

2022年10月20日 全12頁

# 欧州経済見通し 新米首相に翻弄された教訓

## 金融政策と財政政策のバランスをどう取るか

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

### [要約]

- ロシアによるウクライナ侵攻（約8ヵ月が経過）に伴ってエネルギー・食品価格が高止まり、高インフレ状況の長期化やエネルギー供給への懸念は企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかっている。金利上昇という新たな要因も加わり、2023年の欧州経済見通しの下方修正が続いている。
- 本格的な冬の寒さを前に、世論の反発をかわしたい各国政府は家計や企業向けの支援策に力を入れている。だが、その規模が過大で、内容が現状に即さないものであると、内外から様々な批判を浴びてしまう。ドイツと英国がその代表例だが、財政的に余裕のあるドイツの場合、巨額な支援策はEU内の競争を歪めて不均衡を招くと批判を受ける。英国では、新政権の経済対策が借金で賄われるという点だけでなく、富裕層向けの減税というピント外れな内容も盛り込まれたことから、世論の歓心を得るはずの対策が、むしろ世論の反発を招き、金融市場からはトリプル安の制裁を浴びた。結局、トラス政権はほぼ白紙撤回に追い込まれ、金利の高止まりと下げ止まらない支持率というレガシーが残った。
- 英国のケースはやや極端だが、高インフレを抑制するために中央銀行が利上げを継続する横で、需要を喚起してしまう財政政策を実行することは、インフレ率に与える影響を考えると、どうバランスを取るかが難しい。

## 下方修正が止まらない 2023 年見通し ～ 国によってはマイナス成長が視野に

ロシアによるウクライナ侵攻（約 8 ヶ月が経過）に伴ってエネルギー・食品価格が高止まり、高インフレ状況の長期化やエネルギー供給への懸念は企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかっている。本格的な冬の寒さを前に、世論の反発をかわしたい各国政府は家計や企業向けの支援策に力を入れている。だが、その規模が過大で、内容が現状に即さないものであると、内外から様々な批判を浴びてしまう。

足もとではドイツと英国がその代表例だが、財政的に余裕のあるドイツの場合、巨額な支援策は、EU 内の競争を歪めて不均衡を招くと批判を受けて、(EU 共同の資金調達等で) 妥協を余儀なくされている。一方、英国では、発足間もない新政権の打ち出した経済対策が、十分な財源を確保せずに当面借金で賄うという点だけでなく、このような危機時に富裕層向けの減税というピント外れな内容も盛り込まれたため、国内世論の歓心を得るはずの対策が、逆に世論の反発を招いてしまった。債務膨張を懸念する金融市場からはトリプル安の制裁を浴びて、ポンド下落はインフレを押し上げ、国債価格の大幅下落によって住宅ローン金利は急上昇し、ローンを返済する家計の負担増につながっている。結局、トラス政権は発表から 3 週間余りでほぼ白紙撤回に追い込まれ、金利の高止まりと下げ止まらない支持率等マイナス要素しか残っていない。

英国のケースはやや極端だが、中央銀行が高インフレを抑制するために利上げを継続する横で、需要を喚起してしまう財政政策を実行することは、インフレ率に与える影響を考えるとバランスが非常に難しい。インフレ率を押し上げる要素が強くなれば、金融引き締めは長期化するという悪循環に陥る可能性がある。金利上昇という新たな要因は、企業や家計、そして政府の借入コストを増やすことから、欧州経済見通しには慎重にならざるを得ない。

10 月に IMF が発表したユーロ圏の成長率見通しは、2022 年が 3.1%と 7 月時点よりも 0.5%pt 引き上げられる一方、2023 年は 0.5%と 0.7%pt も下方修正された<sup>1</sup>。2023 年の下方修正の一因は、2022 年の上方修正の反動といえよう。個別に 2023 年を見ると、主要国ではドイツとイタリアがマイナス成長に落ち込み、スペインとフランスはプラスを維持する見通しだ。ただ、スペインは 2022 年の上方修正幅以上に引き下げられ、2022-23 年トータルで見ると 3 ヶ月前とほぼ変化がないフランスが堅調といえよう。他のユーロ圏加盟国を見ると、ベルギーやフィンランド、ポルトガル、オランダが 2023 年に 1.0%未満の低成長となる一方、アイルランドやマルタ、キプロスは相対的に高い成長を維持し、エストニアは唯一 2023 年の成長率が前年よりも加速すると予想されている (1.0%→1.8%)。英国の場合、2023 年の下方修正は限定的だったが、2024 年も 0.6%と 1%に届かない低成長が長期化すると想定される。ユーロ圏が 2024 年には回復が見込まれているのとは対照的である。

<sup>1</sup> 2022 年の上方修正に関しては、2021 年の下方修正 0.2%pt の影響という解釈もあろうが、2020 年が 0.3%pt 上方修正された点を踏まえると、2020 年と 2021 年で相殺しあっているという方が自然である。2020 年のコロナ禍の落ち込みが当初よりも小さくなったため、その反動の 2021 年の成長も緩やかになったところだろう。また、2022 年の予想成長率は、1 月時点の 3.9%からウクライナ侵攻直後 (4 月時点) には 2.8%へ大幅に引き下げられたが、やや過剰だったというのが現時点の解釈になろう。

