

Weekly
エコノミスト・
レター

欧州経済見通し

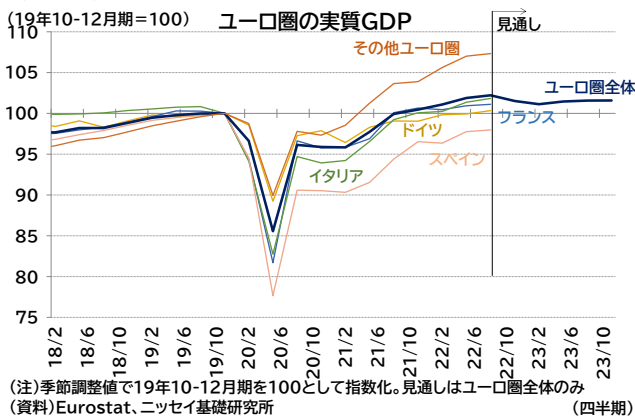
— 高インフレによる下押し圧力が増す欧州経済

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

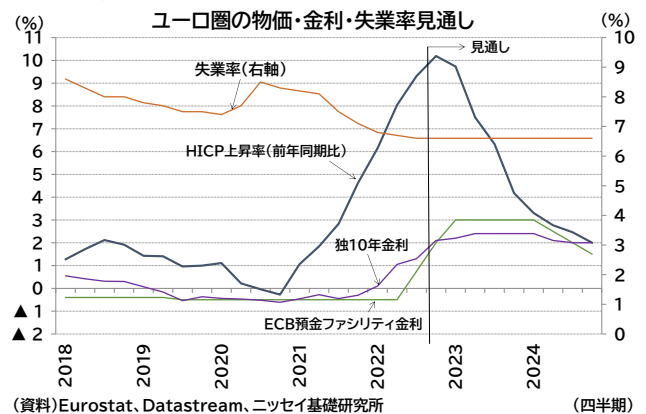
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済は、コロナ禍からの回復を着実に進める一方、ロシアがウクライナに侵攻して以降はエネルギーの供給懸念や価格高騰の影響を大きく受けている。
2. 欧州で台頭していたガス不足懸念は短期的には後退しているが、今後も供給不安は残り、ガスの調達価格は低下しにくい状況が続くと見られる。
3. インフレ率は10月に10%超を記録、高い伸び率となっていることに加え、物価上昇の裾野が広がっている。また、雇用につひ迫感があることから、その持続性も高まっている。
4. 各国ではエネルギー価格の高騰を受けて、エネルギー減税、卸・小売価格の制限、ぜい弱層向けの所得支援といった財政面からの支援を拡充している。
5. 足元のユーロ圏は景気後退に陥りつつある。マイナス成長は浅く、期間は短いが、その後の回復も緩慢にとどまり、23年の経済成長率は▲0.2%と予想する。インフレ率はピークアウトするが、低下ペースは遅く、ECBの目標である2%まで低下するのは24年末と予想する（図表1・2）。
6. リスクは成長率では下方、物価では上方により大きい。外部要因として、ロシア・ウクライナ戦争の激化、エネルギー危機の深刻化、世界経済の見通し悪化、域内要因として、物価と賃金のスパイラル化、金融引き締め副作用の拡大、政策協調の失敗が挙げられる。
7. ECBは高インフレに対抗するために7月以降、合計2.50%の利上げを決定した。インフレ率が目標を大きく上回り、期待インフレ率も上向いているため、当面はタカ派姿勢を続けることが想定される。

(図表1)



(図表2)



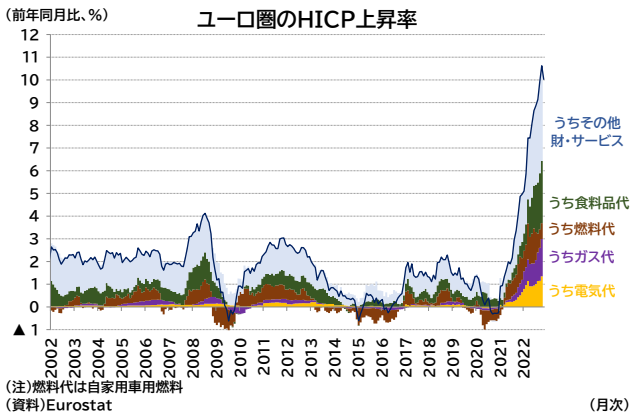
1. 実体経済の概況・見通し

(概況：コロナ禍はほぼ克服したが高インフレの影響で成長率は減速)

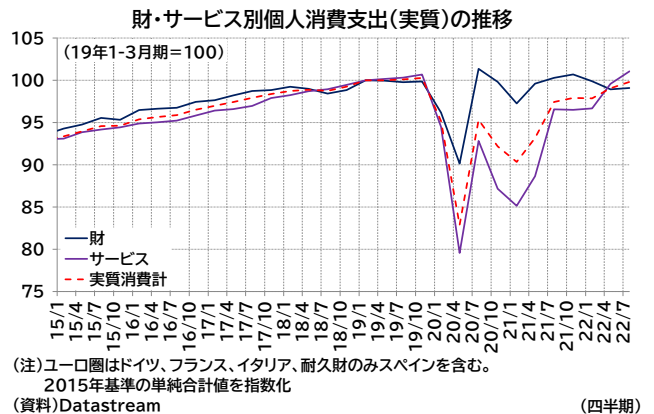
欧州経済¹は、コロナ禍からの回復を着実に進める一方で、ロシアがウクライナに侵攻して以降、エネルギーの供給懸念や価格高騰の影響を大きく受けている。

