プーチン禍の長期化で厳しさが増す欧州経済の展望

近藤智也

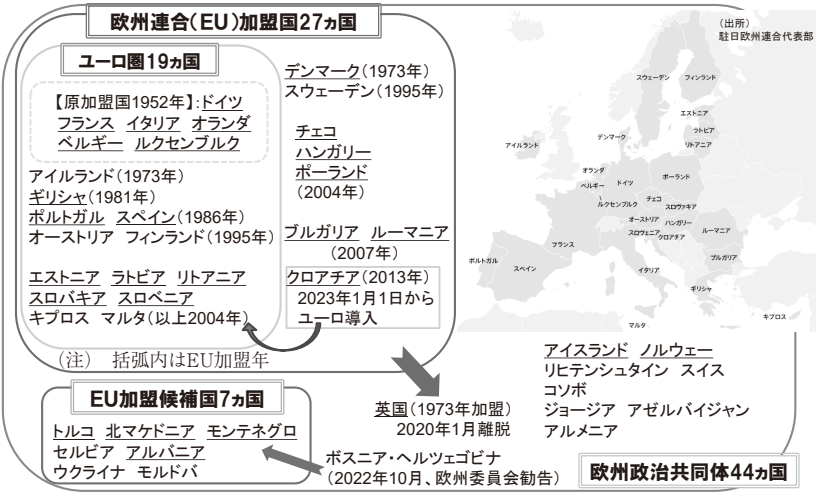
大和総研経済調査部の近藤と申します。私は大和総研入社後、日本経済、アメリカ経済に携わり、直近では、ロンドンの駐在を経てヨーロッパ経済を調査・分析しています。ウクライナの問題は切っても切れない話ですので、ところどころ、そこにフォーカスする形になるかと思いますが、本日は全体的なお話ができればと考えている次第です。よろしくお願いいたします。

一、はじめに

釈迦に説法かもしれませんが、今回、「EU」や「ユーロ圏」などいろいろな言葉を使いますので、整理をする意味でグループ分けをしています（図表1）。

現在、「EU（欧州連合）加盟国」は二七カ国です。そのうち、ユーロという通貨を使用している一九カ国が「ユーロ圏」となりますが、二〇二三年一月一日からクロアチアのユーロ導入が認め

図表１



（注）　下線の国はNATO加盟国。NATOは米加を含めた30ヵ国。
〔出所〕　各種資料より大和総研作成

られましたので、来年からユーロ圏は二〇カ国になります。また、二〇二〇年一月にイギリスがブレグジットで離脱しましたので、当初は二八カ国だったＥＵ加盟国は二七カ国になっています。

そして、「ＥＵ加盟候補国」は七カ国あります。ウクライナとモルドバは、ロシアのウクライナ侵攻を受けて急遽、加盟候補国として認められた形です。そして、いつ入るかわかりませんが、ボスニア・ヘルツェゴビナを加盟候補国として認めるよう欧州委員会が勧告しています。

さらに、ＥＵ加盟国、加盟候補国を含む四四カ国から成る「欧州政治共同体」があります。これは、今回のウクライナ侵攻を受け、より大きな枠組みで安全保障を含めた話をするということで、フランスのマクロン大統領の提唱によって新しく発足したものです。

そういう意味では、どこの国が入ってどこの国

が入らないという感じで非常に複雑ですが、今回は「EU」と「ユーロ圏」にフォーカスする形でお話ししたいと思います。

まず、世界経済全体におけるEUの位置づけについて確認したいと思います。名目GDPでは、ユーロ圏と非ユーロ圏を合わせたEUは一七・七%を占めています。中国が一八・三%ですので、EUは中国にほぼ匹敵する経済規模であると言えます。

EU加盟二七カ国のうち、ユーロ圏はEUの八五%を占めていますが、ユーロ圏のうち、最大の経済大国であるドイツが三〇%、フランスが二〇%、イタリアが一五%、スペインが一〇%ですので、この主要四カ国でユーロ圏の七五%を占めています。したがって、経済の話をする場合には、この四カ国、特にドイツとフランスがメインプレーヤーになってくるかと思います。

また、確認の意味で、為替市場の動向（二〇二〇年以降）について見てみると、対ドルでユーロ安とポンド安が進んでおり、円はさらにユーロ、ポンドに対して安く推移しています。つまり、一番強いのがドル、続いてユーロ、一番弱いのが円ということかと思います。

以上のことを踏まえた上で、本日のポイントをお話しします。

一番目として、今年から来年にかけてのことをメインにお話ししたいと思うのですが、少し振り返ると、二〇二〇年、二〇二一年は、日本もそうですが、ヨーロッパはコロナでより大きな打撃を受けました。そこからの回復過程で今年がスタートしたという意味では、本格的にコロナ禍から脱出し、緩やかに回復していくという経済見通しを抱いていたわけです。しかし、八カ月前の二月二四日、ロシアのウクライナ侵攻によってその前提

は大きく崩れてしまいました。

その一つの理由は、ロシアに対する経済制裁です。具体的にはエネルギーの禁輸ですが、ロシアとヨーロッパはエネルギーで非常に強く結びついているため、ロシアに対する経済制裁を強化することは、ヨーロッパ経済にとってもダメージが大きい。したがって、これがヨーロッパの景気悪化の一因になっているという言い方ができると思います。

二番目に、ウクライナ侵攻の長期化による影響です。

繰り返しになりますが、まずはエネルギーの供給不安です。今までロシアから調達していたエネルギーが途絶えてしまう不安感があり、それにどう立ち向かうかということで、寒い冬を前に、この半年間いろいろ対応してきました。

二つ目は、ボトルネックです。コロナ禍による材料・機器不足、特に皆様の御記憶にあるのは半導体不足だと思いますが、もともとサプライチェーンの問題があったところにウクライナ侵攻でエネルギーの問題が起き、製造業を中心とした企業活動は非常に鈍ってしまいました。直近では、サービス業で見られた人手不足が製造業でもネックになりつつあります。

