

2022年8月1日 全7頁

ユーロ圏、22年4-6月期は年率+2.8%に加速

ドイツの一人負けが鮮明に。7-9月期もその傾向が続く可能性

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏の2022年4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.7%（年率換算+2.8%）となり、5四半期連続でプラス成長となった。2021年4-6月期・7-9月期の同2%超からは鈍化しているものの、2022年1-3月期の同+0.5%からは緩やかに加速している。
- 国別に見ると、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツがゼロ成長にとどまる等、多くの国で成長率が1-3月期から減速した、あるいはマイナスに転じた中で、スペイン、イタリア、フランスというドイツを除く主要3カ国が大幅なプラス成長となってユーロ圏全体を牽引した。
- ロシアのウクライナ侵攻が長期化する中で、今後の焦点は、2022年4-6月期からどれだけ景気が減速するかであろう。高インフレに供給サイドのボトルネック問題、そしてエネルギー供給への懸念が、企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかるだろう。さらに、高インフレを抑えるためのECBによる利上げ（金利上昇）という要因も加わった。7月に入ってから、企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドは一段と悪化しており、4-6月期までのような積極的な支出は期待しづらい。冬が近づくにつれて、ガス供給のストップという最悪事態に備えて“節約”が一つのキーワードになるだろう。

2022年4-6月期のGDP成長率は年率+2.8%に加速 ～ 国ごとにばらつきが見られる

ユーロ圏の2022年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.7%(年率換算+2.8%)となり、7月22日にECBが発表した専門家への調査(Survey of Professional Forecasters、SPF)におけるコンセンサスの同+0.16%を大幅に上回り¹、2021年10-12月期の同+0.4%、2022年1-3月期の同+0.5%から緩やかながら加速した。

2月下旬からのロシアによるウクライナへの軍事侵攻の影響がフルに及んだ四半期になったが、侵攻当初の大きなショックが一巡しマインドのスパイラル的な悪化は回避された。また、侵攻を機にエネルギーや食料品など生活必需品の価格が高騰したことが個人消費を押し下げると懸念され、実際、個人消費の伸び率がマイナスに転じた国がある一方、大幅な増加に転じた国もある等、影響は一様ではない²。後者の場合、コロナ禍の行動制限が一段と緩和されたことによる人の移動を伴ったサービス支出の増加や、侵攻直後に増幅した供給サイドのボトルネックが4-6月期に入って徐々に緩和されて耐久消費財支出の増加につながった可能性もあろう。もっとも、消費者マインドは7月に入って一段と悪化しており、消費の持続性に関しては不透明な要素が多い。また、ユーロ安の進行は輸出を下支えする一因とみられるが、その半面、インフレ率を押し上げるという副作用をもたらしている。ECBのラガルド総裁も、11年ぶりの利上げに踏み切った7月の理事会後の記者会見で、インフレ圧力の高まりはユーロ安からも生じていると指摘した他、直近の大幅なユーロ安(対ドル)は今後のインフレに明らかに影響を与えると発言した。

発表されたユーロ圏各国の成長率を見ると、スペインが前期比+1.1%と比較可能な国の中で最も高い伸びを示し、次いでイタリア(前期比+1.0%)、フランス(同+0.5%)が続く。いずれも1-3月期の低成長からは加速している。ただ、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツは同▲0.0%(年率換算▲0.1%)とほぼゼロ成長にとどまり、他の主要3カ国と比べると不振が鮮明になった³。一方、ラトビア(前期比▲1.4%)やリトアニア(同▲0.4%)、ポルトガル(同▲0.2%)がマイナス成長に陥った他、オーストリアやベルギー等は、ドイツ同様に前期から伸び率が鈍化した。このように、多くの国で成長率が1-3月期から減速した、あるいはマイナスに転じた中で、ドイツを除く主要3カ国が大幅なプラス成長となってユーロ圏全体を牽引した。

