

欧州経済：ウクライナ情勢悪化が行動制限解除の効果をも削ぐ展開 (経済見通しの再改定)

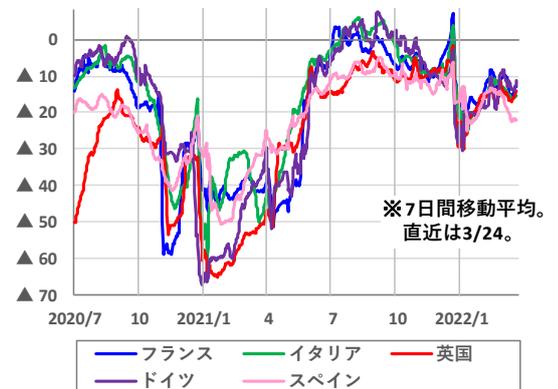
欧州の主要各国は行動制限を相次ぎ解除し、「コロナとの共存路線」を明確化。しかし一方で、ウクライナ情勢の悪化が高インフレを長引かせ、個人消費の回復力を削ぐ懸念も強まっている。過去2年間の「強制貯蓄」で家計が余剰資金を抱えており、物価高や金利上昇の影響を吸収できることなどから、ユーロ圏・英国ともに景気腰折れに至る可能性は低いものの、欧州経済の回復ペースは2月時点の予想よりも弱いものとなろう。ウクライナ情勢反映後の新しい成長率予想は、ユーロ圏 2022年 2.5%・2023年 1.9%、英国 2022年 3.3%・2023年 1.5%である。

(1) 欧州経済の現状とウクライナ情勢悪化の影響

●主要各国でいよいよ行動制限解除となったが…

- 欧州主要国では、コロナワクチンの追加接種率が過半となる中、英国が2/24、フランスが3/14、ドイツが3/20に全ての行動制限を原則解除。州毎に規制されるスペインも2月中に各州でほぼ解除。イタリアも3/31に非常事態宣言を解除し、4月からの段階的解除を予定。各国が軒並み「新型コロナとの共存路線」へ舵を切った。
- ところが、商業施設や娯楽施設、レストランへの人出は思いのほか増えず、むしろ3月入り後頭打ち。また、英国の3月の消費者信頼感指数（Gfk社調べ）は前月から▲5%Pt低下の▲31%Ptへと落ち込み（4ヵ月連続の低下）。
- 行動制限解除にもかかわらず、個人消費の復調が見られない背景として、①足元の高インフレ、②ウクライナ情勢悪化に伴うインフレ長期化（もしくは一段の上昇）の懸念、の2点を指摘したい。

商業・娯楽施設への人出（2020/1/3～2/6の平均比、%）



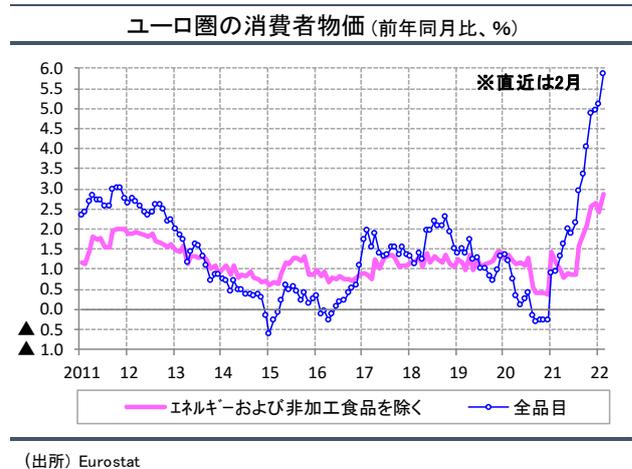
(出所) CEIC Data(元データはGoogle)