三つ目は、猛暑・干ばつです。日本でも大雨が降ったりするなど、世界的に気候変動、環境問題がフォーカスされていますが、この夏は猛暑と干ばつがヨーロッパの国民生活に打撃を与えました。

もともとヨーロッパにおいては脱炭素（環境問題）が非常に大きなテーマで、イギリスでは成長戦略を発表するなど、中長期的な課題として見ていたわけですが、ここで問題なのは、脱炭素が脱ロシアとバッティングしてしまうということで

す。エネルギー供給におけるロシアへの依存度を減らすには、ヨーロッパ国内でエネルギーを調達しなければならない。そのためには、今までやめていた石炭火力をもう一回復活させたり、ドイツであれば、原子力発電所の廃止をもう少し先延ばししなければならない。つまり、ウクライナ侵攻により、脱炭素がどうしても後退せざるを得ないというのが今のヨーロッパの状況です。

加えて、エネルギー問題や人手不足など、さまざまな要因が重なって価格上昇が加速し、高インフレへの対応が迫られています。日本では三％のインフレ率で非常に高くなったと言われていますが、ヨーロッパでは平均一〇％、国によっては二〇％を超えるところもあり、今年七月、欧州中央銀行（ＥＣＢ）は一一年ぶりの利上げに踏み切りました。ほかの国々が昨年末あるいは今年三月ぐらいに利上げしたのに比べると、ＥＣＢの対応は少し遅かったというのが今の評価です。したがって、遅かった分だけ、足元で慌ててブレーキを踏んでいるということではないかと思います。

最後に、政治の混乱です。エネルギーや食料品など、国民生活に直結するモノの価格が上がっていることで政府に対する不満がどうしても強くなり、選挙をやると現政権が負けてしまうということがヨーロッパ各地で多々起きています。特に、七月にはイタリアのドラギ首相が、九月にはイギリスのジョンソン首相が辞任し、イタリアとイギリスというヨーロッパの中では経済規模の大きい国で政治の混乱が起きました。この部分は非常に大きな不透明要因になっていますので、後ほど御紹介したいと思います。以上が本日のポイントです。

次にイギリスとＥＵの新型コロナ新規感染者数と行動制限措置の変化について確認しておきたい

と思います。新規感染者数のピークは二〇二二年初頭、いわゆる変異株（オミクロン株）が流行したころで、過去二年間に比べても突出しています。その後、アップダウンを繰り返しながら足元に至り、直近一〇月においては、ドイツやフランスを中心に少し増え始めています。

一方で、行動制限措置については、今年初めにオミクロン株の流行で感染者が非常に増えたにもかかわらず、一年間を通じて、各国政府の行動制限措置は緩和方向でした。感染者数のアップダウンがある中でも、行動制限措置は一貫して緩和されてきたということです。オックスフォード大学のデータで、行動制限措置を指数化したもの（一〇〇に近づくほど行動制限措置の内容が厳格）を見てみると、日本は直近三〇～四〇であるのに対し、ヨーロッパ各国は二〇以下ですので、この三年間で非常に緩和が進んでいると言えます。

そういう意味では、新たな変異株の出現等がリスクファクターであることは間違いありませんが、二〇二〇年、二〇二一年のときのように、コロナは経済減速のメインの要因ではなくなりつつあります。感染者が増えても、ある程度対応できるということで行動制限措置が緩和されてきています。

二、欧州経済の現状

ユーロ圏の実質ＧＤＰは、二〇二一年四－六月期と七－九月期に前期比プラス二％超の高い成長を示した後、十－十二月期が〇・五％、二〇二二年一－三月期が〇・六％、四－六月期が〇・八％と緩やかに成長しています。しかし、今年二月から九月に公表された専門家の見通しを時系列で見てみると、二月、すなわちウクライナ侵攻前の段

図表２

各機関による経済見通し　～　2022年だけでなく、2023年も下方修正へ

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	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	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〕　欧州委員会、ECB、IMF、BOE、OECD資料より大和総研作成

階では、前期比で一％を超える成長が見込まれていました。それが、ウクライナ侵攻が発生し長期化するに従ってどんどん下方修正され、直近のＥＣＢスタッフ予想（九月公表）では、向こう半年ないし九カ月はほぼゼロ成長というのが現在のコンセンサスになっています。

これは、各機関による見通しを一年間の数字でまとめたものです（図表２）。ここでは、三月、六月、九月に公表されたＥＣＢスタッフの見通しにフォーカスしてみたいと思います。

三月の段階では、まだウクライナの話を完全には織り込めていませんでした。それが六月の見通しでは、今年と来年いずれも下方修正されています。そして九月になると、二〇二二年に関しては二・八％から三・一％に上がっています。新しいデータがどんどん出てきますので、思ったほど大幅な悪化ではなかったというような形で見通しが

少し上方修正されました。一方、二〇二三年の見通しは〇・九％で、ＯＥＣＤとＩＭＦも一％を切る予想です。ＢＯＥ（イングランド銀行）の見通しはやや特異なのでここでは省きますが、基本的には下方修正で、来年はほぼゼロ成長ということを確認していただければと思います。

右側には、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要四カ国の経済見通しを並べています。中でもドイツとイタリアは、来年にかけてマイナス成長が見込まれるということで慎重な見通しになっています。そういう意味では、ドイツ経済が悪化してしまうと、ユーロ圏、ひいてはヨーロッパ全体の成長見通しについても慎重にならざるを得ないのではないかと思います。

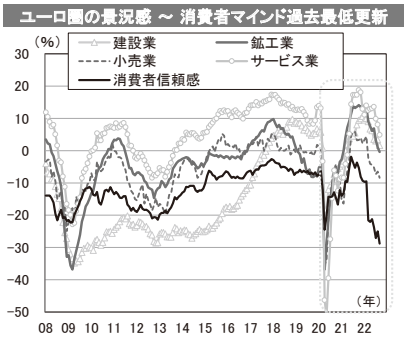
ここまでは簡単な見通しをお示ししましたが、ここからは、ヨーロッパ経済の現状について幾つかの指標で確認してみたいと思います。