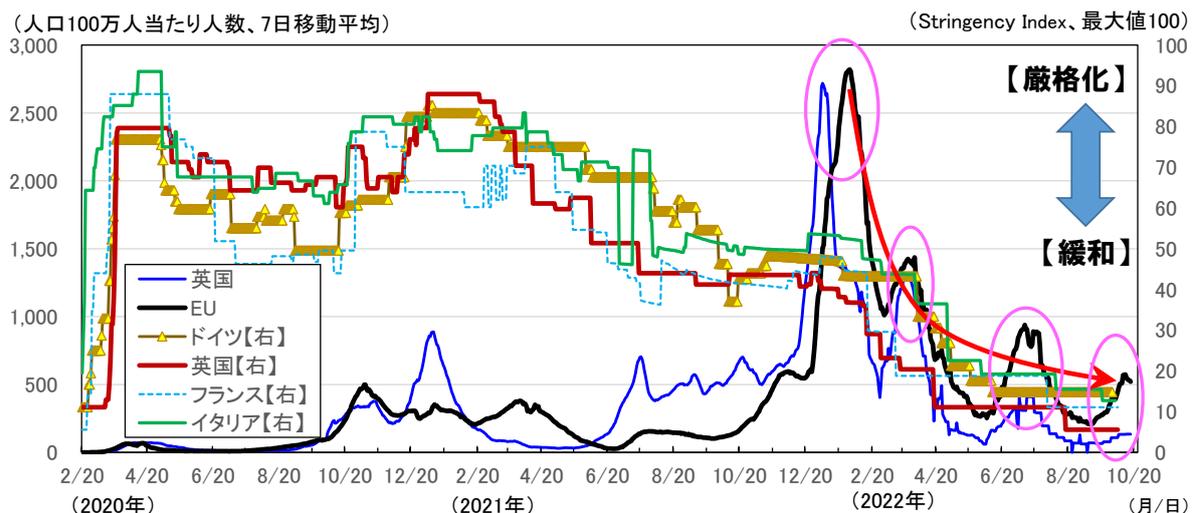
図表1 各機関による経済見通し ～ 2023年はゼロ成長へ

実質GDP 成長率(%)	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2022年	2023年	2024年															
ECB (22年3月)	3.7	2.8	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年5月)	2.7	2.3	-	3.4	1.6	-	1.6	2.4	-	3.1	1.8	-	2.4	1.9	-	4.0	3.4	-
ECB (22年6月)	2.8	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年7月)	2.6	1.4	-	-	-	-	1.4	1.3	-	2.4	1.4	-	2.9	0.9	-	4.0	2.1	-
IMF (22年7月)	2.6	1.2	-	3.2	0.5	-	1.2	0.8	-	2.3	1.0	-	3.0	0.7	-	4.0	2.0	-
BOE (22年8月)	2.75	▲1.0	0.25	3.4	▲1.4	▲0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ECB (22年9月)	3.1	0.9	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OECD (22年9月)	3.1	0.3	-	3.4	0.0	-	1.2	▲0.7	-	2.6	0.6	-	3.4	0.4	-	4.4	1.5	-
IMF (22年10月)	3.1	0.5	1.8	3.6	0.3	0.6	1.5	▲0.3	1.5	2.5	0.7	1.6	3.2	▲0.2	1.3	4.3	1.2	2.6

(出所) ECB、欧州委員会、IMF、BOE、OECD 資料より大和総研作成

これまで先行きを見通す際には、常に不透明要因として挙げられてきた“新型コロナウイルス”だが、ウクライナ侵攻やエネルギー問題、高インフレ等によって隅に追いやられた格好だ。2022年を通じて、新型コロナウイルスの新規感染者数は増減を繰り返しながらも、2021年比で高水準を保ち、直近でも冬の到来と共に再び増加し始めている。ただ、感染者増減のピークはスケールダウンしており、各国が実施する行動制限措置は段階的に緩和されてきた。現状の行動制限は過去3年間でほぼ最低レベルまで低下し、日常生活への制約はほぼなくなっている。今後の感染状況次第では、まずは、公共交通機関や屋内等におけるマスク着用が再び義務付けられる可能性はあるが、昨年のような新たな変異株(オミクロン株)出現による感染爆発が生じない限り、経済見通しに対するマイナスインパクトは小さいとみられる。

図表2 新型コロナウイルスの新規感染者数と行動制限措置の変化



(注) Stringency Index は 100 に近づくほど、行動制限措置の内容が厳格であることを示す。

(出所) Our World in Data 資料より大和総研作成

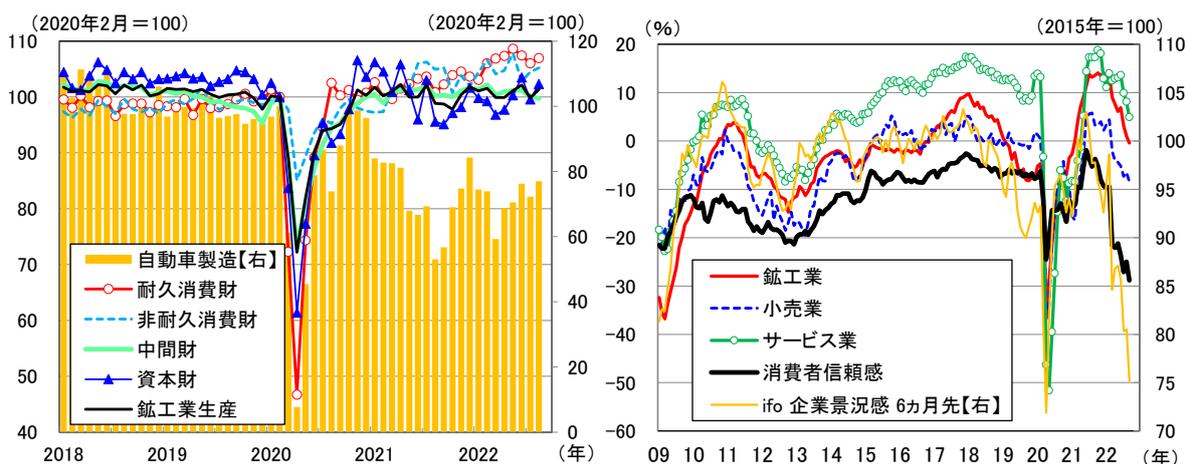
## ユーロ圏経済

企業景況感・消費者マインドが一段と悪化する一方、ハードデータはそこまで悪化せず

8月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比+1.5%と市場予想を上回る伸びとなり、2ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると、資本財が同+2.8%、耐久消費財（同+0.9%）、非耐久消費財（同+0.7%）と揃って増加したことが全体を押し上げ、2ヵ月連続の減少となった中間財（同▲0.5%）やエネルギー（同▲2.1%）の落ち込みをカバーした。自動車関連は、7月に同▲5.2%と4ヵ月ぶりに減少したが、8月は同+6.5%と再び増加基調に戻っている。国別に見ると、アイルランドが同+16.6%、エストニアが同+5.0%といずれも前月の大幅減の反動が見られた他、主要国では、フランスやイタリアが2%を超える増加、スペインが同+0.5%とプラスに転じる一方、ドイツは同▲0.5%と2ヵ月連続で減少し、明暗が分かれた。

