分析レポート

欧州経済金融

ウクライナ紛争の長期化とユーロ圏経済

～過去の戦時経済との対比で見た特徴と今後の展開～

山口　勝義

要旨

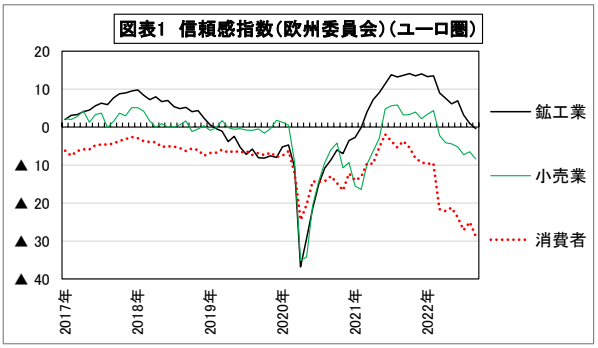
現在のユーロ圏経済はインフレ高進と財政悪化の点で、また中央銀行への期待の点でも戦時経済との類似点がある。これらは紛争の長期化などでさらに進行が予想されるほか、債務危機や金融危機のリスクの拡大にも今後は目を配る必要性が増すものとみられる。

はじめに

2 月 24 日のロシアによるウクライナ侵攻開始から、8 ヶ月が経過した。この間、両国に隣接しこれまで貿易などを通じて経済関係が緊密であった欧州で、なかでもこの紛争による影響が拡大している。

欧州では、まずエネルギーや食料の価格の高騰で「生活費危機」の性格が強まり、家計消費に下押し圧力が掛かっている。欧州委員会による調査では、ユーロ圏の消費者信頼感指数はコロナ危機時を下回る水準にまで落ち込み、これに呼応する形で小売業の信頼感指数もマイナス圏に沈んでいる（図表 1）[注 1]。

しかしエネルギーの供給をロシアに大きく依存してきたユーロ圏にとっては、冬場の需要期を迎え、何よりもエネルギー不足とその影響の拡大が懸念されることになる。既にロシアは天然ガスの供給を削減し、欧州に揺さぶりを掛けている。例えば 9 月 2 日には補修を理由に一時停止していたノルドストリーム経由の天然ガスの供給再開を当面延期するとし、続けて 5 日には、その全面再開は西側諸国が対ロシア制裁を解除するまで行わないとした。これはエネルギー価格の上昇によるインフレ圧力の高まりの段階から、それに加えて必要なエネルギー量が確保できない段階への状況の困難化であり、「生活費危機」から「エネルギー危機」への、消費低迷からさらに生産縮小を含んだ状態への問題の拡大である。こうして足元では、小売業に続き鉱工業でも信頼感指数の急速な低下が現れている。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

この紛争の勃発以来、欧州連合（EU）はウクライナへの支援対応やロシアに対する経済制裁により、紛争と密接な関わりを維持してきている。この点からすれば、ユーロ圏経済はその一部に戦時経済に近い性格を帯びていると言うことができる。そして紛争には終結に向けた兆しは見られず長期化の様相が生じていることから、今後ともこの性格が強まることが予想される。こうしたなか、ユーロ圏経済は過去に経験した戦時経済との対比で既にどのような特徴があり、また今後、どのような展開を見込む必要があるのだろうか。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

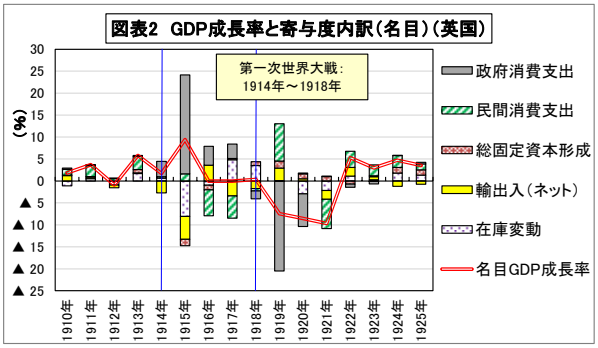
戦時経済との対比で見た経済の特徴

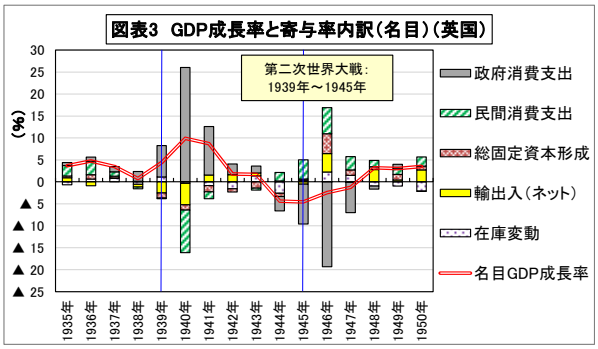
第一次・第二次世界大戦前後にまで遡る入手可能なデータは限られるため、ここではイングランド銀行（BOE）の長期データを使用し、英国を例にとることで、戦時経済の特徴を点検することとしたい。