まずは、企業が経済をどう見ているか、つまり企業の景況感です。製造業、サービス業ともに、二〇二二年に入ってから景況感は大きく落ち込み、特にウクライナ侵攻後の三～九月は大幅に低下しています。

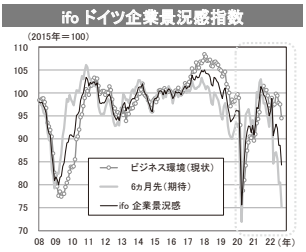
各国の変化幅（二〇二〇年二月と二〇二二年九月を比較）をプロットしたものを見ると、ドイツでは製造業の景況感はまだ大きく落ち込んでいないものの、サービス業、いわゆる消費関連の景況感がユーロ圏やほかの主要国に比べて大きく落ち込んでいます。今ドイツ経済においては、製造業の動向よりもサービス業の弱さがネックになっているということです。

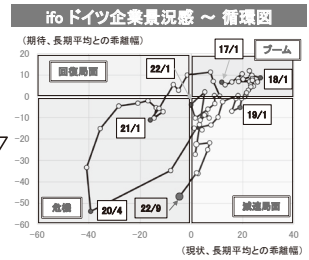
左のグラフはユーロ圏全体で見た景況感ですが、注目していただきたいのは消費者のマインドです（図表３）。ヨーロッパでは、リーマンショック以降、債務危機、コロナ危機と何度か危機を経

図表３



〔出所〕 欧州委員会、Haver Analytics資料より大和総研作成





【ifo経済研究所：直近9月分のコメント】
“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”

〔出所〕 ifo経済研究所、Haver Analytics資料より大和総研作成

験してきましたが、直近のウクライナ侵攻による消費者マインドの悪化幅が一番大きくなっています。企業景況感も落ち込んではいるものの、過去の危機時の落ち込み幅に比べると、まだそこまで落ち込んでいません。そういう意味では、企業よりも消費者のマインドのほうが大きく落ち込んでいる。これが足元の特徴です。

右の二つのグラフは、ｉｆｏ経済研究所が発表しているドイツだけにフォーカスした企業景況感で、上のグラフは、「ビジネス環境（現状）」と「六カ月先（期待）」で構成されています。現状は、コロナ禍で一番大きく落ち込んだところに比べるとそこまで落ち込んでいない一方で、先行きの見通しは、コロナ禍のボトムである二〇二〇年春先と同じレベルまで落ち込んでいます。つまり、現状認識よりも先行きに対する不透明感がネックになっているということです。

なぜコロナ禍の時とこれだけ違いがあるのか。ロンドン駐在中に私自身が経験したことで申し上げると、コロナ禍の二〇二〇年春というのは、在宅勤務が必須、労働者は工場に出社するべからず、商店は全部クローズという形で、一瞬にして全ての経済活動がストップしました。そのため、現状認識も期待感もあわせて落ち込んでしまったわけです。

しかし足元では、企業の生産活動や小売の活動は続いているため、現状認識はそこまで落ち込んでいない。それに対し、先行きに対する不透明感だけは過去にないレベルまで落ち込んでいるということで、現状認識と先行きが大きく乖離しています。したがって、期待感だけが落ち込んだままの状態が長期化すると、現状認識もそれに引きずられる形で落ち込んでいくことは避けられないのではないかと思います。

右下のグラフは、長期平均からの乖離幅で描かれる循環図です。ｉｆｏ経済研究所の直近九月分のコメントによれば、景気減速局面から危機局面、いわゆるリセッションに陥りつつあるということで、先ほど御紹介したようなマイナス成長が視野に入っているところです。

次に冒頭で申し上げたボトルネックの問題について見てみます。

ユーロ圏企業（製造業とサービス業）の生産活動の制限となる主要因を欧州委員会が各企業にアンケート調査した結果によると、製造業は材料・機器不足が一番のネックだと答えていますが、今年に入ってから少しスローダウンしています。その一つの理由として、ドイツの不足感が少し緩和されたことが影響しています。とはいえ、ドイツの製造業の七割の企業が問題だと答えていますので、過去のレベルに比べれば、依然として材料・

機器不足がボトルネックであることは間違いないわけですが、全体感からするとピークアウトしています。

一方で、製造業においても人手不足が急速に高まっています。特に顕著なのがドイツとフランスです。コロナ禍において、サービス業では人手不足がずっと言われていたわけですが、それに加えて、製造業においても人手不足がフォーカスされています。ビジネス活動をする上で、ヨーロッパ企業にとってはサプライサイドの問題がネックになりつつある状況です。

次は消費についてです。名目小売売上と実質小売売上の推移をみると、名目小売売上は伸び率が鈍化しつつも増えているのに対し、実質小売売上は落ち込んでいます。このギャップを生んでいるのがインフレ率で、物価の上昇によって消費者の実質購買力が下がっている。つまり、モノの値段が上がることによって、消費者としてはそこまで切り詰めているつもりはないけれども、手元で買えるモノの量が減ってしまっているということです。

また、実質小売売上と消費者信頼感の推移をみると、マインドの低下に連動する形で実質小売売上も前年比で下がっています。やはり消費者マインドの底打ち感が出てこないと、実質小売売上の反転はなかなか望めないのではないかと思います。

先日発表された一〇月の速報値によると、ずっと下がり続けていたところからほぼ横ばいということで、これは若干明るい材料です。マインドがある程度一巡したとすれば、来年にかけて個人消費はそれほど悲観的に見なくてもいいような気もしますが、現時点では、やはり高インフレが消費者マインドを押し下げてしまっていることに加え

て、金利の上昇もマイナスに効いている状況です。したがって、個人消費の動向についてはどうしても慎重に見ざるを得ないということかと思います。

ユーロ圏各国の消費者マインドの推移をみると、いずれの国も悪化していますが、注目していただきたいのはドイツです。リーマンショックを含めても過去最低レベルまで落ち込んでいます。そういう意味では、インフレと金利上昇、これが消費者マインドを見ていく上ではネックになっているのではないかと考えております。