9月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は93.7と7ヵ月連続で低下し、ウクライナ侵攻以降、悪化が止まらない。統計開始以来最低を更新している消費者マインドを筆頭に、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業のみならず、小売業、建設業、指数を構成する全ての項目が前月水準を下回った。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化が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。主要国の中で最も悪化幅が大きかったのがドイツであり、ifo 経済研究所が発表した9月のドイツ企業の景況感指数も20年5月以来の低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）・現状とも前月から悪化し、特に先行きの期待はコロナ禍以来の低さである。この結果、長期的平均からの乖離幅で描かれる循環図では、「減速」局面から「危機」局面にシフトし、ifo 経済研究所も“企業の今後数ヵ月に対する悲観論は明らかに高まっており、特に小売業の期待は記録的な低水準に落ち込んでいる。ドイツ経済はリセッションに陥りつつある”と指摘する。2022年に入って、サプライチェーンの問題に直面している製造業企業の割合は低下してきたが、直近8月は再び上昇に転じる等、供給サイドの問題が解消するには時間がかかりそうだ。

図表3 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（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

### 自動車市場は好調だが、個人消費を取り巻く環境は厳しいまま

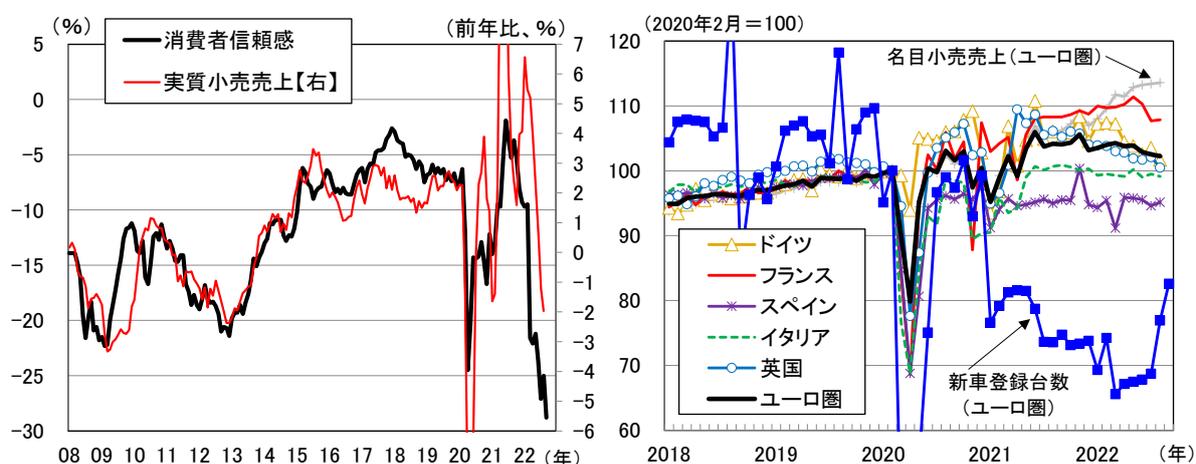
8月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲0.3%と3ヵ月連続で減少し、4月以降、低下トレンドを辿っている。名目ベースでは小幅ながら増加基調を保っており、高インフレが消費者の実質購買力を押し下げているといえよう。非食品（自動車燃料を除く）が3ヵ月ぶりに増加し

たものの、食品・飲料は5ヵ月連続で前月水準を下回り、20年1月以来の低水準である。消費者は最も基礎的な項目の実質支出を我慢しており（食品・飲料の名目ベースでは微増）、これでは消費者マインドは改善しないだろう。国別では、スロベニア（同+7.0%）やルクセンブルク（同+3.8%）、アイルランド（同+3.5%）が大幅に増加する一方、オランダやドイツ、マルタ、オランダはいずれも1%を上回る減少と対照的な結果となった。その他の主要国では、スペインとフランスがプラスに転じたが、過去数ヵ月の落ち込みに比べると僅かな増加に過ぎない。

対照的に、9月のユーロ圏の新車登録台数（季節調整はECBによる）は前月比+7.4%と8月に続く高い伸びとなり、2020年12月以来の高水準となった。半導体部品等のボトルネックが徐々に緩和されて生産が回復していることを反映しているとみられる。消費者マインドが大幅に落ち込む中でも、これまでの買いたくても買えなかったモノに対する需要（ペントアップ需要）は別腹というところか。依然としてコロナ禍前（2020年2月）を2割近く下回っており、引き続き増加する余地はあるだろう。主要国では、イタリアは5ヵ月ぶりに減少し、フランスも前月からほぼ横ばいとなったものの、ユーロ圏全体の約3割を占めるドイツが同+17.3%、スペインが同+21.2%と増加ペースが加速した他、オーストリアやベルギーも2桁を超える伸びとなる等、ユーロ圏各国は総じて堅調である。また、旅行関連需要も夏場にかけて堅調で、特に域外からの旅行者が増加しており、観光産業のウェイトが大きい南欧にとってはポジティブである。ユーロ安・ポンド安が大幅に進展していることから、自国通貨高を満喫する米国等、域外からの観光旅行者への期待は引き続き大きいだろう。

ただ、域内の消費者に限ると、自動車等一部の例外を除いて総じて節約志向が高まっており、この先の消費動向は抑制されたものとなろう。ECBの消費者を対象にした調査（8月）では、金利上昇を受けて住宅ローン金利の先高観が一段と強まる一方、経済成長率見通しはマイナスのまま、インフレ見通しも高止まりと消費者を取り巻く環境は厳しい。消費支出は増加すると見込まれているが、インフレ率ほどは高まらないために実質ベースでは目減りする。エネルギーや食料品等の価格高騰に裏付けられたインフレ期待の高まりが消費者の心理を悪化させている一因と考えられ、生活必需品の支出割合の高い低所得者層ほど、価格高騰の影響を受けている。