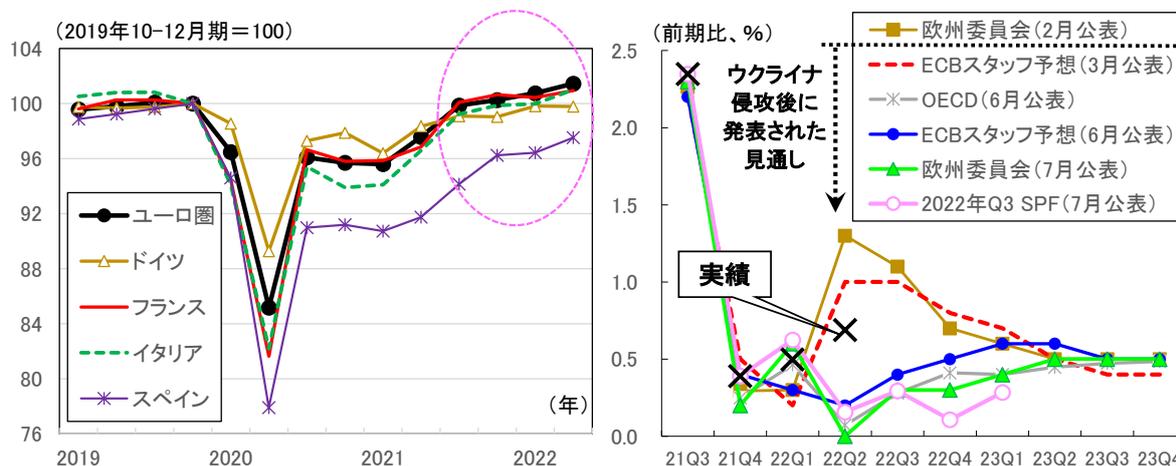
¹ 調査はEU域内に拠点を置く金融機関及び非金融機関の専門家を対象に実施され、7月1日から5日までに56人から回答があった(四半期ごとの短期見通しを回答したのは44人)。7月のSPFによると、2022年7-9月期は前期比+0.29%、10-12月期は同+0.11%、そして2023年1-3月期が同+0.28%と狭いレンジの中でアップダウンしながらも、プラス成長を維持すると専門家は見込んでいた。前回4月時点の見通しに比べると2022年後半の前期比成長率は0.4%ptほど引き下げられた。また、2022年全体では+2.8%成長と前回のSPFのコンセンサス(+2.9%)から小幅な下方修正にとどまったが、2023年は+1.5%と前回から0.7%ptも引き下げられた(2024年は+1.8%成長で変わらず、長期見通しは+1.5%と0.04%ptの僅かな上方修正)。また、ECBによると、回答者の約4割が2023年4-6月期までに少なくとも1四半期はマイナス成長になると予想し(うち22年4-6月期のマイナス予想は2割弱)、また2四半期連続のマイナス成長、いわゆるテクニカルリセッションに陥ると見込む者は全体の25%であるという。

² ユーロ圏全体のGDP需要項目別内訳はまだ発表されていない。

³ なお、ドイツの実質GDPは過去に遡って改定されており、2020~2021年の実質GDPの水準は約0.7%引き上げられた。また、2021年10-12月期の成長率は当初の前期比▲0.3%から同▲0.05%に、2022年4-6月期は同+0.2%から同+0.8%にそれぞれ上方修正された。

ユーロ圏全体としては、2021年10-12月期にコロナ禍前（2019年10-12月期、以下同じ）のGDP水準を超え、2022年4-6月期には1.5%上回っており、主要国では、フランスとイタリアがそれぞれコロナ禍前の水準を1.0%上回っている一方、ドイツ（コロナ禍前比▲0.2%）とスペイン（同▲2.5%）は依然として同水準を下回っている。