コロナ禍に関して、22年7-9月期には行動制限がほぼ撤廃されるなかでのバカンスシーズンを迎え、対面サービス消費も活性化し、コロナショックでの落ち込みをほぼ取り戻したと言える。一方、ロシアのウクライナ侵攻などで高騰したエネルギー・食料品を中心とする物価高は引き続き欧州経済の大きな下押し材料となっている(図表3)。家計の消費は、コロナ禍からの回復を進めてきたサービス消費と比較して、足もとの鈍化傾向が目立っている(図表4)。

(図表3)



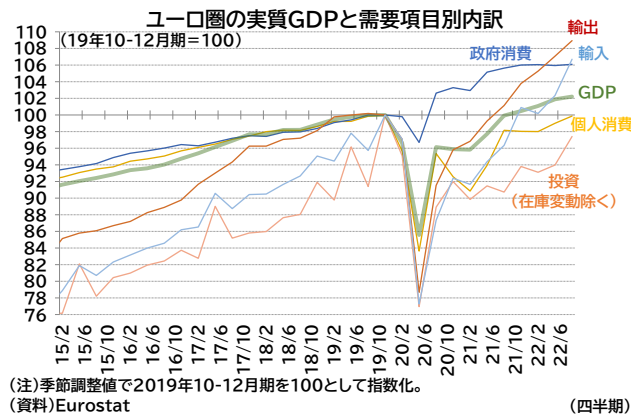
(図表4)



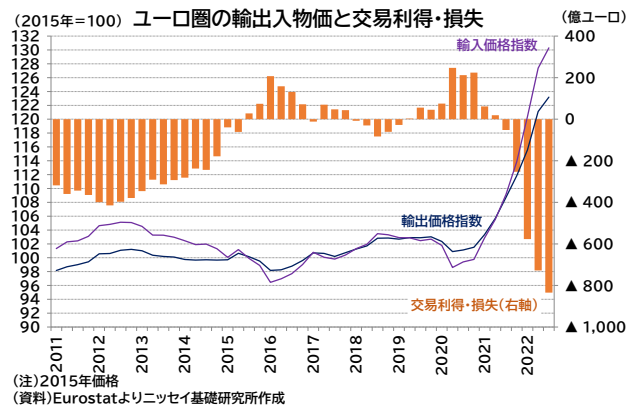
(経済状況の振り返り：7-9月期はプラス成長を維持)

7-9月期のユーロ圏成長率は、対面サービス産業などコロナ禍で落ち込んでいた業種を中心に需要が拡大し、6四半期連続のプラスを維持した。

(図表5)



(図表6)



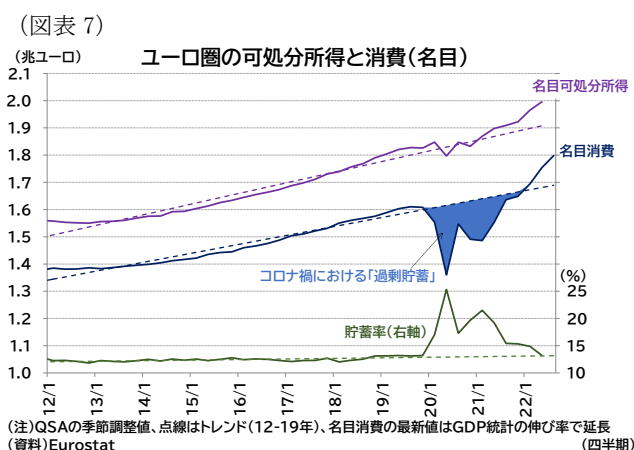
需要項目別の伸び率を確認すると(図表5)、個人消費が前期比0.9%(4-6月期は1.0%)、投資が3.6%(0.9%)、政府消費が0.1%(▲0.1%)、輸出が1.7%(1.7%)、輸入が4.3%(2.2%)となった(図表5)。また、在庫変動の寄与度が0.16%ポイント(4-6月期は0.23%ポイント)、外需の寄与度が▲1.1%ポイント(▲0.1ポイント)だった。個人消費や投資が全体の成長をけん引する形で、成長率は減速しつつも0.3%(年率換算1.3%)となり、高インフレ下ではあったが、プラス成長を維持した。一方で、コロナ禍以降の回復基調を全体のGDPがコロナ禍前(19年10-12月

¹ 本稿ではユーロ圏19か国を対象とする。なお、23年1月1日からクロアチアがユーロを導入しユーロ圏は20か国となる。

期)を2.2%上回っているのに対し、個人消費や投資は7-9月期でもコロナ禍前水準を下回っており、コロナ禍からの回復力という意味では内需はやや弱い。

また、21年以降は、原材料価格の高騰を受けて輸入価格指数の伸びが輸出価格指数の伸びを上回り、交易条件が悪化している(図表6)。交易条件の悪化のうち、消費者物価の上昇として転嫁された部分は消費者の負担、転嫁されない部分は企業の負担として欧州経済の重しとなっている。

家計にはコロナ禍期間中に消費が抑制されていたことによる「過剰貯蓄」があり、そのため、高インフレ下でも家計購買力を維持するバッファーになっている(図表7)。ただし、貯蓄率はすでにコロナ禍前の水準まで低下しており、今後はインフレの負担感がさらに増すものと見られる。