三、ロシアのエネルギーを巡って

先ほど申し上げたとおり、消費者マインドの背景にはエネルギー価格や食品価格の動向がどうしてもありますので、ここからはロシアとヨーロッパの関係ということで見ていきたいと思います。

ロシアとヨーロッパは、エネルギーを媒介にして密な関係にありました。ロシアから見た場合、天然ガスの七五％、原油の半分、石炭の三〇％は欧州向けでした。逆に言うと、ロシアもそれだけ欧州に依存していたということです。非常に安価で、輸送コストがある程度安定していて、地理的にも近いところにエネルギーの供給国と消費国があるということで、友好的であればウィン・ウィンの関係だったわけです。特にメルケル政権以降のドイツは、そのメリットを享受していました。それが二〇二二年に入り、メリットがデメリットに変わりました。そうなると、影響が大きくなるのはやむを得ません。

ユーロ圏の対ロシア貿易の推移をみると、ウクライナの問題で二〇二二年にフォーカスしがちですが、ロシアとの貿易関係を見る上で、二〇一四

年のクリミア併合はどうしても無視できないポイントです。クリミア併合をきっかけにロシアとヨーロッパの関係が悪化したことでロシア向けの輸出が大きく落ち込み、それ以降、多少アップダウンはあるものの、ほぼ横ばいで、クリミア併合前の水準は抜けていません。特に二〇二二年に入ってからはロシアに対する制裁が発動されたため、ロシア向けの輸出は半減しているというのが現状です。

一方で、ロシアからの輸入額は、クリミア併合以降、一旦は減ったものの、二〇二〇年をボトムに増え続けています。これはひとえに、エネルギー価格の上昇で原油や天然ガスの輸入額が大幅に増えたことが原因です。ウクライナ侵攻以降、さまざまな制裁によって脱ロシアは進んでいますが、金額ベースでは高水準のままです。

二月以降にEUが決定したロシア（一部ベラルーシも含む）に対する経済制裁の内容を時系列にまとめると、二～三月には、個人・団体の資産凍結や渡航禁止、ロシア中銀の資産凍結など、金融市場における制裁がメインでした。それが四月以降、ロシアとヨーロッパの関係において密接なポイントであるエネルギーの部分にまで踏み込み始めました。先ほど、天然ガスの七五％、原油の半分、石炭の三〇％は欧州向けだったと申し上げましたが、四月には石炭、六月には石油の輸入禁止と、依存度が低いところからEUはロシアとの関係を切り始めたわけです。

ただ、即座に輸入禁止にしたわけではありません。四月八日に決定した石炭輸入禁止は四カ月間の猶予期間を置くということでしたので、実際の輸入禁止は夏場からようやく始まりました。また、六月三日に決定したロシア産石油の輸入禁止も年末から来年年初にかけて始めるということ

で、ロシアとの関係を考えると、影響が大き過ぎてすぐには切れない。ウクライナに対するサポートとして経済制裁は発動しているものの、歯切れが悪いといいますか、ロシアへの依存度が高かったがゆえの猶予期間と言えるのではないかと思います。

そのほか、さまざまな例外措置が加えられています。六月三日に石油の輸入禁止が決まりましたが、議論が始まったのは五月初めですから、一カ月にわたって議論したことになります。というのは、メンバー二七カ国、全会一致で賛成しなければいけないにもかかわらず、自国の都合を主張し、反対する国々があったからです。そのため、「なお、ハンガリー等の内陸国に配慮しパイプライン経由を禁輸対象から除外し、また、ブルガリアは二四年末まで海上輸送による輸入が、クロアチアは二三年末まで一部精製品の輸入が認められる」と書きましたが、幾つかの例外を認める形で何とか制裁をまとめたわけです。

冒頭で御紹介したように、ＥＵないしユーロ圏は国が多いゆえに、どうしても協議に時間がかかってしまい、細かい話をすればするほど反対する国が増えてしまうということが構造問題としてあるのではないかと考えております。マーケットからは早く決めるよう促されるわけですが、実際のところ、政治上の問題でなかなかすぐには決められないということが一つあります。

一方でロシア側がＥＵに対してどのような制裁を行ってきたかというと、例えば、航空機の未返却、製品や原材料の輸出禁止、さらには、ＥＵ全体ではありませんが、個々のメンバーに対するガスや石油の供給停止など、ＥＵの分断を狙って四月以降さまざまなことを行ってきました。

先ほど、ロシア産の石油輸入禁止が年末から来

年年初にかけて始まると申し上げましたが、石油のロシア依存度の推移を各国ごとに見てみると、バルト三国の一つであるリトアニアは、ウクライナ侵攻直後にロシアからの輸入をストップして今ではほぼゼロ％ですし、デンマークも同様です。このようにＥＵのメンバーの中にはロシア依存度をほぼゼロにしている国もある一方で、ハンガリー、スロバキアは石油輸入の八割近くを依然としてロシアに依存しています。この二国は例外規定が認められていますが、ハンガリーはむしろどんどん依存度を高めていますので、同じＥＵの中でもロシアへの対応が全く異なっていることがわかります。

これでは、エネルギーの輸入禁止という話をしても、なかなか一筋縄ではいきません。今までは石炭、石油といったどちらかというと関係が薄いところからスタートしましたが、次のポイントは天然ガスです。これに対してどういう取り組みをするかという話になりますので、さらにハードルは高くなるだろうと思います。

二〇二〇年のデータでは、天然ガスにおいて、特にドイツとイタリアのロシア依存度が高くなっています。しかし、この半年で両国はロシア依存度を減らしています。

石炭はドイツやポーランドなどＥＵ域内でとれますし、石油も中東や北アフリカから輸入できます。しかし、天然ガスに関しては、今までロシアからパイプラインで非常に安定的に供給を受けていたため、すぐには対応できません。今、ＬＮＧという形で調達ルートを一生懸命広げていますが、そう簡単にはいかず、対応に非常に苦慮しているところです。

ロシアからドイツへの天然ガス供給については、六月初めまでは「ノルドストリーム１」で順

調に輸入してきましたが、ロシア側の嫌がらせといいますか、定期点検や設備の修理など、いろいろな理由をつけて供給量が減らされ、六割減、半減、ゼロという形で今に至り、パイプラインを通じての輸入は完全にストップしてしまっている状況です。