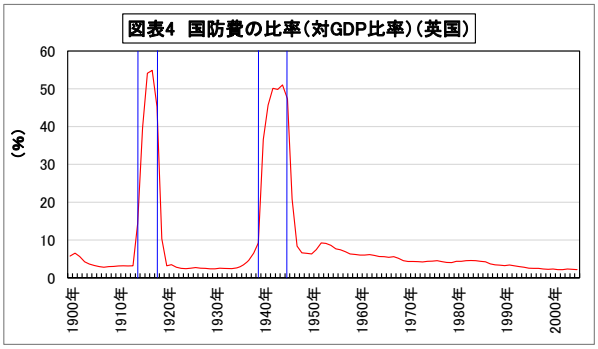
まず、この両大戦に共通する全体的な経済情勢としては、次の点を指摘することができる。戦中には、民間の消費や投資は縮小する一方で、国防費を中心とした政府支出が大幅に拡大することにより、特に開戦直後には経済成長が押し上げられた事実がある。しかし、その後は政府支出の伸びの鈍化とともに成長は頭打ちとなったことが確認できるほか、戦争終結後には民間の消費や投資の急速な回復以上に政府支出が縮小することで、経済成長はしばらくの間、低迷を続けたことを見て取ることができる（図表 2、3、4）。

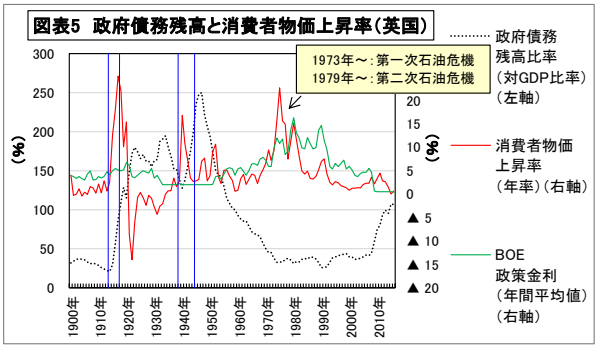
こうした中で特徴的な動向としては、まず政府支出の増加に伴う政府債務残高の急拡大がある。また同時に、戦中・戦後には消費者物価の大幅な上昇が生じているが、その一方で、BOE の政策金利は低い水準に留め置かれている点が注目される（図表 5）。この特異さはその後の石油危機時との対比でも明らかであるが、英国などでは国債費の抑制などを目的として、戦中・戦後に金利水準を低位に留める「金融抑圧（Financial Repression）」策が採用されたとされており、これもその一環としての政策ではないかと考えられる。

以上を踏まえ、特に注意が必要なのは次の事項である。第一にインフレの高進であり、供給制約を背景とした現在の物価上昇には戦時と共通した性格がある点である。第二は政府債務残高の急拡大であるが、この点も家計や企業、またウクライナへの支援が続く下で、現在、各国は類似の状況に置かれていることになる。そして第三は、BOE による低金利政策である。各国で財政の悪化が進行するにつれ、現在でも同様に、国債買い入れ策などを通じて欧州中央銀行（ECB）には一層の機能発揮が求められる可能性がある[注 2]。









（資料）それぞれ、BOE のデータから農中総研作成

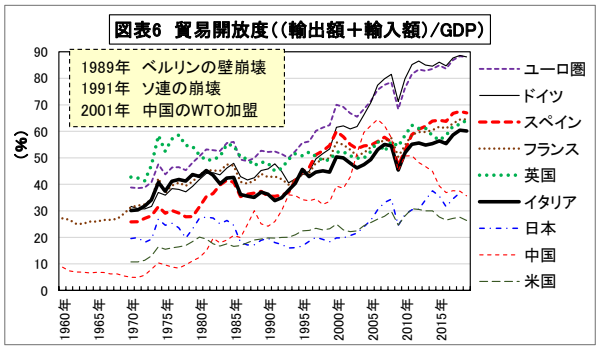
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