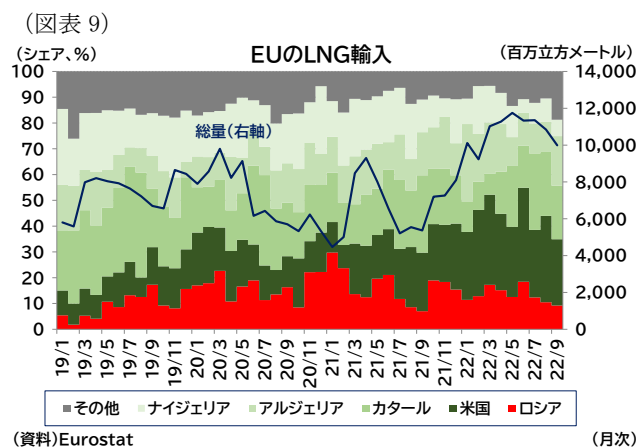
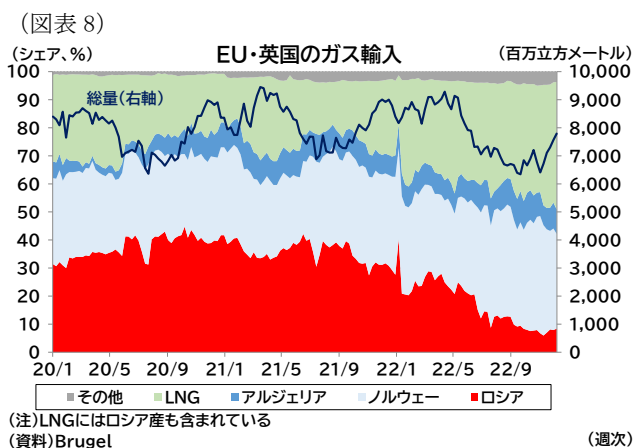


(ガス需給： 今冬のガス不足リスクは後退したが、高止まりする価格が経済の重しに)

欧州で台頭していたガス不足懸念は短期的には後退しているが、今後も供給不安は残りガスの調達価格は低下しにくい状況が続くと見られる。

夏場にロシアによるパイプラインガス供給が削減されたことで、需給のひっ迫感が急激に強まったものの、欧州ではガス貯蔵の推進、代替調達の加速、節ガスの取り組み、秋の温暖な気候などを受けて「脱ロシア」を進めてきた。

EUレベルでは、エネルギー需給緩和のために、EUレベルで貯蔵水準の義務化²やガス使用削減に関する目標を設定した³。EUはロシア産ガスの代替として、ノルウェーからのパイプラインガス供給や米国産LNGの輸入を増やしてきた(図表8・9)。また、エネルギー需給がひっ迫する場合は閣僚理事会が「警報」を発動し、ガス使用の削減が義務化することで合意している。



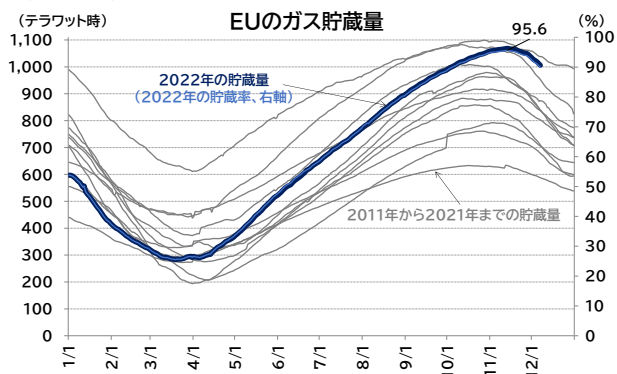
こうした取り組みに加えて、秋の気候が温暖であったことも後押しとなり、10・11月のガス需要については、過去5年平均対比で15%以上削減、特に11月は25%近く削減できたと見られている

² 11月1日までに容量の80%以上の貯蔵を義務付け。また、23年以降は90%の貯蔵と、それに向けた中間目標(各国ごとに2月、5月、7月、9月の貯蔵水準)を設定した。[European Commission, Gas storages](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip22_1867) (22年12月16日アクセス)。

³ 8月1日から23年3月31日までのガス消費量を過去5年の平均比で15%削減する目標を設定している(ただし、他の加盟国へのガス供給の融通が限定されている加盟国など一部例外がある)。[Council of the EU, Member states commit to reducing gas demand by 15% next winter, 26 July 2022](https://council.europa.eu/council/presscorner/detail/en/22_1267) (22年12月16日アクセス)。23年5月までに延長に関する審査を実施予定。

4. 現在、ガスの需要期に入り気候も寒くなっているが、ガス貯蔵水準は11月中旬には95%超（2020年のガス消費量対比で28%以上）を達成している（図表10）。

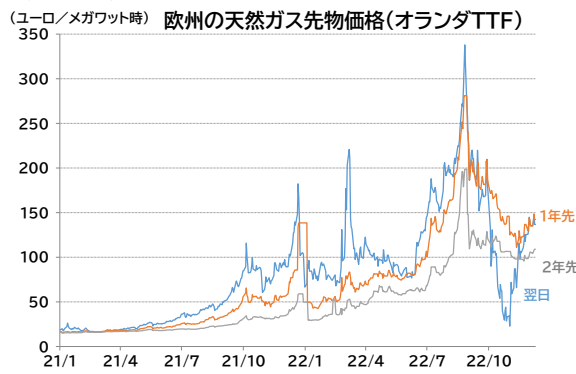
（図表10）



（資料）AGSI+

（日次）

（図表11）



（資料）Bloomberg

（日次）

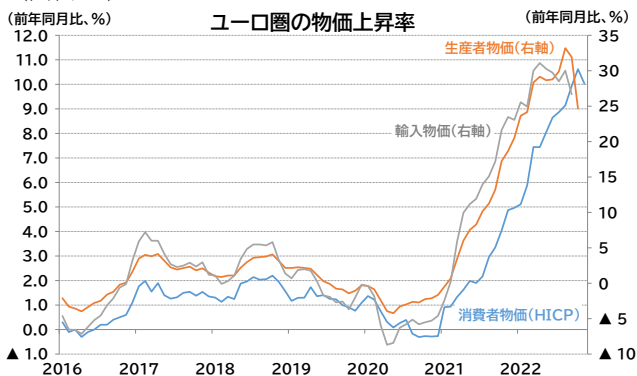
本稿のメインシナリオではガス不足による「警報」発動は避けられると想定している。ただし、ガス価格は例年と比べはるかに高値で推移しており、高インフレの主因となっている。足もとの卸売ガス先物価格は、貯蔵余力の縮小から、一時的に期近物を中心に下落する局面も見られたが、期先物はガス需給のひっ迫感から例年よりも高い水準での推移が続いている（図表11）。

