

欧州経済見通し

調査部	主任研究員	井上	肇
調査部	研究員	梅野	裕貴
調査部	研究員	後藤	俊平

目 次

1. 景気の現状
2. ユーロ圏経済の見通し
 - (1) 過剰貯蓄を原資にサービス消費は回復へ
 - (2) 企業の設備投資意欲は旺盛
 - (3) インバウンド需要の回復が本格化
 - (4) 労働需給のひっ迫で賃金上昇が加速
3. ユーロ圏の政策動向
 - (1) ECBは中立水準まで利上げへ
 - (2) 財政ルール緩和と復興基金が域内格差を抑制
 - (3) ロシア産化石燃料への依存度は低下
4. イギリス
 - (1) Brexitが賃金高騰を助長
 - (2) BOEは金融引き締めを継続
5. まとめ
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス
6. リスク
 - (1) エネルギー不足による景気後退
 - (2) イタリア、スペインの政情不安

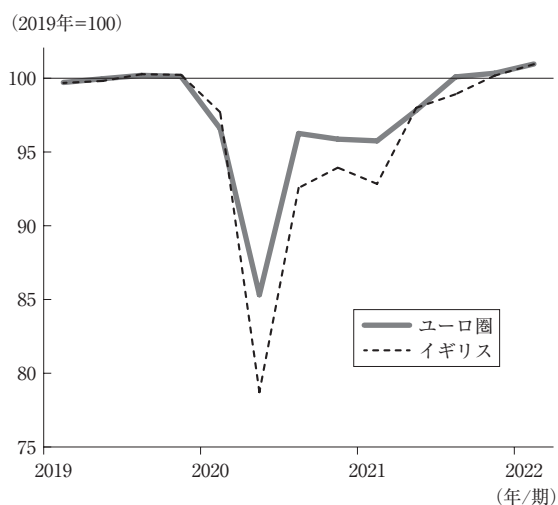
要 約

1. 欧州では、ウクライナ戦争が足元の景気を下押ししている。ロシア・ウクライナとの貿易取引の縮小が需給両面から景気の重石となっているほか、資源高・食糧高を主因にインフレが加速している。
2. ウクライナ戦争の悪影響を受けながらも、ユーロ圏経済の回復基調は崩れない見通しである。高インフレにより家計の実質購買力が低下しているものの、①活動制限の緩和、②過剰貯蓄の取り崩し、③良好な雇用・所得環境、④政府による支援策などに支えられ、個人消費は増勢を維持すると予想される。生産能力の増強や脱炭素の推進に向けた企業の設備投資、インバウンド需要の回復も景気を押し上げると見込まれる。
3. 政策面では、ECBは高インフレの定着を回避するため、大規模な金融緩和を見直し、政策金利を中立水準まで引き上げる見通しである。同時に、南欧諸国の金利上昇といった金融市場の動揺を防ぐ手段を講じる構えである。欧州復興基金を通じた本格的な資金供与は景気を下支えするだけでなく、EUの成長戦略「欧州グリーン・ディール」で掲げられた脱炭素社会への移行を加速させることが期待される。
4. イギリスの経済は2023年にかけて潜在成長率を下回るペースに減速する見通しである。労働需給がひっ迫していることから賃金が大きく上昇しており、ユーロ圏以上に高いインフレ率が続く見込まれる。これを受けてBOEは金融引き締め政策を強化しており、景気が下押しされると予想する。
5. 欧州経済のリスクとして、エネルギー不足が挙げられる。エネルギー資源の脱ロシア化が円滑に進むかが今後のポイントとなる。また、イタリアやスペインで、反EUを標榜するポピュリスト政権が誕生する可能性がある。この場合、EUからの財政支援が滞るとの懸念が金利を急騰させる可能性に注意する必要がある。

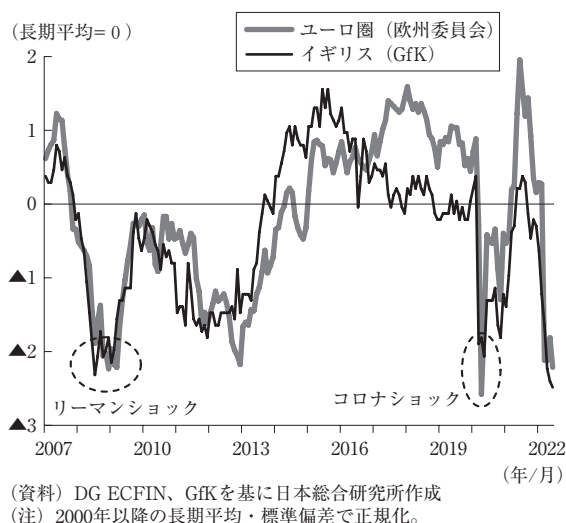
1. 景気の現状

ユーロ圏の景気は回復を続けている。実質GDPは、2021年7～9月期にコロナ禍前（2019年平均）の水準を回復した（図表1）。ただし、回復ペースは鈍化しており、10～12月期は一部の国でロックダウンが実施されたほか、天然ガスをはじめとするエネルギー価格の高騰が個人消費を下押しした。さらに、2022年に入ってから、ロシアによるウクライナ侵攻（ウクライナ戦争）が欧州経済の重石となっている。2月下旬の侵攻開始以来、景況感は大幅に悪化しており、消費者信頼感指数は長期平均を大きく下回る水準まで低下した（図表2）。

（図表1）ユーロ圏・イギリスの実質GDP



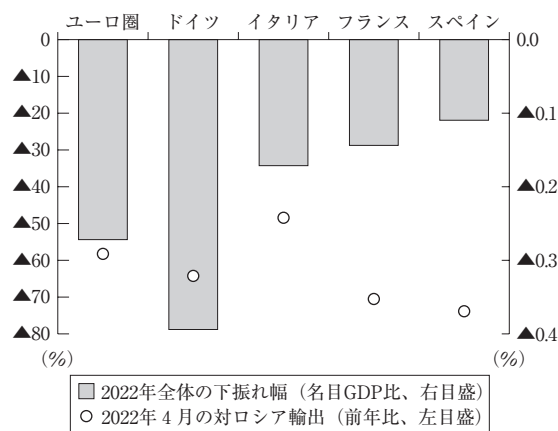
（図表2）ユーロ圏・イギリスの消費者信頼感指数



ウクライナ戦争が欧州経済に及ぼす影響は、貿易とインフレの二つの経路に大別できる。

第1に、ロシア・ウクライナとの貿易取引の縮小が需給両面から景気を下押ししている。2022年4月のユーロ圏の対ロシア輸出額は前年同月比▲58%と大幅に減少した（図表3）。欧州諸国が対ロシア経済制裁の一環として、高級車やハイテク機器、宝飾品などのぜいたく品の輸出規制を実施したことや、一部の民間企業が自主的にロシア向けの取引を停止したことが影響したと考えられる。主要国では、ロシアと貿易面でのつながりが深いドイツへのマイナス影響が大きくなっている。4月の輸出減少率が今後も続く場合、ドイツのロシア向け輸出は2022年にGDP対比で0.4

