

欧州経済：コロナショック収束も、当面力強さを欠いた回復に

1～3月期の欧州経済は、オミクロン株の蔓延や高インフレにより、英国・ユーロ圏ともに足踏み。4～6月期以降は、コロナショックが収束する中、人流の活発化に伴い景気が改めて上向くと期待されるものの、ロシア・ウクライナ情勢の悪化に伴う物価高の長期化や輸出の伸び悩みにより、力強さを欠いた景気回復とならざるを得ないであろう。

●コロナショックの状況：行動制限解除に伴う感染リバウンドは限定的、人出も上向き始めたが…

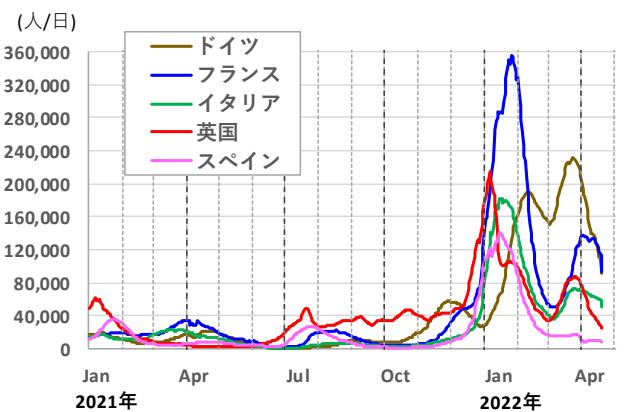
▶ 欧州主要国では、コロナワクチンの追加接種率が6割前後に達する中、英国が2/24、フランスが3/14、ドイツが3/20に全ての行動制限を原則解除。州毎に規制されるスペインも2月中に各州でほぼ解除。イタリアも4月から段階的解除を開始。各国が軒並み「新型コロナとの共存路線」を明確化。

▶ コロナ新規感染者数は、オミクロン株の蔓延に伴い英国・フランス・イタリア・スペインで1月に、ドイツで3月に過去最高水準となったが、その後はいずれも減少基調に転じている。行動制限解除に伴う感染のリバウンドは限定的。

直近1週間(4/14～20)の1日あたり新規感染者数は、フランス約9.3万人、ドイツ約9.1万人、イタリア約5.0万人、英国約2.5万人、スペイン約0.9万人。

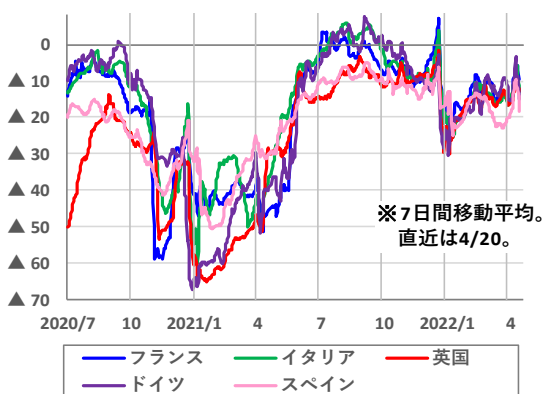
▶ そうした中、商業施設や娯楽施設、レストランへの人出は4月中旬にかけて総じて持ち直し。ただし、復調のペースは緩慢で、依然としてコロナ前の水準を1割前後下回る状況。また、英国の4月の消費者マインド指数(GfK社調べ)は前月から▲7%Pt低下の▲38%Ptへと落ち込み、コロナ第1波発生直後(2020年4月・5月)の水準も下回った(5ヵ月連続の低下)。

欧州主要国のコロナ新規感染者数(7日間移動平均)



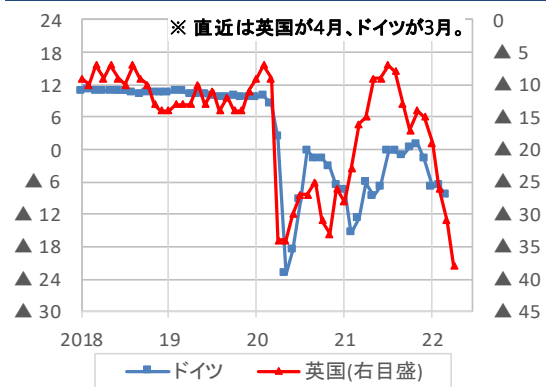
(出所) CEIC (データ元はWHO) (注)直近は4/14～20平均。

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)

ドイツと英国の消費者マインド指数(%Pt)