図表1 ユーロ圏主要国の実質GDP（左）、専門家等によるユーロ圏の景気見通し（右）



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

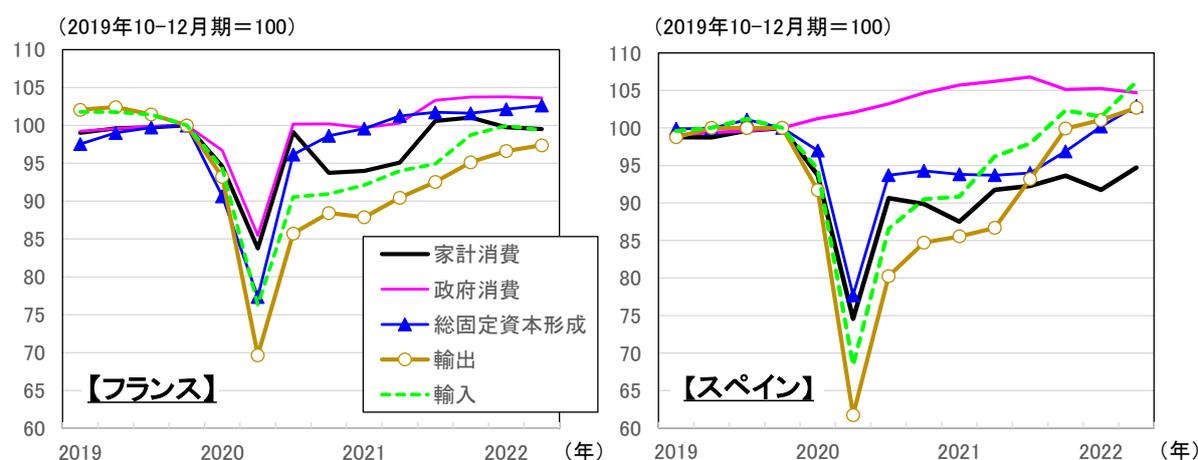
主要国の中で最も高い成長を記録したスペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が前期比+3.2%と2四半期ぶりにプラスに転じた他、総固定資本形成も同+2.8%と過去2四半期に比べるとやや減速したが、好調を維持している。家計消費がコロナ禍前の水準を依然として約5%下回っているのに対して、総固定資本形成は2021年7-9月期までの1年間はほぼ横ばいとどまっていたが、ここ3四半期は急成長しコロナ禍前の水準を約3%上回っている。総固定資本形成のうち、機械機器・武器システム等は同▲2.3%と前期（同+9.1%）の反動から4四半期ぶりに減少し、対照的に住宅等の建設投資が同+7.8%と急増した。ECBによる金融引き締め見通し等、金利先高観が強まる中で駆け込み需要が発生した可能性もあり、年後半以降の動向には注意が必要だろう。一方、外需は、輸出が同+1.6%と8四半期連続のプラスと堅調さを維持したものの、輸入が同+4.6%と輸出の伸びを上回ったため、外需の寄与度は4四半期ぶりにマイナスとなった。産業別では、農林水産業が落ち込んだが、製造業や建設業が2四半期ぶりにプラス、芸術娯楽その他や情報・通信、卸小売・運輸・ホテル・外食等を中心にサービス業も小幅ながら加速した。なお、スペイン統計局（INE）は、4-6月期には、ウクライナ侵攻に端を発する地政学的危機によって、エネルギー市場や国際貿易、価格の変化等に著しい歪みが生じていると言及しており、今後の改定で大きく変化する可能性がある。

フランスは、前期比+0.5%と2四半期ぶりのプラス成長となった。もっとも、需要項目別に見ると、輸入の減少も相まって外需の寄与度のプラス幅が拡大する中、企業の設備投資のプラスと家計及び政府の最終消費のマイナスが相殺し、在庫を除く内需の寄与度はほぼゼロとなった。従って、必ずしも力強い回復とはいえない内容である。家計消費が同▲0.2%と前期（同▲1.3%）からマイナス幅は縮小したものの2四半期連続で減少し、スペインの好調さとは対照的な結果となった。フランス国立統計経済研究所（INSEE）によると、サービス支出は同+1.5%と

回復したが、食品・エネルギーを含めた財の支出が前期に続いて不振であったことが足を引っ張った。ホテルおよびレストランサービスの支出が前期の同▲2.5%から同+8.9%と回復し輸送サービスも加速と、行動制限緩和のプラス効果が旅行や飲食の面で顕在化したと考えられる。合わせて、海外からの旅行者による支出が下支えしたと INSEE は指摘する。

家計消費と政府消費のマイナスを補った一つが総固定資本形成であり、前期比+0.5%と1-3月期に続いて堅調に推移した。INSEEによると、特に、情報通信サービスやビジネスサービスの分野の設備投資が牽引し、1-3月期に足を引っ張った製造業の設備投資は横ばいとなった。また、外需では、輸出は同+0.8%と前期から減速したが、輸入が同▲0.6%と減少したため、外需の前期比寄与度は+0.4%ptと成長率を押し上げた。INSEEによると、輸出は、輸送サービスや外国人旅行者の支出増が牽引する一方、輸送機器の反動減(1-3月期の同+11.5%から同▲3.8%に)や食品・飲料の減少がマイナス要因となった。そして、8四半期ぶりに減少した輸入は、精製油(同▲9.9%)の減少が響いた。なお、INSEEは、4-6月期の輸入の減少は、需要の増加が輸入の増加ではなく、国内における生産の増加で賄われたことを意味しているとポジティブに評価している。