図表4 実質小売売上と消費者マインド（左）、欧州各国の実質小売売上と新車登録（右）

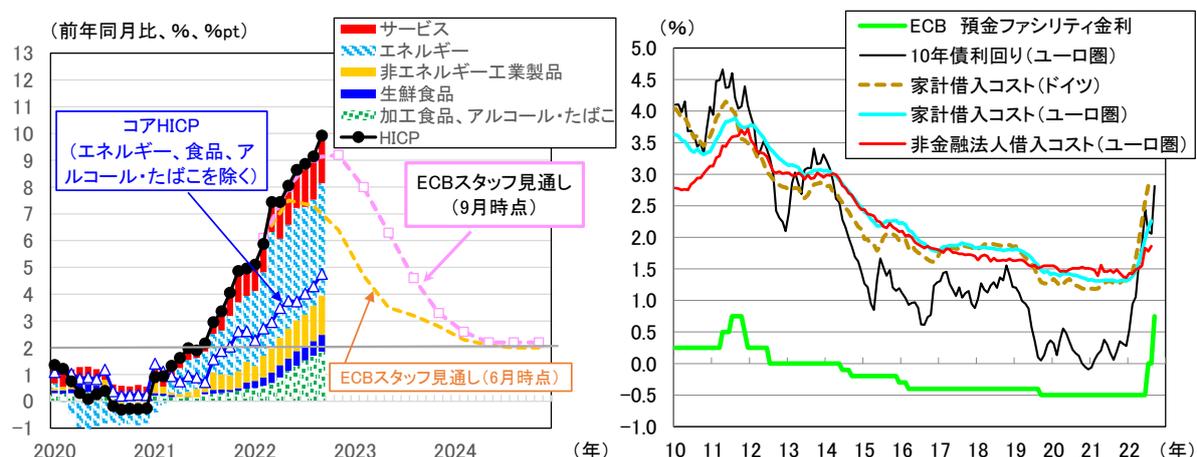


(注) 小売売上は自動車を除く。左図：小売売上は3ヵ月移動平均で計算。右図：凡例内は実質小売売上。  
(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## ユーロ圏のインフレ率は引き続き ECB の想定を上回る ～ コアにも関心？

9月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+9.9%（速報値は10.0%）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（同+40.7%）がインフレ率を押し上げる最大の要因である。川上に当たるユーロ圏の原材料価格（エネルギー）の前年比上昇率は鈍化しているが、川下のCPIまで波及するには時間がかかりそうだ。また、加工食品、アルコール・たばこ、そして賃金動向に影響を及ぼすサービス価格の寄与度が拡大した。国別では、エストニアの同+24.1%を筆頭にリトアニア（同+22.5%）、ラトビア（同+22.0%）、オランダ（同+17.1%）等のインフレ率が高く、フランス（同+6.2%）やマルタ（同+7.4%）、フィンランド（同+8.4%）等は低く、両グループの乖離した状況が続いている。最近、一部のECBメンバーはHICP全体だけではなく、コアベースのインフレ率に関しても言及している。9月のコアHICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+4.8%と過去最高を更新し、こちらでもECBの見通し（2022年全体：+3.9%）を上回っているとみられる。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解と ECB の見通し（左）、借入コストの推移（右）



(注) 右図：家計の借入コストは住宅購入目的。

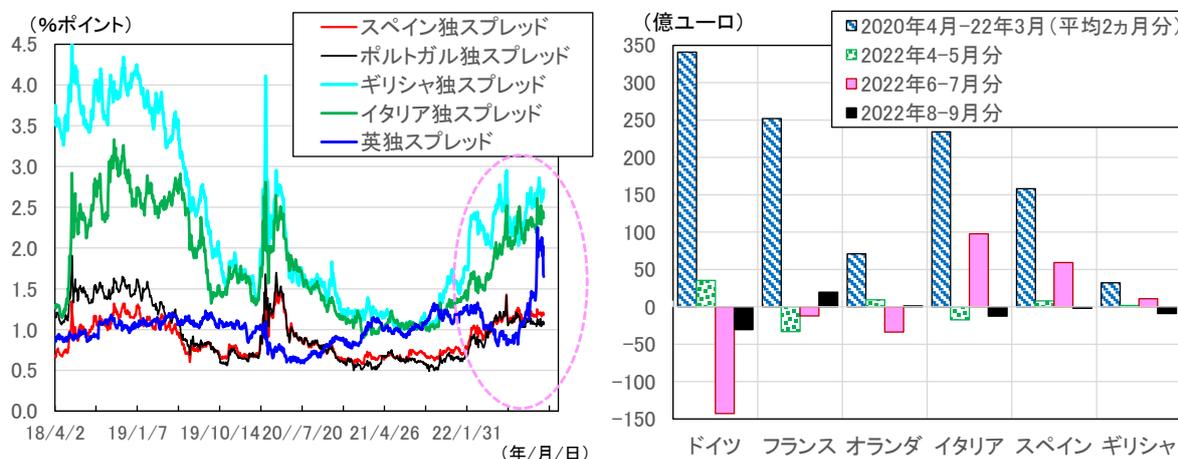
(出所) 欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

このようなインフレ状況を踏まえると、ECBは2023年1-3月期にかけて利上げを継続すると予想される。ECBは、9月の声明文の中で今後数回（several）利上げを継続する方針を示し、ラガルド総裁も記者会見で“数回”とは、9月分を含めて2回以上5回未満と言及した。昨年来、前言を翻し続けてきたECBの予告をどこまで信用できるかという問題は残るが、タカ派を含めて、政策金利がターミナルレートに近づけば利上げがややペースダウンするという方向性は共有されている（ただ、個々の想定するターミナルレートには幅がある）。

ECBが保有する証券保有残高は5.1兆ユーロと、コロナ禍前の2.8-2.9兆ドルから大幅に膨らんでいる。利上げが一定水準に達した後は残高をどのように減らしていくかが課題であり、タカ派は早くもバランスシート縮小の方針を検討していくべきという立場だが、バランスシート正常化のスピードにはメンバー間で温度差があるとみられる。なお、残高の約三分之一を占めるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の8-9月期の純買入れ増減は、6-7月期に比べると、各国のプラスマイナスの幅が小さくなっている。つまり、償還分の金額をそのまま再投資に回

しているということになる。6-7月期には、ドイツやオランダの償還分を、イタリアやスペイン、ギリシャの買入れ増に回して、金利上昇を抑制しようとした。8-9月期のイタリアはマイナスに転じており、ECBが積極的にイタリア対応をしなかったことを示唆している。