●個人消費出遅れの理由①：足元の高インフレ

- 英国のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は昨年2月の0.4%から急上昇しており、今年2月には6.2%に達している。ユーロ圏のインフレ率も、2020年終盤にはマイナス圏（12月▲0.3%）にあったが、直近2月にかけて5.9%まで上昇している。
- 英国では、ガソリン価格の頭打ちが見られるが、前年同月比では依然としてエネルギー価格（1月23.2%→2月22.7%）の強い騰勢が持続。そして、①コロナ禍やBrexit後の移民抑制を背景に外国人就業者が減少する中、物流遅延などにより小売店の品揃えが不十分な状態が持続、②新車の供給制約に伴い中古車需要が拡大して価格も上昇、といった事情の中、エネルギーや非加工食品を除いたコアベースのインフレ率も1月4.3%、2月5.1%と上昇している。
- ユーロ圏でも、エネルギー価格の大幅な伸び（1月28.8%→2月32.0%）が続いていることに加え、昨秋

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

にかけては比較的安定していたコアインフレ率（2.4%→2.9%）がここに来て上昇傾向を強めている。エネルギー高やコロナ禍による人手不足・在庫不足の影響が、川下分野へ着実に波及していると考えられる。



●個人消費出遅れの理由②：ウクライナ情勢悪化に伴うインフレ長期化懸念

- こうした高インフレは、ウクライナ情勢の悪化により、3月以降も暫く続き、原油・ガス価格の動向によっては一段の上昇もあり得る。以下、詳しく見ていきたい。
- ロシアによるウクライナ侵攻開始（2/24）を受けて、EUや英国は米・日と連携しつつ、ロシアの対外取引を大幅に制限する制裁措置を相次いで打ち出している。3/8には、欧州委員会（EUの執行機関）が、2022年内にロシア産ガス輸入を3分の1まで削減することを目指した新たなエネルギー計画「REPowerEU」の概要を、英国が2022年末までのロシア産石油の輸入を段階的に停止する計画をそれぞれ発表した。

さらに、ドイツは侵攻開始直前の2/22、ロシアからの新規パイプライン「ノルドストリーム2（NS2）」の稼働承認手を停止すると発表した。

- ロシアとの経済的な結びつきが強いEU諸国は、一連の対露制裁のほか、ロシアによる報復措置も見込まれる中で、一定のダメージを受けざるを得ない。特に懸念されるのは、ロシアからの輸入に大きく依存してきた化石燃料（特にガス）の確保の困難化である。それでも、EUおよびドイツは敢然とロシアとの関係縮小を打ち出した。
- EUのガス需給に関する不確実性が増す中、欧州の天然ガス価格の代表的指標であるオランダTTF先物価格（期近物）は、極めて大きな振れを伴いつつ上昇基調が持続（グラフは次頁）。3/7には一時345ユーロ/MWhまで暴騰した。その後は若干落ち着きつつあるが、それでも直近3/25の終値101ユーロは前年同期比で約6倍の高値となっている。

欧州諸国による主な対ロシア制裁（3/25時点）		
金融	米欧協調	○ 国際決済網SWIFTからロシアの主要7銀行を排除 ○ プーチン大統領や新興財閥の富豪（オリガルヒ）らの資産凍結 ○ ロシア中央銀行との取引禁止 ⇒ 外貨準備の取引が不能に
	EU	* 3銀行の資産凍結（バンクロシア・アムスビャジバンク・VEB） * 4銀行との取引禁止（アルファバンク・ネクシティバンク・バンクロシア・アムスビャジバンク） * EU市場でのロシア国債・公的機関債の取引禁止 * ロシアのエネルギー部門への新規投資禁止
	英国	* ロシア全金融機関の資産凍結 ⇒ 英国市場へのアクセスが不能に
貿易	米欧協調	○ 半導体など重要製品・最先端技術製品の輸出禁止 ○ 貿易優遇措置である「最恵国待遇」を取り消す方針
	EU	* 年内にロシアからのガス輸入を3分の1まで減らす計画 * 鉄鋼や関連製品の輸入禁止 * 奢侈品、飛行機、石油精製技術の対露輸出禁止
	ドイツ	* 「ノルドストリーム2」の稼働承認手続停止
	英国	* 年末までに石油の輸入を段階的に停止 * 数百品目のロシアからの輸入品に関税を35%上乗せ * 奢侈品の対露輸出禁止