図表2 フランスとスペインの実質 GDP の需要項目の推移



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

需要項目の詳細が明らかになっていないドイツはゼロ成長と主要国の中で一人負けの状態だが、ドイツ連邦統計局によると、(フランスとは対照的に)家計と政府の最終消費支出が増加したものの、外需のマイナスが相殺したという。輸出の不振あるいは輸入の増加が外需マイナスの要因として考えられるが、ドイツ連邦統計局は、コロナ感染やサプライチェーン問題、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況が、短期的な成長に明確に反映されていると言及している。これらの要因はいずれも継続中のものであり、7-9月期以降もドイツ経済の重しとなるだろう。また、スペインに次ぐ高い成長率となったイタリアは、イタリア国家統計局によると、前期よりも営業日が1日少ない4-6月期は、農林水産業が減少する一方、鉱工業とサービス業の両方が増加したという。また、需要項目別に関しては、内需(在庫変動等)がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になったと前期と同じトレンドが続いていることを示唆した。

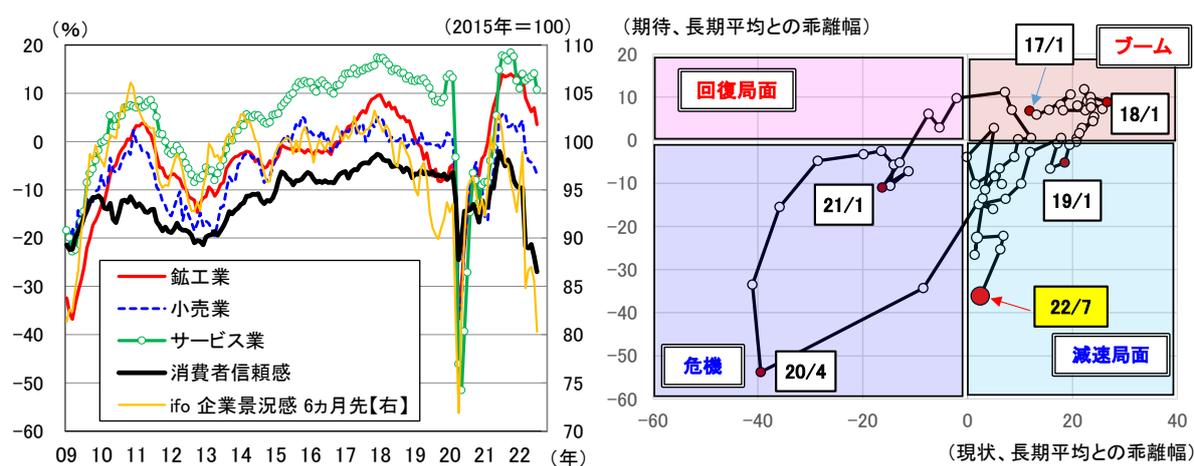
7-9 月期以降、成長減速は不可避か ～ マインドは大幅に悪化

ifo 経済研究所が発表した 7 月のドイツ企業の景況感指数は約 2 年ぶりの低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）の見通しが、2020 年春のコロナ禍初期以来の水準まで悪化したことが主因で、製造業からサービス業まで広範な業種で悪化する一方、ビジネス環境の現状認識の底堅さは 2020 年当時との大きな違いである。ifo 経済研究所は、“エネルギー高騰とガス不足の脅威が経済の重しになっている。ドイツ経済は、景気後退の瀬戸際にいる”と指摘する。今後、慎重なマインドを覆すほどのインパクトのある事態が生じない限り、現状認識は、先行きの見通しを後追いしていくと予想され、いずれ「危機」のフェーズに移行する可能性が高い。

7 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 99.0 と 5 ヶ月連続で低下し、2021 年 2 月以来の低水準となった。鉱工業やサービス業、小売業、建設業と全ての業種の企業景況感が悪化し、特に、消費者マインドはコロナ禍のボトムを下回り、過去最低を更新した。6 月までは、ウクライナ情勢の長期化・膠着化に伴って景況感は上下に相殺し合って停滞気味だったが、エネルギー供給不足への懸念や供給停止がトリガーとなる景気後退への不安が、ドイツにとどまらず、ユーロ圏全体の企業経営者や消費者のマインドを悪化させているとみられる。

総じて、現状認識はコロナ禍のボトムほどは落ち込んでいないものの、先行きの見通し（期待）はコロナ禍のボトムを下回る等、慎重な見方も出ている。引き続き、ウクライナ侵攻の長期化がもたらす影響に警戒感を強める必要があるだろう。また、マインドが悪化している状況下では、サプライチェーン等の供給サイドのボトルネックが解消されたとしても、抑圧されてきた需要が期待通りには顕在化しない可能性がある。