一方で、冬場の暖房の燃料としてガスを当てにしているわけですが、ヨーロッパの国々は脱ロシアのために何をしてきたかというと、一つはロシア以外からの調達です。ただ、これはすぐに効果が出ないので、ガスの消費量を減らすよう各国国民に節約を呼びかけています。ガス貯蔵率の推移をみると、冬に備えて備蓄してきた結果、直近においてはＥＵ全体でも九割近くまで上がってきていますし、ドイツは当初の目標を前倒しする形で最終目標の九五％を達成しました。

したがって、この冬は乗り切れそうだというのがドイツのショルツ首相の言ですけれども、年末から来年の春先にかけては寒さが本格化するため、消費量が増え、貯蔵率はどんどん減っていきます。もしもこの冬が例年にない厳冬になってしまった場合、当然ながら貯蔵率は大幅に低下してしまうことが予想されます。

欧州中期気象予報センターの現時点での見通しによれば、この一〇月と一一月はむしろ暖かめということで、天然ガスの市場では価格下落の要因になっています。一方、中期予報では、一二月から一月にかけて寒波が来る可能性があると指摘されていますので、そのとおりになった場合、貯蔵率の減り方は厳しくなりますし、価格も上がりやすくなると思います。そういう意味では、まさに天候次第と言えます。

また、今年の冬は乗り切れそうでも、来年は厳しいという見方もあります。今年に関しては、六

月あたりまではロシアから天然ガスを輸入できていました。しかし、今の状況はほぼゼロで、これからストップするという話が本格化した場合、今一番厳しい見方では二割ぐらいがボトムというのがコンセンサスですが、今年の冬が厳しければ、来年の春先の貯蔵率は限りなくゼロに近づいてしまう。つまり、来年の春以降は発射台が非常に低いところから貯めていかなければならないということで、ヨーロッパの中では、今年よりもむしろ来年の冬のほうが、ガスの貯蔵率をここまで高められないのではないかという危機感があります。したがって、ポイントはやはり節ガスと調達の多角化です。

これは、今年の冬が過ぎたら終わる話ではありません。ロシアとの関係が現状のままだとすると、脱ロシアの動きは今後も続くと考えたほうがいいのではないかと思います。

ビジネスの面では、ドイツのシーメンスや、直近では日本のトヨタや日産など、多くの外国企業がロシアから撤退しました。しかし、イエール大学がまとめたデータでは、六月半ば以降、実はあまり変化がありません。今日のニュースで、ケンタッキーフライドチキンの事業展開がストップするといった個別の企業の話が一部出ていましたが、企業数で見るとほぼ横ばいです。撤退する企業はもう撤退し、撤退していない企業は撤退しないという形で、全体的に外国企業の動きには停滞感が見られるというのが直近の状況です。

これは国別に見た企業の対応です（図表4）。左側がロシアサイドから見た場合の非友好国、右側が友好国です。当然ながら、友好国は依然としてロシアで活動し、非友好国は活動停止・事業撤退の割合が高くなっています。ただ、非友好国のフランス、イタリア、スペイン、オーストリア

図表４

国別に見た企業の対応（構成比、％）

【非友好国】　【友好国】

	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	オランダ	オーストリア	フィンランド	スウェーデン	デンマーク	ポーランド	スイス	英国	米国	日本	トルコ	中国	インド	全体
事業撤退	20.5%	13.3%	5.1%	0.0%	23.8%	4.2%	45.7%	23.5%	25.9%	45.0%	25.9%	47.4%	27.7%	4.7%	0.0%	0.0%	9.5%	23.1%
事業一時停止	30.7%	28.0%	23.1%	57.1%	31.0%	8.3%	34.8%	61.8%	44.4%	37.5%	35.2%	42.1%	39.5%	53.1%	0.0%	9.8%	9.5%	36.0%
事業縮小	17.3%	6.7%	17.9%	9.5%	21.4%	8.3%	13.0%	14.7%	11.1%	7.5%	16.7%	3.2%	16.4%	7.8%	0.0%	2.0%	19.0%	12.4%
新規投資/開発 停止	15.0%	17.3%	20.5%	4.8%	14.3%	29.2%	6.5%	0.0%	18.5%	5.0%	13.0%	6.3%	10.0%	10.9%	0.0%	7.8%	4.8%	11.5%
従来通り事業継続	16.5%	34.7%	33.3%	28.6%	9.5%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	9.3%	1.1%	6.4%	23.4%	100%	80.4%	57.1%	17.1%
合計会社数	127	75	39	21	42	24	46	34	27	40	54	95	408	64	7	51	21	1387

①【事業撤退】　3社
②【事業一時停止】　34社
③【事業縮小】　5社
④【新規投資等停止】　7社
⑤【事業継続】　15社

（注）　図表の値は、2022年10月19日時点のデータで計算。
非友好国のうち合計会社数が20以上の国を抽出。
水色：EU加盟国、赤太文字：NATO加盟国。
〔出所〕　イェール大学経営大学院調査より大和総研作成

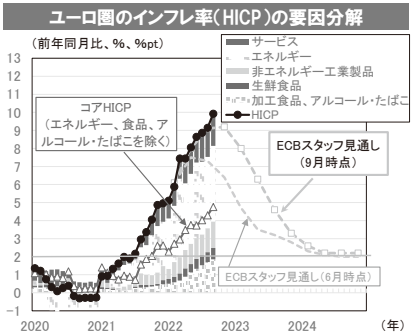
は、撤退している企業もある一方で、従来どおり事業を継続しているところが三〇～五〇％と相当数あります。同じ非友好国の中でも、制裁に積極的な国もあれば、そこまで踏み切れていない国もあるということで、活動にばらつきがあるわけですが、そこは企業の個別の事情もあるのだろうと思います。