(出所) GfK

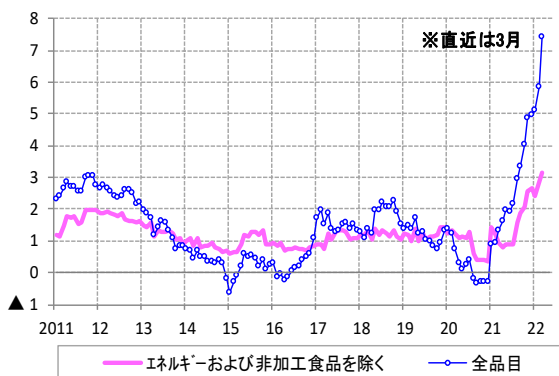
(注)指数作成方法(質問内容)が異なるため、水準も異なる。

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。見直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。

●インフレ率：ユーロ圏・英国ともに7%台まで上昇

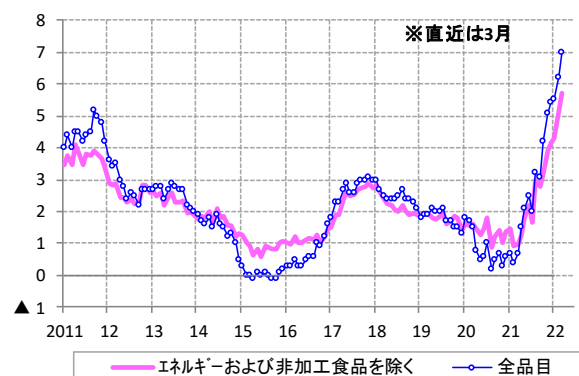
- 行動制限解除にもかかわらず、個人消費の復調ペースが緩慢である主な理由は、①足元の高インフレ、②ウクライナ情勢悪化に伴うインフレ長期化（もしくは一段の上昇）の懸念、の2点。
- ユーロ圏のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は2月の5.9%から3月には7.4%へ、英国でも2月の6.2%から3月には7.0%へ上昇。①エネルギー価格の高騰（ユーロ圏：2月前年同月比32.0%→3月44.4%、英国：22.7%→27.6%）が続いているほか、②英国を中心に、エネルギー高やコロナ禍による人手不足・在庫不足の影響が川下分野へ着実に波及。エネルギーや非加工食品を除いたコアベースのインフレ率は、ユーロ圏が2月2.9%→3月3.2%、英国が2月5.1%→3月5.7%。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

英国の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) CEIC Data

- こうした高インフレは、ロシアのウクライナ侵攻が続く中で、4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。

* EU¹や英国²は、米・日などと連携しつつ、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（図表は次頁）。3/8には、EU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³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。さらに、英国は4/6、EUは4/8にロシア産石炭の輸入停止も発表（ただしEUは今年8月から）。EUはロシア産石油輸入停止についても検討を開始。

また、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」の稼働承認手続を停止すると発表。また、4月に入りショルツ首相が、「2022年内の石油・石炭輸入停止、2024年までのガス輸入停止」を検討する方針を表明。

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%（ユーロ圏19カ国に限ると輸出2.9%、輸入5.4%：以上、金額ベース・2021年）。鉱物性燃料の輸入に占める対ロシアの比率（対露依存度、数量ベース・2020年）は、原油26%、ガス43%、石炭54%（ユーロ圏に限ると原油23%、石炭44%、ガス38%）。

ガス輸入における国別の対露依存度（数量ベース、2020年）では、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。原油の対露依存度（同）は、ドイツ34%、イタリア11%、フランス9%。

² 英国の輸出に占める対露シェアは0.8%、輸入でも3.6%に過ぎない（金額ベース・2021年）。鉱物性燃料輸入の対露依存度（数量ベース・2020年）は原油・ガスいずれも6%にとどまる（石炭は不明）。

³ 同概要では、「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」も目標に掲げている。そして、目標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。ただ、「RePowerEU」の実現性（このままの内容で各加盟国が賛同し制度化できるか）や実効性は不透明。

*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、3/7 に一時 345 ユーロ/MWh まで暴騰。そこから見れば、その後の 100 ユーロ前後での相場推移は落ち着いたように見えるが、前年同期比では約 5 倍の高値が続いている。

*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・石炭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。

●その他の経済指標：1～3 月期の欧州景気は足踏み

➤ 人出や物価以外の各種経済指標の動きも踏まえると、英国の 1～3 月期の実質 GDP 成長率は昨年 10～12 月期の前期比 1.0% (年率換算 5.2%) から鈍化した見込み。また、ユーロ圏の 1～3 月期成長率は 10～12 月期の前期比 0.3% (年率 1.2%) と同程度にとどまった可能性が高い。①オミクロン株蔓延に伴う コロナ感染の再拡大、②エネルギーを中心とした インフレ率の上昇、③ ロシアのウクライナ侵攻に伴う一部産業分野におけるサプライチェーンの混乱を背景とした 欧州景気の足踏みが確認されることになろう。主な個別指標の最近の動きは以下の通り。