「節ガス」の取り組みが進むことと、夏のピーク時のような価格上昇は発生しないと見ているが、ロシアからのパイプラインガスの代替は時間面でも価格面でも費用がかさむ。23年以降も、ガスの調達価格は低下しにくく、例年より高い水準で推移するだろう。そのため、家計の購買力や企業の競争力が低下、消費、投資、輸出の鈍化をもたらすと予想される。

（インフレ：インフレの持続性が高まっている）

インフレ率は10月に10%超を記録、高い伸び率となっていることに加え、物価上昇の裾野が広がっている。また、雇用にはひっ迫感があることから、その持続性も高まっている。

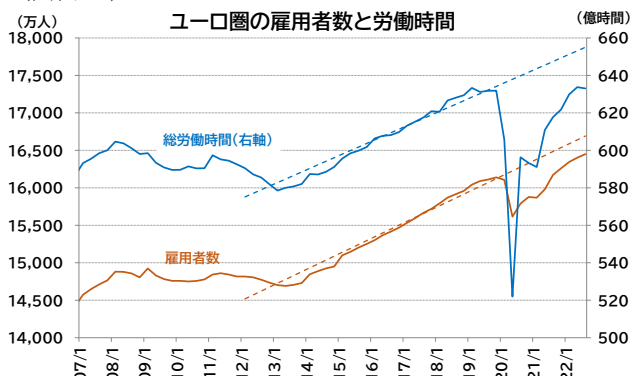
（図表12）



（注）ユーロ圏は19か国のデータ
（資料）Eurostat

（月次）

（図表13）



（注）季節調整値、点線はトレンド(12-19年)

（資料）Eurostat

（四半期）

11月のHICP上昇率（速報値）は、総合指数で前年同月比10.0%、コア指数で5.0%となった。単月の伸び率では10月の10.6%から低下しており、また卸売ガス価格が夏のピークと比較して下落したことなどを受け、上流の物価指数の加速は止まっている（図表12）。ただし、伸び率は10%前後と高く、コア指数の伸び率も高止まりしている。

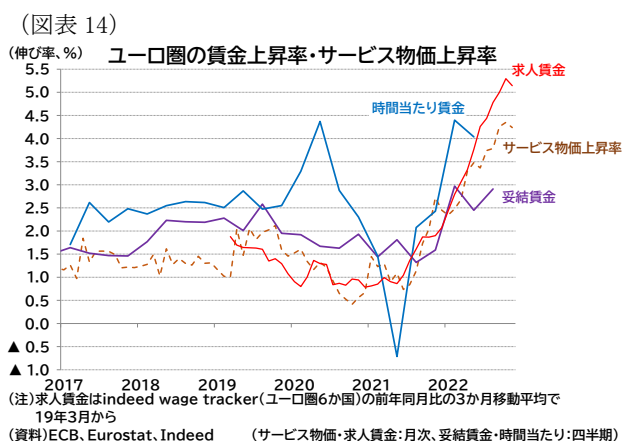
4 [Financial Times, Europe cuts gas demand by a quarter to shed reliance on Russia, December 5 2022](https://www.ft.com/content/22-12-15/europe-cuts-gas-demand-by-a-quarter-to-shed-reliance-on-russia) (22年12月15日アクセス)

こうした状況下で、ユーロ圏の雇用が堅調であることから、賃金上昇を伴ってインフレが持続しやすい。ユーロ圏の雇用者数は7-9月期に前期比0.3%（4-6月期0.3%）と順調に増加し、コロナ禍前との比較では、雇用者数が1.9%（+310.5万人）とGDP並みに回復している（図表13）。

また、失業率は10月に6.5%と統計データ公表以来の最低値を記録、労働参加率もコロナ禍前のトレンド付近まで回復している。

総労働時間では7-9月期は▲0.1%（0.6%）とわずかに減少し、雇用者が増える一方で1人当たりの労働時間が短縮された。景気の減速による労働需要の低下が寄与した可能性があるが、供給側の問題（労働者がコロナ禍前より短時間の労働を指向している）の可能性も考えられる。後者であれば、むしろ賃金上昇圧力が生まれやすい状況と言えるため、今後の動向が注目される。

7-9月期の妥結賃金上昇率は2.91%（4-6月期2.45%）となった（図表14）。妥結賃金の伸びはインフレ率と比較すれば低いが、歴史的には高めの伸び率が続いている。また、求人賃金がインフレ率を超える勢いで伸び率を高めている。総じて、賃金上昇圧力は強く⁵、今後、インフレ率がピークアウトしても、インフレ率の低下スピードは緩慢になると見られる。



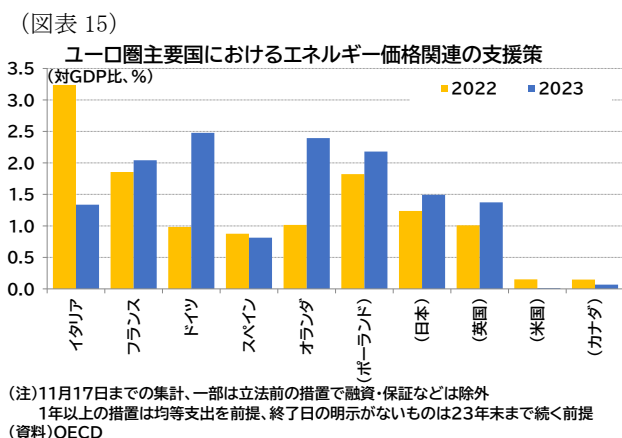
（ 財政支援：生活費対策としての財政支援を実施 ）

各国ではエネルギー価格高騰への対策を講じている。

各国の措置としてはエネルギー減税、卸・小売価格の制限、ぜい弱層向けの所得支援が挙げられ、ドイツで実施されるガス価格・電力価格の上限設定（小売価格の制限）⁶が代表的である。21年9月以降に発表された各国の措置は、EU全体で約6,000億ユーロの規模に達し（欧州シンクタンクBruegelの集計）⁷、22年に続き23年にも手厚い支援が実施される予定となっている（OECDの集計、図表15）⁸。