図表 3 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインド（左）、ドイツ企業の景況感から見た循環図（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

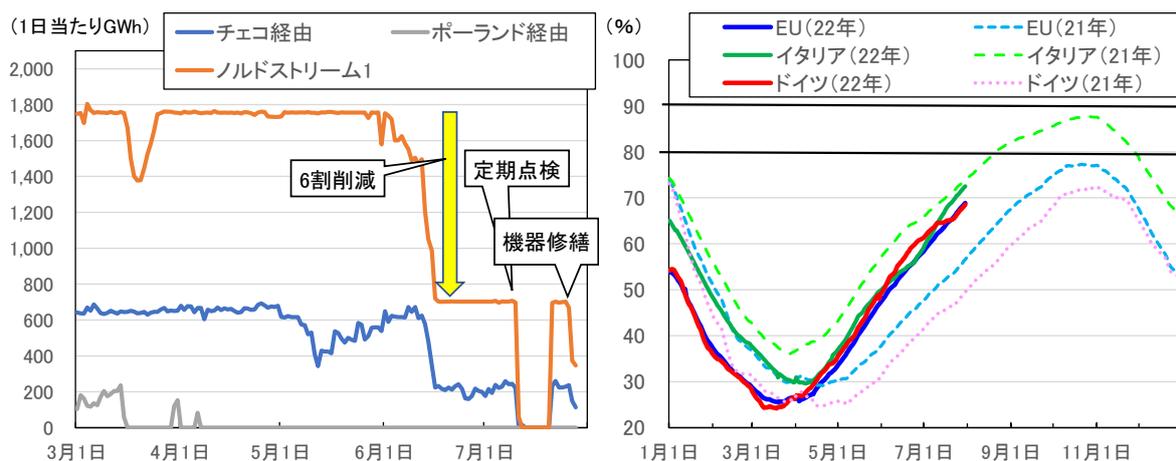
猛暑の中、欧州各国ではエネルギーの脱ロシア化を進めるプラン RePowerEU の一環として、来たる冬に備えて、ガスの貯蔵率の引き上げ、LNG 等の調達先の多角化や港湾の処理能力の拡張等とともに、使用量の節約に取り組んでいる。また、7 月下旬には、EU は、2022 年 8 月から 2023 年 3 月まで自主的にガスの使用量を 15%削減すること、そして危機的な状況になれば削減を義務化することで合意した。ただ、義務化については、様々な適用除外規定等を設けることで反対

意見を和らげ、合意形成が優先された。この結果、ドイツをはじめとする EU 各国のガス貯蔵率は、2021 年に比べて急ピッチで上昇している。7 月 30 日時点の貯蔵率は、EU 全体では 68.9% と前年同日の水準を約 12%pt 上回る。ただ、「11 月 1 日までに貯蔵率 80% (2023 年以降は 90%)」という EU としての目標達成は、今後のロシアからの供給量次第、そして猛暑後に到来するであろう冬の寒さに左右される面が大きい。特に、前者の要因はロシアのプーチン大統領の胸三寸に委ねられ、いつ供給がストップするか分からないという緊張を強いられるであろう。

実際、ロシア（ロシア国営企業のガスプロム）は、4 月下旬のポーランドとブルガリアを手始めに、5 月下旬にフィンランド、5 月末にはオランダやデンマーク、ドイツ等のガス会社への供給を停止し、そして、6 月半ばには、輸送設備の技術的理由からドイツと結ぶパイプライン「ノルドストリーム 1」のガス供給量を大幅に絞る（6 月半ばに 6 割削減）等、欧州へのガス供給を着実に制限した⁴。そして、7 月 11 日から 10 日間の定期点検に入り、供給が完全にストップした。ドイツ側では、メンテナンス終了後、供給が再開されるか懸念する声が高まっていたが、21 日から点検前の水準（通常の 4 割）の供給が再開された。ただ、ドイツが安心したのも束の間、ガスプロムは 25 日、タービンの修理を理由に 27 日から再び供給量を減らすと発表し、直近では通常の 2 割の水準にとどまっている。

このように、ロシアは今後も様々な理由をつけて供給を絞って、欧州に対して揺さぶりをかけていくだろう。仮にロシアが EU に準備する時間を与えずに突然ガスの供給を止めたら、EU にはガスの消費量（需要）を大幅に抑制するしか対処方法がないように思われる。厳寒等の緊急時には、生命に係わる暖房需要が優先されて、企業向けの供給は大幅に制限される可能性があり、経済への悪影響は避けられない。冬が近づくにつれて、ガス供給のストップという最悪事態に備えて“節約”が一つのキーワードになるろう。