全体では、事業撤退が二三％、従来どおり事業継続が一七％です。

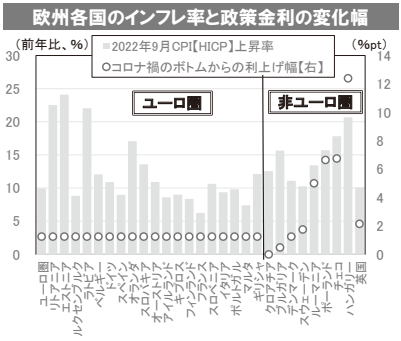
四、高インフレへの対応

直近のユーロ圏のインフレ率は九・九％です。その中でも特にエネルギー価格は大幅に上昇しており、前年比四〇・七％です。また、食品価格も一一・八％、賃金と非常に結びつきが強いと言われるサービス価格も四・三％ということで、過去

図表５



〔出所〕 Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics資料より大和総研作成



（注） 利上げ幅は直近とコロナ禍で最も低かった水準の差分。
〔出所〕 Eurostat、Haver Analytics資料より大和総研作成

にない水準まで上昇しています。今まではエネルギー価格の上昇がメインの理由でしたが、ほかの分野にまで裾野が広がる形で物価が上がっているというのが足元の状況です。

左のグラフはユーロ圏のインフレ率（ＨＩＣＰ）の要因分解ですが、コアＨＩＣＰ（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）も五％まで上がってきていますので、インフレ目標二％と言っている中ではかなりの物価高だと言えます（図表５）。

加えて、ＥＣＢスタッフの見通しを載せていますが、六月見通しをはるかに上回る形で七、八、九月と推移してきましたし、直近は九月見通しも上回っています。一二月にまたＥＣＢスタッフ見通しが出る予定ですが、現状からすると、もう一段、インフレ見通しを修正せざるを得ないのではないかと思います。

右のグラフは、欧州各国のインフレ率と政策金利の変化幅をあらわしたものです。先ほど全体では九・九％と申し上げましたが、バルト三国のリトアニア、エストニア、ラトビアは二〇％を超えていますし、オランダをはじめ一〇％を優に超えている国もあります。一方で、六・二％のフランスなど、インフレ目標二％は大きく上回っているものの、まだ二桁は超えていないところもあり、ユーロ圏の中でも国によってばらつきがあることがわかります。

今はインフレ目標二％を全ての国が超えているため、ＥＣＢとしては利上げという話になるわけですが、春先の段階ではまだ二％を超えていない国もありました。では、ＥＣＢはどこを基準に政策判断するのか。ユーロ圏はいろいろな事情を抱える国々で構成されているだけに統一行動はなかなか難しい。これが、ＥＣＢが政策をとりづらい一つの理由ではないかと私は考えております。

一時三〇〇ユーロを超えていた天然ガスは、昨日の段階で一〇〇ユーロ割れの水準にまで下がってきており、六月以来の低水準となっています。その理由としては、ＥＵが天然ガスの価格に対してコミットするという政策をとっていること、そして目先の気温が暖かいことも関係しているのではないかと思います。

天然ガスの価格自体は下がってきていますので、来年にかけてということで言えば、インフレ率は鈍化していくという話にはなるのですが、天然ガスの価格は今までが上がり過ぎでした。八月ないし九月までは前年比二〇〇％、三〇〇％増加、つまり前年に比べると三倍、四倍です。それがようやく今、一〇月のデータで見ると前年比五〇～六〇％まで下がってきたわけですが、やはりまだまだ高く、インフレ目標二％まで急激に下が

ることはなかなか見通せません。したがって、ＥＣＢは来年春にかけて利上げを続けていくというのがマーケットのコンセンサスではないかと思います。

次に欧州各国のエネルギー価格を見てみたいと思います。

電気料金とガス料金について、それぞれ二〇二一年九月と二〇二二年九月の変化率を見てみると、国ごとに非常にばらつきがあります。例えば、先ほどインフレ率が高い国として挙げたオランダは、ガス料金が前年比約二四〇％で三倍超、電気料金も約二〇〇％ということで非常に上がっています。一方で、マルタやハンガリーは全く上がっていません。なぜ国によってこれほどばらつきがあるのか。

電気料金に関しては、国ごとに電源構成が大きく異なるというのがその理由です。例えば、電気料金の上がり方が低いフランスは、原子力発電がメインのため、天然ガスや原油の価格上昇による影響が小さい。それに対して一〇〇％上がっているイタリアは、天然ガスによる発電がメインのため、天然ガスの価格が上がると電気料金も上がるわけです。

そしてもう一つ、国がエネルギー等の価格上昇に対してどういう形で関与しているかということもあります。税率の引き下げや割引、現金給付、価格補助など、さまざまな政策対応を行うことで消費者や企業が感じる痛みを緩和しているわけですが、これもやはり国によって対応に違いがあるため、ばらつきが生じているということです。

それがやや突出しているのがドイツです。いろいろな国が大なり小なり対策を打っていますが、ドイツでは、六月と九月初めに続き、九月末にも最大二〇〇〇億ユーロの対策（ガスへの賦課金導

入取りやめ・付加価値税引き下げ）を発表し、現在政策を取りまとめているところです。

ドイツがこれだけ巨額の対策を打てるのは、簡単に言うと財政に余裕があるからです。当然ながら、財政に余裕がない国にはこういった対応はできません。そのため、この二〇〇〇億ユーロの対策は内外に火種を抱えています。

ドイツ国内での火種は、連邦政府と州政府、どちらがより多く負担するかという対立です。連邦政府としては州政府に押しつけたい、州政府は全て連邦政府に持ってもらいたいということで、負担の割合の押しつけ合いをしている。

外の火種は、ドイツがこれだけ突出した政策を打つことによってEU加盟国の間に不均衡を生むという他の加盟国からの批判です。消費者や企業にとっては優しい政策ですので、国内では反対する人はあまりいませんが、EUの首脳会議などに持っていくと批判を受けてしまうということです。