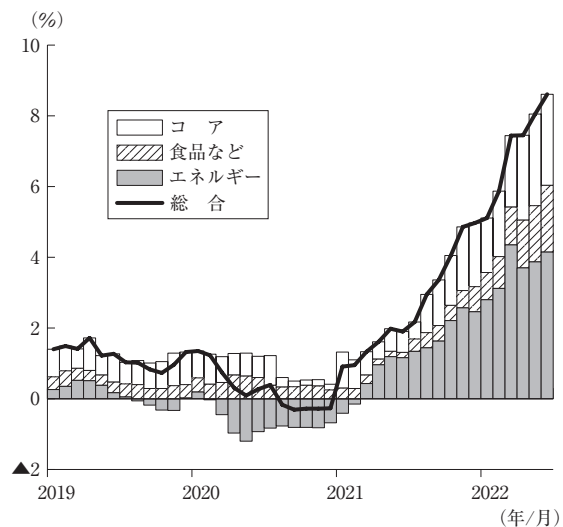
（図表3）ユーロ圏主要国の対ロシア財輸出



%程度減少すると試算される。輸入面からのマイナス影響も顕在化しており、一部のウクライナ製自動車関連部品などで供給制約が強まっている。例えば、フォルクスワーゲンやBMWといったドイツの主要自動車メーカーは、ワイヤハーネスなどの部品について、ウクライナからの調達が停滞していると報告している。ドイツ自動車工業会（VDA）は、こういった部品不足の問題が長期化することを見込み、2022年の生産予想を下方修正した。

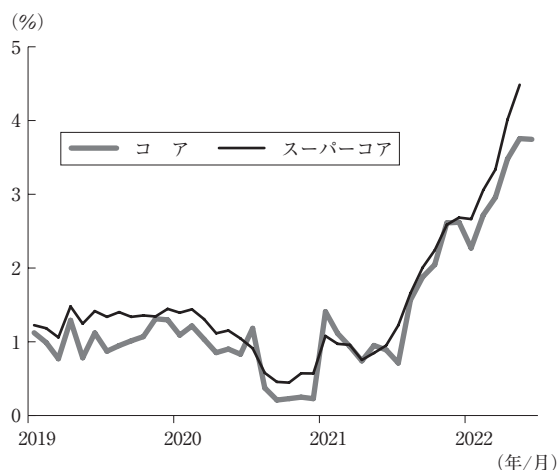
第2に、資源高・食糧高を通じてインフレが加速している。2月下旬の侵攻開始以来、ロシアからの供給減少が意識され、原油・天然ガスなどの資源価格は高騰している。また、ロシアとウクライナが世界の輸出品の約3割を占める小麦をはじめ、食糧価格も急上昇している。この結果、ユーロ圏では食品・エネルギー価格の上昇ペースが加速しており、6月のHICP（EU基準消費者物価指数）の前年比は+8.6%と、1999年のユーロ発足以降で最も高い伸びとなった（図表4）。また、足元では食品・エネルギー以外の幅広い品目にもインフレ圧力が及んでいる。食品やエネルギーを除いたコアHICPは6月に前年比+3.7%と高い伸びとなった（図表5）。基調的なインフレ率の指標であるスーパーコアインフレ率も上昇傾向が続いている。このようなインフレ圧力の広がりを踏まえると、高インフレの沈静化には時間を要する見通しである（図表6）。

（図表4）ユーロ圏のインフレ率（HICP前年比）



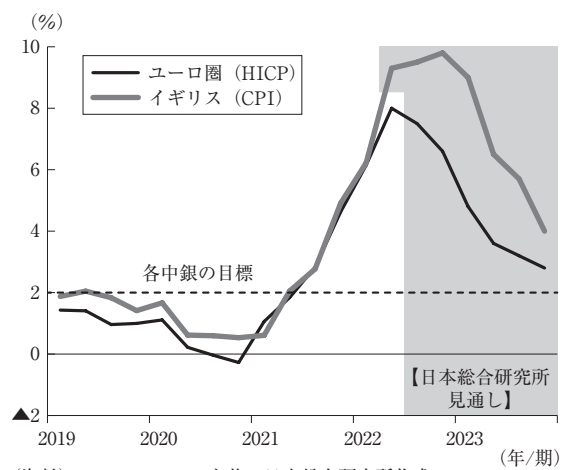
（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表5）ユーロ圏の基調的なインフレ率（前年比）



（資料）Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成
 （注）コアはエネルギー・食品・アルコール・たばこを除く総合。スーパーコアは需給ギャップとの連動性の高い品目から作成された基調的なインフレ率。

（図表6）ユーロ圏・イギリスのインフレ率（前年比）



（資料）Eurostat、ONSを基に日本総合研究所作成

2. ユーロ圏経済の見通し

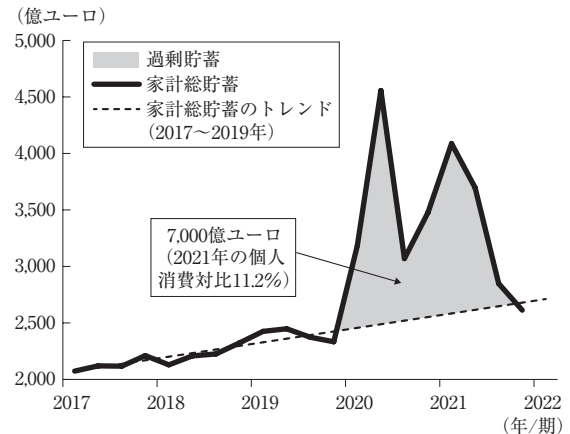
以下では、ユーロ圏経済の先行きを左右する、①個人消費、②設備投資、③インバウンド需要、④雇用・所得環境の動きについて述べる。

(1) 過剰貯蓄を原資にサービス消費は回復へ

高インフレにもかかわらず、個人消費は底堅く推移する見通しである。その理由は、家計が物価高による実質購買力の低下を過剰貯蓄の取り崩しで補うとみられるためである。試算によれば、コロナ流行による消費活動の自粛などを背景に、家計は年間消費の1割強の規模の過剰貯蓄を積み上げている(図表7)。

今後の個人消費は、対面型サービス消費を軸に回復すると見込まれる。ユーロ圏では活動制限が緩和されており、飲食業や宿泊業の景況感は足元で過去最高水準まで改善している。

(図表7) ユーロ圏の家計貯蓄(フローベース)