(出所)各種報道より伊藤忠総研作成

- 一方、英国のロシアとの直接的な経済関係は EU 諸国に比べると薄く、上記のロシア産石油の輸入停止によるダメージも限定的と考えられる。しかし、大陸側と強い価格連動性を持つ原油やガスの調達コスト増といった間接的な影響は避けられない。

<補足(1) : コロナ感染状況>

- 欧州のコロナ新規感染者数は、主要各国の行動制限が解除されていく中で、3月中旬ごろから総じて増加。しかし、各国で制限再強化に動く兆しは見られない。直近1週間(3/20~26)の1日あたり新規感染者数は、ドイツ約22.8万人、フランス約11.6万人、イタリア約7.2万人、英国約6.1万人、スペイン約1.1万人。
- スペインでは新規感染者数の減少傾向が続いているが、一方で商業・娯楽施設への人出も足元で減っている。この点は、欧州における最近の消費抑制の理由が必ずしもコロナではなくなっている可能性を示唆。上述の通り、足元の高インフレや先行きの高止まり懸念が、消費支出により強く影響するようになってきたのではないかと。

<補足(2) : ユーロ圏・英国とロシアの貿易構造>

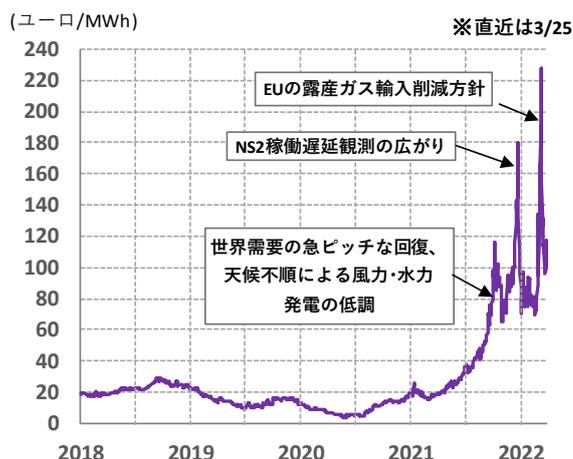
- 貿易統計(金額ベース)で確認すると、ユーロ圏19カ国の輸出(域内取引を除く、2021年)に占める対露シェアは2.9%、輸入(同)では5.4%¹。対露輸出の主な品目は、医薬品や一般機械、自動車である。一方、輸入では、石油・ガス・石炭といった鉱物性燃料が全体の61%を占める。鉱物性燃料の輸入全体に占める対ロシアの比率(対露依存度、金額ベース)は、石炭38%、石油・石油製品25%、ガス17%であるが、別の統計(Eurostatのエネルギー統計、2020年)から数量ベースの対露依存度を見ると、原油23%、石炭44%、ガス38%²となり、特にガスの依存度が金額ベースよりも大きく上昇する。ロシアからのパイプラインを用いた安価なガス輸入が近年のユーロ圏経済を支えてきた様子が窺える。
- 英国の輸出に占める対露シェアは0.8%に過ぎない。輸入の対露シェアも3.6%とユーロ圏を下回る(いずれも2021年、金額ベース、UN Comtrade)。鉱物性燃料輸入の対露依存度は、金額ベースで原油6%、ガス5%³、数量ベースでは原油・ガスいずれも6%にとどまる。

¹ EU27カ国の輸出に占める対露シェアは4.1%、輸入では7.5%。

² ガス輸入における国別の対露依存度(数量ベース、2020年)は、ドイツが65%に上るほか、イタリアも43%である。一方、フランスは17%にとどまる。なお、EU27カ国の数量ベースの対露依存度は原油26%、ガス43%、石炭54%で、いずれもユーロ圏19カ国の数字を上回る。

