

2022 年 3 月 22 日 全 12 頁

# 欧州経済見通し コロナ禍の次はプーチン禍

## 高インフレ+景気減速の両リスクに直面する可能性

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

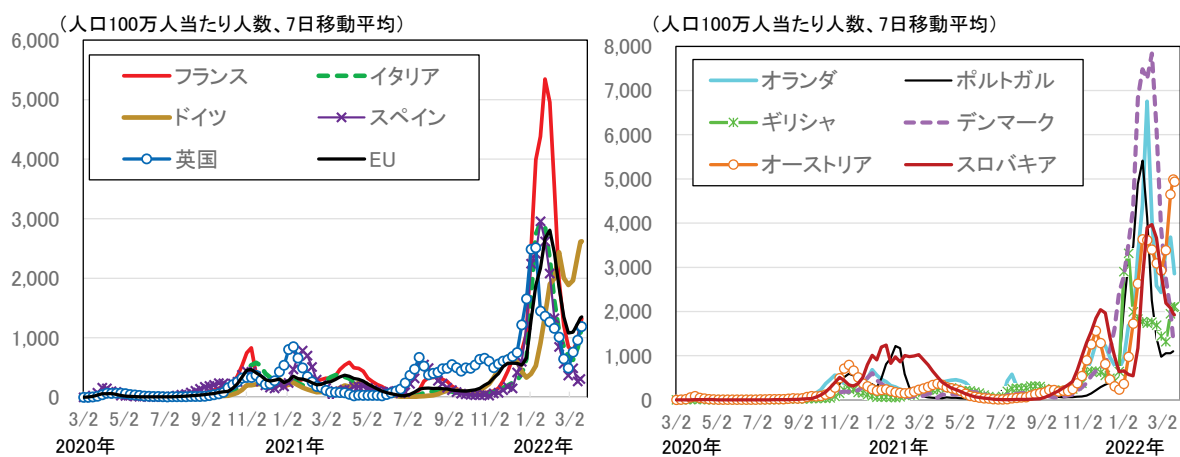
### [要約]

- 2022 年の欧州経済は、新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染拡大とインフレ圧力の高まりが重しになるものの、コロナ感染がピークアウトし、4-6 月期以降、景気回復が加速すると見込んでいた。だが、2 月 24 日のロシアによるウクライナ侵攻によって、見通しの前提が大きく崩れてしまった。
- グローバルに見て、ロシアのウクライナ侵攻のマイナスの影響を最も強く受ける地域は欧州である。それは、紛争地域との近さ、あるいは当事者であるロシアとの関係の強さから考えて当然といえよう。多種多様な意見を抱える EU だが、従来に比べると、EU は迅速に決断しまとまって行動している。それだけ、ウクライナ問題は他人事ではないという危機感があるのだろう。
- コロナ禍からの回復過程で価格が上昇しているところに、ロシアのウクライナ侵攻が拍車をかけている。ECB は、予想を大幅に上回る高インフレと景気減速の両方に配慮して金融政策の出口戦略を進めなければならず、難しい判断を迫られよう。
- コロナ感染対策としての行動制限が解除されるには、新規感染者が減少するなど感染状況が抑制されることが前提となるが、これまでの知見から、ある程度、感染状況の見通しが立てられるようになってきている。一方、ロシアに対する経済制裁に関しては、その解除の見通しは相当な不確実性を伴う。何をもって欧米が制裁を段階的にでも緩和していくかは不透明であり、早期に制裁解除の環境が整う確率は低いと考えられる。なぜなら、全面解除が早期に実現するには、ロシア軍が撤退しウクライナに詫びを入れることが欠かせないが、現在の戦況や、ロシアのプーチン大統領のこれまでの一連の発言や行動を踏まえると、容易には想像しがたいからだ。

## 新型コロナウイルスの感染、3月に入って減少ペースが鈍り、一部では再び増加へ

欧州における新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染状況は、感染力の強いオミクロン株の出現を受けて新規感染者が1月にかけて急増した。2月に入って、多くの国において新規感染者数が減少に転じ、欧州全体でもピークアウトした。だが、3月上旬以降、感染者の減少ペースが鈍り、一部の国では増加に転じている。スペインやスウェーデン、ハンガリーのように順調に減少している国がある一方、ドイツやオーストリア等のように過去最高を更新する国もあれば、フランスやイタリア、ギリシャ等のように下げ止まって小幅に増える国も散見される。行動制限を撤廃した英国も増加に転じた国の一つである。引き続き、新規感染者の推移に比べると、入院患者（重症者）や死亡者の増加ペースは総じて抑制されており、医療体制逼迫の懸念も限定的である。

図表1 欧州各国のコロナ新規感染者数 ～ 国によって状況は異なるも、総じて下げ止まり



## ユーロ圏経済

### ロシアのウクライナ侵攻によって不確実性が増し、経済見通しは大幅下方修正へ

ロシアによるウクライナ侵攻は2月24日に始まったが、必ずしもロシア軍が突如現れて国境を越えてきたわけではない。2021年4月にはロシア軍がウクライナとの国境付近に展開し、今回も、2021年11月頃からロシアは国境に大規模な部隊を集結させて演習を行う等緊張関係を高めており、ロシアの次の行動が懸念されていた<sup>1</sup>。12月半ばには、プーチン大統領はNATOに対して、東欧における軍備配備の撤回やNATOの東方拡大ストップ等の要求を突き付けた。従って、2月以前から、ウクライナ情勢を巡る緊張状況が地政学的リスクとして意識され、エネルギー価格を押し上げる要因の一つになっていた。

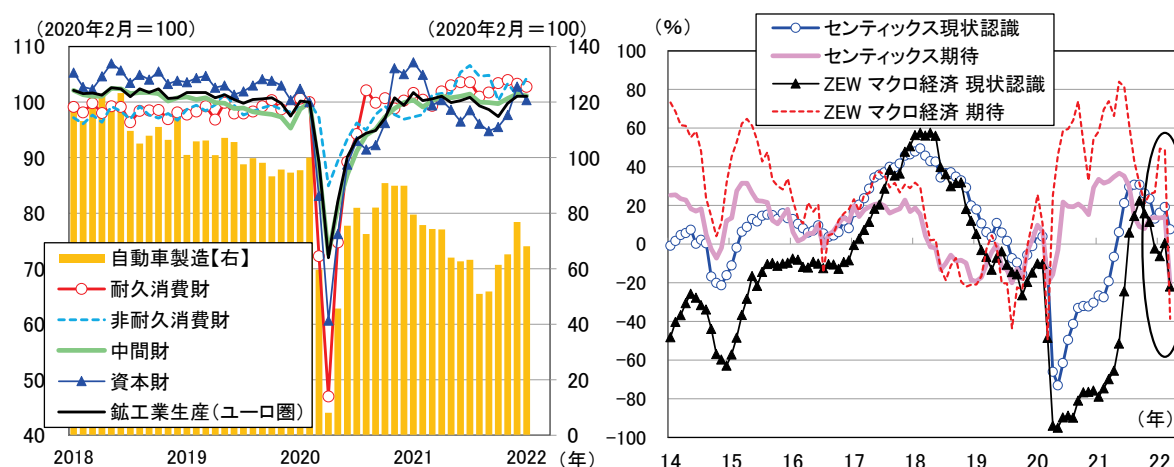
もっとも、昨年末、欧州では、オミクロン株の出現によるコロナの新規感染者の急増という別の問題に対処しなければならない面もあった。オミクロン株による行動制限のために、1月の消費・サービス関連が低調であった他、企業の生産活動は国によってまちまちだった。例えば、ユ

