

欧州経済：ウクライナショックによる物価高で低空飛行が当面続く (改定見通し)

1～3月期の実質 GDP 成長率は、ユーロ圏は予想通り足踏みとなったが、英国は公共投資や在庫投資を中心にやや上振れ。4～6月期以降は、コロナショック後退のもとで景気回復基調が続くものの、一方で、ロシア・ウクライナ情勢の悪化による物価上昇圧力が従来想定以上に顕在化しており、BOE や ECB が金融引き締めを着実に進めていく蓋然性も高まっている。そのため、成長率予想はユーロ圏・英国ともに、「景気腰折れはないが、低空飛行が当面続く」とのシナリオの範囲内で下方修正する。通年ベースの新しい成長率予想は、ユーロ圏 2022 年 2.6%・2023 年 1.7%、英国 2022 年 3.1%・2023 年 1.2%。なお、英国については、1～3月期上振れの反動により、4～6月期に前期比マイナスとなる可能性を含んでいる。

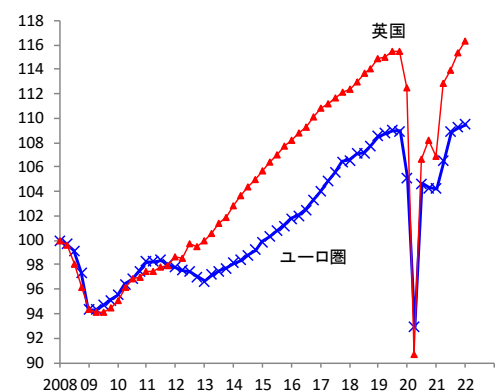
●1～3月期 GDP：ユーロ圏、英国ともに個人消費が伸び悩み

- ▶ 欧州の 1～3月期の実質 GDP 成長率は、ユーロ圏、英国ともに 4 四半期連続のプラス成長。昨年 10～12 月期のユーロ圏に続いて、英国の実質 GDP も 1～3月期にコロナショック前の 2019 年 10～12 月期の水準を取り戻した。
- ▶ ただし、ユーロ圏の成長率（速報値）は前期比 0.2%（年率換算 0.8%）と、昨年 10～12 月期の同 0.3%（年率 1.2%）から低下し、緩慢な伸びにとどまった。主要国では、ドイツ（10～12 月期前期比▲0.3%→1～3月期 0.2%）がプラスに転じたものの、スペイン（2.2%→0.3%）が大幅に鈍化、フランス（0.8%→▲0.05%）とイタリア（0.6%→▲0.1%）はマイナス成長に転じた。需要項目別の状況は未公表（6/8 公表予定）であるが、各種経済指標の動き、および既に公表済みのフランスやスペインなどの内訳から、主に個人消費の低調が 1～3月期の成長ペースを抑制したと推察される。
- ▶ 一方、英国の 1～3月期成長率は前期比 0.8%（年率換算 3.0%）と、10～12 月期（前期比 1.3%、年率 5.2%）の高成長からは鈍化したものの、ヘッドラインとしては景気の堅調な回復ぶりを示した。

しかし、需要項目別にはまだら模様で、成長のバランスに大きな偏りが見られた。具体的には、1～3月期の成長は、公共投資

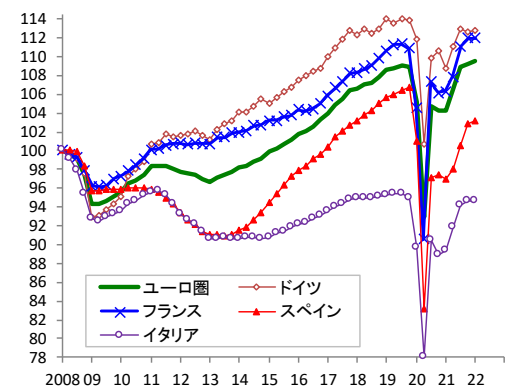
を中心とした固定資産投資（10～12 月期前期比 1.1%→1～3月期 5.4%）や在庫投資（前期比寄与度▲0.1%Pt→2.3%Pt）の急増が支えた。一方で、個人消費（前期比 0.5%→0.4%）は行動制限解除下でも増勢加速とはならず、輸出（6.9%→▲4.9%）や政府消費（1.5%→▲1.7%）はむしろ減少に転じた。