これら6000億ユーロの措置のうちドイツが2,640億を占め、また上述の小売価格の制限に540億ユーロが割り当てられている。この小売

価格の上限措置では、上流エネルギー価格の下流光熱費への転嫁を直接的に制限する。そのため、消費者物価の伸び率のピークアウトにも直接的に寄与するだろう。なお、こうした支援策と合わせて超過利潤課税などを実施し、財政スタンスが過度に緩和的にならないよう検討されている。ただ



⁵ ECBのレーン理事はひつ迫した労働市場では、求人賃金の伸びが既存雇用者の賃金上昇率を上回りやすく、先行指標として機能する可能性が高いことを指摘している。Philip R. Lane (2022), Inflation Diagnostics, 25 November 2022, THE ECB BLOG (22年12月9日アクセス)。

⁶ 例えばドイツでは、24年4月30日まで一般家庭と中小企業に対して、ガスで0.12ユーロ、電力で0.4ユーロ（いずれも1キロワット時）の上限を設定する予定（ただし、年間予測消費量の80%部分。残りの20%部分は契約上価格となる。年間消費量の80%を下回った場合には還付措置がある）。また、大企業向けにも同様に上限を設定予定。

⁷ OECD (2022), OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 2: Preliminary version (22年12月16日アクセス)。

⁸ Giovanni Sgaravatti, Simone Tagliapietra and Georg Zachmann, National policies to shield consumers from rising energy prices, BRUEGEL DATASETS (22年12月16日アクセス)。

し、財政による直接的な支援は価格メカニズムによる需要抑制効果を薄めてしまう⁹。高インフレ下のエネルギー危機対策は対象をぜい弱層に絞り、財政スタンスは全体として抑制的であることが望ましいが、現在、検討・実施されている措置は全体として財政緩和的であり、インフレ抑制効果を減じている面がある。

また、EUレベルでも様々な措置が合意されている。

具体的には¹⁰、「EU全体の電力需要を減らす協調的措置」として過去5年平均から10%削減の目標および毎月の電力消費ピーク時における総電力消費量予測から5%削減すること、「低コスト発電事業者の収益制限や化石燃料供給者への連帯拠出金徴収」として、過去4年の平均と比較して20%を超える増加分に対して、少なくとも33%以上の連帯拠出金を徴収すること、「発電コストの安い電力の販売価格抑制」として、販売収益の上限額を1メガワット時につき180ユーロに設定することが挙げられる。

さらに、23年以降も続くガス不足懸念への対応として、「ガスの共同調達」（少なくとも各加盟国の貯蔵量の15%までは共同で調達する）、「ガス供給不足時の加盟国間での融通」（2国間協定がない場合の緊急時の融通規則を規定）、「新たなLNG価格指標の開発と、それまでの短期的措置としての卸売ガス価格への上限設定、担保要件の見直し」についての検討が行われている¹¹。このうち、短期的措置としての卸売ガス価格の上限設定について、各国間の意見の相違があり調整が続けられている¹²。ただし、卸売ガスの上限設定については、夏場のような高騰に対応するための措置が検討されている状況であり、メインシナリオでは、実際に上限が発動されるようなガス価格の上昇は見込んでいない。

（見通し：冬場は高インフレでマイナス成長に）

今後は、高騰するエネルギー価格の影響を受け、ユーロ圏の成長率はマイナスに転じるだろう。

すでにコロナ禍からの回復がひと段落し、対面サービス消費による成長の原動力としての勢いが低下するなかで、冬場以降はエネルギー・原材料価格の上昇などを受けて、特に製造業のうちガス・電気需要の高い産業を中心に稼働率が低下、景気停滞感が強まると見られる。

春以降、暖房需要が後退する局面では、成長率が持ち直すと見られるが、高めのインフレ率が続くため、低成長にとどまると予想している。さらに、23年以降もガス需要のひっ迫により特に冬場の成長率は低下しやすくなるだろう。

需要項目別には、次の通り予想している。

個人消費は当面は高インフレを受けた実質消費の伸びの鈍化が続き、その後にインフレ減速を受けてごく緩やかに回復していくことを予想している。上述の通り、エネルギー価格抑制策や、堅調

⁹ 上述のドイツの小売価格制限では消費量が過度に増加しないよう上限設定部分を限定するといった配慮がなされているが、より包括的な支援策を講じる国が多い。例えば、[ECB \(2022\), Financial Stability Review, November 2022](#), Chart 1.4 (22年12月16日アクセス)。

¹⁰ [Council of the EU, Council agrees on emergency measures to reduce energy prices, 30 September 2022](#) (22年12月16日アクセス)