<sup>1</sup> 2014年のロシアによるクリミア半島の一方的な併合や、ウクライナ東部2州における親ロシア武装勢力とウクライナ政府の紛争を巡って、ロシアとEUの緊張関係（EU等によるロシアへの経済制裁の継続）は続いてきた。

ユーロ圏の1月の鉱工業生産（建設業除く）はオーストリアやドイツ、フランス等が前月比プラスとなる一方、エストニアやポルトガル、ギリシャ、イタリア等は3%を上回る大幅マイナスとまちまちの状態となり、ユーロ圏全体では前月比横ばいにとどまった。財別では、資本財が4ヵ月ぶりに落ち込んだ他、中間財や耐久消費財、エネルギーも揃って減少したものの、非耐久消費財の増加が相殺した。

1月末には高インフレを背景にECBは、2022年の利上げの可能性を排除しないと従来の見解を修正した。また、2月に入って新規感染者のピークアウトの兆しが見られ、足元の景気減速から、春以降は再び成長が加速していくであろうという期待感が高まっていた。だが、2月下旬に発生したロシアによるウクライナ侵攻によって、見通しの前提条件が大幅に狂ってしまった。侵攻前は、ロシアは（外交交渉による妥協の余地を残しつつ）段階的に緊張関係を高めていく可能性が指摘されており、計算高いプーチン大統領がいきなり全面侵攻に踏み切ったことはサプライズだったといえよう。ウクライナ侵攻後の影響を反映した実体経済のデータはまだ公表されていないが、侵攻後に集計されたマインド調査は、先行きに対する見方を中心に大きく悪化している<sup>2</sup>。ウクライナ侵攻をきっかけに、企業を取り巻くグローバルな経営環境の不確実性が高まっており、企業行動は慎重にならざるを得ないだろう。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ウクライナ侵攻で悪化するマインド【投資家信頼感】（右）



（注）右図：いずれも調査対象はユーロ圏。

（出所）Eurostat, sentix, ZEW, Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 欧米は、ロシアに対して段階的に経済制裁を強化

グローバルに見て、ロシアのウクライナ侵攻のマイナスの影響を最も強く受ける地域は欧州である。それは、紛争地域との近さ、あるいは当事者であるロシアとの関係の強さから考えて当然といえよう。EUはウクライナへの軍事支援に加えて、米国等と協調して、段階的にロシアに対する経済制裁を強化してきた。具体的には、ロシアにとって重要な個人および企業に対する経済制裁（資産凍結・渡航禁止等）、ロシア金融機関のSWIFTからの切り離し（現時点では最大手行は対象に含まない等限定的）、ロシア中銀に対する制裁、ハイテク製品や航空機部品等のロ

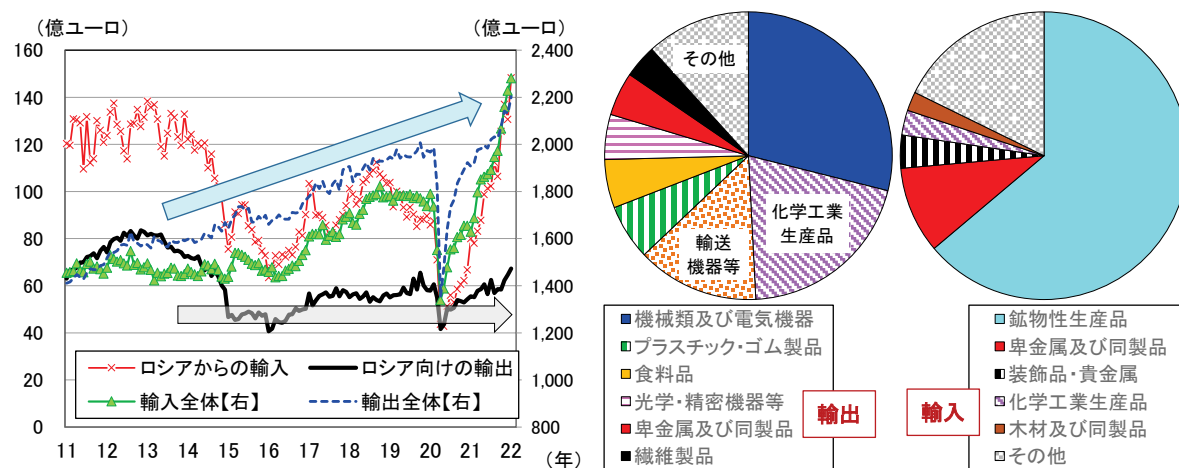
<sup>2</sup> 3月7日に公表された sentix の Economic Index は3月3日から5日にかけて集計された結果を反映しており、3月15日に公表された ZEW の3月分の Financial Market Survey も、3月7日から14日に実施された。

シアへの輸出規制、ロシアへの最恵国待遇の取り消し等である。

多種多様な意見を抱えて結論を得るのに時間がかかる EU だが、従来に比べると迅速に決断しまとまって行動しているといえる。それだけ、ウクライナ問題は他人事ではないという危機感があるのだろう。特に、ロシアとの結びつきの強いドイツは、侵攻前は慎重な姿勢だったが、侵攻後はウクライナへの武器供与や国防費の増加等、外交方針を大きく転換させている。

ただ、経済制裁を強化していく中で、より強硬な措置を取る米英と EU の間には、温度差が生じている。顕著な例が、ロシアからのエネルギー禁輸に対する取り組みであり、EU の場合、ロシアへの依存度が高いために短期的な打撃が避けられず、段階的な対応にとどめている。年内はロシアからの天然ガスの輸入を 2/3 削減することを目標とし、2027 年までにガス・原油・石炭の依存を段階的に脱却する計画を作成する。また、カタールや米国等 LNG 調達先の多様化を図り、冬に備えてガスの貯蔵量を増やし、そして気候変動対策を進めて（再生可能エネルギー活用）、化石燃料を減らす（省エネ）という短期から中長期までの脱ロシア計画となっている。

図表 3 ユーロ圏の対口貿易の推移（左）、対口輸出入の内訳【2021 年】（右）



（出所）Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

エネルギーや農産物、鉱物資源等の価格は、コロナ禍からの脱却過程にあって、ウクライナ侵攻前から上昇傾向にあったが、ウクライナ侵攻および経済制裁によって一段と上昇し、企業活動や個人消費に影響を及ぼすと予想される。経済制裁が長期化しないベースシナリオにおいても価格が高止まりするだろう<sup>3</sup>。特に、原材料や生活必需品の値段が上昇しているため、消費者であれば、生活必需品の比率が高い低所得者層が打撃を受けて、企業であれば、原材料価格の高騰分を販売価格に転嫁できない企業の収益環境が悪化することになる。もっとも、ウクライナ侵攻前の欧州では、失業率がコロナ禍前を下回る水準まで低下する等、雇用環境が改善していた。使い切れていない過剰貯蓄と合わせて、個人消費を下支えすると予想される<sup>4</sup>。