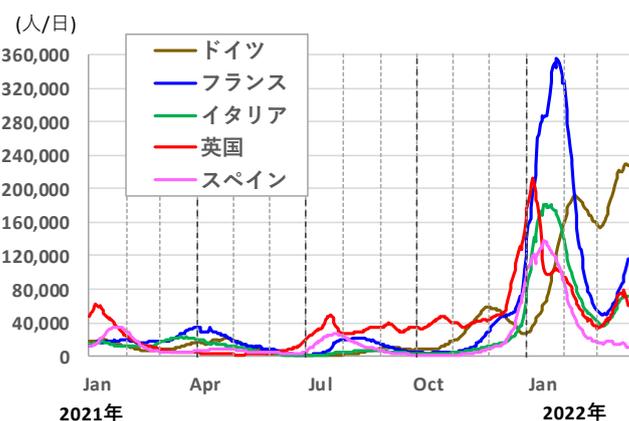
³ ただし、石炭は輸入規模が小さいが、対露依存度は金額ベースで32%ある(数量ベースの数値は不明)。

オランダTTF・天然ガス先物価格(期近物)の推移



(出所) Bloomberg

欧州主要国のコロナ新規感染者数(7日間移動平均)



(出所) CEIC (データ元はWHO) (注)直近は3/20~26平均。

<補足(3)：EUの新たなエネルギー計画「REPowerEU」>

- 欧州委員会が3/8に概要を発表した「REPowerEU」は、2022年内にロシア産ガスの輸入を3分の1まで減らし、さらに2030年までにロシア産化石燃料への依存から脱却することを目標に掲げている。そして、実現への手立てとして、①調達先の多様化（米国、カタール、ノルウェー、アゼルバイジャンなどを想定）、②環境に優しい電力源の大幅拡充（「再生可能エネルギー由来水素」の輸入・生産拡大、バイオメタンガスの生産拡大など）、③エネルギー効率の改善などを挙げている。
- しかし、ガス需給が世界的に逼迫する中で、代替調達先の早期確保は困難。また、LNGの調達を増やすには、供給側も受け入れ側も関連設備の増強が必要であり、それには相応の時間を要すると考えられる。さらに、LNGの調達コストは相対的に高い。そのため、「REPowerEU」の実効性については、短期的な取り組みを中心に大きな不確実性がある。また、今後、各加盟国が賛同し、制度化されるかどうかも不透明と言わざるを得ない。

(2) 経済見通しの再改定：景気腰折れには至らないが、物価高が長引く中で通年の成長率は低下へ

- 弊社は、2/24に欧州経済の改定見通しを公表したばかりであるが、①行動制限解除直後の個人消費の出足が思いのほか良くないこと、②ウクライナ情勢悪化の影響、の2点を新たに反映させる必要があるため、見通しの再改定を行った。
- ウクライナ情勢の影響は流動的であるが、ユーロ圏については、(1)対露輸出がほぼ止まる、(2)中東欧経済の減速に伴う輸出押し下げも生じる、(3)エネルギー分野を中心にインフレ率が上振れ⁴する、などの想定を置き、主に2022年の個人消費と輸出を下方修正（輸入も下方修正）。
英国については、全般的に経済活動の対露依存度がユーロ圏よりも小さいため、影響の出方は相対的にマイルドであるが、インフレ率が当面高止まりすると見込まれるほか、輸出に占める対ユーロ向けのシェアが約4割に上る点を考慮する必要があり、やはり2022年の個人消費と輸出を中心に下方修正した。