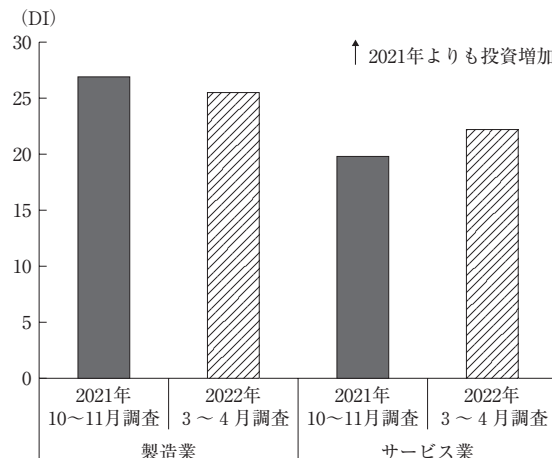


(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成
(注) 過剰貯蓄は2020年1～3月期以降の家計総貯蓄額(SNAベース)について、トレンドからの乖離分を積み上げ。

(2) 企業の設備投資意欲は旺盛

経済の先行き不透明感が増すなかでも、企業による設備投資は堅調に推移する見通しである。欧州委員会が侵攻開始直後(3～4月)に実施した調査によれば、多くの企業は2022年の設備投資を2021年よりも増加させる予定である(図表8)。侵攻開始前(2021年10～11月)の調査結果と比べても、製造業・サービス業ともに設備投資への強気姿勢は崩れていない。この背景として、企業の生産能力の不足を指摘できる。設備稼働率が高水準で推移するなか、企業は現在の受注や将来の需要に対して生産能力

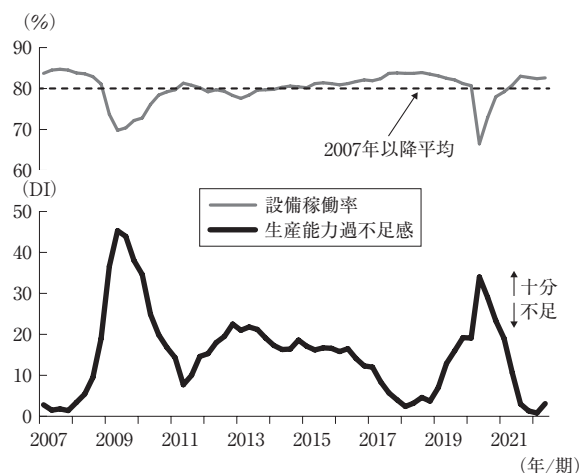
(図表8) ユーロ圏企業の2022年の設備投資計画



(資料) DG ECFINを基に日本総合研究所作成

が不十分であると認識している（図表9）。今後、生産能力の増強に向けた投資が増加すると予想される。

（図表9）ユーロ圏製造業の設備稼働率と生産能力への評価



（資料）DG ECFINを基に日本総合研究所作成
 （注）生産能力過不足感は、現在の受注状況と先行数カ月の需要（予測）に対して、現在の生産能力が十分か否かを企業が評価したもの。

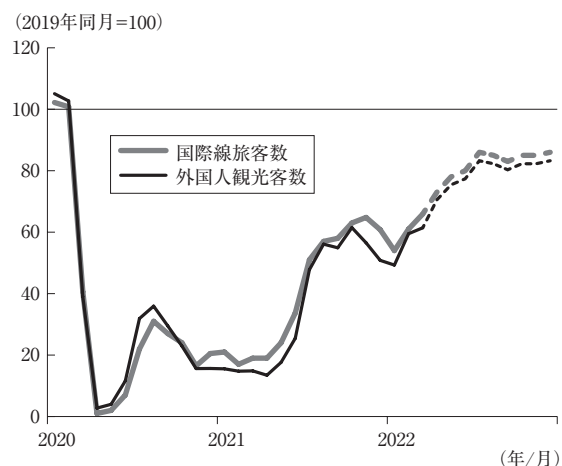
（3）インバウンド需要の回復が本格化

欧州域内に到着する海外からの観光客数は、3月時点でコロナ禍前（2019年同月）の6割強の水準まで持ち直している（図表10）。航空需要が着実に回復に向かうなかで、欧州のバカンスシーズンである夏場に向けて外国人観光客の受け入れが一段と進み、インバウンド需要が本格的に回復すると予想される。その背景として、以下の2点が挙げられる。

第1に、国際的な人の移動が正常化に向かっている。ワクチン接種完了者であればユーロ圏内のすべての国で観光目的での入国が認められているほか、過半数の加盟国ではすでにすべての入国制限措置が撤廃されており、入国者の出発国・地域やワクチン接種の有無にかかわらず自由に入国できる。今後、各国で入国手続きが一段と正常化することが見込まれる。

第2に、ユーロ安に伴い外国人観光客の購買力が向上している。ECBによる政策金利の引き上げペースは、主要国のなかでは緩慢にとどまる見込みである。このため、実質実効為替レートは歴史的なユーロ安を記録しており、円などを除くほとんどの通貨に対して減価している。

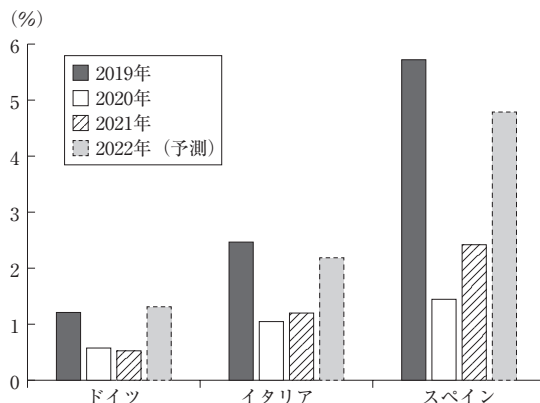
（図表10）欧州の国際線旅客数と外国人観光客数



（資料）ACI Europe、UNWTOを基に日本総合研究所作成
 （注）破線は見通し。国際線旅客数の見通しはACI Europe試算。外国人観光客数の見通しは日本総合研究所試算。

インバウンド需要の回復は、とくに観光業の比重の高い南欧諸国への恩恵が大きい。スペインでは、2022年のインバウンド関連収入が対名目GDP比で5%近くに達すると試算されており、2021年から倍増する見込みである（図表11）。エネルギー価格の高騰で所得が流出するなかで、海外からの観光業収入がそれを補う手段として期待される。