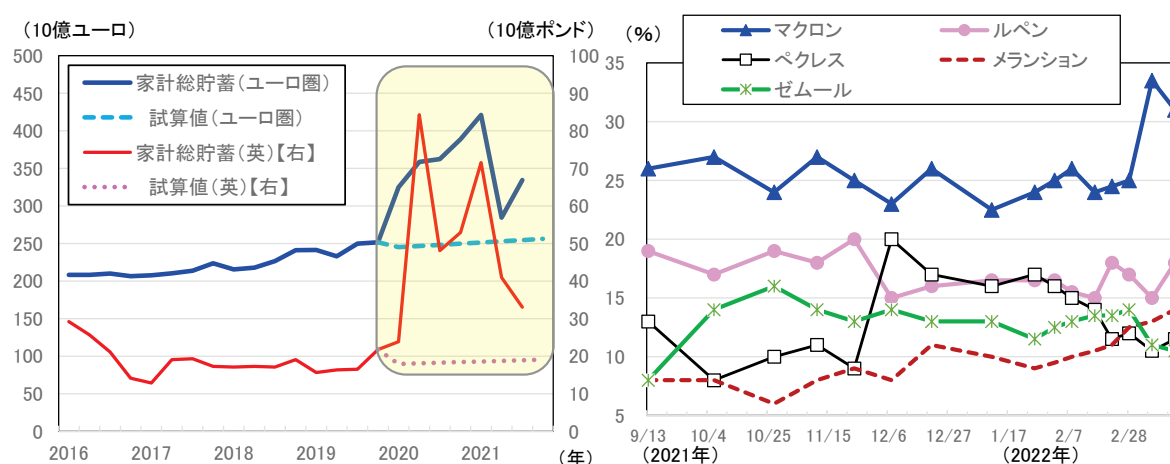
<sup>3</sup> ベースシナリオの前提に関しては、リサーチ本部「ウクライナ問題に関する緊急レポート」（大和総研レポート、2022 年 3 月 18 日）を参照。

<sup>4</sup> コロナ禍で積み上がったユーロ圏の過剰貯蓄（2020 年 1-3 月期～2021 年 7-9 月期）は約 7,265 億ユーロ、2019 年個人消費の 11.4%に相当と試算される。主要国では、イタリア（同 11.7%）とフランス（同 11.5%）が大きく、ドイツ（同 9.9%）、スペイン（同 8.2%）が続く。大陸欧州よりも大きいのが英国であり、同 15.6%の規模まで過剰貯蓄が積み上がっている。

また、欧州では大量の避難民の受け入れに伴う支出や国防費の増加に加えて、エネルギー関連コストの増加等歳出拡大圧力が高まり、成長に寄与するだろう。特に、各国政府は、ガスや電気、ガソリン等家計が直面するエネルギー料金の上昇を緩和するための支援措置を、低所得者層向け中心に実施すると予想される。家計の負担が軽減される分、政府の財政悪化は避けられないが、必要な政策対応と許容されるだろう。各国の財政状況が異なる中でどこまで歳出増を許容するか、あるいは財政に余裕のない国をどうサポートするかが、EU としての課題になるだろう。

2022 年上期の EU 議長国を務めるフランスのマクロン大統領は、ロシアのウクライナ侵攻に対して、EU 域内外で精力的に行動する一方、4 月に迫る大統領選挙で再選を目指している。3 月に入ってマクロン大統領の支持率は上昇傾向にある。現時点の世論調査に基づく、4 月 10 日の第 1 回投票で過半数を獲得する候補者はおらず、24 日の決選投票に持ち越されると予想されるが、マクロン大統領の再選が有力視されている。

図表 4 積み上がった過剰貯蓄（左）、仏大統領選挙【第 1 回投票】候補者の支持率（右）



(出所) Eurostat、ONS、NY 連銀、ELABE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ベースシナリオでは、2023 年にかけてエネルギー価格が落ち着き、株価の上昇を想定しており、経済成長率を押し上げる要因となるだろう。ただ、ロシアとの緊張関係が緩和されても、EU はエネルギーにおける脱ロシアの動きを継続するとみられ（2027 年までにガス・原油・石炭の依存を脱却）、短期的には、調達先の多様化に伴うコストを負担することになるだろう（中長期的に見ると、再生エネルギー投資の増加等が域内の成長に寄与すると期待される）。一方、戦争の長期化や経済制裁の一段の強化は、エネルギー・食料品価格の一段の上昇を誘発し景気の下振れ要因となる。また、長期化によって、欧州企業が保有するロシア国内の資産が毀損するリスクも高まるとみられる。

#### 欧州が直面するエネルギー危機 ～ 中長期的に脱ロシアを目指す

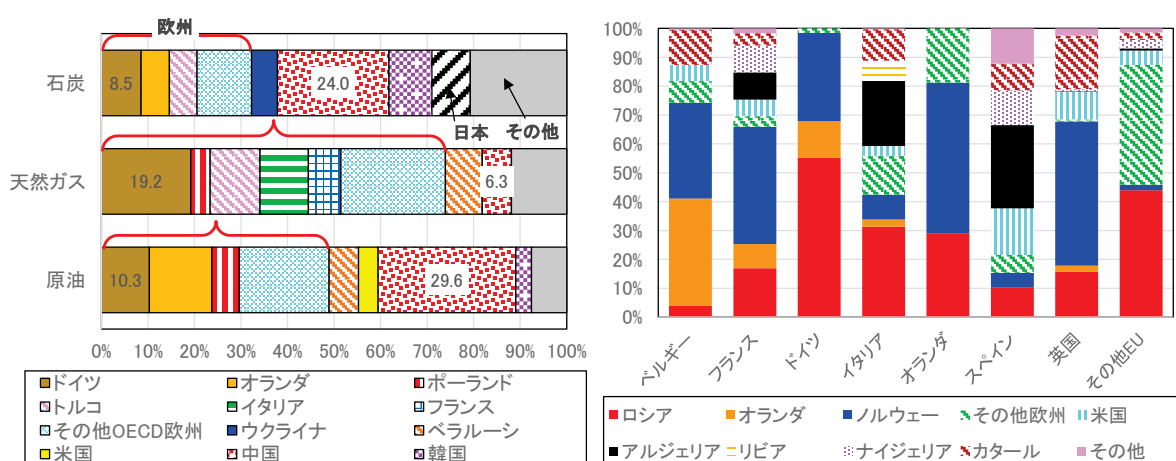
ロシアは、世界の原油生産の 10.7%、天然ガス生産の 16.6%（いずれも 2020 年）を占める世界有数のエネルギー資源国であり、その多くを自国で消費せず、輸出に回している。その輸出先を見たのが図表 5 左であり、ロシアの天然ガス輸出の約 7 割、原油の約 5 割、石炭の約 3 割が



