

欧州経済：ウクライナショックの影響が次第に広がる

欧州では、各国の行動制限解除によるコロナ新規感染者数のリバウンドが限定的な中で、サービス消費が持ち直し始めた。しかし一方で、ロシア・ウクライナ情勢悪化の影響が次第に広がっている。特に、①エネルギーや食料品を中心とした物価上昇、及びそれを受けた消費者マインドの悪化が個人消費（財購入）の回復力を抑制している。そのほか、②各種制裁に伴うロシア向け輸出の減少、③一部産業でのサプライチェーンの混乱、及びロシアによるガス供給の一部停止（追加的な物価高要因）も見られる。さらに、BOE や ECB が、想定以上に顕在化した物価上昇圧力に対して急ピッチな利上げも辞さない姿勢を表明している。そのため、4～6 月期以降は、ユーロ圏・英国ともに緩慢なペースでの成長が当面続くと見込まれる。

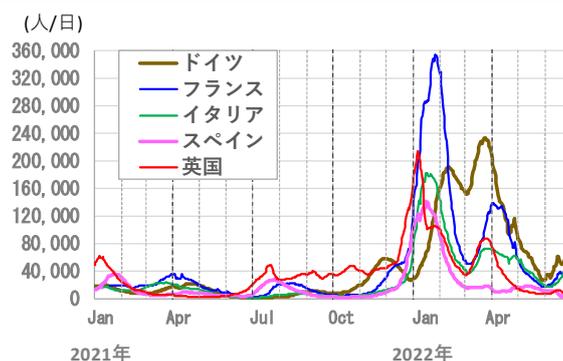
(1) 欧州の景気動向

●コロナ新規感染者数：独・仏・伊のリバウンドは限定的

➢ 6 月入り後のコロナ新規感染者数は、独・仏・伊でやや増加。しかし、各国とも「コロナとの共存路線」に舵を切っている中で、想定範囲内のリバウンドといえる。英国やスペインは低水準横這いとなっており、いずれの国においても、行動制限再強化を検討する状況にはなっていない。

直近 1 週間（6/18～24）の 1 日あたり新規感染者数は、ドイツ約 5.9 万人、フランス約 4.5 万人、イタリア約 4.3 万人、スペイン約 0.9 万人、英国約 0.9 万人。

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6/18～24平均。

●4～6 月期の経済指標は強弱混在：実質 GDP 成長率は低下、英国は前期比マイナス成長も

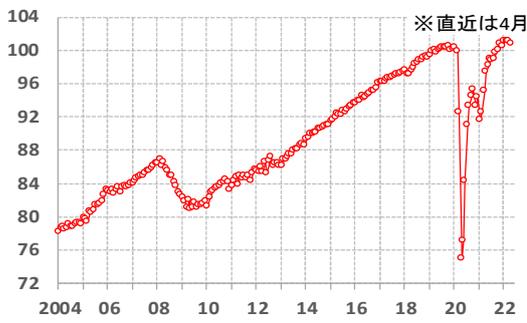
➢ 4～5 月分の経済指標（人出は 6 月分も）は、4～6 月期の実質 GDP 成長率がユーロ圏、英国ともに 1～3 月期（ユーロ圏：前期比 0.6%、年率換算 2.5%、英国：前期比 0.8%、年率 3.0%）を下回る可能性を示唆（英国は前期比マイナス成長の可能性も）。各国による行動制限の解除を受けてサービス消費が持ち直してきたものの、一方で、ロシア・ウクライナ情勢悪化の影響が景気全体の回復ペースを抑制。具体的には、①エネルギー、食料品価格を中心とした物価上昇及び（それを受けた）消費者マインドの悪化が個人消費の回復を抑制（サービスが持ち直す分、財にシワ寄せ）、②一部産業のサプライチェーンの混乱、③各種制裁措置に伴うロシア向け輸出の減少、といった事象が見受けられる。主な個別指標の動きは以下の通り。

*英国の月次 GDP …4 月分は前月比▲0.3%、1～3 月平均比でも▲0.4%と単月の「瞬間風速」ながら減少。1～3 月平均比の増減率を部門別に見ると、建設は 0.8%と堅調な拡大が続き、鉱業が 0.9%と増加に転じた一方、製造業が▲1.3%、サービス業が▲0.3%となった。製造業の減少は、エネルギーや原材料の価格上昇を受けて増産ペースを調整し始めたためとみられる。サービス業では、消費者向けサ

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。

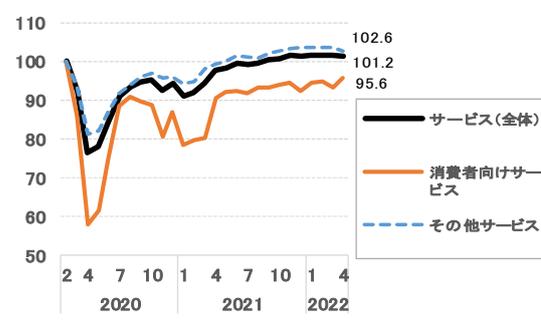
サービス（小売、飲食、旅行・運輸、娯楽・レクリエーション）が1.5%と、コロナショックの沈静化に伴い持ち直したものの、コロナ関連検査を含む医療・社会保険（▲6.0%）が大幅減少となったため、全体では小幅減となった。