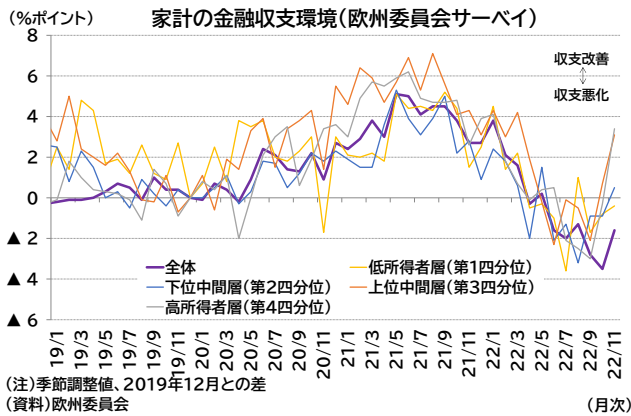
¹¹ [European Commission, Commission makes additional proposals to fight high energy prices and ensure security of supply, 18 October 2022](#) (22年12月16日アクセス)、[European Council, 20-21 October 2022](#) (22年12月16日アクセス)、[European Commission, Commission proposes a new EU instrument to limit excessive gas price spikes, 22 November 2022](#) (22年12月16日アクセス)、[Council of the EU, Council agrees on substance of new measures on joint purchases of gas and a solidarity mechanism, 24 November 2022](#) (22年12月16日アクセス)

¹² ドイツ、オランダ、スウェーデン、フィンランド、オランダ、ハンガリーが上限設定により、供給業者が欧州以外に販売するインセンティブが増し消費抑制効果が減少する、ロシアからのガス供給削減の口実となるとして反対の立場である一方、ベルギー、ポーランド、イタリア、ギリシャは欧州委員会の提案である1メガワット時あたり275ユーロという条件が厳しい（上限が高すぎて意味がない）とする立場と言われている。

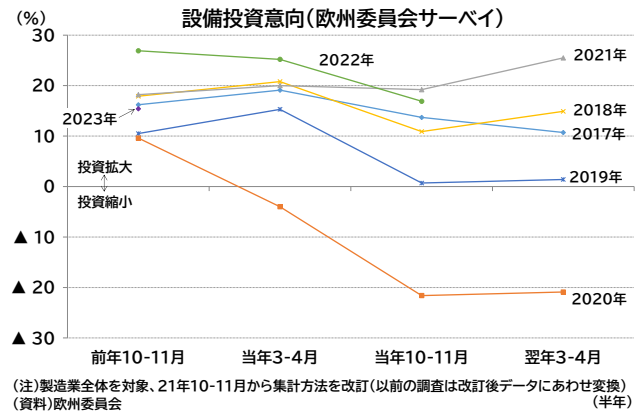
な労働需要、「過剰貯蓄」の存在は消費の下支えとして機能するが、実質賃金はマイナス成長が続
き、所得収支環境の悪化も進んでいるため、当面は消費の伸びが抑制されると見ている（図表 16）。

投資は、伸びが鈍化するものの緩やかな拡大を予想している。23 年の投資意向は、勢いは鈍化し
つつも拡大することが見込まれている（図表 17）。政策金利の引き上げによる資金調達コストの増
加やエネルギー・原材料価格の上昇、景気減速による需要鈍化などが重しではあるが、復興基金を
呼び水にした官民での再生エネルギーへの投資や、「脱ロシア」を進めるための投資が下支えする
と見られる。

（図表 16）



（図表 17）



輸出は対ロシアの貿易が急減するほか、米国や中国の成長率が減速するため、鈍化するだろう。
中国が「ゼロコロナ政策」の緩和を模索していることは、中国経済の押し上げ材料となり、欧州に
も恩恵が及ぶ可能性がある一方、感染者や死亡者が急増するリスクもあり、先行きの不透明感は強
い。

なお、EUは経済制裁の一環として石炭および固形化石燃料のロシアからの輸入を8月以降は禁
止、原油も12月5日から禁止した（原油のパイプライン輸入は禁輸対象外）。石油製品も来年2月
5日からの禁輸を予定している。また、これらの原油・石油製品の禁輸と合わせて、G7およびオ
ーストラリアではロシア産石油の上限価格と60ドルとして、それ以上の価格で取引された場合に
保険などの海上輸送サービスの提供を禁止することも決めた¹³。ただし、本稿のメインシナリオで
は上限価格がロシア産原油の実勢価格に近いこともあって、禁輸措置や上限価格の設定による世界
の原油需給や原油価格への影響は限定的であると想定している。

インフレ率は原材料価格のピークアウトや政府による価格抑制策のために、今後はピークアウト
が鮮明になっていくと見込んでいるが、堅調な労働環境を背景に、低下ペースは緩慢になるものと
予想している。ECBの物価目標である2%を大幅に上回る期間が長期化、23年中は2%目標への
低下には至らないと予想している。

以上の状況を踏まえ、暦年でみた欧州経済の成長率は22年3.1%、23年▲0.2%、24年1.0%、
インフレ率は22年で8.4%、23年で6.9%、24年2.6%と予想している（表紙図表1・2、図表18）。

¹³ [Federal Foreign Office, Statement of the G7 and Australia on a price cap for seaborne Russian-origin crude oil, 02.12.2022 - Press release](https://www.gov.uk/government/news/federal-foreign-office-statement-of-the-g7-and-australia-on-a-price-cap-for-seaborne-russian-origin-crude-oil) (22年12月16日アクセス)。

(図表 18)