欧州（OECD に加盟している欧州諸国）向けである<sup>5</sup>。それだけ欧州はロシアの「お得意様」であり、欧州は地理的に近いロシアにエネルギーを大きく依存している。両者の関係が良好であれば、欧州は安定的にエネルギー供給を受けられるが、逆に悪化すれば、ビジネス活動や国民生活に直結するエネルギーの供給を容易に止められてしまう恐れがある。今回、ロシアにエネルギーを過度に依存することが安全保障上のリスクとして、改めて認識されたわけである。

欧州委員会が 2021 年 12 月に公表した、2050 年に温暖化ガスの排出実質ゼロを目指したエネルギー関連法案の中で、2049 年までに天然ガスの長期契約を終了することを盛り込んだ。必ずしもクリーンとはいえない天然ガスの使用を抑制しようという意図からだが、長期的にロシアへのエネルギー依存から脱却して、域内での自立を目指そうとしていた。前述したように、ウクライナ侵攻を受けて、EU はこの計画を前倒しで進めようとしている。ただ、元々将来の技術革新に期待している部分もあることから、さらなる前倒しには不確実さが残る。目標達成に向けて脱炭素化の取り組み等、人材投資や資金面での一層の強化が求められる一方、国によっては、既存の天然ガスを増産する、あるいは気候変動対策として縮小する計画の石炭火力発電や原子力発電の運用を短期的に延長するといった政策対応も選択肢になろう。

図表 5 ロシアのエネルギー輸出先（左）、欧州各国の天然ガスの輸入元（右）



(注) 左図：2021 年のデータ、右図：2020 年のデータで、パイプラインと LNG の合計。

(出所) EIA、BP 資料より大和総研作成

## チキンゲームに勝つのはどちらか ～ 経済制裁に対するロシアの耐久力

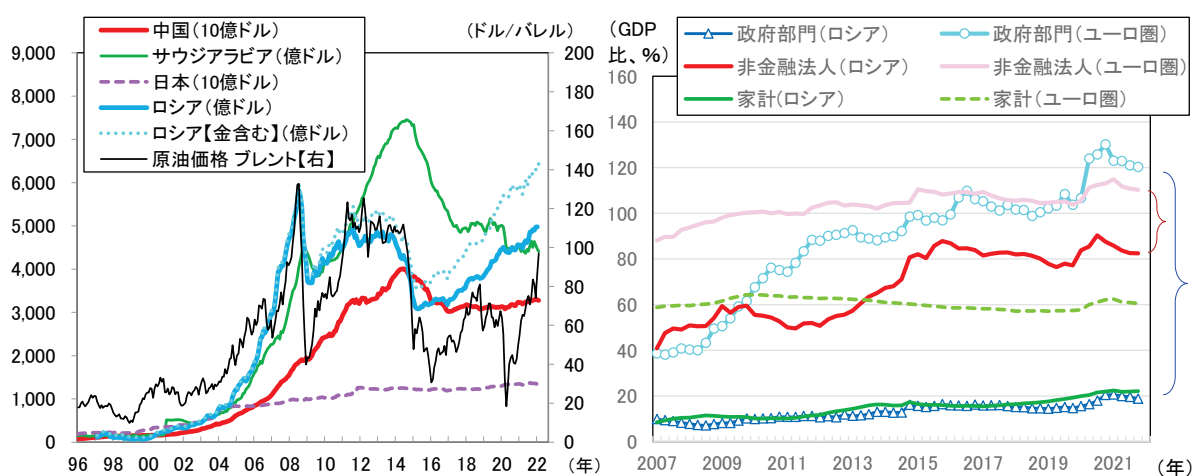
2014 年のクリミア併合に対する欧米からの経済制裁に直面したロシアは、外貨準備を大幅に積み増し続け、2022 年 2 月末には 6,432 億ドルと GDP の約 4 割に相当する規模に達している（日本の外貨準備は対 GDP 比で約 25%、中国は同約 20%）。ロシアは、リーマン・ショック後も原油等の資源価格の上昇と連動して外貨準備を増やしてきたが、2014 年から 2015 年にかけては残高を約 1/3 ほど減らす状況に陥った。その後、原油価格は以前のような水準には戻らなかったものの、ロシアはコツコツと貯めこんで過去最高水準まで引き上げてきた。また、米ドル以外への通貨への分散投資を図ってきたが、前述したロシア中央銀行に対する制裁によって約半分の外

<sup>5</sup> 天然ガスの輸入元を見ると、ドイツを筆頭にイタリアやオランダ等のロシア依存度が高い一方、ベルギーやスペイン等は、ロシア以外からも多角的に調達しており、ロシアとの付き合い方には濃淡が見られる。

貨準備を凍結されてしまい、為替介入等に活用できず、宝の持ち腐れ状態となっている。

一方、ロシアの各部門の債務状況は、他の国に比べると健全であるといえよう。例えば、政府部門の債務残高（2021年9月末）は対GDP比18.8%（2割弱が外貨建て）であり、コロナ禍の対応で財政赤字が膨張したユーロ圏（同120%超）だけでなく、ブラジル（同90%超）やインド（同約85%）、中国（同70%）等の新興国の中でも低水準である。家計部門の債務状況も抑制傾向にある（BRICsではブラジル・インドが約4割、中国が約6割）。これに対して、企業部門（非金融法人）は同82.5%（うち約8割は自国通貨建て）とブラジル・インドよりも高く、ユーロ圏（同110%）との差は相対的に小さい。通貨防衛のためにロシア国内の金利は大幅に引き上げられており、経済制裁も相まって企業の投資意欲は大幅に抑制される可能性が高い。

図表6 ロシアの外貨準備高の推移（左）、ロシアとユーロ圏の各部門の債務残高（右）



(注) 左図：各国の外貨準備高は金を除くベース。

(出所) IMF、EIA、IIF、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### ロシア国内の資産が毀損するリスク高まる ～ 戦争の長期化に左右される

既に石油会社のようにロシアにおける事業から撤退する方針を表明した企業がある一方、物流が混乱し部品調達もままならない状況下で生産停止を余儀なくされる企業や、あるいは、ロシアでビジネスを継続することへのレピュテーションリスクからサービス提供をストップする企業まで、ロシアとビジネス上の関わりを持つ外国企業は、多種多様な状況に直面している。外国企業による広範なビジネス活動の停止はロシア経済に大きな打撃であり、嗜好品やサービス不足に対して国民の不満が高まるかもしれない。

ロシア政府は欧米からの厳しい経済制裁への対抗措置として、非友好国に対しては外貨建て債券についてルーブルで支払う、リース資産（航空機等）を返さない等の方針に加えて、ロシアから事業撤退を表明した外国企業の資産を接収することも検討するとして、事業継続を迷う外国企業に圧力をかけて引き留めようとしている。世界の金融機関が抱えるロシア向けの債権状況を確認すると、2021年9月末時点で約1,047億ドルであり（guarantor basis）、世界全体の与信総額の0.3%を占める。もともと、2014年のロシアによるクリミア併合前は2,000億ドルを上回っていたが、その後大幅に減少し、1,000億ドル前後で推移してきた。与信元の金融機関を国別では、フランスとイタリアがトップ2であり、両国で全体の約45%を占める。続いて、