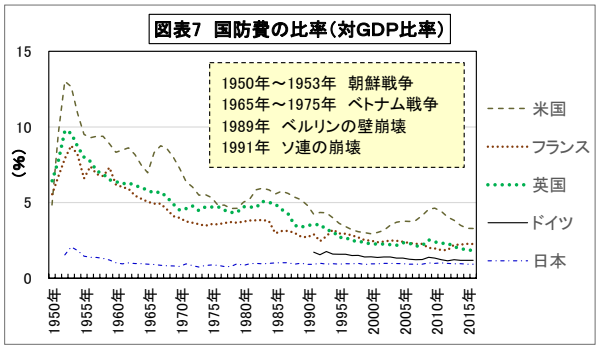
今後のユーロ圏経済の展開

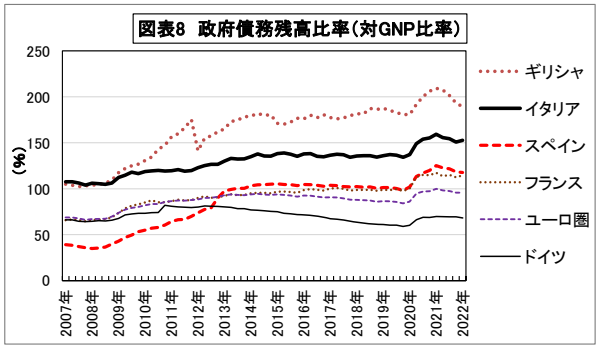
このように現在のユーロ圏経済はインフレの進行や政府債務残高の拡大という点で、戦時経済と類似の特徴を有している。また、各国で財政の悪化が進行するに伴い、中央銀行への期待が強まる可能性がある点も共通していることになる。

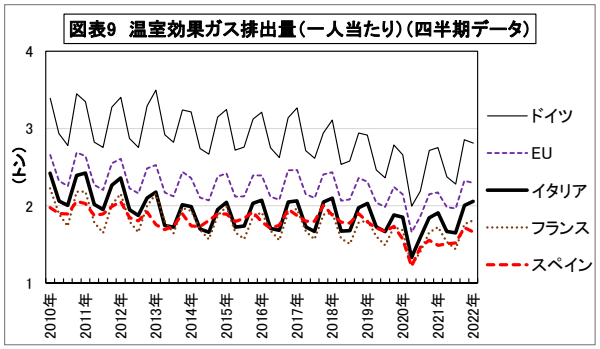
このうちインフレの進行については、エネルギーなどの供給側の制約を主要因として、今後とも物価上昇圧力の継続が予想される。また中期的には、今回の紛争を機にこれまでの世界経済のグローバル化の流れが反転し、コスト増を通じてインフレ傾向が長く定着化する可能性がある（図表 6）。一方、政府債務については、紛争の長期化に従い家計などへの支援は累積し、財政悪化が進行することが予想される(注3)。加えて、近年、世界の主要国では国防費が漸減するなど、いわゆる「平和の配当」を享受してきたが、今後はこれが反転することで政府債務のさらなる拡大を招く可能性がある点も考慮に入れる必要がある（図表 7）。その際、既にコロナ危機下で財政悪化が進んでいることもあり、高債務国の債務の持続可能性を巡り市場が神経質な動きを強め、ECB の機能発揮が求められる局面が生じる可能性は小さくないものと考えられる（図表 8）。

以上が戦時経済との対比を踏まえて見込まれる今後のユーロ圏経済の動向であるが、この他にも次の動きを挙げることができる。まず金融引き締めの結果、スタグフレーションに陥る可能性が大きい点がある。次にエネルギー不足に対しては、再生可能エネルギーによる自給体制の構築には時間を要することから、石炭などの化石燃料への再依存が不可避となることが想定される。この場合には、いずれ廃棄が見込まれる設備への投資が企業の負荷となり、また気候変動対策自体にも相当の遅延が生じる恐れがある（図表 9）。加えてドイツなどでは、高水準のエネルギーコストを理由に企業が撤退し、製造業の空洞化が進行することも懸念される。