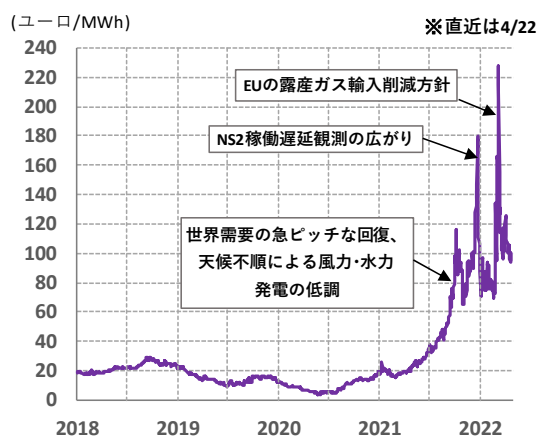
* 小売売上高 (数量ベース、自動車を除く) … 英国では、1～2 月の平均が昨年 10～12 月平均比▲0.7% となり、昨夏以降の頭打ち傾向が持続 (昨年 10～12 月期は前期比▲0.5%)。 ユーロ圏でも 1～2 月の平均

欧州諸国による主な対ロシア制裁 (4/25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	* 主要銀行の資産凍結・取引禁止 (ズベルバンク・ガスバンクは対象外)	
	* 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 (米は法案成立) ○ ロシア船舶の寄港を原則認めず
	EU	* 2022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 * ロシアからの石炭輸入を2022年8月より停止 * 鉄鋼・木材・ゴム製品・肥料・ウォッカなどの輸入禁止 * 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 * 2022年内の石炭・石油輸入停止、2024年内のガス輸入停止を検討
	英国	* 2022年末までに石油の輸入を段階的に停止 * ロシアからの石炭輸入を禁止 * 数百品目のロシアからの輸入品に関税を35%上乘せ * 奢侈品の対露輸出禁止

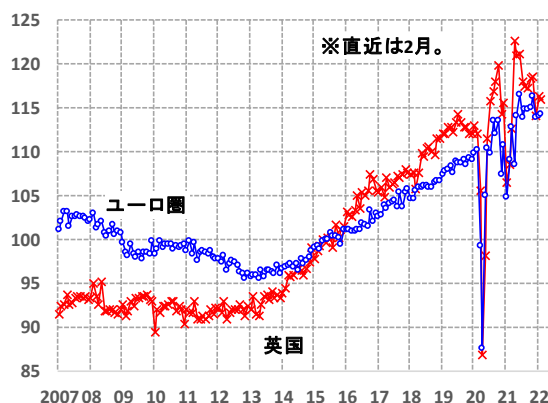
(出所)各種報道より伊藤忠総研作成

オランダTTF・天然ガス先物価格(期近物)の推移



(出所) Bloomberg

ユーロ圏と英国の小売売上高 (数量ベース、自動車を除く、季節調整値、2015年=100)



(出所) CEIC Data

が昨年10～12月平均比▲0.7%と、昨年10～12月期の前期比0.5%から減少に転じた。いずれも、オミクロン株の蔓延や物価上昇が下押し要因になったと推察。

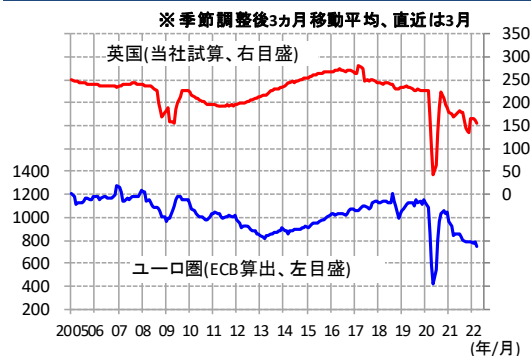
***乗用車販売台数** … 英国（当社試算の季節調整値）は1～3月期に年率155万台と、昨年10～12月期の同166万台、2021年通年の165万台を下回る低迷。ユーロ圏（ECB算出の季節調整値）も、10～12月期の787万台から1～3月期は748万台に減少、2021年通年の816万台から8.4%も低い水準まで落ち込み。物価上昇に伴う家計の実質購買力の低下に加え、ウクライナに部品供給拠点をもつドイツメーカーを中心に、サプライチェーン混乱の影響が生じているとの指摘がある。