オーストリア、米国、日本となっており、上位 5 カ国で 8 割超である。また、各国の与信総額に占めるロシア向け債権の割合はオーストリアが 3.6%、イタリアが 2.3%、フランス・トルコ・韓国が 0.7%と全体（0.3%）を上回る一方、米国やオランダ、ドイツが 0.3%、日本は 0.2%、英国 0.1%と低位にとどまっている。過去にロシアが直面した危機からの変化を見ても、特に 2014 年のクリミア併合以降、世界の金融機関はロシア向けの比重を落としている。

このように、総じてロシア向けの債権規模は高くないものの、オーストリアやイタリア等、特定の金融機関が集中してロシアにコミットしているとみられ、波及効果を含めて今後の動向を注視していく必要があるだろう。また、一般的な景気後退に伴う経営環境の悪化や事業縮小であれば、来たる景気回復局面で挽回する機会もあるだろうが、今回のウクライナのケースでは、緊張緩和が幾分進んだとしても、欧米による経済制裁は（部分的な解除はあっても）当面継続すると考えられる。また、この間のロシア政府の強硬な対応次第では、ロシア国内の資産が大きく毀損し、戦後、ビジネス活動が元の水準に戻るには一段の時間と費用を要する恐れがある。

**図表 7 過去にロシアが危機に直面する前の、与信元別ロシア向け債権残高の内訳**

| (%)    | ロシア財政危機<br>(1998年6月末) |               | リーマン・ショック<br>(2008年6月末) |               | クリミア併合<br>(2013年12月末) |               | ウクライナ侵攻<br>(2021年9月末) |               |
|--------|-----------------------|---------------|-------------------------|---------------|-----------------------|---------------|-----------------------|---------------|
|        | 各国の海外与信に占める比率         | ロシア向け与信に占める比率 | 各国の海外与信に占める比率           | ロシア向け与信に占める比率 | 各国の海外与信に占める比率         | ロシア向け与信に占める比率 | 各国の海外与信に占める比率         | ロシア向け与信に占める比率 |
| フランス   | 3.4                   | 8.6           | 0.8                     | 13.3          | 1.7                   | 21.7          | 0.7                   | 22.6          |
| イタリア   | 6.9                   | 5.5           | 1.9                     | 10.0          | 3.5                   | 13.0          | 2.3                   | 22.1          |
| オーストリア | 12.3                  | 5.2           | 4.0                     | 9.8           | #N/A                  | #N/A          | 3.6                   | 16.3          |
| 米国     | 3.0                   | 12.0          | 1.0                     | 7.2           | 1.1                   | 14.4          | 0.3                   | 13.8          |
| 日本     | 0.3                   | 1.3           | 0.6                     | 5.6           | 0.6                   | 8.6           | 0.2                   | 8.8           |
| ドイツ    | 9.0                   | 40.4          | 1.0                     | 18.5          | 0.8                   | 8.6           | 0.3                   | 4.9           |
| オランダ   | 3.3                   | 5.6           | 1.0                     | 9.4           | 1.4                   | 7.8           | 0.3                   | 4.5           |
| 英国     | 0.5                   | 2.4           | 0.3                     | 4.9           | 0.5                   | 7.6           | 0.1                   | 2.9           |
| 韓国     | #N/A                  | #N/A          | #N/A                    | #N/A          | 1.6                   | 0.9           | 0.7                   | 1.4           |
| スペイン   | 0.5                   | 0.7           | 0.2                     | 1.0           | 0.1                   | 0.6           | 0.0                   | 0.3           |
| ベルギー   | 0.7                   | 0.3           | 0.6                     | 4.2           | 0.3                   | 0.3           | 0.0                   | 0.1           |
| 世界全体   | 3.3                   | 100.0         | 0.8                     | 100.0         | 0.9                   | 100.0         | 0.3                   | 100.0         |

(注) 危機直前時点の guarantor basis のデータを使用 (1998 年 6 月のみ immediate counterparty basis)。

(出所) BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### ECB は、純資産買入れ終了の道筋をつける一方、政策の柔軟性を確保する

ECB は、2022 年 3 月の金融政策理事会で金利水準やパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) 等に関する従来の方針を確認した一方、3 月末の PEPP 終了に合わせて一時的に規模を拡充する予定の資産買入れプログラム (APP) については、拡大方針そのものは維持したが、計画を大幅に前倒して縮小することを決定した<sup>6</sup>。つまり、拡大期間を従来の 6 カ月間から 2 カ月間に短縮した上で、“もし今後のデータが、純資産買入れが終了しても中期的なインフレ見通しが弱ま

<sup>6</sup> 従来は、4-6 月期に月 400 億ユーロに拡大した後、7-9 月期は月 300 億ユーロ、10-12 月期は月 200 億ユーロと現状と同水準に戻す方針だったが、今回、4 月に 400 億ユーロ、5 月に 300 億ユーロ、6 月に 200 億ユーロに見直すことが決まった。

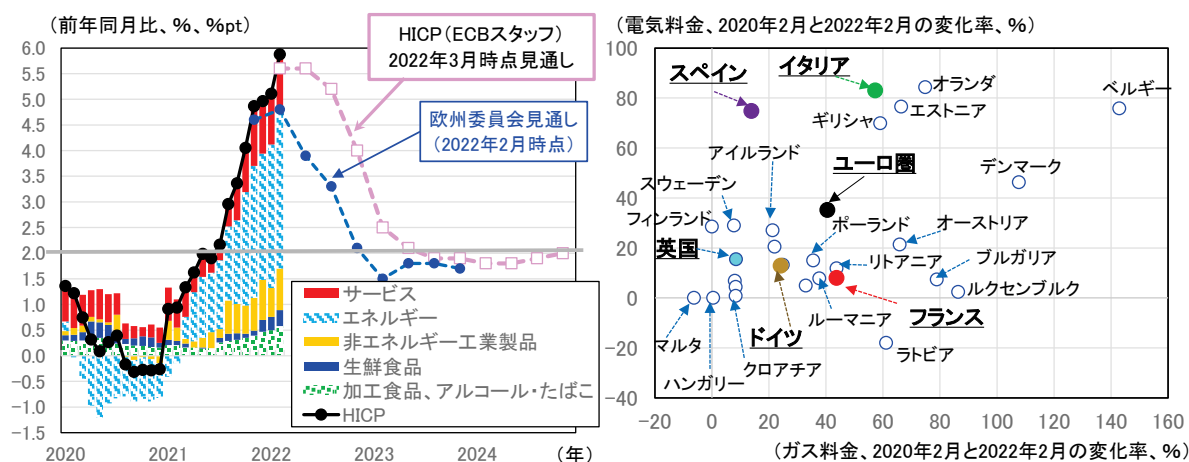


ることではないという予想をサポートするならば”という条件付きながら、7-9月期にAPPに基づく純資産買入を終了すると言及した<sup>7</sup>。他方で、これまで、APPの純資産買入が終了するまで利上げは行わない（つまり、終了から間を置かず利上げを開始する）としていたが、今回、ECBは、“金利の調整はAPPの純資産買入終了後、しばらくしてから（some time）、かつ緩やか（gradual）に行う”という新たな方針を示した。“しばらく”がどれくらいになるかは今後のデータ次第ということになるだろうが、資産買入終了と金利調整（＝利上げ開始）を切り離して、ECBは政策の自由度を確保したといえる。