<ウクライナ情勢反映後の欧州経済のシナリオと新しい成長率予想>

- 1～3月期の欧州経済は、昨年からのコロナ感染拡大の影響が残ったほか、エネルギーを中心とした物価の上昇もあり、ユーロ圏、英国ともに前期比年率1%程度の緩やかなペースでの回復にとどまる見込み⁵。2月下旬以降行動制限を解除する国が相次いでいるが、高インフレの逆風の中で、消費喚起効果は限定的。
- 4～6月期以降も、ウクライナをめぐる緊張状態の中、欧州のガス需給の不安定な状態が長引くため、物価が高止まり。米国の急ピッチな利上げ⁶が米欧金利差の拡大を通じてユーロ安・ポンド安圧力を強め、追加的な物価上昇圧力となる可能性も。
- そのため、BOE（英国中銀）は既に始めている金融引き締め（政策金利の引き上げ、再投資停止による量的金融緩和の巻き戻し）を継続へ。また、ECB（欧州中銀）も、インフレ圧力のさらなる上昇を回避するため、(3/10の理事会で決定した通り)今年7～9月期中に量的緩和政策を終了した後、早々に利上げに着

⁴ ユーロ圏のインフレ率予想は、2月時点の「2022年2.7%・2023年0.5%」から上方修正し、「2022年4.1%・2023年1.1%」とする。

⁵ 昨年10～12月期の成長率はユーロ圏が前期比年率1.0%、英国が同3.9%であった。

⁶ 詳しくは、3/28付け Economic Monitor「米国経済：ウクライナ情勢、利上げ加速が逆風となるが回復基調は維持（経済見通しの再改定）」を参照（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2175/>）。

手する可能性が高い（2022 年中に累計 0.5%Pt の利上げを予想）。

- こうした中、4～6 月期以降の成長ペースは 1～3 月期から若干強まるものの、個人消費の伸びは引き続き抑制されていく見通し。また、輸出にも景気を力強く牽引するほどの大きな期待は寄せられない。
- もっとも、以下の 2 点を踏まえると、景気腰折れには至らない見通し。

(1) コロナに伴う経済活動制約の縮小が続く

… 企業の人手不足が解消に向かい、在庫復元の動きにもつながる。この点は物価を安定させる方向にも作用。

(2) 家計部門が余剰資金を抱えている

… 弊社試算によると、ユーロ圏の家計はコロナ禍の中での「強制貯蓄」の結果、2020～21 年の 2 年間で年間消費支出の 13%に相当する資金を（従来の貯蓄を上回る分として）抱えている。この余剰資金が物価高や金利上昇の影響を吸収していくと期待できる。

ユーロ圏家計の年間貯蓄額（億ユーロ）



(出所) ECB、Eurostat（試算は伊藤忠総研）

- 以上のシナリオを通年の成長率で示すと、ユーロ圏は、2021 年の 5.2%（実績）から 2022 年 2.7%、2023 年 1.9%へと低下（2 月時点の見通しから 2022 年は▲1.0%Pt、2023 年は▲0.3%Pt の修正）。

- 一方、英国の成長率は、2021 年の 7.5%（実績）の後、2022 年 3.3%、2023 年 1.5%と予想（2 月時点の見通しから 2022 年は▲0.4%Pt、2023 年は▲0.1%Pt の修正）。ウクライナ情勢の影響は相対的に小さいと考え

られるが、コロナが落ち着いた後も Brexit の影響により従来ほどに国外からの労働者が戻らず、ユーロ圏に比べ人手不足や品薄、物価高の状態が長引く可能性が高いため、2023 年にかけては次第に成長ペースがユーロ圏を下回っていくと引き続き予想する。

ユーロ圏の成長率予想

	2019	2020	2021	2022	2023
%、%Pt	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	1.6	▲6.4	5.3	2.7	1.9
個人消費	1.3	▲7.9	3.5	3.8	2.6
固定資産投資	6.8	▲7.0	4.3	4.5	3.3
在庫投資（寄与度）	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
政府消費	1.8	1.1	3.8	0.7	0.2
純輸出（寄与度）	(▲0.8)	(▲0.3)	(1.3)	(▲0.6)	(▲0.3)
輸出	2.7	▲9.1	10.9	3.0	1.2
輸入	4.7	▲9.0	8.7	4.7	2.0

(出所) Eurostat、伊藤忠総研