

インフレ再来でも粘り腰の欧州経済 ～財政拡張や先端分野での投資が下支えに～

みずほ総合研究所
調査部

2026年8月10日

みずほ銀行

ともに挑む。ともに実る。



ポイント①

エネルギー高の再来が景気を幾分下押し(P3～5)

- 財政拡張への期待で改善していた景況感は、中東情勢の緊迫化で再び悪化。**交易損失の発生が2026年の成長率を幾分下押しも、2022年のウクライナ侵攻時に比べれば影響は限定的**
- ただし、エネルギー価格上昇の影響は各国でばらつき。エネルギー多消費産業を抱える国々では、追加的なコスト増が一段の景気下押し要因に

ポイント②

官民双方での投資拡大や代替需要が悪影響を緩和(P6～8)

- 防衛・インフラを対象とした財政拡張や、データセンター投資の活発化等、**官民双方の投資拡大がエネルギー高の悪影響を緩和**。こうした有望業種や先端分野では生産能力増強が進展
- また、足元では、アジアの生産減を受けた化学セクターでの代替需要取り込みも、景気のプラス材料に

ポイント③

ECBはインフレ期待上昇を警戒し、慎重に利上げ(P9～11)

- 2022年とは異なり景気過熱によるインフレ圧力は限定的。**一方、インフレ期待の上昇による高インフレ定着の懸念は払しょくしきれず**
- **ECBは2026年内にあと1回の利上げを実施**し、高インフレ定着のリスクに対処。2027年にはインフレの落ち着きを背景に、利下げに転じると予想。政策金利は中東情勢緊迫化前の水準に回帰

エネルギー高再来で想起される2022年。需給ひっ迫によるインフレ圧力は当時と比べて限定的

		2022年(ウクライナ侵攻)	2026年(中東情勢緊迫化)
直前の環境	需要	コロナ禍に対応するための大規模な支援	防衛・インフラ向け財政拡張、データセンター等の投資増
	供給	コロナ後の回復に伴う物資・労働力の不足	深刻な供給制約はみられず
エネルギーショック		欧州市場のガス在庫が不足、価格も大幅に上昇	供給量は概ね維持、価格上昇も22年より抑制的
物価 金融政策	需給バランス	極端なひっ迫 ↓ 高インフレの長期化	ひっ迫感は限定的 ↓ インフレ加速は一時的
	金融政策	大幅な利上げ	慎重な利上げ

(出所) みずほ総合研究所調査部作成

中東情勢緊迫化が、財政拡張による成長期待の高まりに冷や水

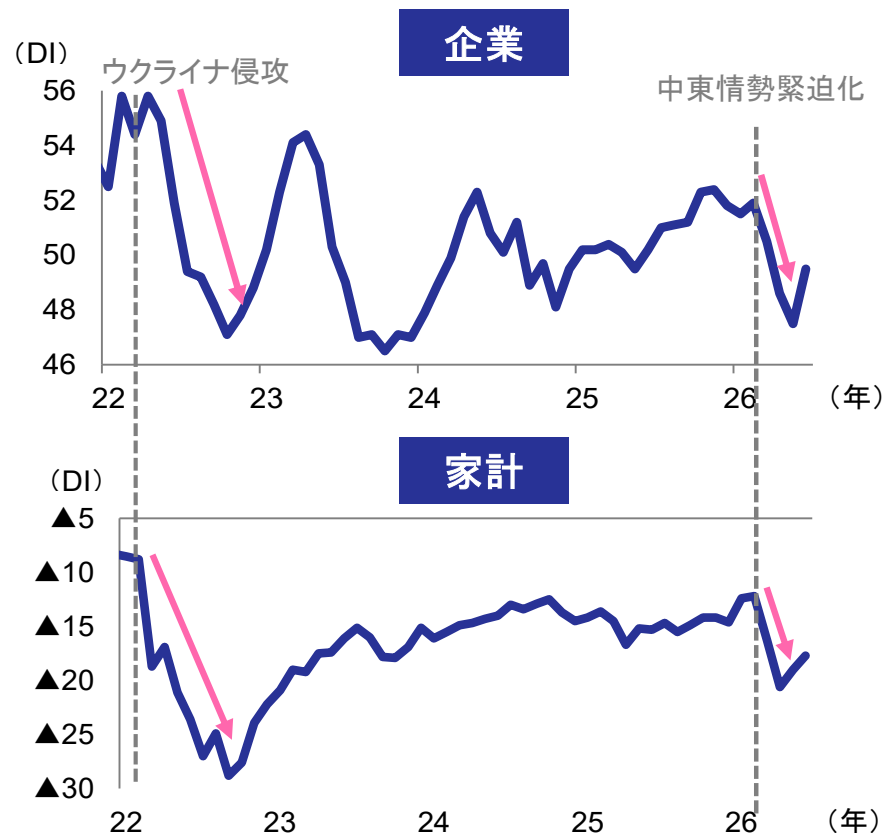
■ 財政拡張への期待から持ち直していた景況感指数は中東情勢緊迫化を境に再び軟化

— 経済見通しの悪化を主因として消費者マインドが急落。需要の減少を見込んだサービス業を中心に、企業景況感も大幅に低下。6月の停戦合意を受け両者下げ止まるも依然低水準であり、財政拡張による景気浮揚期待に水を差された格好

■ 2026年はエネルギー価格上昇に伴う交易損失が景気を幾分下押し

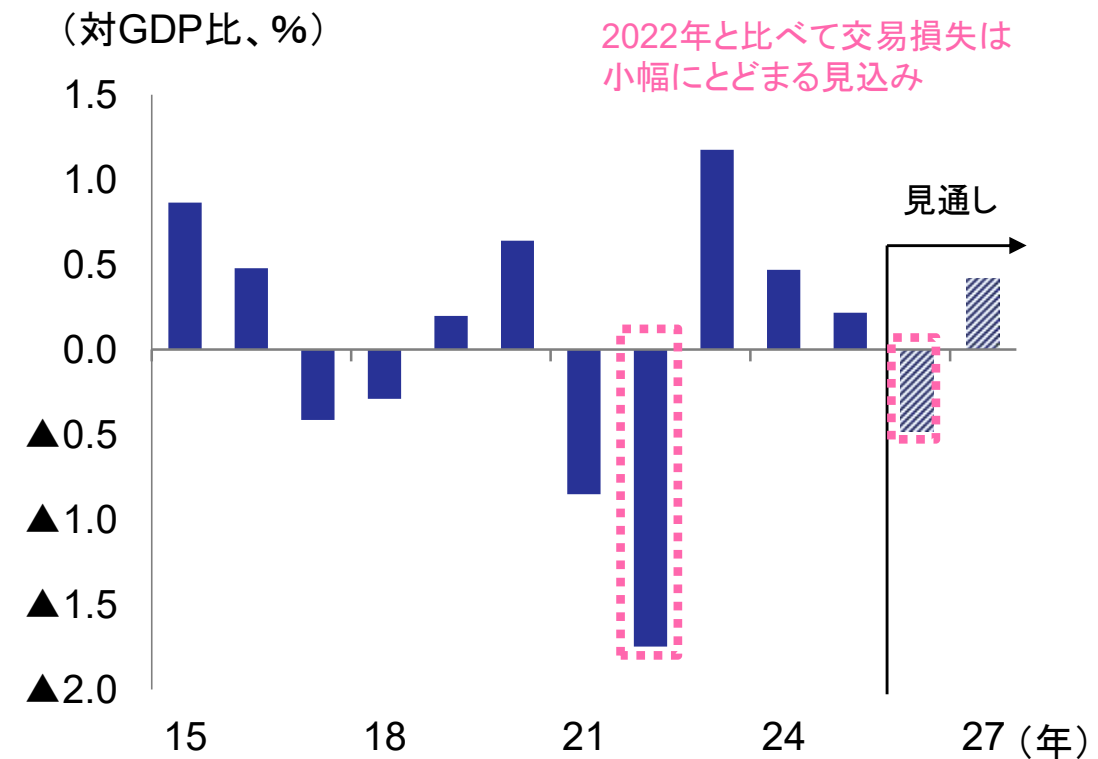
— 限界投資性向・限界消費性向を加味すれば、交易条件悪化が2026年GDPを約▲0.3%Pt押し下げる公算だが、ウクライナ侵攻時(2022年)と比べれば影響は限定的。2027年はエネルギー高が一服し、交易利得はプラス転化する見込み

ユーロ圏: 企業と家計の景況感



(出所) S&P Global、欧州委員会よりみずほ総合研究所調査部作成

ユーロ圏: 交易利得・損失



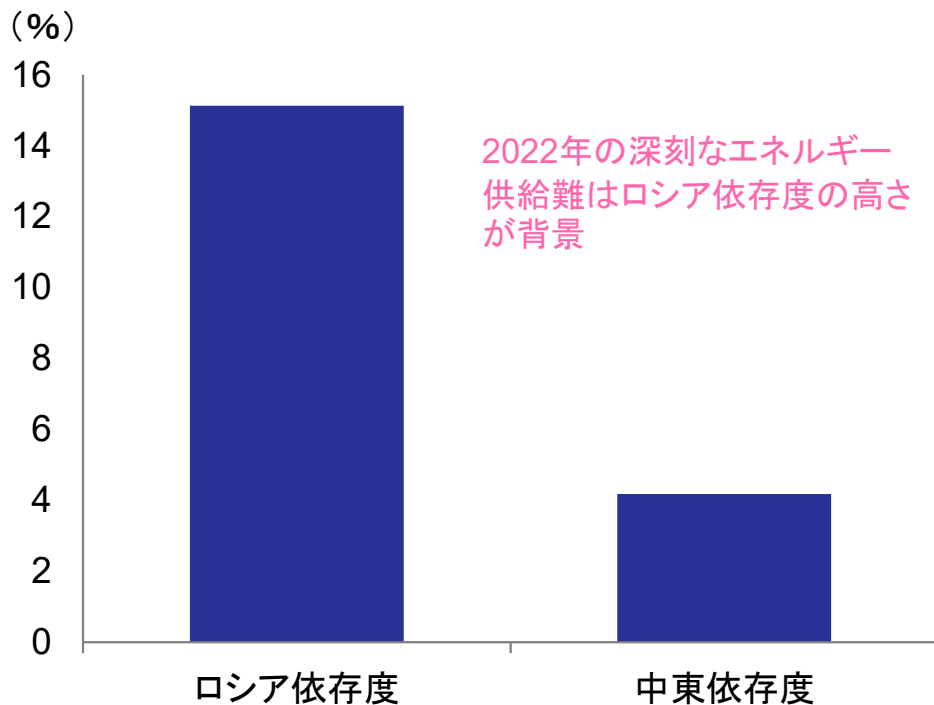
(注) 交易損失・利得前年差のGDP比。見通しはみずほ総合研究所調査部による試算

(出所) Eurostat、LSEGよりみずほ総合研究所調査部作成

深刻な供給不足は回避も、エネルギー高が欧州景気を下押し

- 戦争当事国への原油・天然ガス依存度はウクライナ侵攻時と比べて低く、数量面で深刻な供給不足に陥る可能性は限定的
- ただし、**エネルギーの外部依存体質は変わらず、価格上昇を通じたインフレ圧力は避けられず**
 - ウクライナ侵攻以降、ロシアへの依存は天然ガスを中心に低下し、米国などへ調達先を多様化
 - 他方、エネルギー調達の6割超を海外に依存する構造は変わらず、国際エネルギー市況の変動が域内物価に波及しやすい状況

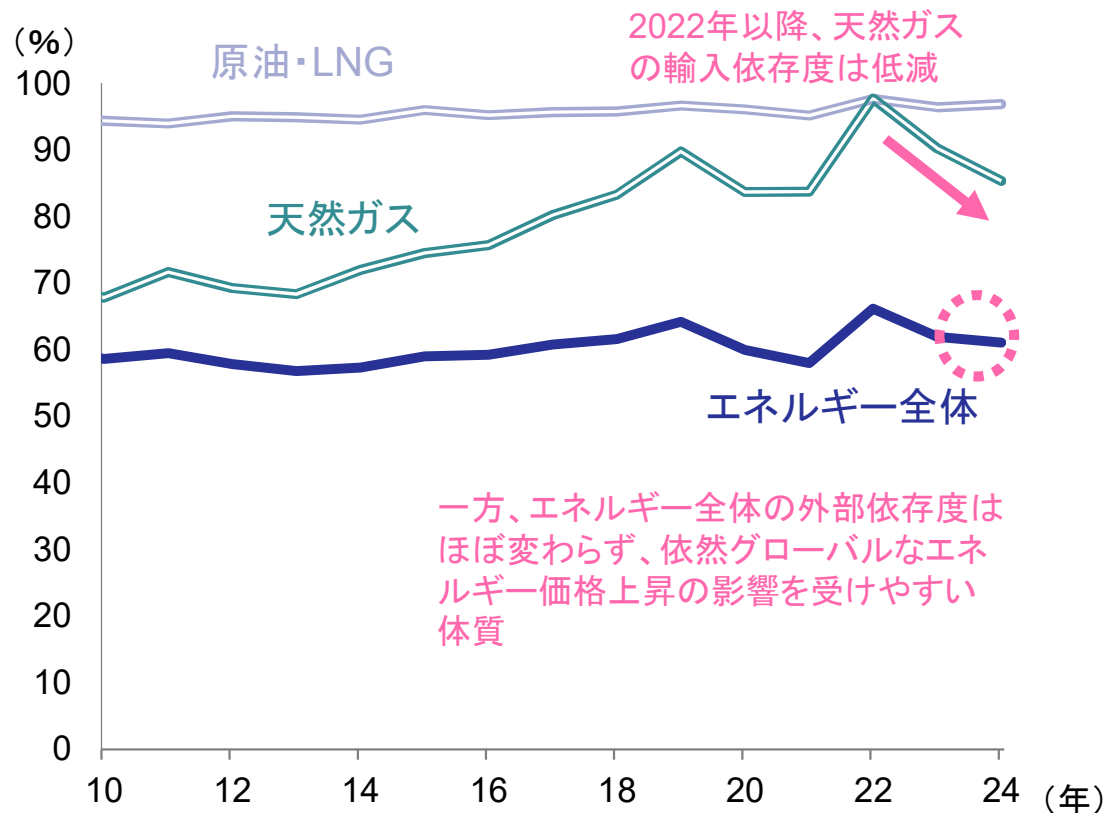
EU: 戦争当事国への原油・天然ガス依存度



(注) エネルギー供給に対する各国・地域への依存度。中東はGCC諸国(サウジアラビア、UAE、カタール、クウェート、オマーン、バーレーン)。ロシア依存度は2021年時点、中東依存度は2024年時点の値

(出所) 欧州委員会、UN Comtrade、Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

EU: エネルギー輸入依存度

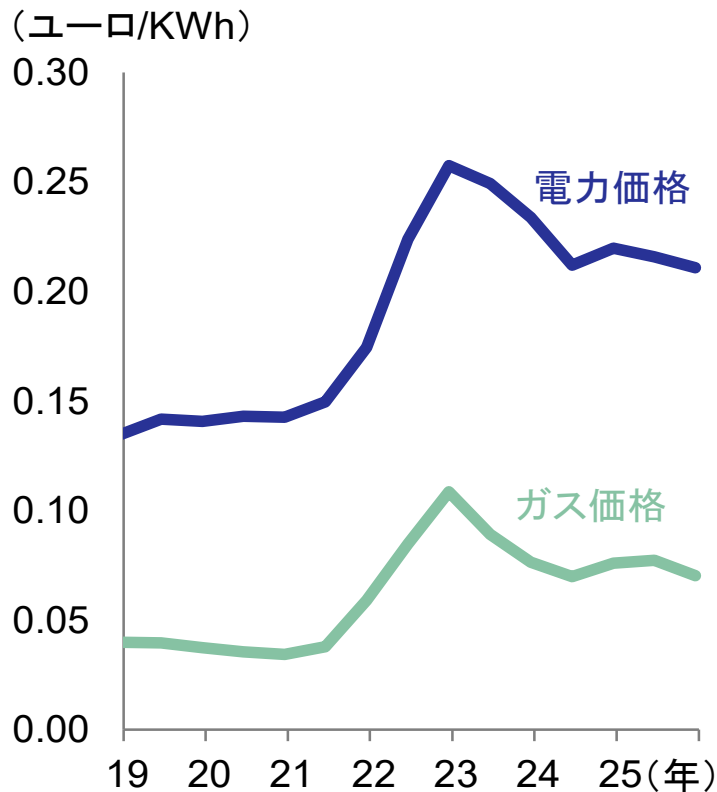


(出所) 欧州委員会より、みずほ総合研究所調査部作成

特に2022年の傷跡が残る国にとって中東情勢緊迫化は弱り目にたたり目

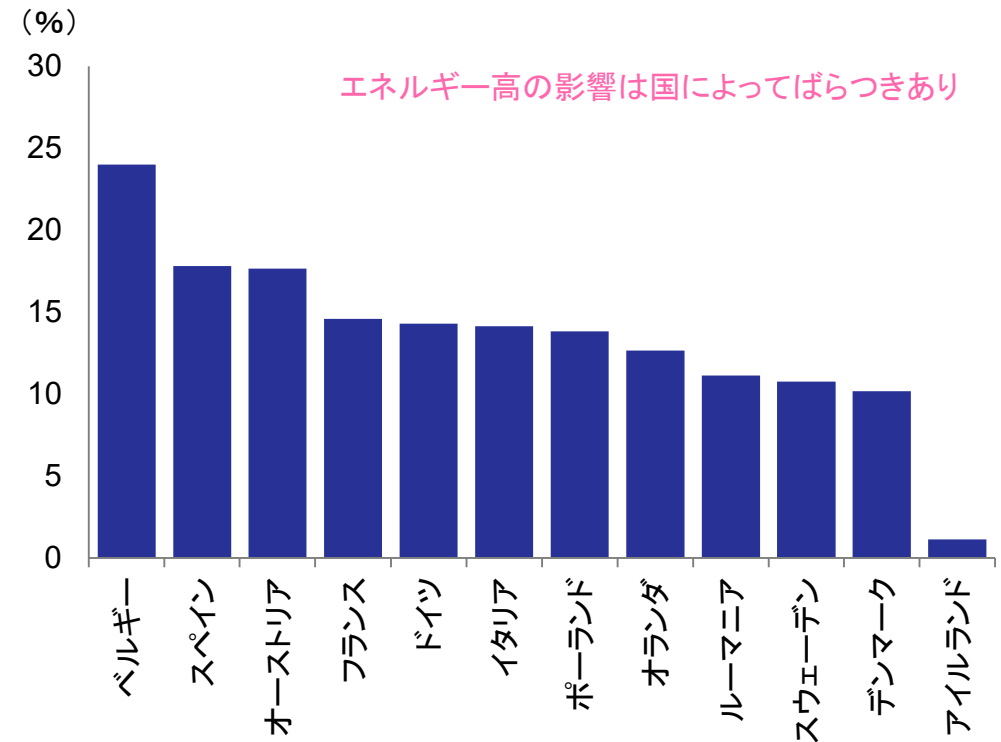
- ウクライナ侵攻後に急騰した欧州の電力・ガス価格はピーク時から低下したものの、侵攻前を上回る水準で高止まり。**企業は依然として高いエネルギーコストに直面**
- エネルギー価格上昇の影響は各国でばらつき。産業構造の違いが明暗を左右
 - ウクライナ侵攻による影響がなお残るなか、ベルギーやオーストリアなどエネルギー多消費産業の比率が高い国では、**追加的なコスト増が一段の景気下押し要因に**

EU: 産業用電力・ガス価格



(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

EU: 製造業に占めるエネルギー多消費業種の割合

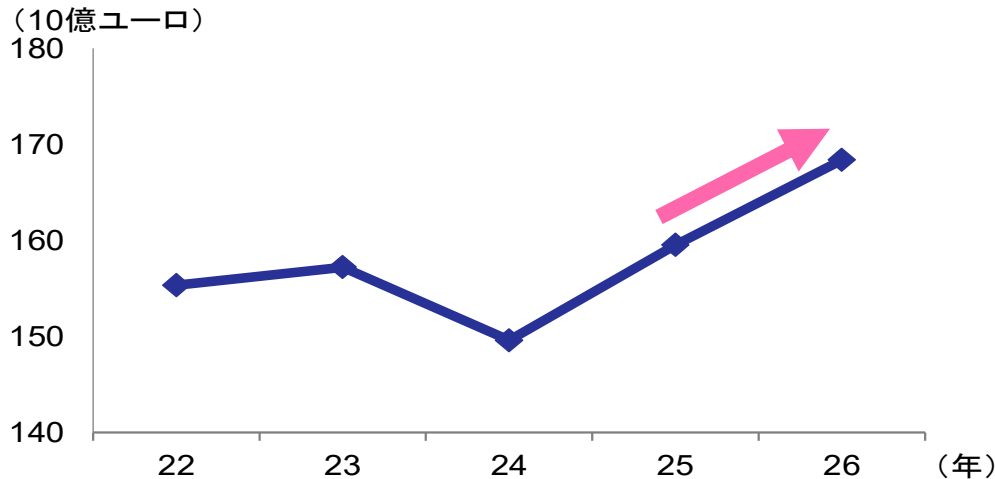


(注) 製造業の付加価値額に占めるエネルギー多消費業種(化学、紙・パルプ、鉄鋼・非鉄、窯業・土石)の付加価値額の割合。総付加価値額上位12カ国を抜粋
(出所) ADBより、みずほ総合研究所調査部作成

官民双方の投資拡大の動きがエネルギーショックの悪影響を緩和

- インフラ・防衛関連をターゲットとした財政拡張がエネルギーショックの悪影響を緩和し、**大幅な景気減速は回避へ**
 - 2026年のドイツ連邦予算(特別基金を除くベース)は前年比+6.3%の拡大。4月までの連邦政府支出実績をみると、防衛費は前年比+31.2%増額。予算執行は順調に進捗している模様
- 加えて、**グローバルなAI需要の高まりも民間投資を後押し**
 - データセンターの空室率は過去最低水準にあり、容量拡大に向けた投資は今後一層増加していく見通し

ドイツ: 連邦政府支出(1~4月)実績

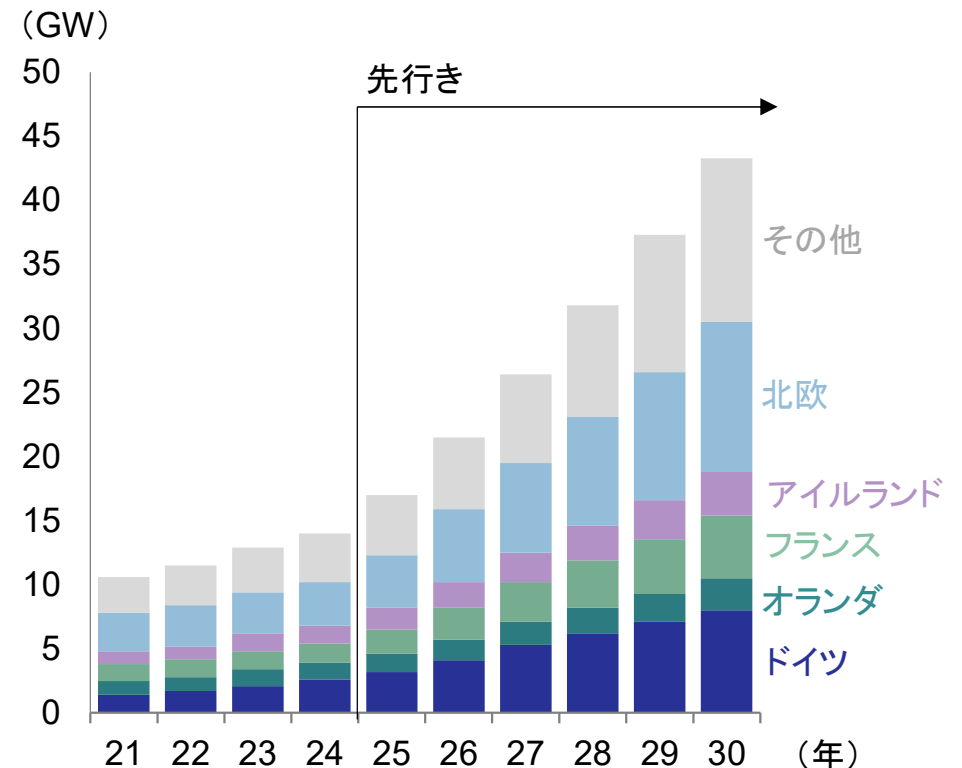


	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
年間支出額 (10億ユーロ)	480.7	457.1	465.7	493.3	524.5
進捗率(～4月)	32.3%	34.4%	32.1%	32.3%	32.1%

(注)進捗率: 2022年～2025年は年間支出額実績に占める1月～4月支出額の割合、
2026年は年間支出額目標に占める同期間の支出額の割合

(出所) 独連邦財務省より、みずほ総合研究所調査部作成

欧州のデータセンター容量



(出所) CILより、みずほ総合研究所調査部作成

一部業種では新たな需要を見越した能力増強投資が進展。当面の景気を下支え

■ 防衛・インフラ関連や先端分野等の新たな需要が生産を下支え

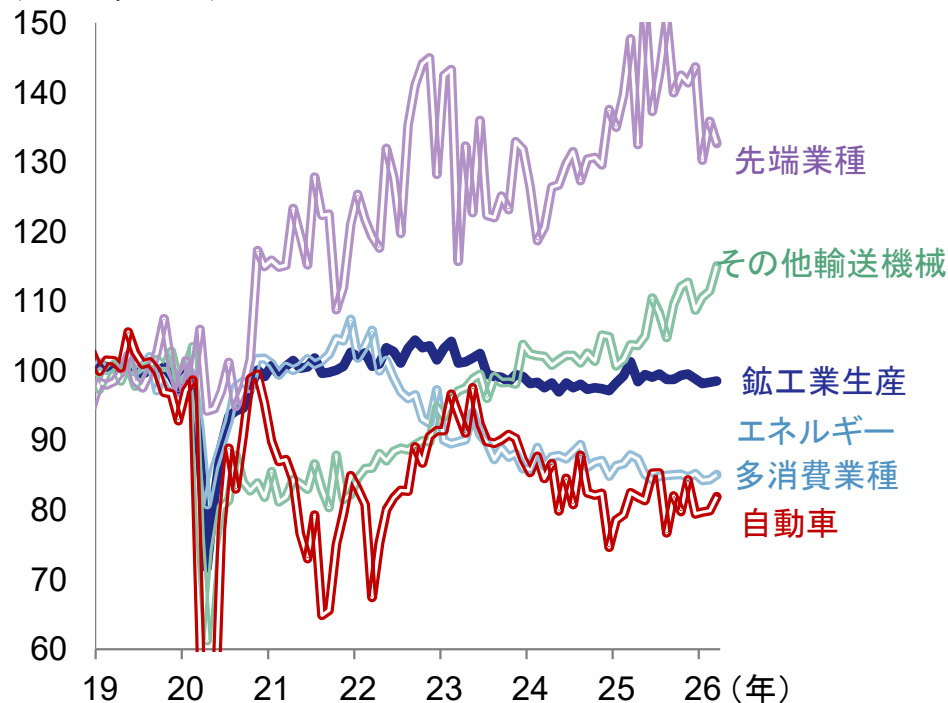
— エネルギー価格の高止まりや対中競争激化を背景にエネルギー多消費業種や自動車の生産は低迷

— 一方で、財政拡張による恩恵を受けるインフラ・防衛関連業種が含まれるその他輸送機械は増産傾向。加えて、AI関連需要の増加や高齢化に伴う市場拡大を背景に電子機器や製薬等の先端業種の生産も高水準

■ エネルギー多消費業種や自動車では生産ライン縮小・空洞化が進展。一方、先端分野や防衛・インフラ関連業種では新たな需要を踏まえた能力増強投資が進んでおり、当該業種による景気下支えは今後も当面続く見通し

ユーロ圏：鉱工業生産

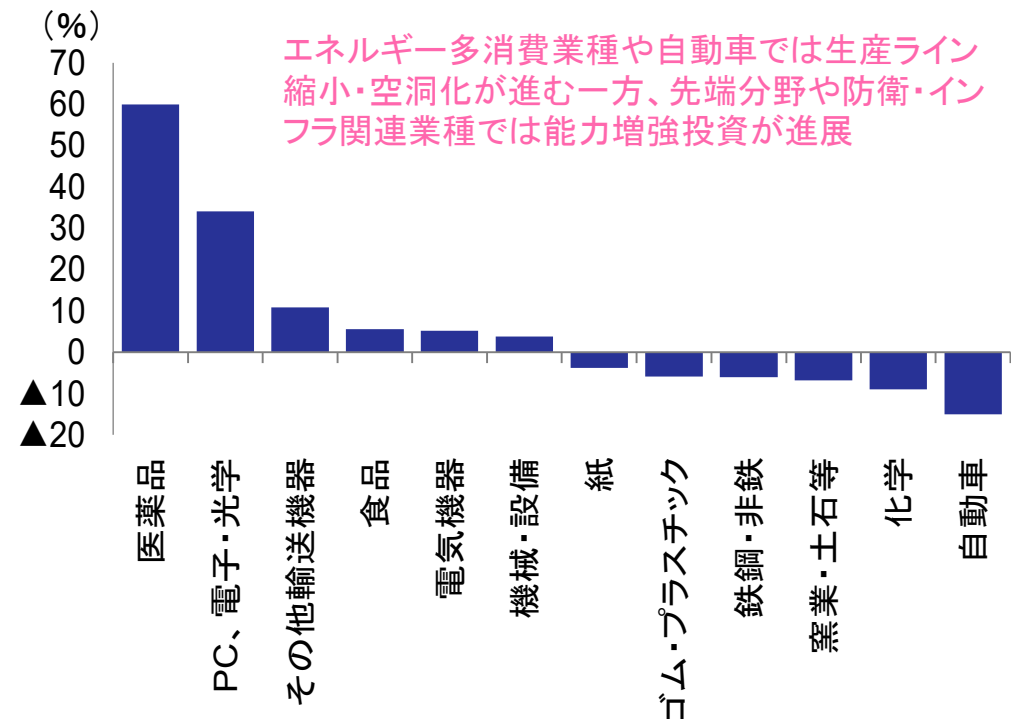
(2019年=100)



(注) エネルギー多消費業種は化学、鉄鋼・非鉄、紙・パルプ、窯業・土石をみずほ総合研究所にて合成。先端技術業種は製薬、電子・光学、航空・宇宙。なお、その他輸送機械の一部には航空・宇宙関連品目が含まれる

(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

ユーロ圏：生産能力の変化



(注) 2026年第2四半期の2019年対比の変化率

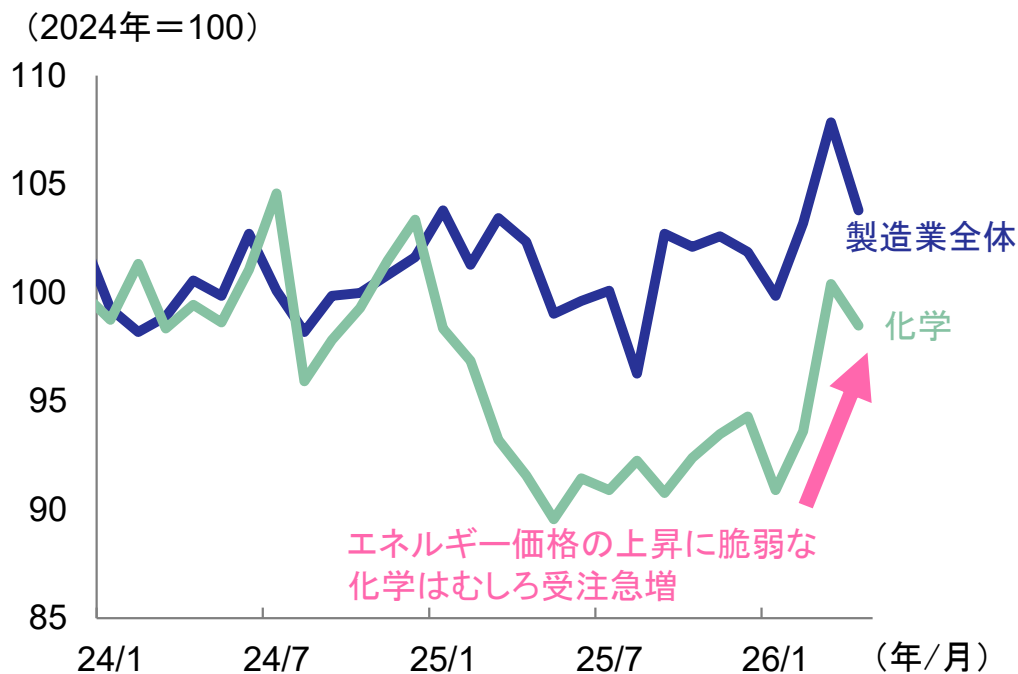
(出所) Eurostat、欧州委員会より、みずほ総合研究所調査部作成

化学は足元で復調。中東情勢緊迫化を受けた代替需要が下支え

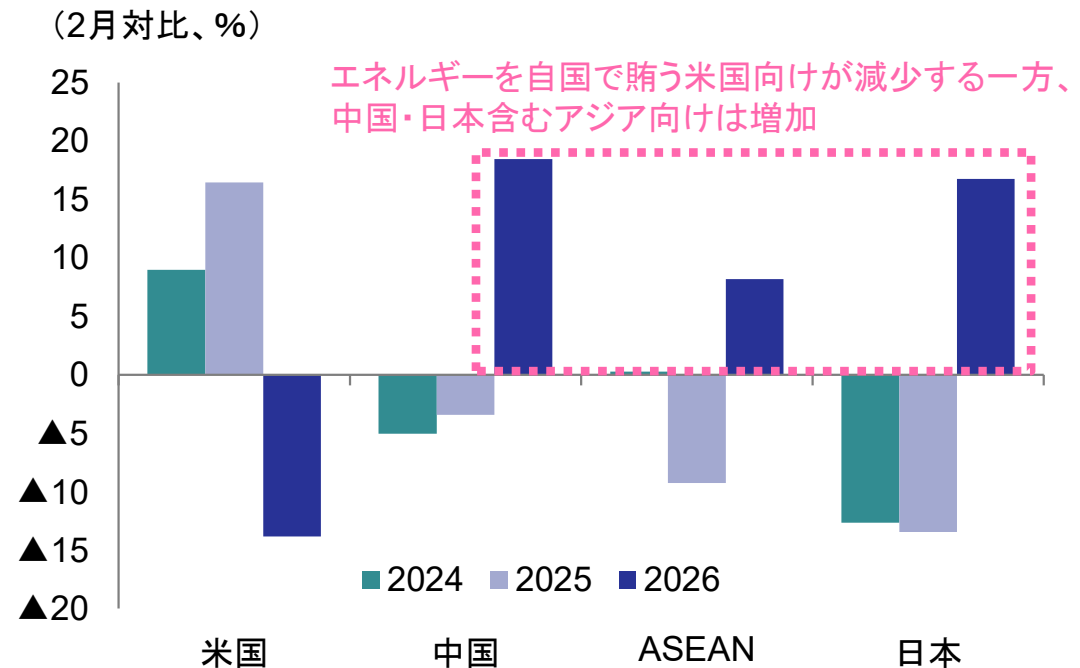
■ エネルギー価格上昇に脆弱とみられる化学関連セクターが足元で復調

- 化学製品の輸出数量はアジア諸国向けの増加がけん引。中東からのエネルギー調達難を背景に、アジア系メーカーが生産調整を余儀なくされるなか、欧州企業への代替調達が進んでいる可能性
- 2022年以降、採算性の低い基礎化学品を中心に、生産能力の過剰や収益性の低さが引き続き課題。一方、地政学リスクを踏まえたサプライチェーン見直しの動きが広がれば、欧州企業への代替調達が定着する可能性も

ドイツ: 製造業受注



ユーロ圏: 化学製品の3・4月平均輸出数量



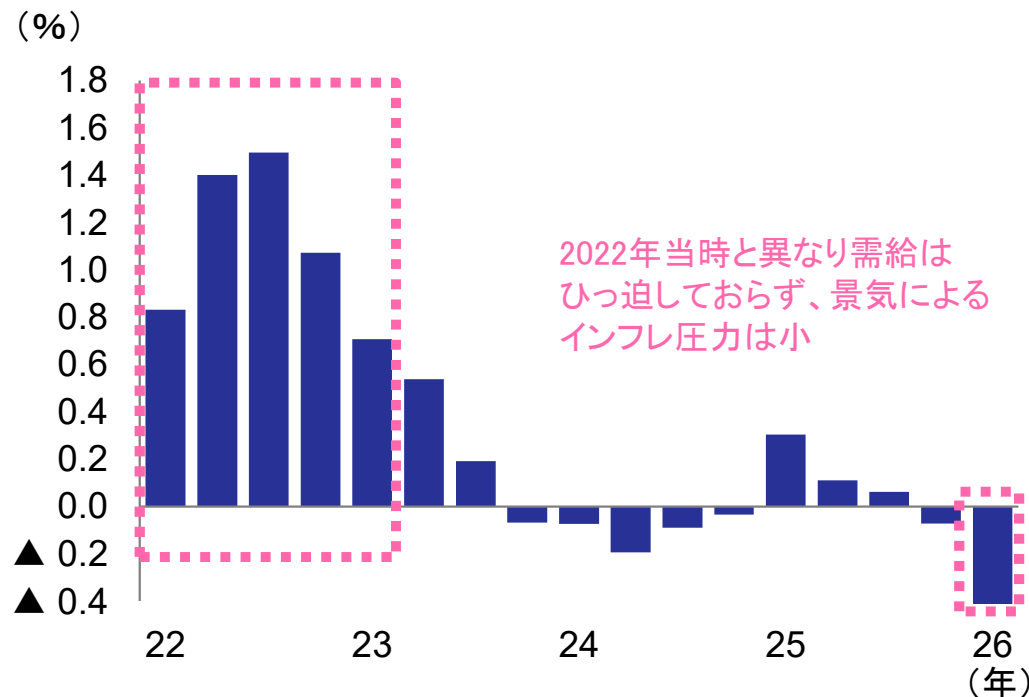
(出所) ドイツ連邦統計局より、みずほ総合研究所調査部作成

(注) 3・4月平均値の各年2月対比増減率。季節・カレンダー調整済系列
(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

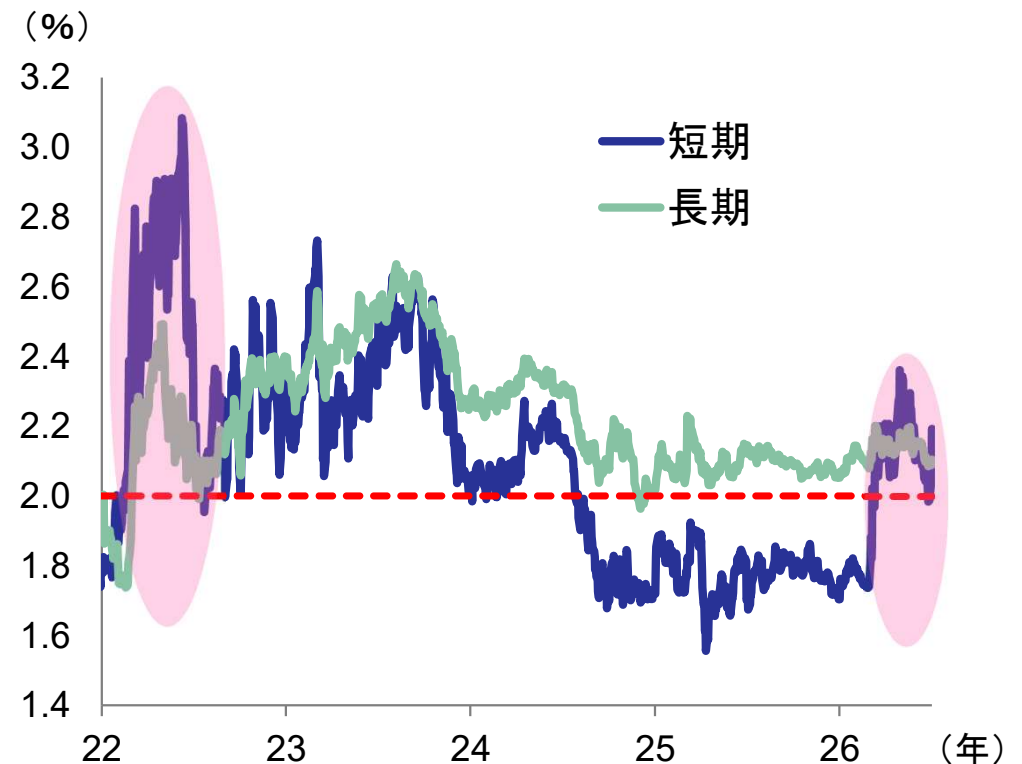
景気によるインフレ圧力は限定的も、ノルム変化による物価上振れリスクは残存

- 2022年とは異なり、大規模な財政出動による需要刺激は見込まれず。**景気によるインフレ圧力は限定的**
 - 各国の財政余力低下に加え、ウクライナ侵攻時のようなEU財政ルールの適用停止措置も講じられていないことから、エネルギー高対策の規模は限定的。今後も大規模な財政支援は打ち出しにくい状況
- 一方、**ノルム変化(インフレ期待の高止まり)による物価上振れリスクは残存**
 - 短期インフレ期待は足元で急上昇。長期インフレ期待は現時点では安定推移しているが、先行きの上昇リスクは拭えず

EU: 需給ギャップ



ユーロ圏: 長短インフレ期待の推移



(注) 長短インフレ期待は、インフレ連動スワップ金利から算出したもの。短期インフレ期待は1年後から1年間、長期インフレ期待は5年後から5年間の期待

(出所) LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

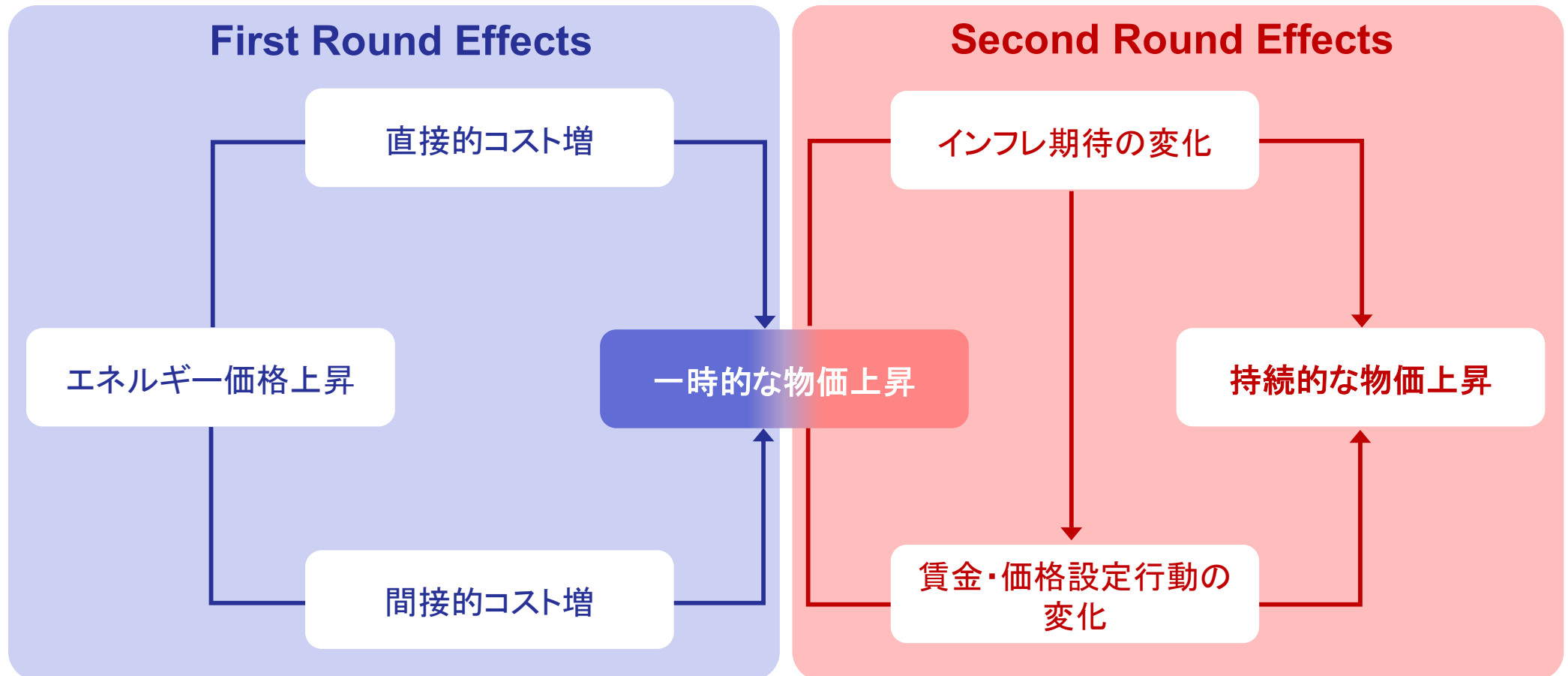
(出所) European Commission、Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

【参考】中銀の最大の懸念事項は中長期インフレ期待の上昇

■ 中銀はエネルギー価格そのものよりも、中長期インフレ期待や賃金動向への波及を重視

- エネルギー価格上昇による一時的な物価上昇(First Round Effects)は、時間の経過とともに収束する可能性
- 一方、インフレ期待の上昇を背景に企業の価格設定や賃金交渉が変化すれば、**持続的な物価上昇(Second Round Effects)**へ波及するリスク

エネルギー価格上昇が持続的な物価上昇につながるまでの経路のイメージ

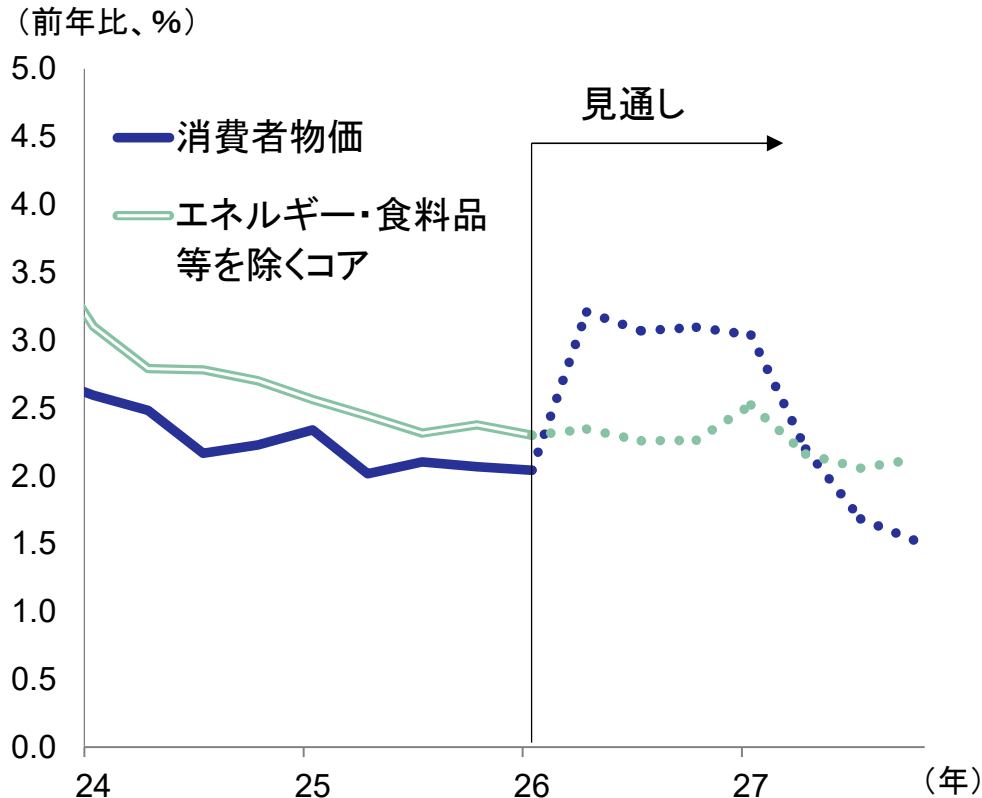


(出所) ECBより、みずほ総合研究所調査部作成

ECBは年内に追加利上げ。2027年はインフレ減速を受け利下げへ転換

- ECBは年内に追加で1回の利上げを実施し、インフレの定着リスクに対処
 - エネルギー価格上昇を受け、2026年内のインフレ率は前年比+3%前後で推移する見込み
- インフレの落ち着きを背景に、2027年には利下げに転じると予想。政策金利は中東情勢緊迫化前の水準に回帰
 - ECBによる早期の金融引き締めも奏功し、2027年央以降はインフレ減速が鮮明に。ノルム変化によるインフレ定着は回避される見込み

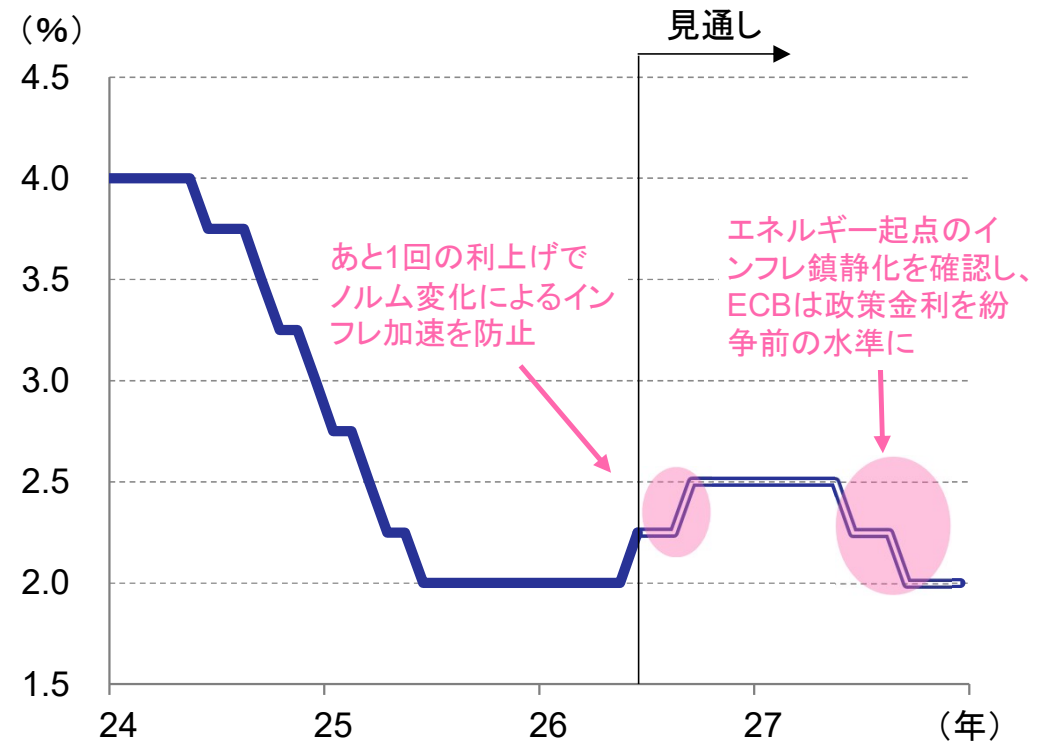
消費者物価指数(前年比)見通し



(注) 四半期平均値

(出所) ECBより、みずほ総合研究所調査部作成

ECB政策金利見通し



(注) 預金ファシリティ金利

(出所) ECBより、みずほ総合研究所調査部作成

調査部レポートのご紹介

みずほ経済インサイト

金利上昇の「質」が問われる日本 ～「良い金利上昇」を実現するための4つの論点～

(2026年7月31日発刊)

問われるのは「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」のどちらに向かうかで、成長戦略、技術革新、財政規律、市場環境が論点となる。



日本も「インフレ・金利のある世界」へ。

本稿では下記3つの疑問を解説。

- Q1. 足元までの金利上昇は「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か？
- Q2. 先行きの金利上昇の「質」を左右するポイントは何か？
- Q3. 日本はどちらに向かうのか、何に注視していく必要があるか？

レポート

URL

<https://www.mizuhibank.co.jp/corporate/mhri/research/report/2026-0098/index.html>

レポート

二次元
コード



みずほ総合研究所公式X(旧Twitter)のご案内

※みずほ総合研究所はみずほ銀行内の組織の名称です。

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
エコノミスト・コンサルタントによる旬な情報をお知らせ

みずほ総合研究所 公式X

注目レポートをご紹介します！！
ぜひフォローのほどお願いいたします



みずほ総合研究所 公式Xはこちら



https://x.com/mizuho_mhri

ユーザー名：みずほ総合研究所
ハンドル：@mizuho_mhri

みずほ総合研究所 調査レポートはこちら
(みずほ銀行ウェブサイト内)



<https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/mhri/research/index.html>

〔執筆者〕

みずほ総合研究所
調査部

主任エコノミスト 北川 梓織

TEL : 080-4117-4182

E-mail: shiori.kitagawa@mizuho-rt.co.jp

主任エコノミスト 川畑 大地

TEL : +44 (0) 20 7012 5366

E-mail: daichi.kawabata@mizuhogroup.com

© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。