また、ECBはスタッフの予測として景気・インフレ見通しを改訂した。この3ヵ月間で生じた大きな変化、すなわちロシアによるウクライナ侵攻の影響を加味する形で見通しが見直された。もともと、ウクライナ情勢は日々変化しており、欧米によるロシアへの経済制裁は段階的に強化されている。それ故、見通しの前提条件も大きく変わり得るわけだが、ECBは、標準シナリオの他に、Adverse scenario（悪化シナリオ）、Severe scenario（最悪シナリオ）という2つの下振れするリスクシナリオを想定した。標準シナリオでは、2022年の予想インフレ率を21年12月時点の3.2%から5.1%へ大幅に引き上げると同時に、2022年の予想成長率を3.7%（21年12月時点4.2%）に、2023年を2.8%（同2.9%）にそれぞれ下方修正した。ECBは、インフレ目標2%を下回るタイミングが2023年後半と、従来の見方から半年ほど後ずれするものの、インフレ率が2023年にかけて鈍化していくという大きな姿は変えていない。これに対して、リスクシナリオでは、2022年の予想インフレ率が約6%（悪化シナリオ）、約7%（最悪シナリオ）と一段と跳ね上がると想定し、2022年の経済成長率はいずれも2%台に落ち込むと見込んでいる。

コロナ禍からの回復過程で価格が上昇しているところに、ロシアのウクライナ侵攻が拍車をかけている。ECBは、予想を大幅に上回る高インフレと景気減速の両方に配慮して金融政策の出口戦略を進めなければならず、難しい判断を迫られよう。いずれにしても、今後のウクライナ情勢に左右される要素が大きく、見通しの不確実性が払拭されない状態が続こう。

図表8 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、欧州各国のエネルギー価格の変化（右）



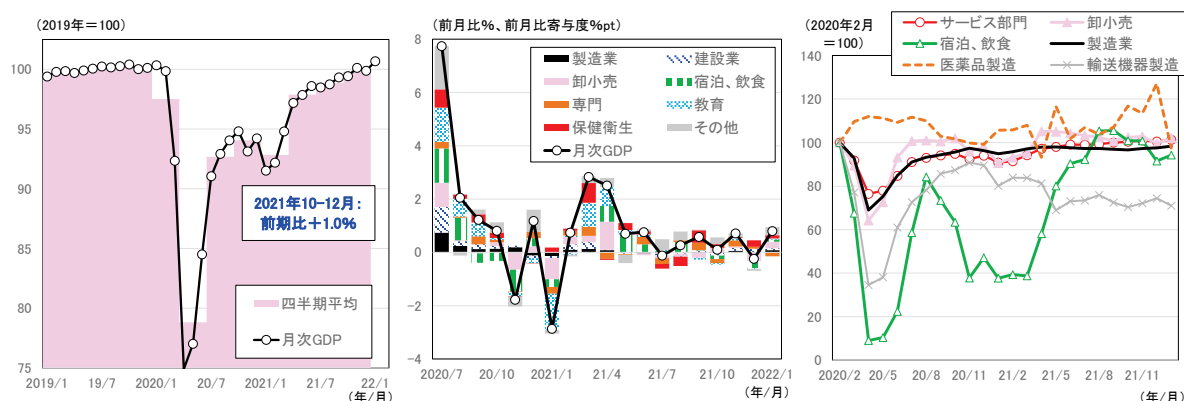
<sup>7</sup> なお、APPの再投資は、利上げ開始後も長期間にわたって for an extended period、十分な流動性供給と金融緩和を維持するために必要なだけ継続するとした（PEPPの再投資も少なくとも2024年末まで継続）。

## 英国経済

### 1-3 月期の好調なスタートや行動制限撤廃の追い風も、ロシアのウクライナ侵攻で暗転

1月の月次GDPは前月比+0.8%と2ヵ月ぶりに増加し、市場予想を上回る伸びとなった。産業別では、2021年12月にオミクロン株出現の影響を受けて大きく落ち込んだ卸小売や宿泊・飲食サービスが増加に転じたことが大きく寄与した。特に宿泊・飲食サービスは4ヵ月ぶりに増加し、コロナ感染拡大に関する行動制限が緩和・撤廃されたことがポジティブに寄与したとみられる。この他に、情報通信や保健衛生、管理・支援サービス、製造業も増加した。製造業は広範なセクターで増加したものの、医薬品製造や輸送機器製造の減少によって相殺された。また、対面サービスの中でも芸術娯楽は弱いままであり、専門・技術サービス等とともに景気の足を引っ張った。このように、1-3月期は好調なスタートを切ったといえるが、ロシアのウクライナ侵攻以前のデータであり、エネルギー価格等が一段と上昇していることを踏まえると、先行きに対する警戒感の方が強い。

図表9 英国月次GDP ～ 推移（左）、前月比の要因分解（中）、業種別コロナ禍前との比較（右）



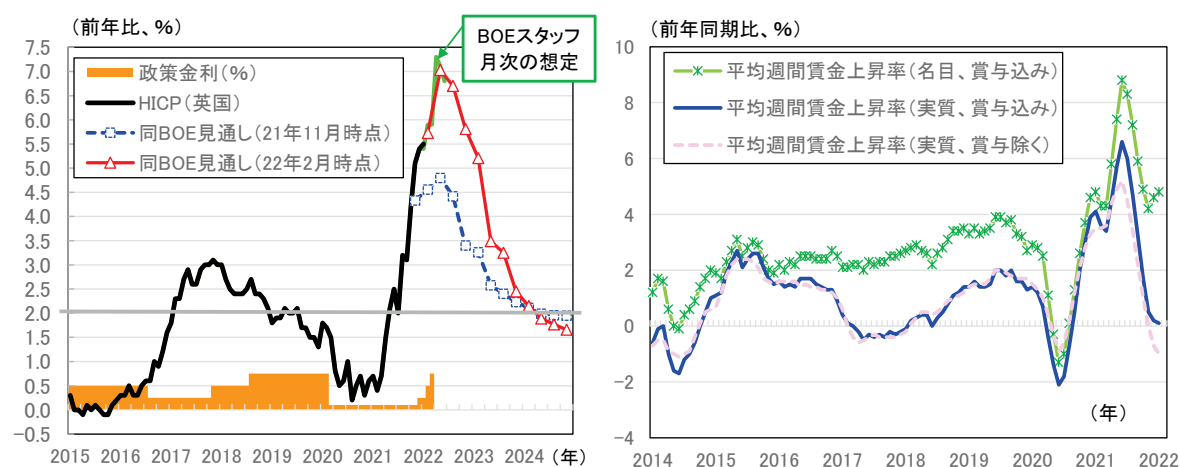
（出所）ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