図表6 分断される欧州～対独スプレッド（左）、PEPPの国別純買入額の推移（右）



(注) 左図：10年国債利回り。右図：いずれも2ヵ月分累計。

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

## 英国経済

### トラス新政権に翻弄されたこの1ヵ月

2ヵ月近くに及ぶ保守党内の長い選挙戦を勝ち抜いたトラス首相は、9月6日の就任早々に、消費者が負担する光熱費を2年間抑制するプラン（エネルギー価格保証）を打ち出した。具体的には、10月に年間で約3,500ポンドと約8割の値上げが予定されていた光熱費を2,500ポンドにとどめるという計画であり、既に発表済みの別の補助金（400ポンドの一時金）と組み合わせれば、値上げ幅は1割以下と限定的になる。さらに、9月23日には、4月に実施された国民保険料引き上げ撤回の他、光熱費に上乘せされるグリーン課税の一時停止、2023年4月に予定されていた法人税率の引き上げの撤回、そして所得税の最高税率・最低税率のそれぞれの引き下げなど公約に掲げた政策を盛り込んだ経済対策「成長計画」を発表した。

消費者向けのエネルギー価格保証や企業向けの光熱費救済スキーム（2つ合わせて600億ポンド）を含めて、トラス政権の経済対策は大規模（過去50年間で最大）で、当初からその財源問題が焦点だったが、十分な財源の裏付けがなく当面借金で賄うという制度設計<sup>2</sup>は保守党内からも批判を浴び、政府債務の膨張を懸念した金融市場では国債価格の大幅下落（金利上昇）だけでなく、通貨安、株安のトリプル安を引き起こした。今般の金利上昇、特に住宅ローン金利の大幅上昇によって、ローンを返済している家計は近い将来の負担増の恐怖に慄き、高金利でローンが組めずに住宅取得をあきらめる人も出てくると予想される。一方、家計や企業向けのエネルギー対策は規模の大小の違いはあれ、大陸欧州を含め多くの国が実施・計画しており、特に英国では、10月に大幅な値上げを控えて日常生活への懸念から早急な対応が求められていた。従っ

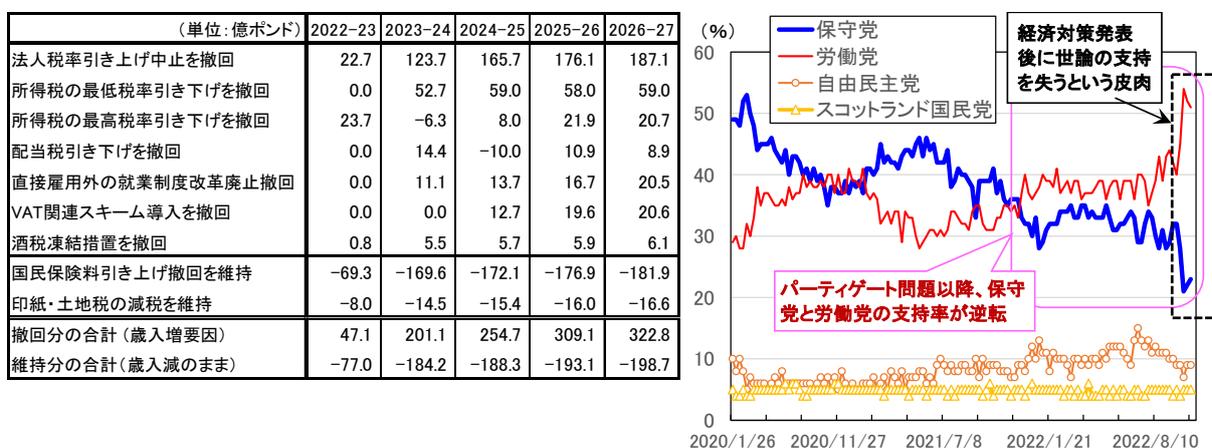
<sup>2</sup> 一連の経済対策によって、潜在成長の押し上げ等中長期的な成果を期待し、コロナ禍前の2.5%への成長加速で税収が増え、それを債務削減に充てる目論見であった。

て、エネルギー価格保証は大きな批判を招かなかつたが、年収 15 万ポンド以上の富裕層に適用される所得税の最高税率 (45%→40%) の引き下げは、タイミングを含めて強い批判を浴びた。

当初、トラス首相は議会での党首討論で、支出を減らすつもりないと発言する一方、減税策も止める予定ないと述べて、党首選で掲げた公約に固執する姿勢を崩さなかつた。だが、批判に応える有効な対応策を打てず、沈静化しない金融市場の混乱に促される形で、10月3日に所得税の最高税率引き下げを撤回し、10月14日にはクローテング財務相(当時)の解任発表とともに法人税率引き上げ凍結を撤回し、当初の予定通り2023年4月から現行の19%から25%に引き上げる方針を発表した。選挙中に法人増税は成長を阻害すると批判していただけに、成長加速を目指すトラス首相にとっては大きな打撃といえよう。そして、10月17日、後任のハント財務相が、所得税の最低税率引き下げ撤回や配当税引き下げ撤回等を発表した。最終的には、9月23日発表の減税策のうち、国民保険料引き上げ(2022年4月より実施)の撤回や土地・不動産の取得にかかる印紙・土地税の減税等(2022・23年度で計260億ポンドの減収インパクト)を除くほとんどが撤回に追い込まれ、目玉のエネルギー価格保証も2023年4月までに期間が大幅に短縮されてしまった。

党員の多数派の支持を得たものの、議員だけによる予備選挙では一度もトップを取れなかつたトラス首相は、遅くとも2025年1月までに予定されている総選挙に向けて、成果を早くアピールしたかったのかもしれない。だが、国内世論の歓心を得るはずの対策が、むしろ世論の反発を招いてしまった。世論調査を見ても、保守党の支持率は2021年以降低下傾向にあり、特に2021年末にパーティーゲート問題が表面化してからは、野党第一党の労働党を下回る状態が続いていたが、今回の混乱によって一段と差が開き、ダブルスコアの状態である。就任早々に大きくつまづいたトラス政権が低迷状態からなかなか脱せずにいれば、このままでは敗北必至の保守党としては党勢回復の時間的余地もなくなることから、党内から再び看板を挿げ替える誘因が高まろう。もっとも、トラス首相自身が自発的に退陣すれば別だが、首相就任後1年間は保守党内で不信任投票は行わない規則であり、党規改正のハードルも高い。

図表7 幻に終わったトラス政権の減税策(左)、英国の主要政党の支持率(右)