図表 4 ロシアからドイツへの天然ガス供給量（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(注) 左図：パイプライン経由、2022 年のデータ。左図は 2022 年 7 月 28 日、右図は 2022 年 7 月 30 日まで。
(出所) ドイツ連邦ネットワーク庁、AGSI+資料より大和総研作成

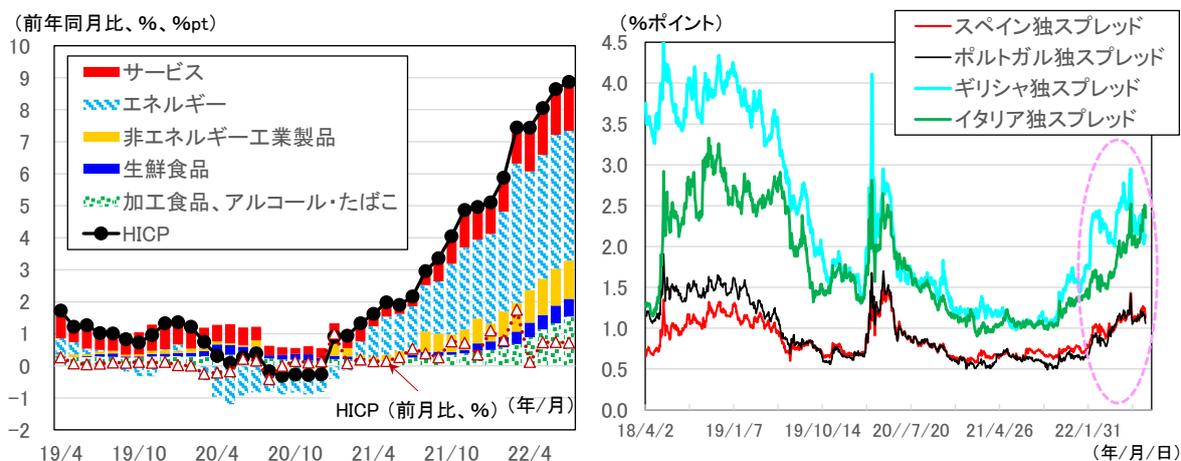
⁴ 欧州委員会によると、6 月下旬時点で 12 ヶ国（ブルガリア、ポーランド、フィンランド、デンマーク、オランダ、ドイツ、リトアニア、イタリア、フランス、オーストリア、チェコ、スロバキア）がロシアのガス供給の全面的あるいは部分的な削減に直面していた。さらに、7 月 30 日には、ガスプロムはラトビアへのガス供給を停止したと発表し、報復を受けるリストが拡充された。もっとも、ラトビア等のバルト三国は早い段階からロシア依存脱却を目指していたことから、大きなサプライズはないとみられる。

高インフレの状態が続く中で、ECB は、複雑な政策対応を求められる

直近7月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+8.9%（ECBが公表する季節調整済みで計算した前月比は+0.7%と3ヵ月連続で高い伸び）となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新した。要因分解すると、エネルギー価格の上昇が引き続きインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度そのものは6月からやや縮小した。代わって、加工食品、アルコール・たばこ、サービス、非エネルギー工業製品の寄与度が拡大した。賃金動向に影響を及ぼすサービス価格は前年比+3.7%に加速し、前月比でも+0.5%と2ヵ月ぶりに上昇した。なお、燃料高騰対策の一環として、各国が実施する公共交通機関の定額利用や一部無料化は、CPIの伸び率抑制に寄与すると期待されるが、ドイツの7月のインフレ率が市場予想に反して6月から加速したように、これらの措置はあくまで一時的・限定的なものであるといえよう。

今後もECBのインフレ見通しを上回る状況が続くとみられ、7月に11年ぶりの利上げに舵を切ったECBは金融引き締めを継続すると予想される。ユーロ圏全体の景気減速が視野に入らる中で、ECBはインフレ対応と成長維持の両立という困難な目標に取り組まなければならないが、加えて、脆弱な加盟国の国債利回りが過度に上昇（スプレッドの拡大）しないように配慮が求められることになり、機動的で柔軟な政策対応が実行できるか不透明である。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の推移（左）、対独スプレッド（右）



(注) 左図：直近2022年7月分の要因分解は大和総研試算。右図：10年国債利回り。

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