BOEは3月半ばの金融政策委員会で政策金利を25bp引き上げて0.75%とした。これで3回連続の利上げになる。前回2月は5対4という僅差での決定であり（4人は50bpの利上げを主張）、足元のインフレ率の加速を踏まえると、今回は大幅利上げも想定されたが、8対1で25bpにとどめられた。背景としては、ロシアのウクライナ侵攻がもたらした先行きの不確実性がBOEを躊躇させたと考えられる。実際、反対票を投じたカンリフ副総裁は、商品価格の上昇が実質所得や家計の行動に非常に大きなネガティブな影響を及ぼすリスクをより重視し、ロシアのウクライナ侵攻で状況が悪化したようだと金利据え置き、つまり様子見を主張した。また、BOEは、声明文の中で、今後のインフレ率はさらに上昇して4-6月には前年比+8%前後に達し、年後半にかけてさらに高まるという見通しを示し、2月時点の想定<sup>8</sup>から引き上げた。同時に、高インフレがもたらす悪影響が従来の想定よりもはるかに大きくなる可能性を踏まえて、将来の利上げの必要性に関する表現を“適切である可能性が高い (is likely to be appropriate)”から“適切かもしれない (may be appropriate)”にやや和らげた。

<sup>8</sup> BOEスタッフによる短期見通しは、1月の前年比+5.4%から2-3月に同+5.9%、そして4月には同+7.3%と1991年8月以来の大幅上昇を記録した後、漸くピークアウトし6月に同+6.8%まで鈍化するというもの。

英国の雇用環境は、引き続き改善しているが、インフレ率を調整した実質ベースの賃金上昇率は大幅に低下している。ユーロ圏同様に、英国でも短期的にはインフレ率が一段と高まると予想され、実質賃金上昇率は低位で推移するだろう。エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が賃金を上回る伸び率を示している状況では、消費者は、所得が増えているという実感を得にくいだろうし、増税によって可処分所得が目減りすることになれば、なおさらだ。インフレ高騰を受けて労働者はより高い賃金を要求し、労働市場がタイトである点も後押ししよう。この結果、企業の多くが、原材料コスト増に加えて賃金負担の増加（一部には金利上昇によるコスト増もあろう）に対応するために、販売価格の引き上げを模索する。そして、さらなる賃金上昇を招くという物価と賃金のスパイラル（悪循環）に陥る可能性も否定できない。

図表 10 インフレ率【HICP 上昇率】及び BOE の見通し（左）、賃金上昇率の推移（右）



(注) 右図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。

(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 11 ユーロ圏経済・金利見通し

|                | 2021   |        |        |        | 2022  |       |       |       | 2023  |       |       |       | 2021   | 2022   | 2023   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |        |        |        |
| 前期比年率          |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産          | -0.5%  | 9.1%   | 9.3%   | 1.0%   | 1.8%  | 1.8%  | 3.6%  | 4.0%  | 2.6%  | 1.4%  | 1.7%  | 1.7%  | 5.3%   | 3.4%   | 2.5%   |
| 家計消費支出         | -8.9%  | 16.5%  | 19.1%  | -2.3%  | 3.2%  | 2.0%  | 3.2%  | 3.2%  | 2.4%  | 1.7%  | 2.4%  | 2.0%  | 3.5%   | 4.5%   | 2.5%   |
| 政府消費支出         | -2.1%  | 9.4%   | 1.1%   | 1.9%   | 1.4%  | 0.7%  | 1.4%  | 2.0%  | 1.2%  | 0.2%  | 0.6%  | 0.6%  | 3.8%   | 1.8%   | 1.0%   |
| 総固定資本形成        | 0.6%   | 5.2%   | -3.7%  | 14.9%  | 4.5%  | 2.8%  | 5.3%  | 4.9%  | 4.1%  | 2.2%  | 2.9%  | 2.6%  | 4.3%   | 5.1%   | 3.7%   |
| 輸出等            | 5.1%   | 11.8%  | 7.0%   | 12.1%  | 6.6%  | 4.9%  | 5.6%  | 5.1%  | 3.7%  | 2.6%  | 3.3%  | 3.0%  | 10.9%  | 7.4%   | 4.0%   |
| 輸入等            | 4.8%   | 13.0%  | 5.8%   | 19.8%  | 4.5%  | 5.7%  | 5.3%  | 4.3%  | 3.6%  | 2.8%  | 4.2%  | 3.5%  | 8.6%   | 8.2%   | 4.0%   |
| 前年同期比（除く失業率）   |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産          | -0.9%  | 14.6%  | 4.0%   | 4.6%   | 5.2%  | 3.4%  | 2.1%  | 2.8%  | 3.0%  | 2.9%  | 2.4%  | 1.9%  | 5.3%   | 3.4%   | 2.5%   |
| 家計消費支出         | -5.6%  | 12.3%  | 2.9%   | 5.4%   | 8.8%  | 5.2%  | 1.5%  | 2.9%  | 2.7%  | 2.7%  | 2.5%  | 2.2%  | 3.5%   | 4.5%   | 2.5%   |
| 政府消費支出         | 2.6%   | 7.9%   | 2.6%   | 2.5%   | 3.4%  | 1.3%  | 1.3%  | 1.4%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.0%  | 0.7%  | 3.8%   | 1.8%   | 1.0%   |
| 総固定資本形成        | -5.9%  | 18.6%  | 3.0%   | 4.0%   | 5.0%  | 4.4%  | 6.8%  | 4.4%  | 4.3%  | 4.1%  | 3.5%  | 3.0%  | 4.3%   | 5.1%   | 3.7%   |
| 輸出等            | 0.1%   | 26.7%  | 10.6%  | 9.0%   | 9.3%  | 7.6%  | 7.3%  | 5.5%  | 4.8%  | 4.3%  | 3.7%  | 3.2%  | 10.9%  | 7.4%   | 4.0%   |
| 輸入等            | -5.6%  | 21.8%  | 10.6%  | 10.7%  | 10.6% | 8.8%  | 8.6%  | 4.9%  | 4.7%  | 4.0%  | 3.7%  | 3.6%  | 8.6%   | 8.2%   | 4.0%   |
| 鉱工業生産（除く建設）    | 4.6%   | 23.4%  | 5.7%   | 0.3%   | 0.1%  | 1.0%  | 2.5%  | 3.4%  | 3.0%  | 3.2%  | 2.7%  | 2.0%  | 7.9%   | 1.8%   | 2.7%   |
| 実質小売売上高        | 2.4%   | 12.0%  | 2.4%   | 4.1%   | 6.4%  | 3.0%  | 3.2%  | 3.8%  | 3.7%  | 3.8%  | 3.3%  | 3.2%  | 5.1%   | 4.1%   | 3.5%   |
| 消費者物価          | 1.1%   | 1.8%   | 2.8%   | 4.6%   | 5.8%  | 6.5%  | 5.5%  | 4.2%  | 2.9%  | 1.4%  | 2.0%  | 1.9%  | 2.6%   | 5.5%   | 2.0%   |
| 生産者物価          | 2.1%   | 9.2%   | 14.0%  | 24.0%  | 30.8% | 32.4% | 23.7% | 15.3% | 7.8%  | 3.1%  | 4.6%  | 2.0%  | 12.3%  | 25.1%  | 4.3%   |
| 失業率            | 8.2%   | 8.0%   | 7.5%   | 7.1%   | 6.9%  | 7.1%  | 7.2%  | 7.2%  | 7.2%  | 7.1%  | 7.0%  | 6.9%  | 7.7%   | 7.1%   | 7.1%   |
| 10億ユーロ         |        |        |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 貿易収支           | 69.4   | 37.6   | 27.0   | -10.6  | 39.0  | 34.4  | 33.8  | 33.5  | 39.0  | 37.3  | 33.6  | 31.9  | 123.4  | 140.7  | 141.8  |
| 経常収支           | 95.6   | 79.4   | 68.7   | 66.2   | 75.6  | 74.5  | 76.9  | 80.6  | 81.7  | 81.8  | 79.8  | 79.1  | 309.8  | 307.6  | 322.4  |
| 財政収支           | -205.0 | -192.5 | -125.2 |        |       |       |       |       |       |       |       |       | -722.5 | -512.8 | -331.2 |
| 独 国債10年物（期中平均） | -0.42% | -0.22% | -0.37% | -0.24% | 0.14% | 0.36% | 0.30% | 0.33% | 0.46% | 0.63% | 0.68% | 0.60% | -0.31% | 0.28%  | 0.59%  |
| 欧 政策金利（末値）     | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.25% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.00%  | 0.00%  | 0.50%  |

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年3月21日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 12 英国経済・金利見通し

|              | 2021   |       |        |       | 2022  |       |       |       | 2023  |       |       |       | 2021   | 2022   | 2023   |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|              | Q1     | Q2    | Q3     | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |        |        |        |
| 前期比年率        |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産        | -4.6%  | 24.6% | 4.0%   | 3.9%  | 4.1%  | 0.4%  | 1.4%  | 1.0%  | 1.5%  | 1.7%  | 1.6%  | 1.3%  | 7.5%   | 3.9%   | 1.4%   |
| 家計消費支出       | -14.6% | 40.0% | 12.1%  | 4.8%  | 1.3%  | 1.5%  | 1.9%  | 2.2%  | 2.3%  | 2.4%  | 2.3%  | 2.2%  | 6.1%   | 5.4%   | 2.2%   |
| 一般政府消費支出     | 6.9%   | 34.6% | -0.1%  | 7.8%  | 0.0%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.2%  | 0.2%  | 14.5%  | 3.4%   | 0.3%   |
| 総固定資本形成      | -6.7%  | 8.8%  | -1.0%  | 9.0%  | 2.7%  | 3.3%  | 6.4%  | 8.5%  | 6.3%  | -1.8% | 0.6%  | 1.5%  | 5.3%   | 4.7%   | 3.9%   |
| 輸出等          | -25.2% | 31.2% | -17.7% | 20.9% | 1.3%  | 2.2%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.7%  | 3.0%  | 3.2%  | 3.7%  | -1.1%  | 4.0%   | 2.7%   |
| 輸入等          | -37.1% | 18.2% | 15.2%  | -5.9% | 7.5%  | 6.2%  | 8.4%  | 8.8%  | 6.4%  | 2.6%  | 3.5%  | 4.0%  | 3.0%   | 6.3%   | 5.8%   |
| 前年同期比（除く失業率） |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産        | -5.0%  | 24.6% | 7.0%   | 6.5%  | 8.8%  | 3.1%  | 2.4%  | 1.7%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.5%  | 7.5%   | 3.9%   | 1.4%   |
| 家計消費支出       | -9.6%  | 23.0% | 5.8%   | 8.9%  | 13.6% | 4.9%  | 2.4%  | 1.7%  | 2.0%  | 2.2%  | 2.3%  | 2.3%  | 6.1%   | 5.4%   | 2.2%   |
| 一般政府消費支出     | 2.3%   | 34.2% | 13.6%  | 11.6% | 9.7%  | 2.0%  | 2.1%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.2%  | 14.5%  | 3.4%   | 0.3%   |
| 総固定資本形成      | -3.3%  | 20.9% | 3.9%   | 2.3%  | 4.8%  | 3.5%  | 5.3%  | 5.2%  | 6.1%  | 4.8%  | 3.3%  | 1.6%  | 5.3%   | 4.7%   | 3.9%   |
| 輸出等          | -11.2% | 7.2%  | 1.4%   | -0.6% | 7.3%  | 0.8%  | 6.3%  | 2.0%  | 2.4%  | 2.6%  | 2.8%  | 3.1%  | -1.1%  | 4.0%   | 2.7%   |
| 輸入等          | -9.1%  | 21.6% | 9.7%   | -5.3% | 8.3%  | 5.5%  | 3.9%  | 7.7%  | 7.4%  | 6.5%  | 5.3%  | 4.1%  | 3.0%   | 6.3%   | 5.8%   |
| 鉱工業生産        | -1.6%  | 19.9% | 3.0%   | 0.1%  | 2.3%  | 2.1%  | 3.1%  | 3.5%  | 2.0%  | 1.0%  | 1.8%  | 2.3%  | 4.7%   | 2.7%   | 1.8%   |
| 実質小売売上高      | -0.9%  | 23.1% | 0.1%   | 0.0%  | 8.2%  | -1.1% | 4.2%  | 4.9%  | 3.0%  | 3.1%  | 3.2%  | 3.2%  | 5.0%   | 3.9%   | 3.1%   |
| 消費者物価        | 0.6%   | 2.1%  | 2.8%   | 4.9%  | 5.7%  | 7.5%  | 7.0%  | 5.8%  | 5.0%  | 2.7%  | 2.6%  | 2.3%  | 2.6%   | 6.5%   | 3.1%   |
| 生産者物価（出荷価格）  | 1.0%   | 4.2%  | 6.3%   | 9.2%  | 10.9% | 15.3% | 14.1% | 10.2% | 8.1%  | 3.1%  | 2.9%  | 2.2%  | 5.2%   | 12.6%  | 4.0%   |
| 失業率          | 4.9%   | 4.7%  | 4.3%   | 4.1%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.1%  | 4.2%  | 4.3%  | 4.3%  | 4.3%  | 4.5%   | 4.0%   | 4.3%   |
| 10億英ポンド      |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 貿易収支         | -39.2  | -33.8 | -46.1  | -36.8 | -38.4 | -40.0 | -42.5 | -45.1 | -46.7 | -46.6 | -46.9 | -47.1 | -155.8 | -166.0 | -187.3 |
| 経常収支         | -11.3  | -13.5 | -24.4  | -20.0 | -16.0 | -17.4 | -19.5 | -21.7 | -23.1 | -23.1 | -23.3 | -23.5 | -69.3  | -74.7  | -93.0  |
| 財政収支         | -43.5  | -59.0 | -38.0  | -37.5 | -35.0 |       |       |       |       |       |       |       | -178.0 |        |        |
| 国債10年物（期中平均） | 0.61%  | 0.87% | 0.71%  | 0.95% | 1.40% | 1.60% | 1.75% | 1.65% | 1.55% | 1.50% | 1.40% | 1.45% | 0.79%  | 1.60%  | 1.48%  |
| 政策金利（末値）     | 0.10%  | 0.10% | 0.10%  | 0.25% | 0.75% | 1.00% | 1.00% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 0.25%  | 1.25%  | 1.25%  |

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年3月21日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研