***輸出**（財のみ、通関金額ベース） … 1～2月のユーロ圏の圏外向け輸出は10～12月平均比5.2%と、米国・アジア向けを中心に10～12月期の前期比4.5%を若干上回る増勢。しかし、3月はロシアのウクライナ侵攻の影響により一部分野で供給制約が発生している可能性があり、3月の輸出は下押しされる見込み。英国の輸出は、昨年から一進一退の状況が続いており、1～2月平均は2021年平均からは2.7%上回るものの、10～12月平均比では▲7.0%と落ち込み。

***ユーロ圏鉱工業の在庫判断指数**（DI、「多い」-「少ない」、欧州委員会調べ） … 3月は▲4.5Ptと、昨年7月（▲8.5Pt）をボトムとした緩やかな改善傾向にあるが、大幅な「在庫不足」の状態が続いていることは変わらず。

***英国の月次GDP** … 1～2月平均は昨年10～12月の平均を1.0%上回ったが、10～12月期の前期比1.3%からは伸びが鈍化。1～2月平均の10～12月平均比を業種別に見ると、製造業や建設業の持ち直しが続いたものの、卸・小売の減少率が拡大し全体の足を引っ張った。3月に人出の持ち直しが一服したことや乗用車販売が落ち込んだこと（3月単月では年率142万台）などを勘案すると、英国の1～3月期の実質GDP成長率は中間ラップを下回った可能性が高い。

ユーロ圏・英国の乗用車販売台数（年率換算値、万台）



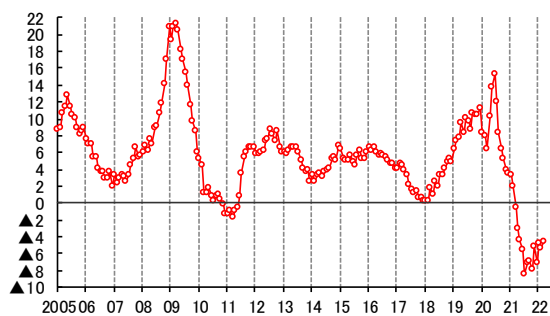
(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

ユーロ圏と英国の輸出
（財、金額ベース、季節調整値）



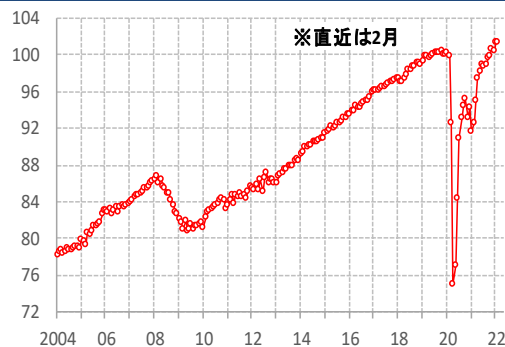
(出所) CEIC Data

ユーロ圏鉱工業の在庫DI（「多い」-「少ない」、%Pt）



(出所) 欧州委員会

英国の月次GDP（2019年=100、季節調整値）



(出所) CEIC Data

●欧州経済のシナリオ：景気腰折れには至らないが、物価高が重石となり当面力強さを欠く回復に

➤ 欧州経済の先行きに関する弊社（伊藤忠総研）のメインシナリオは、3月下旬に示したものの⁴から変わらず。ポイントは以下の通り。

◆1～3月期の欧州経済はユーロ圏、英国ともに足踏み状態（詳細上述）となるが、4～6月期以降は
①コロナ感染縮小と行動制限解除を受けた人出の回復、②企業の人手不足緩和と在庫復元のための増産を主因に、改めて景気が上向く。

◆ただし、ロシア・ウクライナ情勢の悪化が、景気回復ペースを抑制。

*欧州のガス需給の不安定な状態が長引くため、インフレ率の低下ペースが緩慢に。

*加えて、ユーロ圏では、(1)対露輸出がほぼ止まるほか、(2)中東欧経済の減速に伴う輸出押し下げも生じる。

*英国は、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ものの、輸出の約4割を占めるユーロ向け輸出が伸び悩む。

◆物価高が長引く中、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。また、ECB（欧州中銀）も、7～9月期中に量的緩和政策を終了した後、早々に利上げに着手へ（2022年中に累計0.5%Ptの利上げを予想）。

◆以上のもとで、現時点での実質GDP成長率予想は、ユーロ圏が2021年5.2%の後、2022年2.7%、2023年1.9%。英国が2021年7.5%の後、2022年3.3%、2023年1.5%。

➤ 弊社は、近日公表される1～3月期GDPの実績値、および足元の物価動向などを見極めた上で、次号（5月下旬予定）で欧州経済の改定見通しを紹介する予定である。

⁴ 3/29付け Economic Monitor「欧州経済：ウクライナ情勢悪化が行動制限解除の効果を削ぐ展開（経済見通しの再改定）」
(<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2176/>)。