ユーロ圏と英国の実質 GDP（2008 年 1～3 月期=100）



(出所) CEIC

ユーロ圏主要国の実質 GDP（2008 年 1～3 月期=100）

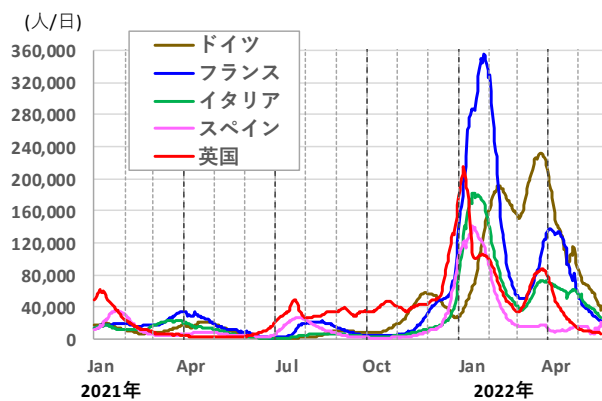


(出所) CEIC

●コロナショック：ほぼ収束。新規感染者数は減少し、人出も持ち直し

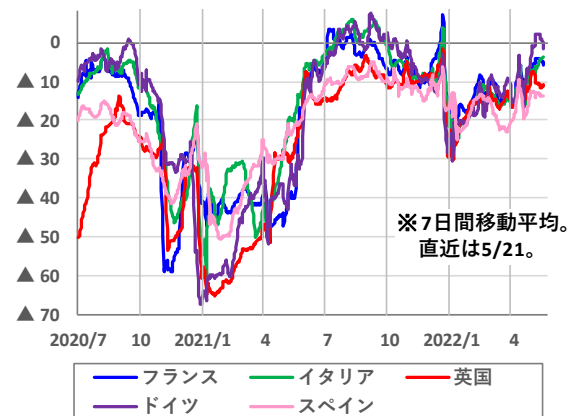
- 欧州主要国では、コロナワクチンの追加接種率が6割前後¹に達する中、英国が2/24、フランスが3/14、ドイツが3/20に全ての行動制限を原則解除。州毎に規制されるスペインも2月中に各州でほぼ解除。イタリアも4月からの段階的解除により、マスク着用義務以外はほぼなくなった。各国が軒並み「新型コロナとの共存路線」を明確化。
- 独・仏・伊・英のコロナ新規感染者数は4~5月に減少。スペインも3月以降は概ね低水準で横這い。行動制限解除に伴うリバウンドは極めて限定的。
直近1週間(5/18~24)の1日あたり新規感染者数は、ドイツ約3.7万人、イタリア約2.7万人、フランス約2.3万人、スペイン約2.2万人、英国約0.7万人。
- そうした中、商業・娯楽施設への人出は、4月入り後から5月中旬にかけて総じて持ち直し。また、英国の4月の小売売上高(数量ベース)は前月比1.4%、1~3月平均比0.5%と下げ止まりの兆し²。そのほか、英国の宿泊業売上は3月までにコロナ前の水準を上回るまで回復(ドイツは2月時点で8割弱程度)。
- さらに、人流が持ち直す中で、企業の人手不足や在庫不足の深刻化にも一応の歯止め。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)は、3月の▲4.5Ptから4月に▲1.1Ptと改善。

欧州主要国のコロナ新規感染者数(7日間移動平均)



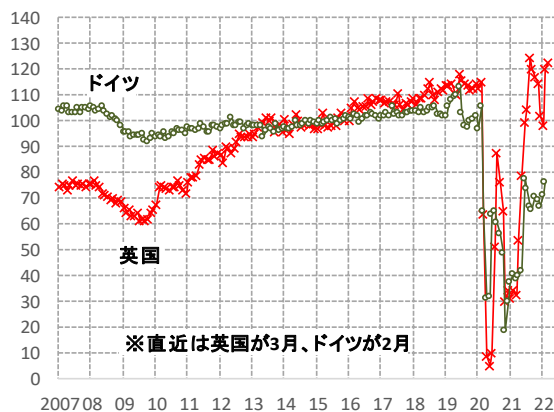
(出所) CEIC (データ元はWHO) (注)直近は5/18~24平均。

商業・娯楽施設への人出(2020/1/3~2/6の平均比、%)



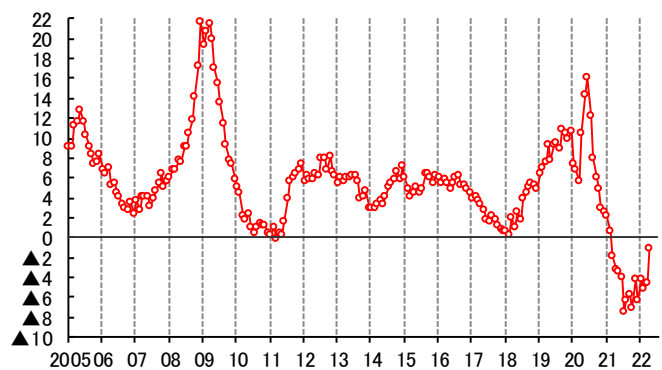
(出所) CEIC Data(元データはGoogle)

ドイツと英国の宿泊業売上(実質ベース、2015年=100)



(出所) CEIC

ユーロ圏鉱工業の在庫DI(「多い」-「少ない」、%Pt)



(出所) 欧州委員会

¹ イタリア 66.9% (5/23)、ドイツ 64.8% (5/22)、英国 58.0% (5/18)、フランス 56.6% (5/22)、スペイン 53.4% (5/18)。

² 昨年7~9月期から今年1~3月期にかけて3四半期連続で減少していた。なお、ユーロ圏の4月分は未公表。

●消費者マインドとインフレ率：価格上昇が広範化し、家計の支出意欲を削いでいる

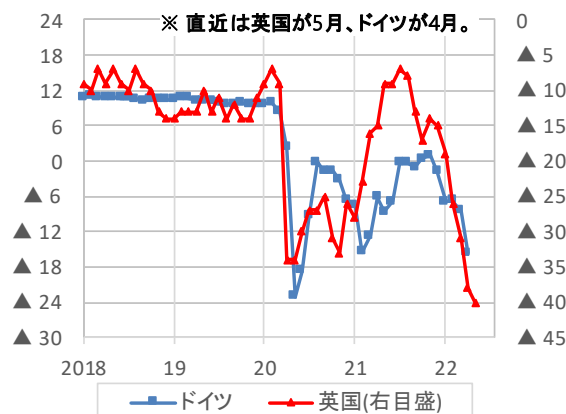
➤ このように、新型コロナウイルスに起因する経済活動への制約は大幅に解消され、家計の支出も下げ止まりから持ち直しに向かいつつはある。ところが、消費者マインドはむしろ悪化している。

英国の消費者マインド指数（GfK社調べ）は5月にかけて6ヵ月連続の低下となり、4月以降はコロナ第1波発生直後（2020年4月・5月）を下回る水準まで落ち込んでいる。ドイツも4月にかけて悪化傾向（5月分は未公表）。

これには、①足元の高インフレや、②ウクライナ情勢悪化に伴うインフレ長期化懸念が強く影響していると考えられる。

➤ 英国のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は、3月の7.0%から4月には9.0%へ一段と上昇。ユーロ圏でも、3月にかけて7.4%まで上昇し、4月も同じ7.4%に。①エネルギー価格（英国：3月前年同月比27.6%→4月52.1%、ユーロ圏：44.3%→37.5%）や原材料価格の高騰が続いているほか、②それらの影響が、英国を中心に川下分野へ着実に波及しているため。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、英国が3月5.7%→4月6.1%、ユーロ圏が3月3.2%→4月3.9%。

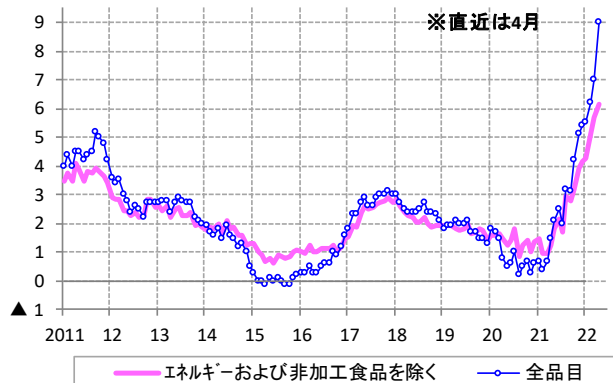
ドイツと英国の消費者マインド指数(%Pt)



(出所) GfK

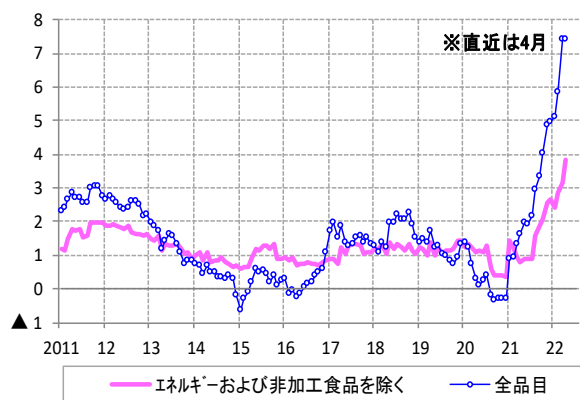
(注) 指数作成方法(質問内容)が異なるため、水準も異なる。

英国の消費者物価(前年同月比、%)



(出所) CEIC Data

ユーロ圏の消費者物価(前年同月比、%)



(出所) Eurostat

➤ こうした高インフレは、ロシア・ウクライナ情勢の悪化の中で、5月以降もなお暫く続く見込み。

* EUや英国は、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。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本格化。

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。

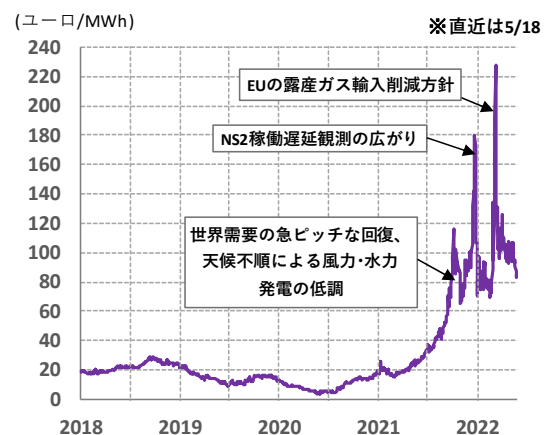
また、ドイツは、侵攻開始直前の2/22、ロシアからの新規パイプライン「ノルドストリーム2」の稼働承認手を停止すると発表。また、4/8にはショルツ首相が、「2022年内の石油・石炭輸入停止、2024年までのガス輸入停止」を検討する方針を表明。

*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）の代替品確保や、エネルギーの調達・供給構造を変革するためのコスト吸収の必要性が俄かに発生していることであろう⁴。

*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、直近5月半ば以降の90ユーロ前後での相場推移は落ち着いたように見えるが、前年同期比ではなお3~4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。

オランダTTF・天然ガス先物価格(期近物)の推移



(出所) Bloomberg

●成長率予想の改定：一段の物価上振れを反映して下方修正。景気腰折れは回避も、低成長が続く見通し

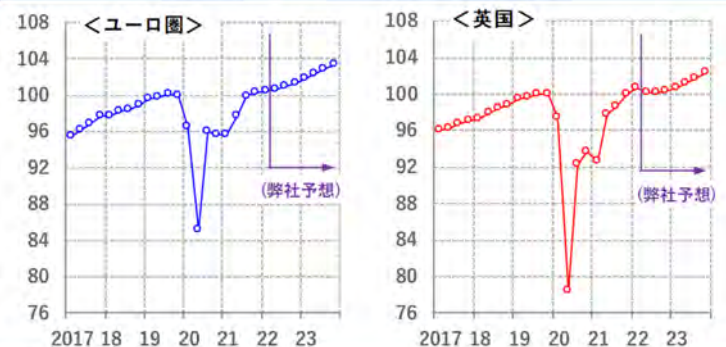
- ▶ 欧州経済の先行きに関する弊社のメインシナリオは、基本的に3月下旬に示したのから変わらず。ただし、1~3月期GDPの実績値や、当初想定よりも上振れている足元の物価動向などを踏まえ、2022~23年の成長率予想を改定した。
- ▶ 今年4~6月期以降の欧州経済は、コロナショックの後退、特に行動制限解除を受けた人流の回復を背景に、景気回復基調をたどる見通し。
- ▶ しかし、ロシア・ウクライナ情勢悪化の影響が景気回復ペースを抑制。

◆欧州のガス需給の不安定な状態が長引き、インフレ率の低下ペースが（従来想定以上に）緩慢に。

◆**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割を占めるユーロ圏向け輸出が伸び悩む。

実質GDPの推移（2019/10~12月期=100）



(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

⁴ そのため、EUのロシア産石油輸入停止については目下、ハンガリーの反対によって調整が難航。

- 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）を継続へ。また、ECB（欧州中銀）も、7～9月期中に量的緩和政策（新規買入）を終了した後、早々に利上げに着手へ（2022年内に計0.75%Ptと2023年初に0.25%Pt、合計1%Ptを想定⁵）。
- 以上のもとで、ユーロ圏・英国ともに、景気腰折れには至らないものの、当面低成長を余儀なくされる見通し。特に、英国の4～6月期成長率は、1～3月期の上振れの反動も生じて、前期比マイナス成長となる可能性が高い。
- 通年の成長率は、ユーロ圏が2021年の5.4%（実績）から2022年2.6%、2023年1.7%、英国が2021年の7.4%（実績）の後、2022年3.1%、2023年1.2%と予想する⁶。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2019 実績	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想
実質GDP	1.6	▲6.4	5.4	2.6	1.7
個人消費	1.3	▲7.9	3.5	3.2	2.0
固定資産投資	6.8	▲7.0	4.2	4.0	2.8
在庫投資（寄与度）	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.1)
政府消費	1.9	1.1	3.9	0.7	0.2
純輸出（寄与度）	(▲0.8)	(▲0.3)	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.1)
輸出	2.7	▲9.1	11.0	3.4	1.6
輸入	4.7	▲9.0	8.8	4.7	2.0

(出所) Eurostat、伊藤忠総研

⁵ 従来の「2022年内に計0.5%Pt」から引き締め方向に修正する。

⁶ 改定前（3月）のユーロ圏成長率予想は2022年2.7%、2023年1.9%。英国は2022年3.3%、2023年1.5%。