		2021年	2022年	2023年	2024年	ユーロ圏の経済見通し											
		実績	予測	予測	予測	2022年				2023年				2024年			
						1-3月期 実績	4-6月期 実績	7-9月期 実績	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測
実質GDP	10億ユーロ (2010年価格)	10,597	10,925	10,899	11,003	2,715.3	2,736.9	2,745.6	2,727.0	2,716.4	2,725.4	2,728.3	2,728.7	2,731.2	2,744.2	2,757.6	2,769.5
実質GDP	前年同期比、%	5.3	3.1	▲ 0.2	1.0	5.5	4.2	2.3	1.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.6	0.1	0.5	0.7	1.1	1.5
	前期比年率、%	5.3	3.1	▲ 0.2	1.0	2.5	3.2	1.3	▲ 2.7	▲ 1.5	1.3	0.4	0.1	0.4	1.9	2.0	1.7
内需	前年同期比寄与度	4.02	3.43	0.59	1.08	5.34	4.17	3.33	1.52	1.54	0.96	▲ 0.31	0.18	0.67	0.82	1.20	1.61
民間最終消費支出	前年同期比、%	3.8	4.2	0.7	0.9	7.9	5.4	1.7	2.1	2.0	0.9	0.2	▲ 0.0	0.1	0.7	1.1	1.5
総固定資本形成	前年同期比、%	3.6	4.3	3.4	2.2	3.6	2.7	7.4	4.7	5.9	5.0	1.5	1.3	1.4	1.9	2.6	2.9
外需	前年同期比寄与度	1.28	▲ 0.35	▲ 0.79	▲ 0.12	0.14	0.07	▲ 1.05	▲ 0.37	▲ 1.48	▲ 1.35	▲ 0.22	▲ 0.12	▲ 0.13	▲ 0.13	▲ 0.12	▲ 0.12
消費者物価 (HICP)	前年比、%	2.6	8.4	6.9	2.6	6.1	8.0	9.3	10.2	9.7	7.5	6.3	4.2	3.3	2.8	2.5	2.0
失業率	平均、%	7.7	6.7	6.6	6.6	6.8	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ECB市場介入金利	期末、%	0.00	2.50	3.50	2.00	0.00	0.00	1.25	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.50	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲ 0.4	1.1	2.4	2.1	0.1	1.1	1.3	2.1	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1	2.0	2.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.18	1.05	1.07	1.09	1.12	1.06	1.01	1.02	1.05	1.07	1.08	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10
対円為替相場	平均、円	130	138	143	138	130	138	139	145	145	144	144	140	138	138	137	138

(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

予想に対するリスクは成長率は下方に、物価は上方により大きい。

短期的には、天候要因が挙げられる。寒波になればエネルギー懸念が増加し、ガス価格が高騰しやすい。一方で、暖冬であれば、上流のエネルギー価格の低下が促されることで、インフレの鎮静化が早まる可能性も可能性もある。

外部要因としては、ロシア・ウクライナ戦争の激化、エネルギー危機の深刻化、世界経済の見通し悪化が挙げられる。

可能性としては小さいと見ているが、ロシア・ウクライナと地理的に近い欧州は、直接的に戦争に巻き込まれるリスクも常に抱える。

ロシアによる経済面での揺さぶりに関しては、ロシアからのガス供給がかなり減少していることから、その影響度合いは小さくなっている。しかし、ロシアによるエネルギー供給が断絶すれば、それだけ生産制約が増すことになり、エネルギー危機が深刻化するだろう。また、ロシアが原油価格の上限設定に対する対抗措置として供給を削減するといった行動に出れば、原油需給がひっ迫して原油価格に上昇圧力が生じる可能性なども考えられる。

また、予想以上の米国景気の後退や、中国経済の低迷による海外経済が低迷することも成長率の下振れ要因となる。

域内要因としては、物価と賃金のスパイラル化、金融引き締め副作用の拡大、政策協調の失敗が挙げられる

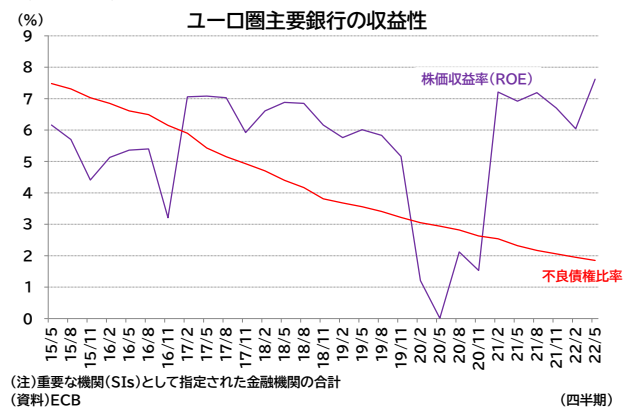
高インフレにより賃上げ圧力が予想以上に高まり、インフレの持続性が増す可能性がある。特に、エネルギー危機対策として財政が緩和的になった結果、需要が下支えされれば、インフレ抑制効果が低下、需要の底堅さを受けて賃金を上げやすくなる可能性がある。この場合、成長率には上振れ方向に働くが、高インフレが持続しやすくなり、その代償として金融政策により一層の引き締めが求められる可能性がある。加えて、財政支援が大規模であれば、支援終了時の（負の）影響が大きくなりやすいことには留意が必要だろう。

金融面では、下記で見るようにECBが積極的に利上げをしている。利上げ自体は銀行の利ざやを拡大させる要因となるため銀行収益の改善要因であるが、景気後退による不良債権の増加は財務の悪化要因となる。欧州では大手行を中心に銀行財務を健全化を進めているため、利上げや景気後退を引き金に金融システムリスクが高まる可能性は小さいと考えている（図表 19）。今後のマイナ

ス成長を予想しているものの、深刻な景気後退には至らず、企業倒産など不良債権化する資産も限定的であることも金融システムへの負荷が抑制される理由となる。ただし、景気後退が深刻化し不良債権化する資産が増えれば、信用不安も高まる可能性がある。

また、コロナ禍時は雇用維持と資金繰り支援、復興基金の稼働など、欧州が結束したことが経済回復を勢いづけた。現在のエネルギー危機に対しても欧州はEUレベルでの取り組みを進めているが、卸売ガス価格の上限措置では利害関係の対立が目立っている。またドイツの大規模な国内向けエネルギー危機対策に対して、他の加盟国から域内の公正な競争をゆがめる恐れがあるとの批判も見られる。今後、EUの協調が大きく乱れることがあれば、エネルギー危機からの回復に時間を要する可能性がある。