（資料）図表 6 は OECD の、図表 7 は Our World in Data の、図表 8、9 は Eurostat の、各データから農中総研作成

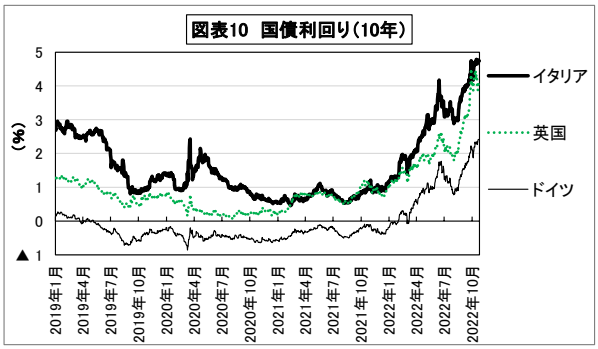
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

国債市場の不安定化については、英国が先導する形となっている。英国では9月23日に当時のトラス政権が発表した財源の手当てを欠く大規模な減税策を受け、国債利回りは急上昇した（図表10）。BOEは影響の拡大を回避すべく、28日には、22日に発表した量的金融緩和策で買い入れた債券の売却開始を先送りし、逆に国債買い入れに踏み切る対応を決めた。

このように財政悪化のリスクに対して、市場は既に神経質な動きを強めている。また、中央銀行がインフレ抑制の使命を中断し財政寄りの政策を強いられた現実に直面し、今後は金融引き締め策の効果や財政ファイナンスを巡る議論なども浮上する可能性が大きいものとみられる。

一方で、潜在的なリスクは国債市場に限られるわけではない。長期金利は着実に上昇しており、企業のバランスシートの悪化が懸念されている。金融緩和期に上昇した不動産価格などの、大幅な調整



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

も考えられる。こうして、金融機関の資産の質や収益性を巡る環境の困難化が、急速に進む可能性がある。現時点では「スタグフレーションの先の債務危機や金融危機」はテール・リスクでしかないものの、現実味を強めることにもなりかねない。

以上のように、ユーロ圏経済はインフレ高進と財政悪化の点で、また中央銀行への期待の点でも戦時との類似点がある。これらは紛争の長期化などでさらに進行が予想されるほか、債務危機や金融危機のリスクの拡大にも今後は目を配る必要性が増すものとみられる。（22.10.24現在）

（注1）欧州委員会による「信頼感指数」は、それぞれのセクターについて、各質問事項に対する肯定的（楽観的）な回答の割合（%）から否定的（悲観的）な回答の割合（%）を差し引いた値を平均したものである。

（注2）規制金利の時代である戦中・戦後とは政策を巡る環境は大きく異なるが、市場の不安定化に対し、ECBが国債買い入れ策により金利水準の高騰を抑制する対応が考えられる。この点では、ECBは7月に政策金利の引き上げを決定すると同時に、一部のユーロ圏加盟国の国債利回りの上昇による市場の分断化を防止し域内での政策効果の浸透を容易にすることを目的として、新たな債券買い入れ策の導入を承認した。この「伝達保護措置」（TPI＝Transmission Protection Instrument）」の発動は、当該国が健全な経済や財政を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。なお、ECBはTPIとは別に2012年に導入した国債買い入れプログラムであるOMT（Outright Monetary Transactions）を有している。OMTの発動は、当該国が欧州安定メカニズム（ESM）による支援を受け、その下で経済の構造改革や財政健全化などの支援条件を遵守していることが条件となる。

（注3）Bruegelのデータでは、2021年9月～2022年9月の期間中に家計や企業に対する政府支援として、EUの多くの国で、2021年のGDP対比で2～3%に上る規模の対策を行った実績が示されている（ただし4%台の国もあれば、0.5%に満たない国もある）。このデータは、次による。

・ Bruegel（21 Sept. 2022）“National policies to shield consumers from rising energy prices”

なお、ドイツは既存の1,000億ユーロ規模（GDPの2.8%）の支援策に加える形で、9月29日に2,000億ユーロ規模の支援策を発表したが、この総額でGDPの8.4%に上る支援策は突出した規模であることから、財政余力の潤沢な国にしかできない対応であり、EU内の公平な競争条件の確保の原則に反するものとして、イタリアやフランス、ハンガリーなどから反発の声が上がっている。また、この大規模な支援策によりドイツで価格が低く抑えられることでエネルギー需要が高まり、他国でエネルギー価格の上昇を招く恐れや、これを防ぐため各国で支援策の拡大競争が生じ、財政規律が軽視される恐れなどが指摘されている。このほか、各国間で物価上昇率の格差が拡大し、ECBの政策の難易度が増す懸念もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます