見込み。

インフレ率は、ユーロ圏を上回る高水準で推移する見通し。原油・天然ガスや小麦などの市況高騰に加え、労働供給の回復の遅れを背景に賃金インフレが進行していることが物価を押し上げ。

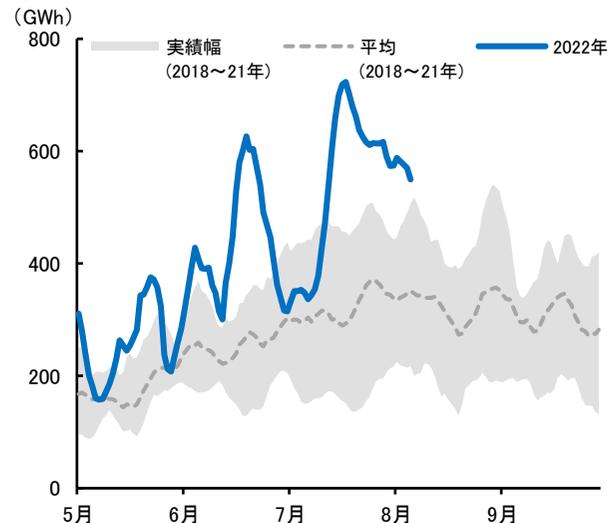
## 欧州各国の経済・物価見通し

(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	
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3				4~6
		(実績)			(予測)				(実績)	(予測)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	9.7	1.6	2.0	2.8	0.7	0.7	1.1	1.5	5.3	3.1	1.2
	消費者物価指数	2.8	4.6	6.1	8.0	8.6	7.2	4.9	3.4	2.6	7.5	3.6
ドイツ	実質GDP	3.0	▲0.2	3.2	▲0.1	1.9	1.9	1.7	2.6	2.9	2.0	2.1
	消費者物価指数	3.6	5.4	6.1	8.3	8.8	8.1	6.3	4.5	3.2	7.8	4.3
フランス	実質GDP	14.1	2.2	▲0.8	2.1	1.9	1.6	1.3	1.0	6.8	2.8	1.4
	消費者物価指数	2.2	3.3	4.2	5.9	6.5	5.3	4.0	2.8	2.1	5.5	3.0
英国	実質GDP	3.8	5.2	3.1	0.6	0.5	▲0.9	▲0.4	0.1	7.4	3.7	▲0.2
	消費者物価指数	2.8	4.9	6.2	9.2	9.5	12.7	12.5	11.9	2.6	9.4	8.4

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成 (注)シャドローは予測値。

## スペインの発電向け天然ガス需要



(資料)Enagásを基に日本総研作成 (注)後方7日平均。

## 【ホット・トピック】

### ◆熱波で天然ガス需要が急増

EU域内では発電向け天然ガス需要が急増。スペインでは、7月14日に発電向け天然ガスの供給が過去最大量を記録。背景に、欧州に記録的な熱波が到来し、エアコン使用の急増と電力供給不足に陥ったことが指摘可能。各地で40度超が相次ぐ異例の猛暑となり、歴史的な雨不足も重なり観測史上最も乾燥した7月に。河川の水位低下により水力発電の稼働が激減したほか、フランスでは水温上昇で原子炉の冷却が困難となり原子力発電所が一部稼働停止に。

ガス需給のひっ迫は、暖房向け需要が増える冬に向けガス備蓄を強化する欧州諸国に痛手。EU加盟国は7月26日、来年3月までのガス使用量を例外つきで15%削減することで合意。一方で8月上旬には再び熱波の到来が予測されており、当面は需給のひっ迫が続く見込み。

# 欧州金利見通し：ECBも利上げ局面入り

## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：利上げ局面入り

ECBは7月21日の理事会で政策金利を0.5%引き上げ。同時に、南欧諸国での長期金利の急上昇を背景に、新たな国債買入れ措置としてTPI（伝達保護措置）を導入。

先行きも高インフレが続くと見込まれるため、ECBは年内全ての会合で利上げを継続すると予想。

独10年債利回りは、金融政策正常化を進めるECBの政策スタンスが押し上げ要因。ただし、ウクライナ情勢に起因する景気減速懸念が重石となり、上昇ペースは緩やかとなる見通し。

## <英国>

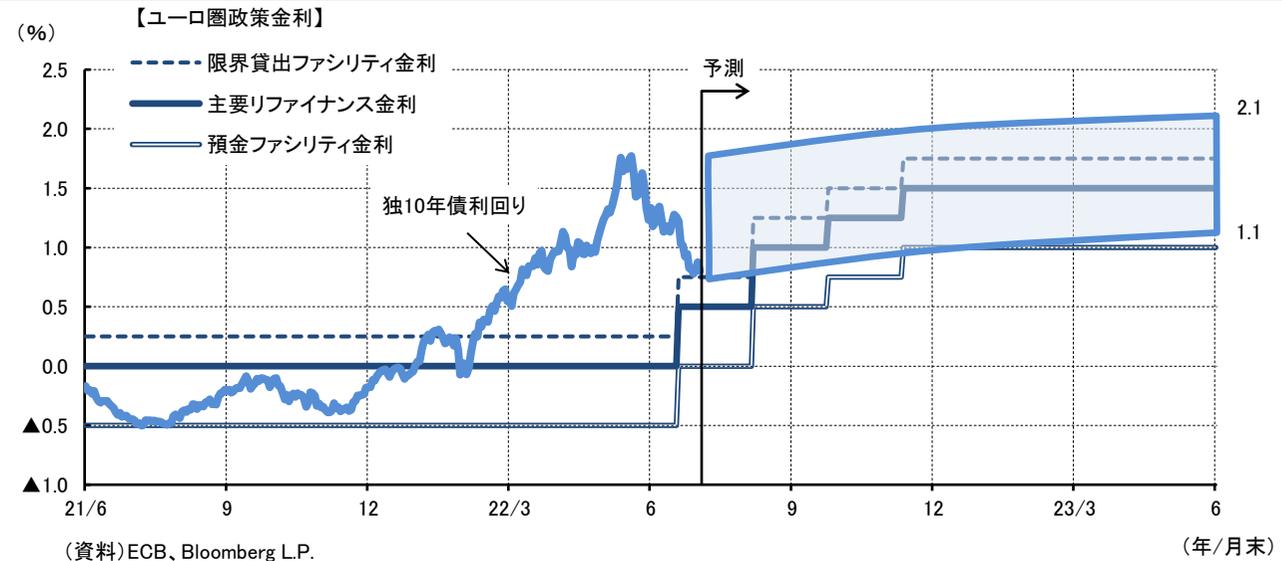
### ◆ BOE：量的引き締めを加速

BOEは8月4日の金融政策委員会で政策金利を1.25%から1.75%へ引き上げ。インフレ期待の抑制に向けて、少なくとも年内は利上げを続けると予想。

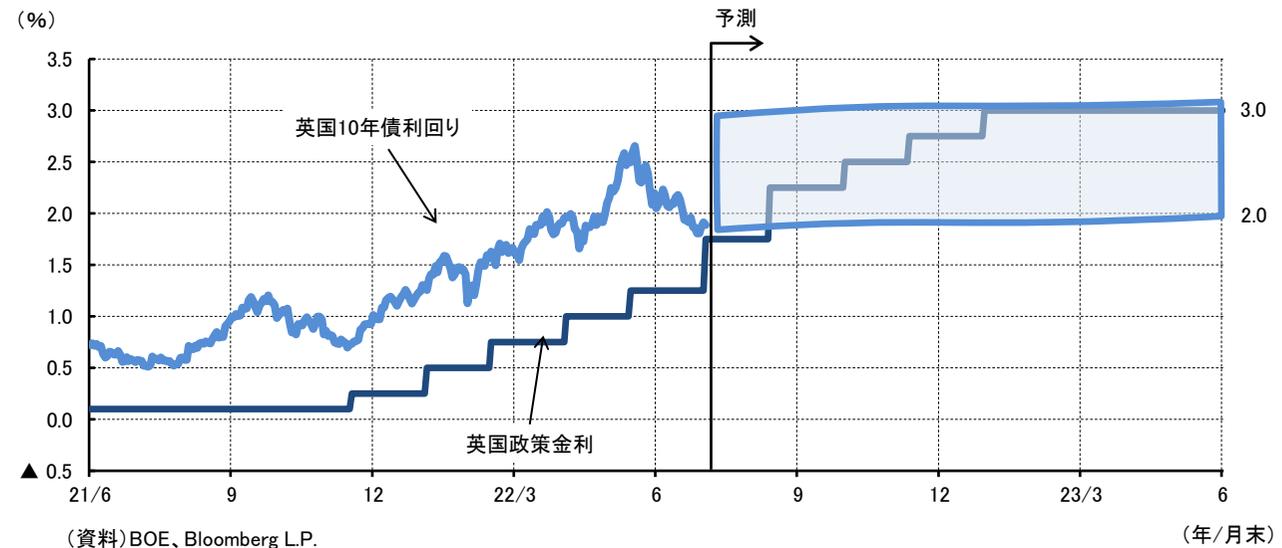
加えて、9月会合の直後より保有国債の売却を始める方針を公表。売却規模は四半期当たり100億ポンドを予定。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め姿勢が押し上げ要因。ただし、景気減速懸念が重石となり、上昇ペースは緩やかとなる見通し。

## 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O/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 (%)	N Y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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	2.39	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	▲0.55	▲0.41	▲0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.96
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	▲0.54	▲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	▲0.53	▲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	▲0.54	▲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	▲0.55	▲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	▲0.55	▲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	▲0.55	▲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	▲0.55	▲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	▲0.56	▲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	▲0.56	▲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	▲0.56	▲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	▲0.56	▲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	▲0.56	▲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	▲0.57	▲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	▲0.57	▲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	▲0.57	▲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	▲0.58	▲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
22/3	118.70	130.77	1.1016	▲0.0080	▲0.05	0.20	26584.08	0.20	0.84	2.12	34029.74	4391.27	▲0.58	▲0.50	0.33	1.52	3796.60	108.26	1952.06
22/4	126.41	136.53	1.0800	▲0.0120	▲0.05	0.23	27043.33	0.33	1.11	2.75	34314.99	4391.30	▲0.58	▲0.45	0.79	1.82	3837.34	101.64	1937.50
22/5	128.79	136.28	1.0583	▲0.0176	▲0.05	0.23	26653.77	0.77	1.48	2.89	32379.46	4040.36	▲0.59	▲0.39	1.00	1.90	3691.77	109.26	1848.48
22/6	134.15	141.71	1.0564	▲0.0379	▲0.01	0.24	26958.39	1.21	2.00	3.13	31446.71	3898.95	▲0.58	▲0.24	1.50	2.40	3587.62	114.34	1837.20
22/7	136.65	139.15	1.0182	▲0.0122	▲0.01	0.22	26986.74	1.68	2.61	2.89	31535.32	3911.73	▲0.51	0.04	1.14	2.06	3523.29	99.38	1736.97