（図表11）ユーロ圏主要国のインバウンド関連収入（GDP比）

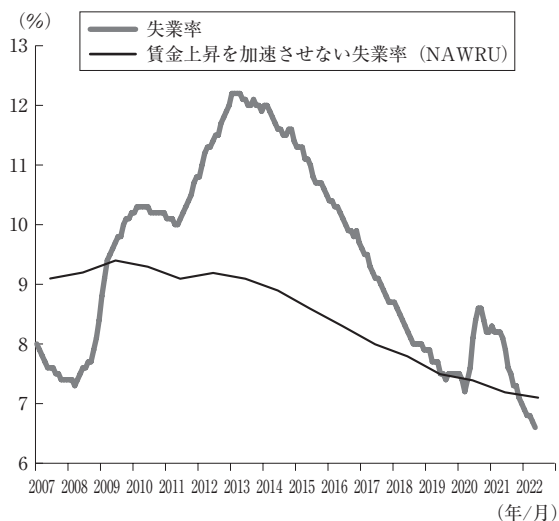


（資料）UNWTO、IMFを基に日本総合研究所作成
（注）図表10の外国人観光客数の見通しを基に試算。

（4）労働需給のひっ迫で賃金上昇が加速

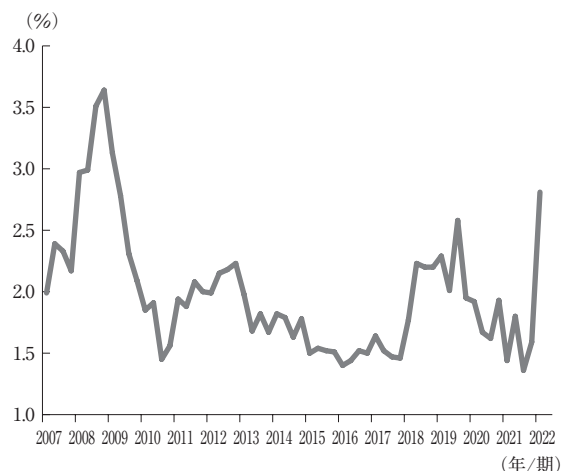
労働市場では、需給が引き締まるなかで、賃金上昇が加速している。失業率は2020年秋をピークに低下傾向が続き、足元では欧州委員会が推計する自然失業率（7.1%）を下回っている（図表12）。2022年1～3月期の協約賃金上昇率は前年比+2.8%へ高まり、ECBが2%の物価目標と整合的と考える3～4%に接近している（図表13）。

（図表12）ユーロ圏の失業率



（資料）Eurostat、欧州委員会を基に日本総合研究所作成
（注）NAWRUは欧州委員会による推計値。

（図表13）ユーロ圏の協約賃金（前年比）

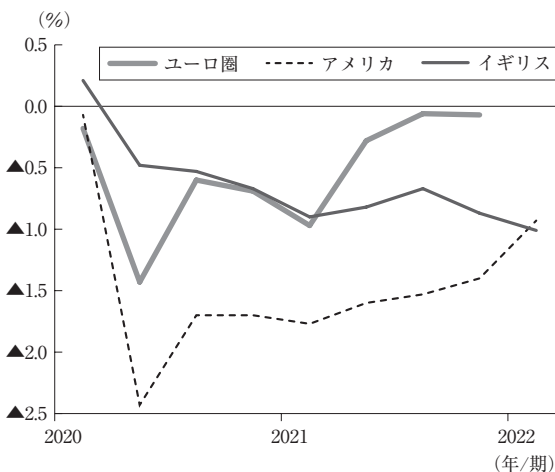


（資料）ECBを基に日本総合研究所作成

企業の労働需要は旺盛であり、今後も雇用拡大が続く見込みである。経済の先行き不透明感が強まっているものの、経済活動の正常化が進むなかで、企業の採用意欲は強い。求人率は2006年の統計開始以来の最高水準で推移している。今後も労働需給がひっ迫し、賃金の伸びは一段と高まる公算が大きい。

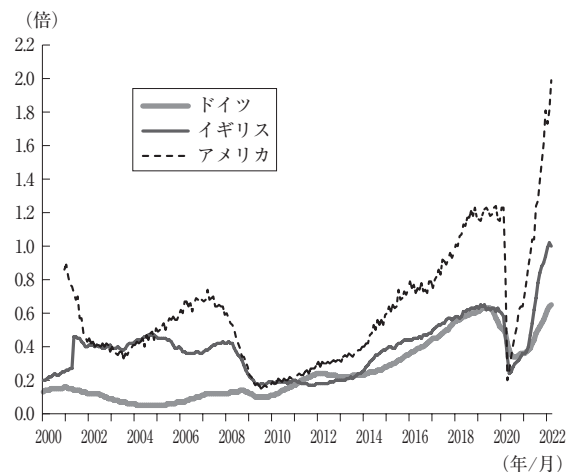
ただし、イギリスやアメリカとは異なり、ユーロ圏の賃金上昇率がECBの物価目標と整合的な水準を大幅に上回ることはないと予想している。その理由は、ユーロ圏では、コロナ禍で職場から離れた人々が戻っていることが挙げられる。実際、英米の労働参加率は、コロナ禍前の水準を大きく下回っているのに対し、ユーロ圏はおおむねコロナ禍前の水準を回復している（図表14）。労働供給の拡大が需給を緩和させる結果、ユーロ圏の人手不足感は英米ほど強くないとみられる。失業者数に対する求人数の比率をみると、ユーロ圏のなかで人手不足感が強いドイツでさえ、イギリスやアメリカを大きく下回る水準にある（図表15）。

（図表14）労働参加率の変化幅（2019年10～12月期比）



（資料）OECDを基に日本総合研究所作成

（図表15）失業者数に対する求人数の比率



（資料）OECDを基に日本総合研究所作成

3. ユーロ圏の政策動向

今後のユーロ圏経済にとって、金融政策やEUの復興基金など経済政策を巡る動きが重要である。また、ウクライナ戦争を受けて喫緊の課題となったエネルギー資源の脱ロシア化や脱炭素移行に向けた取り組みなど、環境・エネルギー政策も重要である。以下では、これらの今後の見通しや景気に及ぼす影響について分析する。

(1) ECBは中立水準まで利上げへ

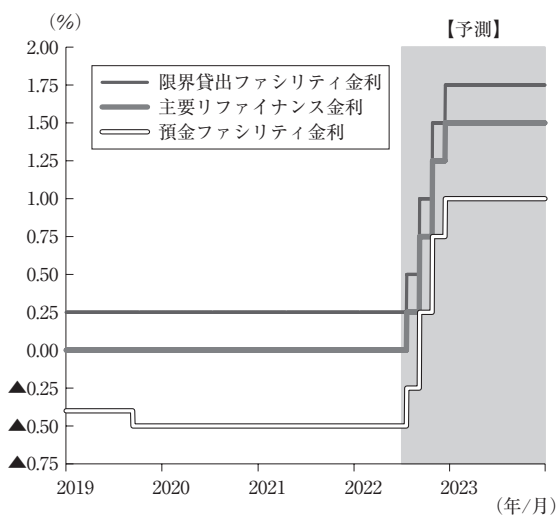
ECBは、高インフレの定着を回避するため、大規模な金融緩和を改め、政策金利を中立水準まで引き上げる見込みである。7月の政策理事会では、事前に予告した通り、三つの主要政策金利を0.25%引き上げる見通しである。その後も高インフレの抑え込みに向けて、9月、10月の会合でそれぞれ0.5%、12月の会合で0.25%の利上げが実施され、2022年末の主要リファイナンス金利は1.5%に達すると予想する（図表16）。最近のECB高官発言を踏まえると、理事会の多くのメンバーは中立金利を1%から2%

の間で想定しているとみられ、主要政策金利は2022年末までにその範囲内に達することになる。

政策金利が中立水準に達した後、ECBは様子見姿勢に転じると予想する。ECBは、高インフレの影響で人々が高い賃上げを要求し、政策目標を上回るインフレ率が定着するリスクを警戒しながら、経済や物価の動向を注視することになる。

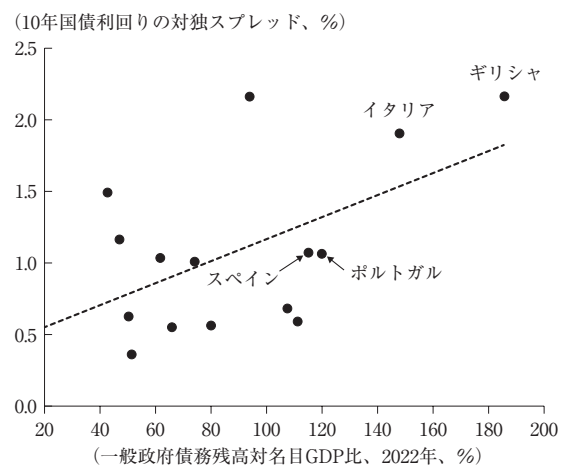
利上げを円滑に実施するためにも、ECBは金融市場の動揺を防ぐ施策を講じる見込みである。利上げにより信用力の劣る国債利回りが急上昇し、ひいては、当該国債を多く保有する銀行の資金調達環境が悪化することを通じて、金融政策の伝達経路が阻害されるリスクがある。足元では、ECBの利上げによる利払い負担の増加や、景気減速による税収減への懸念から、政府債務残高が大きい南欧諸国の国債利回り（対独スプレッド）が急拡大している（図表17）。

（図表16） ECBの政策金利見通し



（資料） ECBを基に日本総合研究所作成

（図表17） ユーロ圏各国の政府債務と対独スプレッド



（資料） 欧州委員会、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
（注） 一般政府債務残高対名目GDP比は2022年5月の欧州委員会の見通し。10年国債利回りの対独スプレッドは7月4日時点。

ECBは、二つの措置を取ると考えられる。一つ目は、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）で保有する債券の再投資を柔軟化する措置である。例えば、信用力が高いドイツ国債の償還資金を信用力が劣るイタリアなどの南欧国債の購入に充てることが考えられる。二つ目は、新たな債券購入措置の導入である。報道などによると、欧州委員会の経済勧告に従うことなどを条件に、信用力が劣る国債を購入する措置が検討されている模様である。

このように、政策金利が中立水準にとどまり、金融市場の動揺を防ぐ措置が講じられることを踏まえると、域内の金融環境が急激に引き締まる事態は回避されると考えられる。

（2） 財政ルール緩和と復興基金が域内格差を抑制

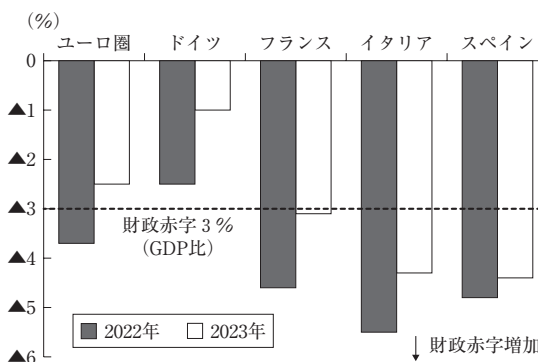
ユーロ圏各国では、物価高を受けた家計支援策が講じられている。ドイツでは、燃料税が引き下げられたほか、光熱費の補助を目的に所得税の一部控除などが実施された。フランスでも、マクロン大統領が大統領選挙時に燃料補助金の導入を公約に掲げ、4月から実施している。こういったインフレ対策は、

エネルギー高に脆弱な低所得家計の個人消費を下支えすると見込まれる。

EUの財政ルール適用が当面停止されることも、財政政策の柔軟な調整を可能にする。EUの財政ルールでは、加盟国は財政赤字をGDP対比で3%以内に、公的債務残高を同60%以内に抑える必要がある。コロナ禍で凍結されていた同ルールは2023年に再適用される予定であったが、ウクライナ戦争や高インフレを背景に、欧州委員会が2023年も適用対象外とする案を公表している。これにより、イタリアやスペインなどの南欧諸国では、財政緊縮による景気の冷え込みは回避されると見込まれる（図表18）。

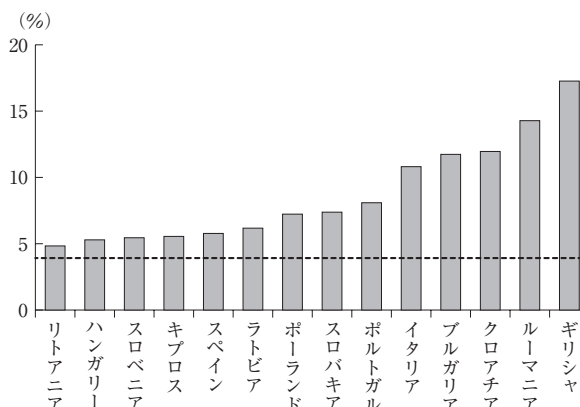
EUレベルの財政措置としては、欧州復興基金「次世代のEU（NextGenerationEU）」に期待がかかる。欧州復興基金は、コロナ禍による経済や社会へのマイナス影響を軽減すると同時に、グリーン分野やデジタル分野への投資を促すために創設され、2021年から正式に稼働している。基金の中核は「復興・耐性強化のためのファシリティ（Recovery and Resilience Facility、RRF）」であり、資金規模は7,500億ユーロ（2018年価格）にのぼる。2021年に各国の申請額の13%が前払い分として供与され、残りの資金は2022年以降に拠出される見通しである。RRFを通じた資金は、財政基盤が弱い南欧諸国やウクライナ戦争によるマイナス影響が大きい東欧諸国に重点配分される予定であり、これらの国の景気を下支えする見込みである（図表19）。

（図表18）ユーロ圏主要国の財政収支見通し（GDP比）



（資料）欧州委員会を基に日本総合研究所作成
（注）欧州委員会の見通し（2022年5月時点）。

（図表19）復興・耐性強化のためのファシリティ（RRF）を通じた資金供与の規模（GDP比）



（資料）Eurostat、Bruegelを基に日本総合研究所作成
（注）各国が欧州委員会に提出した復興投資計画における要求総額（補助金、融資両方含む）を名目GDPで除して試算。破線はEU平均。