EUからは離脱していますが、イギリスも同じような政策対応をしています。イギリスでは半年に一回、ガス電力市場監督局によって電気・ガス料金の上限が見直され、引き上げが行われてきました。そして今回、何事もなければ、一〇月以降は、これまでの年間二〇〇〇ポンドから約八〇％引き上げて年間三五四九ポンド（約五七万円）になると八月末に発表しました。これを受けて企業も家計も、「こんな負担増には耐えられない」と大騒ぎになったわけですが、政府はなかなか動けませんでした。

なぜなら、このときイギリスは、ジョンソン首相が七月初めに辞任を表明し、七月、八月は保守党の中で選挙戦をしていたからです。そのため、具体的な、アグレッシブな対応が先送りされてし

まいました。その後、九月に新しく首相に就任したトラス氏が発表したのは、一〇月から二年間、上限価格を二五〇〇ポンドで凍結するという案で、これは夏場の価格とほぼ変わらない水準です。八〇％という大幅増加に対して「どうするんだ」と慌てていた中では、非常に思い切った政策ということで、どちらかというと好意的に受け止められたのではないかと思います。

五、後手に回るＥＣＢ

ラガルド総裁は今年一月の段階まで、「二〇二二年は利上げをする可能性はかなり低い」と言っていました。しかしその後、データが出るたびに見通しを上回るインフレ率になったり、一時的だと思っていたインフレ率の上昇が予想に反して続いたことを受け、会合のたびに言うことが変わってきました。その端的な例が七月の利上げです。六月の段階では、次回七月に二五ベーシスの利上げをすると声明文に明記しましたが、実際は二五ではなく五〇ベーシスの利上げということで、前言を翻しました。

その後、九月に七五ベーシスの利上げを行ったので、二回で一二五ベーシス利上げしたというのが今の状況で、今後、数回（九月を含めて二回以上五回未満）の利上げが必要だと言っています。今週一〇月二七日にも利上げがされる見通しで、一時は一〇〇ベーシスという話もありましたが、七五ベーシスがマーケットのコンセンサスです。ただ今後、一二月、二月、三月、人によっては来年の年央までかけて利上げを継続していくのではないかということで、いわゆるターミナルレート、どこが最終着地点かというのはまだ少し幅がありますが、トータルで三〇〇ベーシス近い利上

げ幅になってしまうのではないかと考えているところです。

ここまでは、ＥＣＢに限らず、インフレ率が高いがために利上げをする、ないしは、今まで買ってきた資産を売却するという引き締め策をとる、こういったことによってインフレに対応するという話でしたが、もう一つ、ＥＣＢは難しい課題に直面しています。

春以降、イタリアとギリシャの一〇年債利回りとドイツ一〇年債利回りとのスプレッドが非常に拡大しています。つまり、同じＥＣＢが管轄している国でも、財政状況が脆弱な国と健全な国とでは長期金利の上昇ペースが全く異なるということです。ＥＣＢとしては、当然ながら短期金利を調整してきたわけですが、それ以外にも、長期金利の上昇ペースがあまりにも加盟国間でずれてきてしまったことに対して、このままでは不均衡が発生してしまうということで対応を迫られました。

そこで、ＰＥＰＰ（パンデミック緊急購入プログラム）再投資の柔軟な運用に加えて、ＴＰＩ（Transmission Protection Instrument 伝達保護措置）という新たな政策の導入を承認しました。ただ、これはあくまでも現時点ではブラックボックスで、詳細は明らかにしないほうが効果があるだろうということで、何かあった場合にはＥＣＢの判断で一～一〇年の国債を中心に買い入れるという緊急措置を設ける形で対応しています。しかし、イタリアのスプレッド自体はまだそれほど縮小していません。

六、金融政策と財政政策のバランス

イギリスでは政治の混乱がありました。

ロックダウン期間中、ジョンソン首相（当時）は国民に対して、出歩くな、二～三人単位で生活しろ、親兄弟とも会うなといった非常に厳しい制約を課していたにもかかわらず、自分たちは首相官邸でパーティーをしていたことが明らかになりました。アメリカのウォーターゲートになぞらえて「パーティーゲート」と呼ばれていますが、それを受けてジョンソン首相に対する支持率は大きく低下しました。その後も、別のスキャンダルの対応をめぐって信用を失い、閣僚・政府高官が大量辞任したことによって、七月初めにジョンソン首相は辞任を表明、約二カ月にわたって保守党党首選挙が行われました。

この選挙で勝ったのが当時のトラス外相で、そのとき彼女と争ったのが、今度新しく首相になるスナク元財務相です。トラス候補は、さまざまな減税策や経済対策を打つことによってイギリスをもう一回復活させると訴えたことが評価され、当選しました。一方のスナク候補は、もともと財務相でしたので、財政の規律を重視し、あくまでもインフレがおさまった後で減税などの財政政策を打つ、つまり段階を経て行うと主張しましたが、それは後ろ向きだということで保守党員から支持を受けませんでした。しかし、今度は彼が首相になるということで、一旦上がった金利が下がりました。

トラス政権（当時）の政策のうち、ガス・電気料金については、ほかの国々でもやっていたのでそれほど問題はありませんでした。しかし、九月二三日にトラス政権が発表した経済対策で問題視されたのは、所得税の最高税率を四五％から四〇％に引き下げる富裕層向けの減税です。また、法人税率の引き上げを凍結するということで非常に批判を受けました。加えて、財源の裏づけがな

かったことで金融市場に懸念が広がり、金利高騰、ポンド下落ということであっという間に信頼を失い、クワーテング財務相を解任したものの、それではおさまらず、一〇日二〇日に辞任を表明、一〇月二四日にスナク元財務相が新しく首相に就任しました。それにより、今度は大盤振る舞いはないだろうということで金利が大幅に低下したわけです。

ドタバタはありながらも、イギリスはこういう形で一段落しましたが、エネルギー危機に対し、イギリスに次いで財政支出をしてきたのがドイツです。ドイツは、さらに上乗せする形で先ほど申し上げた二〇〇〇億ユーロの支援策を考えており、これはほかの国々に比べると突出しているわけですが、とりあえずは新規借り入れで全て賄うということで先週法案が通り、債務ブレーキが外れる形になりました。直近ではドイツの金利が上昇していることからも、今後はドイツの動向が注目されます。