(図表 19)



2. 金融政策・長期金利の現状・見通し

(金融政策：ECBは積極利上げでインフレ抑制姿勢を強調)

ECBは高インフレを受けて、積極的な金融引き締めに入っている。

今年上半期には段階的に量的緩和を縮小し¹⁴、7月の会合で0.50%ポイントの利上げを実施してマイナス金利政策を終了させた。その後、9・10月には0.75%ポイント、12月に0.50%ポイントの利上げを行い、政策金利を合計2.50%ポイント引き上げている¹⁵。また、12月の会合ではバランスシートの縮小を23年3月初めから開始することも決定した(まずは23年6月末まで月150億ユーロのペースで削減)。

政策金利は、緩和的な金融政策水準から引き締めの水準に移行しており、どこまで政策金利を上げるのか、という点に注目が集まっている(10月のECBによる専門家調査¹⁶では長期均衡金利の中央値が預金ファシリティ金利で2.00%とされ、現在の水準が2.00%)。ECBでは「中立金利」(緩和的でも引き締めのでもない金利水準)の計測は困難で、様々な見方もあることから、「データ依存」の「会合毎アプローチ(meeting-by-meeting approach)」を行うことを強調しつつ、2%目標の達成に向けて、十分引き締めの政策金利水準を維持する姿勢を示している。

今後の政策金利パスを予想する上では、今後の経済・金融環境がこれまで以上に重要となるが、高いインフレ率と、ECBが重視する期待インフレ率が上向いている状況を勘案すれば、インフレ率の明確にピークアウトし、期待インフレ率が2%で安定するまではタカ派姿勢を続けると考えられる(図表20)。

政策金利は、現在主要リファレンスオペ金利で2.50%、預金ファシリティ金利で2.00%であるが、23年前半にそれぞれ3.50%、3.00%まで引き上げられ、23年中はその水準で推移、その後、

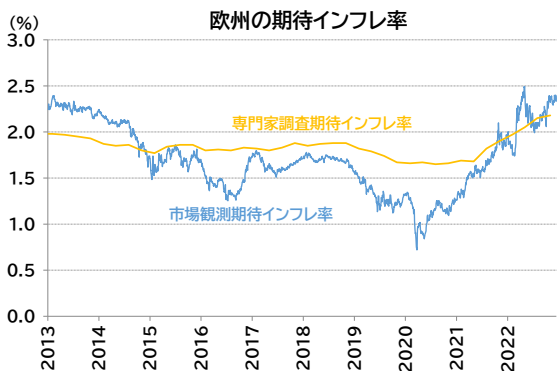
¹⁴ コロナ禍で導入した量的緩和策であるPEPP(パンデミック緊急購入プログラム)は22年3月末で終了、コロナ禍前から実施していたAPP(資産購入プログラム)は7月1日に終了した。なお、コロナ禍で導入した流動性供給策である優遇金利の貸出条件付資金供給オペ(TLTRO III)は21年12月に最後のオペを実施し終了している。

¹⁵ 10月の理事会では合わせてTLTRO IIIの貸出条件の変更および早期返済日を追加し、資金調達環境が緩和的にならないよう流動性供給策の調整も実施している。

¹⁶ The ECB Survey of Monetary Analysts, Aggregated Results, October 2022

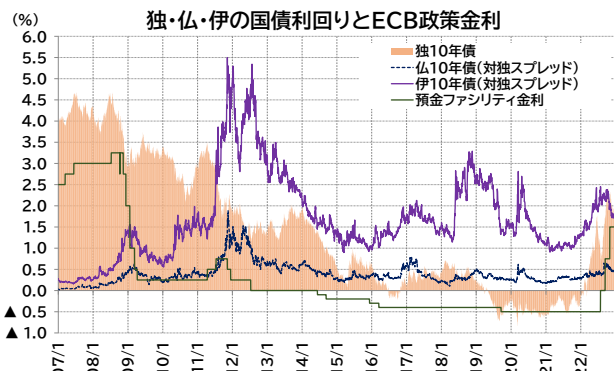
インフレ率が十分に低下する 24 年に入った後に利下げに転じると予想している。

(図表 20)



(注)期待インフレ率は市場観測が5年先5年物インフレスワップ、専門家調査がSPF
(資料)Datastream、ECB (市場観測:日次、専門家調査:四半期)

(図表 21)



(資料)Datastream (日次)

イタリアでは9月に総選挙が実施され、10月に右派の「イタリアの同胞」党首であるメローニ氏が首相に就任した。同じく右派の「同盟」と「フォルツァ・イタリア」との連立政権となるが、EUとの連携を強調する姿勢を見せており、現時点では財政不安やEUとの協調が乱れるという懸念からの長期金利への上昇圧力は抑制されている(図表 21)。

メインシナリオでは、今後もイタリアをはじめ、各国の財政運営や政局の混乱による金融市場の混乱は想定していない。ECBは、6月にPEPPの償還再投資を柔軟化(重点的に南欧債に再投資を実施)することで、域内の金利差が拡大する「分断化(fragmentation)」の防止を決めているが、7月に導入した新しい分断化防止手段である「伝達保護措置(TPI:Transmission Protection Instrument)」の発動はされないものと想定している。

(長期金利：インフレ警戒感から上昇余地)

現在、ユーロ圏の長期金利は2%付近で推移している。

ただし、ECBや米FRBがインフレ警戒感を強め、また需給の観点からはバランスシートの縮小や国債発行増が見込まれるため、金利上昇余地があると予想している。

ドイツ10年債金利は22年で平均1.2%だが、今後は23年平均で2.4%、24年は平均2.1%で推移すると想定している(前掲図表18、表紙図表2)。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。