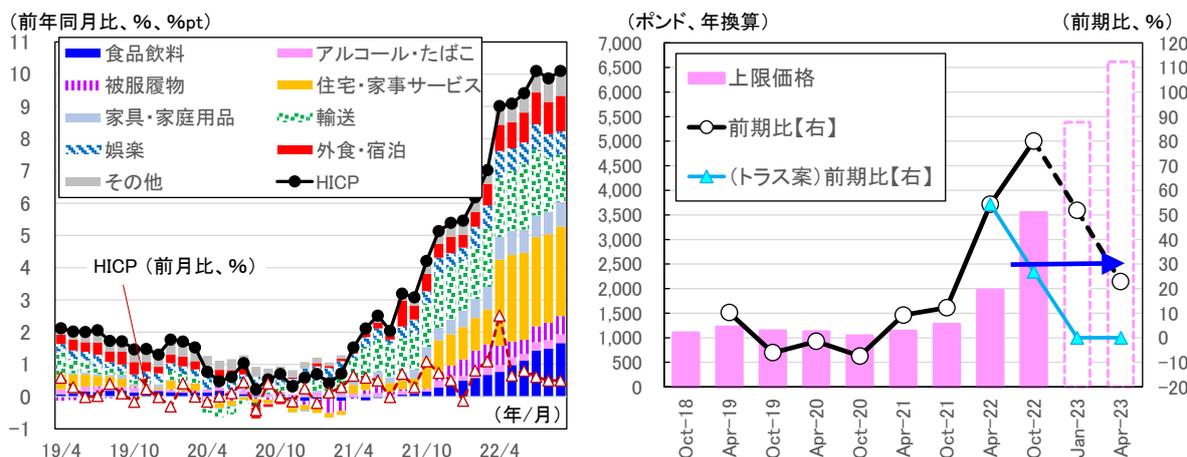
(注) 左図: 符号は歳入へのインパクト。数字は10月17日リリース資料に基づき、不足分は9月23日リリース資料で補った。右図: 質問「もし明日総選挙が実施されたら、どこに投票するか?」。

(出所) HM Treasury、YouGov 資料より大和総研作成

9月22日、BOEは9月21日に開催された金融政策委員会において、政策金利を50bp引き上げて2.25%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから7会合連続の引き上げとなるが、今回の決定に関して、9人のBOEメンバーの見解は分かれた。ベイリー総裁を含む5人が50bpの利上げを主張する一方、3人は、高インフレの長期化の他、政府の発表した「エネルギー価格保証」が家計をサポートして需要圧力を高める点にも言及して75bpの利上げを主張した。そして、残り1人は、足もとの景気減速やインフレの二次効果リスクの低下等を理由に25bpの小幅な利上げを求めた。結局、今回の政策判断（50bp利上げ）は5対4の僅差で決まったことになる。同時に、BOEは、10月初めから資産の積極的な削減（これまでの満期償還に加えて資産売却によって、今後12ヵ月で800億ポンド減らして、残高を7,580億ポンドにする）を行うことを全会一致で決めた。

だが、トラス政権が引き起こした市場混乱に対処するために、BOEは緊急対応を迫られた。具体的には、9月28日に、国債買入れを10月14日までの期間限定ながら無制限に実施することで市場安定化を図り、合わせて積極的な資産削減の開始を10月末まで延長することを発表した。もっとも、BOEは、追加の支援を期待する市場や解任されたクローテング財務相（当時）からのプレッシャー（もし支援終了後に混乱が生じたら責任はBOEにあるという見解）を跳ね除けて、予定通り緊急措置を終了した。そして、ハント新財務相による減税策撤回の発表後10月19日、当面は長期国債を売却の対象としない等の配慮はあるものの、BOEは延期していた資産売却を11月1日から開始すると発表した。このように、一連の混乱を収拾する責任は政府にあるとして、BOEは必要最低限の対応にとどめたといえよう。

図表8 英国のHICPの要因分解（左）、英国の電気・ガス料金の上限価格の推移（右）



(注) 左図：前月比は原系列で計算。その他は、保健医療や通信、教育を含む。右図：2023年1月、4月の上限価格は、Cornwall Insight8月26日時点の推計。

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

寒さが厳しくなる中で、一段と力を入れるエネルギー調達と家計・企業向けの支援策

欧州各国とも抱える共通の課題 ～ 英国が残した教訓

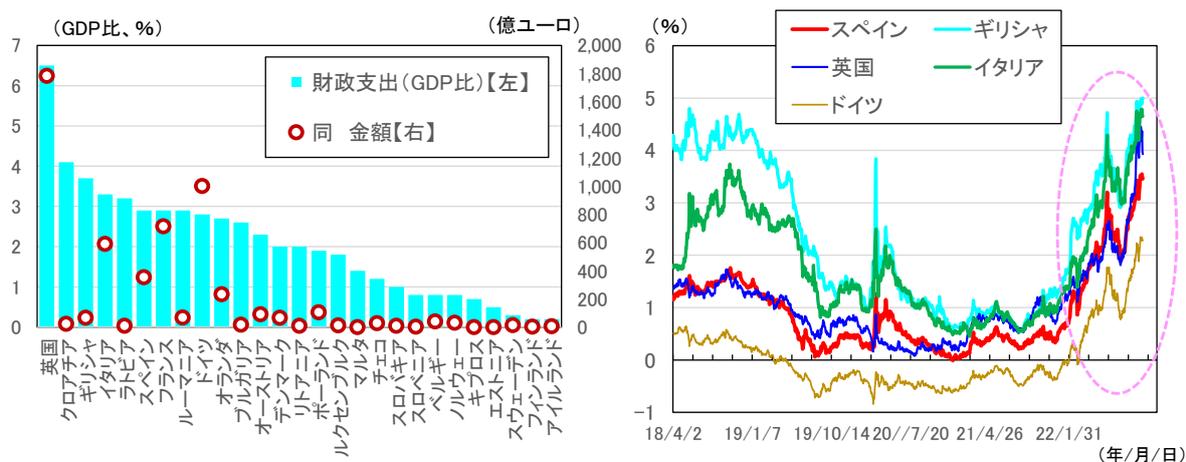
本格的な冬を前に、欧州各国政府は、家計の負担増を緩和するためにガスや電力料金にかかる付加価値税（VAT）の軽減や支援金給付といった貧困層対策、電力料金の上限設定・ガス料金凍

結等、様々な追加対策を導入しようとしてきた。IMF の Fiscal Monitor の分析によると、エネルギーや食品の価格上昇に対して、先進国の 75%が消費税の調整、72.2%がバウチャーや割引、55.6%が現金給付、44.4%が価格補助といった対策を 2022 年上期に導入したという。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は抑制されるが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。例えば、ドイツ政府は、9 月に入って一時金支給や児童・住宅手当の拡大、電気料金割引等を盛り込んだ家計向けの大規模支援策（650 億ユーロ）を発表した。

その一方で、どの国も対策の財源確保に苦勞している。実際、財源の手当てが不十分な場合の恐怖は、前述した英国が経験したこの 1 ヶ月を見て、各国とも明日は我が身と肝に銘じたであろう。主な財源としては、エネルギー価格高騰の恩恵を受けている等、超過利潤を計上している企業がターゲットになっている他、スペイン政府は銀行に対する課税強化も計画している。

そのような中、英国に次ぐ規模の財政支出を実施しているドイツが、9 月 29 日に最大 2,000 億ユーロの大型経済対策を打ち出した。家計に対するガス賦課金導入の取り止めや VAT 引き下げ等も実施される等、具体化作業を進めているが、内外に火種を抱えている。国内では、連邦政府と州政府が費用負担を巡って揉めており、対応が遅いと批判されている。一方、対外的には、EU の他の加盟国から、ドイツの抜け駆け的な突出した対応に批判が集まっている。すなわち、ドイツ独自の積極的な対応は EU の政策協調を乱し、域内の公平な競争を歪めるという批判が、主に財政的に余裕がなく独自策が打てない国から上がっている。これらの国は EU 全体でカバーする対応、例えば、コロナ禍で決まった EU 復興基金のエネルギー危機バージョンを求めている。各国からの批判を回避したいドイツは、EU 復興基金にはあった補助金ではなく（返済が求められる）融資という条件付きながら、儉約国として消極的だった EU 共同債発行による資金調達に前向きな姿勢を示している。

図表 9 エネルギー危機に対する各国の財政支出（左）、欧州各国の長期金利の推移（右）

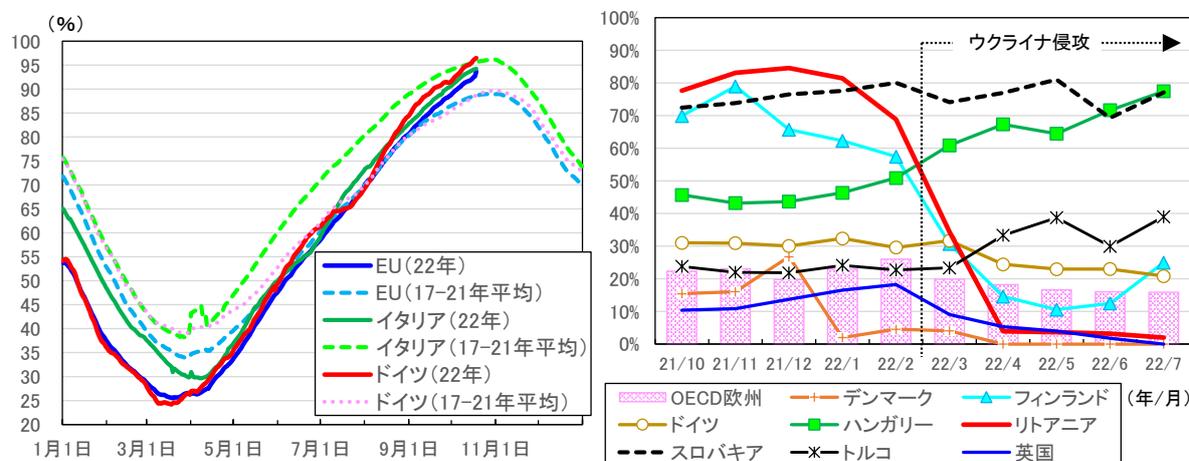


ドイツをはじめとする EU 各国は、冬の到来に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、10月18日現在のEUの貯蔵率は93.7%となっている。11月1日時点には95%まで高めるといふより高い最終目標を設定しているドイツの貯蔵率は96.5%まで高まり、実現が難しいとみられていた最終目標をクリアした。今後は暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、貯蔵率の低下度合いに注目が集まるだろう。

ここまで順調に貯蔵率を高められてきた背景には、調達の多様化とともに、節ガスが効いていると考えられる。ドイツネットワーク庁によると、ドイツのガス使用量は、家庭用や産業用を合わせて節約が進んでいる。ロシアが様々な理由をつけてパイプライン経由の供給量を減らし始めた6月以降で見ると、2018-21年平均に比べて、家庭用等は14%、産業用は19%それぞれ使用量が減っており、着実に節ガスが進んでいるといえよう。ただ、ガスの使用量のうち家庭用等が4割、産業用が6割であるドイツの場合、特に家庭用等は10月から3月の半年間で、年間消費量の四分の三以上を占める。これから冬という本格的な需要期を迎え、どれだけ維持できるか注目される。また、EU内で現在検討されているガス価格の上限設定は、価格次第では逆にガス消費量を増やしてしまう恐れもあることから、制度設計のバランスが難しいだろう。

ちなみに、8月までは過去10年間の平均を上回る気温で推移してきたが、9月は一転して平均を下回り、5年ぶりに低い気温となった。一段と気温が低下して厳冬になればそれだけ消費量は増えてしまい（貯蔵量の減り方は加速し）、政府は一段と厳しい対応（一層の節ガスを求める、家庭用を優先して産業向けを減らす（生産活動への影響は避けられず）、家庭向けも配給制にする（個人消費にもマイナス））を迫られる可能性がある。また、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達が期待できない現状のままでは貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ2023年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがある。EUの経済制裁第6弾で決めた通り、年末から年始にかけて海上輸送のロシア産石油の輸入禁止のタイミングを迎え、多くの加盟国がロシア依存度を下げているが、中には逆に依存度を高めている国もあり、ロシアとの付き合い方は一筋縄ではいかない。まだ対応が流動的なガスとなれば、さらに調整が困難であろう。