(3) ロシア産化石燃料への依存度は低下

欧州各国は、ウクライナ戦争による経済への下押し圧力を受けるなかで、エネルギー資源の脱ロシア化を進めるという難題に直面している。脱ロシア化を進める背景には、ロシアからのエネルギー輸入が同国の戦費調達に間接的に加担し、戦争を長期化させるとの危機感がある。

脱ロシア化に向けて、欧州は資源調達先を他国に切り替え始めている。ロシア産石炭については、EU加盟各国が8月以降に禁輸する方針である。

原油に関しても、パイプラインで輸送される分などを除き、2022年末までに禁輸する方針である。ロシア依存度が最も高い天然ガスについては、欧州委員会が公表した「REPowerEU」計画で方針が打ち出されている。これによると、EUは調達先の多様化や再生可能エネルギーの普及を通じて、天然ガスのロシア依存度を2022年末までに従来の3分の1に縮小する方針である。これを受けて、欧州ではアメリカからの液化天然ガス（LNG）輸入が急増するなど、天然ガスの代替調達は着実に進められている。こうした取り組みを背景に、EUの天然ガス在庫は平時の水準まで回復している（図表20）。

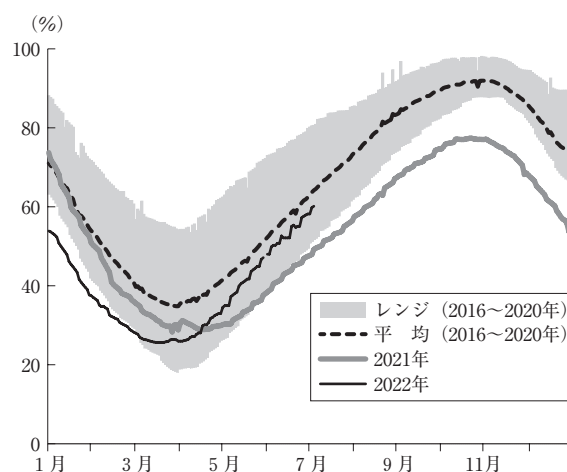
再生可能エネルギーの普及を加速させること

で中長期的に脱ロシア化を目指す取り組みは、結果的に脱炭素社会への移行を後押しする可能性がある。2019年12月に策定された成長戦略「欧州グリーン・ディール」のもと、EUは2050年までにカーボンニュートラルを達成する方針であり、2021年夏に公表された「Fit for 55」ではこの戦略を具体化する政策パッケージが打ち出された。前述の「REPowerEU」計画は、2030年時点のエネルギー消費に対する再生可能エネルギーの利用目標を従来の40%から45%に引き上げるなど、これまでの脱炭素移行の流れを加速させるものである。これに伴い、再生可能エネルギー関連を中心に脱炭素に向けた投資は増加する見込みである。なお、投資の原資としては、前述のRRFにおいて利用計画が未確定であった融資枠などが活用される予定である。こうした脱炭素社会への移行は、欧州各国の中長期的な経済成長や経済安全保障の強化に寄与すると見込まれる。

4. イギリス

イギリスでは、ユーロ圏と同様に、ウクライナ戦争に起因する景況感の悪化や高インフレが景気の重石となっている（前掲図表2）。もっとも、ユーロ圏以上に労働需給がひっ迫しており、賃金上昇率や中期的なインフレ見通し、金融政策のスタンスについてユーロ圏と異なる点も多い。そこで以下では、イギリス経済がユーロ圏経済と異なる点に焦点を当て、その先行きを展望する。

（図表20） EUの天然ガス在庫



（資料） GIEを基に日本総合研究所作成

（注） 貯蔵能力に対する在庫量の割合（貯蔵率）。外れ値（2022/6/1）は除く。

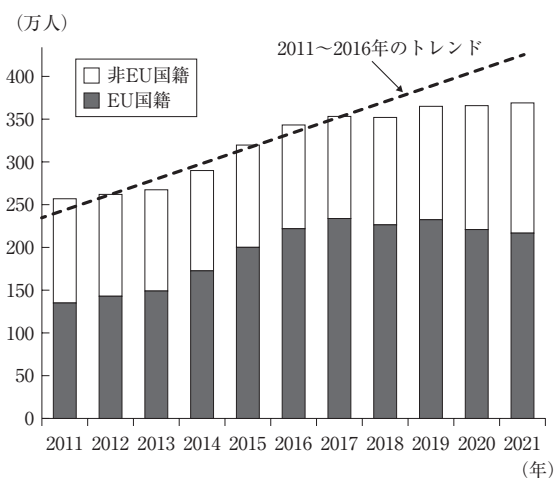
(1) Brexitが賃金高騰を助長

イギリスでは、労働力不足が賃金を押し上げている。失業率は、2020年末から低下を続けており、2022年2～4月平均で3.8%とコロナ禍前（2019年平均）を下回る低水準である。足元の求人率は過去最高水準を更新しており、企業の労働需要は旺盛である。

旺盛な労働需要に対して労働供給は低調である。この背景として、コロナ禍で労働市場から退出した人々の復帰が遅れている点が挙げられる。2～4月平均の労働参加率は63.2%と、コロナ禍前の64.0%を下回っている。ユーロ圏やアメリカなど他地域と比べても、イギリスの労働参加率の回復は鈍い（前掲図表14）。職場復帰の遅れには、中高年層がコロナ禍を機に早期退職を選択した可能性が指摘できる。実際、50歳以上の労働参加率は、他の年代と比べて回復が遅れている。

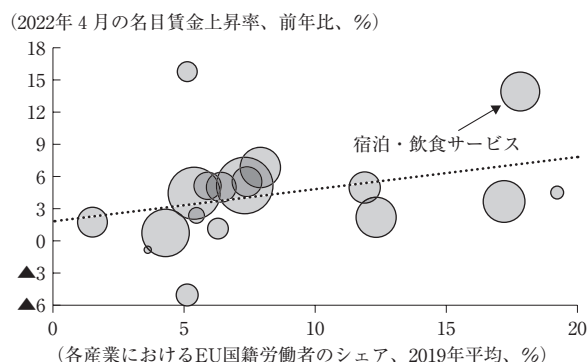
人手不足のもう一つの要因として、Brexitの影響も指摘できる。EUからの離脱が決定した2016年以降、移民流入は抑制されており、EU出身の労働者数は横ばいにとどまっている（図表21）。2021年初から始まったポイント制の移民管理制度のもとで、低スキルのEU出身者がイギリスで移民認可を受けにくくなっている点もEU出身者の抑制につながっている。EU出身者に労働力を依存している産業ほど、人手不足感が強く、賃金上昇率が高い傾向がある（図表22）。

(図表21) イギリス内の外国人労働者数



(資料) ONSを基に日本総合研究所作成
(注) 16歳以上の労働者数。四半期データを年平均。

(図表22) イギリスにおけるEU労働者のシェアと賃金上昇率 (産業別)



(資料) ONS、HMRC “Payrolled employments in the UK by region, industry and nationality, from July 2014 to June 2021”を基に日本総合研究所作成
(注1) 名目賃金上昇率は未季調値を後方3カ月平均。ボーナス除く。
(注2) バブルの面積は各産業における雇用者数の大小に比例。

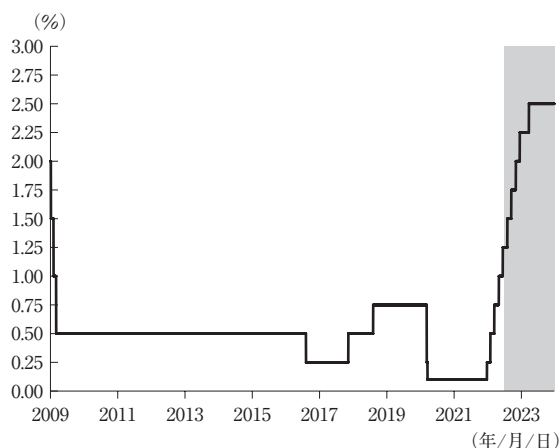
早期退職した中高年層が物価高を受けた生活苦を背景に復職する可能性はある。もっとも、移民規制の緩和といった措置が取られない限り、EUからイギリスへの移民流入が増加する望みは薄い。そのため、Brexitに起因する労働供給の制約は持続する可能性がある。

(2) BOEは金融引き締めを継続

賃金の上昇を受けて、サービス価格が上昇している。サービス価格には粘着性が強い性質があることを踏まえると、イギリスの物価高はユーロ圏以上に長引くと予想される（前掲図表6）。これを受けて、

BOEは積極的な金融引き締めを続ける見通しである。政策金利は、年内の各会合で引き上げられ、2%半ばに達すると予想している（図表23）。コロナ禍における国債買い入れにより膨らんだバランスシートも次第に縮小されると見込む。満期を迎えた国債の再投資はすでに停止されていることに加えて、2023年以降は国債の市場売却も実施されると予想している。

(図表23) イギリスの政策金利見通し（バンクレート）



(資料) BOEを基に日本総合研究所作成
(注) シャドローは日本総合研究所予測。

5. まとめ

(1) ユーロ圏

今後のユーロ圏経済は回復を続ける見通しである（図表24）。高インフレが続くなかでも、①活動制限の緩和、②過剰貯蓄の取り崩し、③良好な雇用・所得環境、④政府による支援策などに支えられ、個人消費は増勢を維持すると予想される。生産能力の増強や脱炭素に向けた企業の設備投資とインバウンド需要の回復も景気を押し上げると見込む。欧州復興基金を通じた資金供与も景気を下支えする見通しである。

(図表24) 欧州主要国別経済成長率・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									
		1~3				4~6				7~9				10~12				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
		(実績)												(予測)												(実績)
ユーロ圏	実質GDP	▲0.5	8.9	9.6	1.0	2.5	0.4	1.3	1.6	2.0	1.9	1.8	1.7	5.4	2.8	1.7										
	消費者物価指数	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	7.5	6.6	4.8	3.6	3.2	2.8	2.6	7.1	3.6										
ドイツ	実質GDP	▲6.6	9.0	6.8	▲1.4	0.9	0.3	1.8	2.1	2.6	2.3	2.0	1.9	2.9	1.8	2.1										
	消費者物価指数	1.8	2.2	3.6	5.4	6.1	8.3	7.8	7.0	5.5	4.4	3.5	3.0	3.2	7.3	4.1										
フランス	実質GDP	0.9	4.0	13.5	1.8	▲0.8	1.8	2.1	1.8	1.5	1.2	1.2	1.0	6.8	2.7	1.5										
	消費者物価指数	1.0	1.8	2.2	3.3	4.2	5.9	5.2	4.8	4.0	3.0	2.8	2.5	2.1	5.0	3.1										
イギリス	実質GDP	▲4.6	24.1	3.8	5.2	3.1	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	7.4	3.8	0.3										
	消費者物価指数	0.6	2.1	2.8	4.9	6.2	9.3	9.5	9.8	9.0	6.5	5.7	4.0	2.6	8.7	6.2										

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成
(注) シャドローは予測値。

政策金利の引き上げ効果が浸透し、インフレ率が徐々に低下していく一方で、景気は潜在成長ペースへ向けて次第に減速する見通しである。

(2) イギリス

イギリス経済は潜在成長ペースを下回って減速する見通しである（前掲図表24）。ユーロ圏以上に、労働供給の制約が厳しく、高いインフレ率が持続すると予想される。このため、政策金利が急ピッチで引き上げられ、景気を下押しする見込みである。

6. リスク

景気下振れリスクとして、以下の通り、エネルギー不足とイタリア・スペインの政治情勢が挙げられる。

(1) エネルギー不足による景気後退

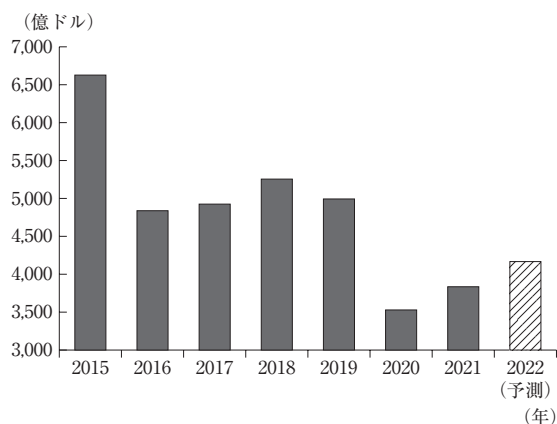
資源の脱ロシア化を阻害し、エネルギー不足をもたらす要因として、以下の3点が挙げられる。

第1に、化石燃料の供給能力が世界的に低下している点である。IEAは、世界全体における化石燃料の上流部門への投資は2022年も低水準にとどまると予測している（図表25）。上流投資の低迷は世界的な脱炭素の潮流を背景としており、欧州向け化石燃料の増産余力が抑制されるおそれがある。

第2に、代替調達先の地政学リスクである。ロシア依存度が最も高い天然ガスの代替調達先のなかには、権威主義的な国も多い（図表26）。報道などによると、アルジェリア、リビアといった主要生産国では、隣国との関係悪化といった外交上の理由や政情不安を背景に、欧州向けのガス供給が不安定になりがちと指摘されている。

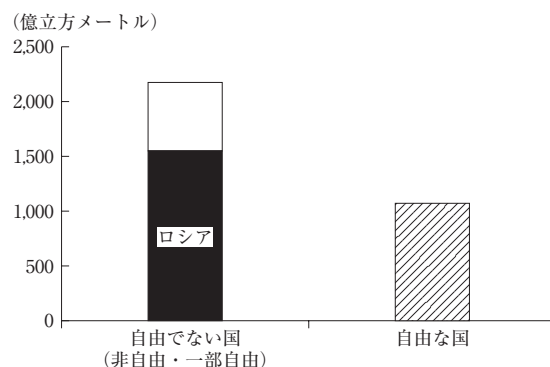
第3に、代替調達先が確保される前に、ロシアが欧州向けエネルギー供給を停止する可能性である。実際、4月下旬にポーランドとブルガリア向けのガス輸出が停止されたことをはじめ、ドイツやイタリ

(図表25) 石油・ガスの上流部門への投資額（世界全体）



(資料) IEA “World Energy Investment 2022”を基に日本総合研究所作成
 (注) 上流部門とは、探鉱・開発・生産までを示す。予測はIEA。

(図表26) EUの天然ガス純輸入量（政治体制別、2020年）

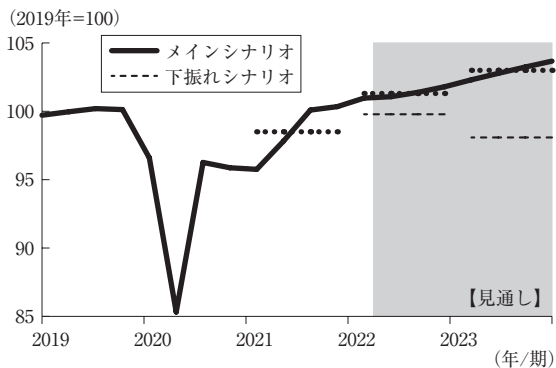


(資料) Eurostat、Freedom Houseを基に日本総合研究所作成
 (注) 政治体制の分類は国際NGOのフリーダム・ハウスによる。ロシア以外の「自由でない国」はアルジェリア・カタール等を、「自由な国」はノルウェー・アメリカ等を含む。輸入シェア上位10カ国を基に試算。

アなどの主要国においてもロシアからのガス供給が突然停滞する事態が発生している。

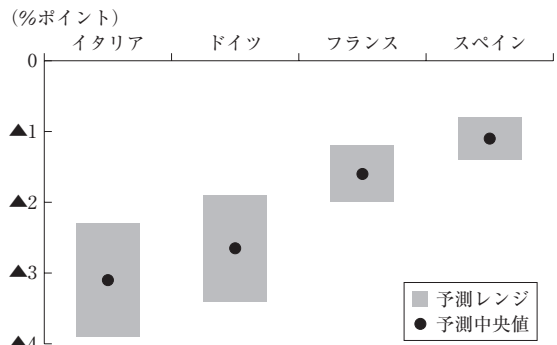
エネルギー不足が生じた場合、ユーロ圏経済は深刻な影響を受けることになる（図表27）。主要国では、エネルギーのロシア依存度が高いイタリアやドイツで景気の落ち込みが大きくなると見込まれる（図表28）。

（図表27）ユーロ圏経済の下振れシナリオ



（資料）Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成
 （注1）点線・破線は年ベース。メインシナリオは日本総合研究所による予測。
 （注2）下振れシナリオはECBによる試算。①2022年7～9月期以降、ロシアからのエネルギー供給が途絶、②エネルギー・食品価格がさらに上昇、③戦争のさらなる激化と制裁強化、などが前提。

（図表28）ロシアからのエネルギー供給が途絶した場合のGDP下振れ幅（2022年）



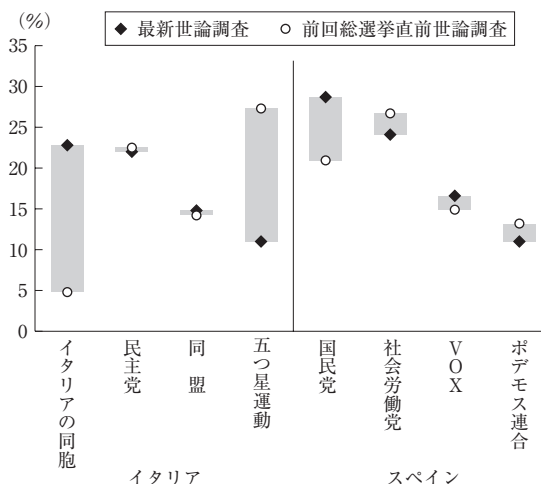
（資料）スペイン中央銀行“Economic Consequences of a Hypothetical Suspension of Russia-EU Trade,” Economic Bulletin, Issue 2/2022. を基に日本総合研究所作成

（2）イタリア、スペインの政情不安

2023年6月にイタリアで、2023年12月にスペインで、それぞれ総選挙が予定されている。最新の世論調査によれば、いずれも極右ポピュリスト政党とされる「イタリアの同胞」（イタリア）、「VOX」（スペイン）が前回総選挙の直前よりも支持率を高めている。とくに「VOX」は総選挙に向けた前哨戦とされる2022年3月の地方選で初の州政権入りを果たすなど、急速に勢力を拡大しつつある（図表29）。

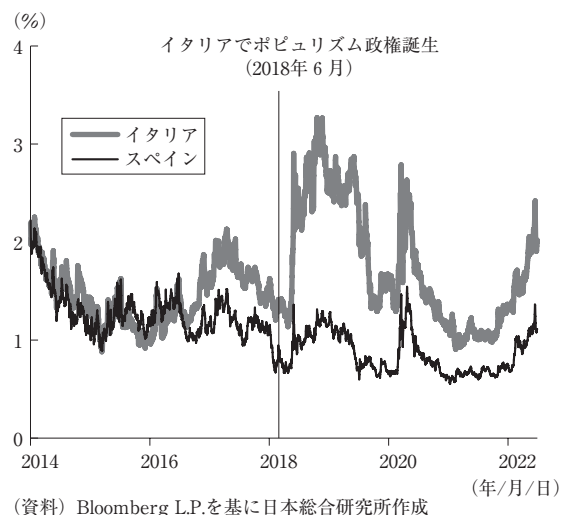
両政党ともに反移民・難民、反グローバル化、反EUを掲げており、政権入りを果たせばEUとの意見対立は避けられない。その場合、EUやECBからの財政・金融面の支援が滞るとの懸念から、国債が売られ、金融市場が動揺するおそれがある。実際、2018年のイタリア総選挙でポピュリスト政権が誕生した際にも、同様の懸念が高まり、同国債利回り（対独スプレッド）が大幅に拡大した（図表30）。金融環境が引き締められ、家計・企業の資金需要を減退させることで、景気に悪影響が及ぶ可能

（図表29）イタリアとスペインの主要政党支持率



（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成
 （注1）政党支持率は主要世論調査機関5社の公表値の中央値。
 （注2）最新世論調査は2022年6月20日～7月4日に実施された調査。

(図表30) イタリア・ドイツ10年物国債の対独スプレッド



性が高い。

このように、欧州経済は様々なリスクを抱えている。ウクライナ戦争の帰趨や脱ロシア化の成否、各国の政情などについて今後注視していく必要がある。

(2022. 7. 5)