イタリアに関しても、先週末、極右政権が誕生しました。ある程度信任があったドラギ政権からの交代で、新たなメローニ政権がどういう政策を行うのか、まだはっきりしていませんが、極右政権でイタリア第一ということになりますので、財政拡張政策を実施することも考えられます。しかし、もともと財政が健全なドイツであれば別ですが、財政状況が脆弱なイタリアが拡張的な政策を実施した場合、マーケットから標的になる可能性があります。そのとき、どういう形で欧州委員会やＥＣＢが対応するのか。イギリスはユーロ圏から出た国ですから、放っておいてもよかったわけですが、イタリアが混乱した場合は、ヨーロッパとしても、大陸欧州としても放っておけない。したがって、ヨーロッパ経済を考える上で、そこは

一つリスキーな要因ではないかと考えているところです。

最後は駆け足になってしまいましたが、私の話は以上です。御清聴ありがとうございました。

（拍手）

○**増井理事長**　多岐にわたる動きについて、大変わかりやすく御説明してくださり、ありがとうございました。やはりウクライナの問題が大きな影響を与えているのだなという感じがしました。

それでは、せっかくの機会ですので、質疑応答に移りたいと思います。御意見、御質問等ございますでしょうか。

すぐには出ないようですので、私のほうから一つ御質問させていただきます。

ウクライナの問題は確かにいろんなところで影響があると思いますが、最近の中国経済は、この前のＧＤＰの速報値で見てもあまりよくない状況だと思います。ヨーロッパと中国経済の関係はどのように考えたらよろしいのでしょうか。

○**近藤**　メルケル首相（当時）は、少し急ぎ過ぎだったかもしれませんが、ＥＵ議長国の立場を生かし、懸案だった中国との関係を少しでも前に進めるべく、投資協定批准の方向に向けようとしました。しかし、ウイグルの人権問題が絡み、欧州議会で反対がありました。ウクライナの問題は今年に入ってから非常にフォーカスされるようになりましたが、ロシアのウクライナに対するプレッシャーは去年からあり、そのゴタゴタと並行する形で、中国との関係も決して良好な感じではなかったわけです。メインは人権問題ですけれども、その前から米中対立の余波もあり、国によっては、中国と距離を置いたほうがいいのではないかという動き自体はあったものの、脱ロシアのよ

うに、脱中国という話にまではなっていませんでした。

現時点では、ヨーロッパと中国の間にウイグル問題以外のところで何か火種があるわけではなく、貿易関係で見てみますと、コロナ禍でヨーロッパの輸出も悪化した中、非常に増えていたのが中国向けの輸出です。しかし、二〇二一年半ばに欧州議会が中国との投資協定の批准を凍結してしまったために、中国サイドからの輸出の手続が滞り、実体経済がそこである程度ストップしてしまいました。

脱中国という話にまではなっていませんが、ウイグルの人権問題をきっかけに関係が少し冷え込み、メルケル前首相を中心とした「仲よくしましょう」というところからは少しトーンダウンしている。これは間違いないのではないかと思います。

○質問者　今日のテーマからは少し外れるかもしれませんが、ロシアに対する制裁は、ロシア経済にどの程度のインパクトを与えているのでしょうか。特に金融の制裁、ＳＷＩＦＴからの追放はどういうインパクトを与えているのでしょうか。可能な範囲でお答えいただければと思います。

○近藤　先ほどＥＵが決定したロシアに対する制裁を御紹介しましたが、単純にロシアの経済成長率という点で申し上げると、ＩＭＦが出した直近の数字もそうですが、当初、二月、三月の段階で身構えていたほど落ち込んでいない。結局、小幅なマイナス成長にとどまるというのが今年から来年にかけての話ではないかと思います。

というのも、世界全体で二〇〇近い国がある中で、ロシアが非友好国として認定しているのは約五〇カ国です。特にインドや中国に関しては、ロシアはヨーロッパとは違う輸出ルートということ

で期待していますし、インドネシアをはじめアジア圏にも安い値段で輸出したいということで、経済的な結びつきが依然として残っている。これが一つの理由ではないかと思います。

また、ロシア中央銀行は大幅な利上げを実施しましたが、その後インフレ率もおさまったため、むしろウクライナ侵攻前より低いところまで利下げしています。

このように現在ロシア経済はある程度回っているわけですが、ＩＭＦが出した五年間の中期見通しでは、今年と来年はマイナス成長、二〇二四年以降はプラス成長に戻るものの、経済規模で言うと、二〇二七年になってもウクライナ侵攻前の二〇二一年を上回れないという見通しです。したがって、ロシアが被った影響は、短期的にはそこまでひどくなかったという評価かもしれませんが、中期的に見た場合には、ヨーロッパをはじめ他の先進国との関係が崩れたことによって、半導体等、先進的な技術や部品が入ってこなくなった影響は大きく、ロシア経済の潜在成長力という点ではネガティブな要素ではないかと思います。

そういう意味では、危機的な状況下でも、中国やインドといった国々と関係を強化することでやりくりすることができるため、完全に息の根をとめられる話ではなくなっていますが、中期的な成長力は確実に失われているというのが現状の評価ではないかと思います。

○増井理事長　そのほかに御質問ございますでしょうか。――ちょうど時間になりましたので、このあたりで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

今日は、ヨーロッパ経済全体の展望を大変わかりやすく御説明いただきました。近藤様、ありがとうございました。（拍手）

（こんどう　ともや・大和総研経済調査部・シニアエコノミスト）

（本稿は、令和四年一〇月二五日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

近　藤　智　也　氏

略　　歴

大和総研経済調査部　担当部長、シニアエコノミスト

研究・専門分野は欧米経済、日本経済。

1996年一橋大学経済学部卒業後、大和総研入社。日本経済担当・経済構造分析担当を経て、2001年より米国経済担当。2009～2012年ニューヨークリサーチセンター長。2012年経済調査部、2017～2019年日本経済調査課長。2020～2021年ロンドンリサーチセンター長。2021年より現職。