図表 10 欧州のガス貯蔵率の推移（左）、石油のロシア依存度の推移（右）



(注) 右図：石油輸入全体に占めるロシアからの輸入の割合。

(出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、IEA 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	-0.3%	8.2%	9.3%	2.1%	2.4%	3.3%	-0.9%	-1.4%	-0.4%	0.8%	1.2%	1.8%	5.3%	3.0%	0.1%
家計消費支出	-7.5%	13.9%	20.2%	-0.8%	-0.3%	4.2%	0.5%	-0.1%	0.4%	0.9%	1.6%	2.0%	3.7%	3.7%	0.9%
政府消費支出	-0.2%	8.7%	-0.7%	2.7%	0.9%	2.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.7%	0.6%
総固定資本形成	-9.2%	7.2%	-2.9%	14.3%	-3.1%	3.0%	0.8%	-1.8%	0.6%	1.6%	2.0%	2.5%	3.7%	2.3%	0.8%
輸出等	3.7%	10.5%	8.9%	10.6%	6.0%	6.9%	2.5%	2.0%	2.8%	3.0%	3.5%	3.4%	10.5%	6.9%	3.0%
輸入等	-3.4%	12.4%	9.4%	20.1%	-0.9%	6.6%	3.6%	3.2%	4.2%	3.4%	4.1%	3.7%	8.3%	7.1%	3.9%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-0.8%	14.2%	3.9%	4.8%	5.5%	4.3%	1.7%	0.9%	0.2%	-0.5%	0.0%	0.8%	5.3%	3.0%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	3.0%	5.9%	7.9%	5.5%	0.9%	1.1%	1.2%	0.4%	0.7%	1.2%	3.7%	3.7%	0.9%
政府消費支出	3.2%	8.8%	2.8%	2.6%	2.9%	1.3%	1.6%	1.1%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	4.3%	1.7%	0.6%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.1%	2.0%	3.6%	2.6%	3.5%	-0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	1.7%	3.7%	2.3%	0.8%
輸出等	-0.3%	26.2%	10.5%	8.4%	9.0%	8.1%	6.5%	4.3%	3.6%	2.6%	2.8%	3.2%	10.5%	6.9%	3.0%
輸入等	-5.6%	22.2%	10.3%	9.3%	10.0%	8.6%	7.1%	3.1%	4.4%	3.6%	3.7%	3.8%	8.3%	7.1%	3.9%
鉱工業生産 (除く建設)	4.7%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.1%	0.3%	1.0%	0.7%	-0.1%	-0.9%	-0.3%	0.3%	8.0%	0.5%	-0.2%
実質小売売上高	2.4%	12.1%	2.4%	4.1%	5.2%	0.6%	-0.7%	0.4%	1.5%	2.5%	2.2%	2.5%	5.1%	1.4%	2.2%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	9.6%	8.2%	6.6%	4.6%	3.0%	2.6%	8.3%	5.5%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	43.7%	36.6%	29.5%	18.6%	10.0%	12.3%	39.1%	22.7%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	67.8	38.7	27.1	-16.5	-41.1	-96.1	-19.8	-22.2	-21.0	-15.8	-12.2	-9.6	117.2	-179.2	-58.5
経常収支	99.2	89.2	68.3	24.5	17.4	-37.0	32.6	32.6	32.2	34.5	36.3	38.9	281.3	45.6	141.9
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-627.1	-497.6	-381.3
独 国債10年物 (期中平均)	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.33%	2.62%	2.80%	2.72%	2.65%	-0.31%	1.23%	2.70%
欧 政策金利 (未値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.00%	2.50%	3.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年10月19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%	28.8%	7.3%	6.6%	2.8%	0.9%	-2.9%	-1.2%	2.5%	-2.7%	-0.5%	1.0%	7.5%	4.1%	-0.4%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	6.2%	5.0%	0.3%
一般政府消費支出	0.4%	33.7%	1.0%	5.6%	-4.4%	-6.0%	1.2%	1.5%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	12.6%	0.9%	0.4%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	-2.5%	3.0%	8.3%	-5.3%	-1.5%	1.0%	5.6%	4.1%	0.7%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	6.5%	3.1%	1.1%	1.5%	2.3%	2.9%	-0.3%	6.4%	3.3%
輸入等	-41.0%	14.0%	18.5%	4.5%	52.9%	-5.7%	3.3%	3.0%	4.5%	1.2%	1.8%	3.5%	2.8%	14.8%	2.4%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-7.8%	24.3%	8.5%	8.9%	10.9%	4.4%	1.8%	-0.1%	-0.2%	-1.1%	-0.5%	0.1%	7.5%	4.1%	-0.4%
家計消費支出	-12.8%	24.7%	7.7%	10.1%	14.9%	4.3%	1.4%	0.8%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	6.2%	5.0%	0.3%
一般政府消費支出	0.5%	32.1%	12.0%	9.4%	8.1%	-1.0%	-1.0%	-2.0%	-0.7%	0.9%	0.7%	0.5%	12.6%	0.9%	0.4%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	2.6%	2.1%	0.7%	0.7%	1.0%	0.5%	5.6%	4.1%	0.7%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	11.0%	1.2%	6.3%	3.0%	2.0%	1.9%	-0.3%	6.4%	3.3%
輸入等	-9.9%	22.3%	8.7%	-4.5%	21.2%	15.6%	11.7%	11.3%	1.2%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%	14.8%	2.4%
鉱工業生産	6.2%	23.6%	3.9%	-1.3%	-1.7%	-2.5%	-3.1%	2.7%	2.7%	2.3%	2.6%	3.2%	7.4%	-1.2%	2.7%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	1.1%	6.3%	-5.9%	-3.2%	-0.2%	2.1%	3.1%	2.6%	2.2%	5.4%	-0.9%	2.5%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	9.4%	9.0%	7.6%	6.4%	4.4%	2.6%	8.7%	6.8%
生産者物価 (出荷価格)	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	16.4%	13.8%	13.1%	10.9%	8.7%	5.9%	5.2%	14.2%	9.5%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%	3.7%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.0	-31.4	-45.5	-38.0	-67.8	-62.3	-44.9	-45.0	-46.6	-46.5	-46.4	-46.9	-153.8	-220.0	-186.4
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-24.3	-24.3	-24.9	-24.8	-24.7	-25.1	-45.6	-126.2	-99.5
財政収支	-40.0	-57.9	-35.0	-26.9	-4.7	-41.3							-159.8		
国債10年物 (期中平均)	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.95%	3.98%	3.87%	3.78%	3.72%	0.79%	2.52%	3.84%
政策金利 (未値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	0.25%	3.50%	4.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年10月19日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研