英国の月次GDP (2019年=100、季節調整値)



(出所) CEIC Data

英国の月次サービス指数 (2020年2月=100)

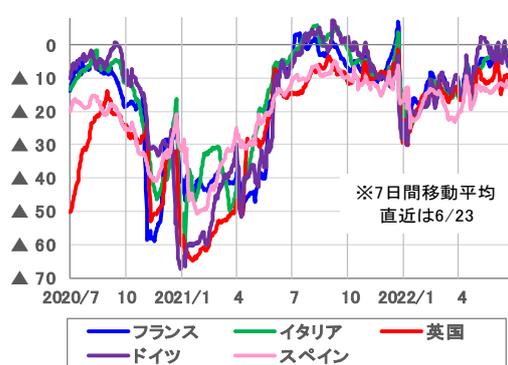


(出所) ONS

※**商業施設や娯楽施設への人出** (昨年 1/3~2/6<コロナ前>の平均水準との比較、Google 集計) … 4月から6月中旬にかけて総じて持ち直し。特にドイツ、フランス、イタリアはほぼコロナ前の水準に復帰。

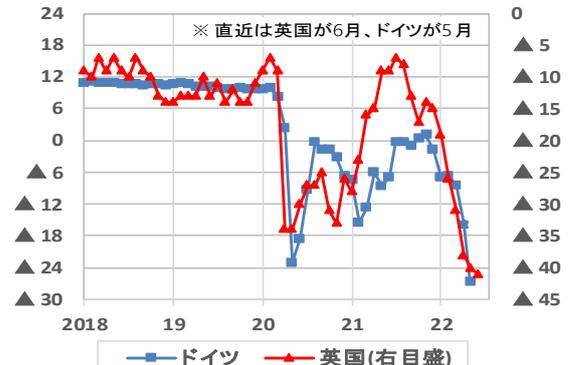
※**消費者マインド指数** (GfK 社調べ) … 英国は6月にかけて7ヵ月連続、ドイツも5月にかけて3ヵ月連続の低下。いずれもコロナ第1波発生直後(2020年4~5月)を下回る水準まで落ち込み。

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)

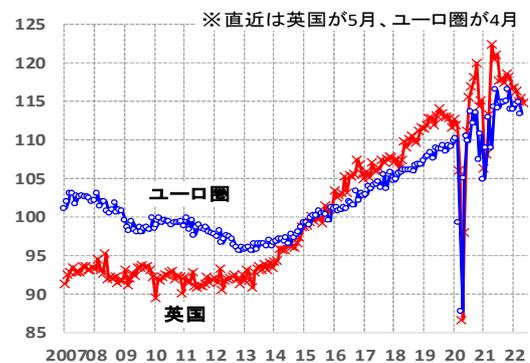
ドイツと英国の消費者マインド指数(%Pt)



(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。

※**小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … 英国の4~5月平均は、主に食料品(▲1.3%)の減少により1~3月平均比▲0.8%の減少となった。一方、ユーロ圏の4月分は前月比▲1.3%、1~3月平均比でも▲1.0%と減少(5月分は未公表)。品目別には自動車燃料(1~3月平均比1.8%)が増加、食料品(同▲2.3%)及び自動車燃料を除く非食料品(同▲0.7%)は減少。各国行動制限の解除に伴い外食などのサービス需要が回復していること、物価高が実質購買力の低下や消費者マインドの悪化をもたらしていることが、財消費を下押ししている模様。

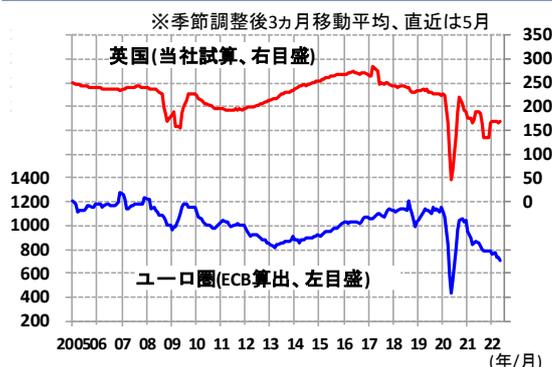
ユーロ圏と英国の小売売上高 (数量ベース、季節調整値、2015年=100)



(出所) CEIC Data

***乗用車販売台数** … 英国（当社試算の季節調整値）の4~5月平均は年率164万台と、1~3月期の年率165万台からはほぼ横ばいとなったが、コロナ前の水準（2019年10~12月の同227万台）を大幅に下回る状況。**ユーロ圏（ECB算出の季節調整値）**は、1~3月期の同739万台から4~5月平均は同711万台とさらに減少。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。

ユーロ圏・英国の乗用車販売台数(年率換算値、万台)

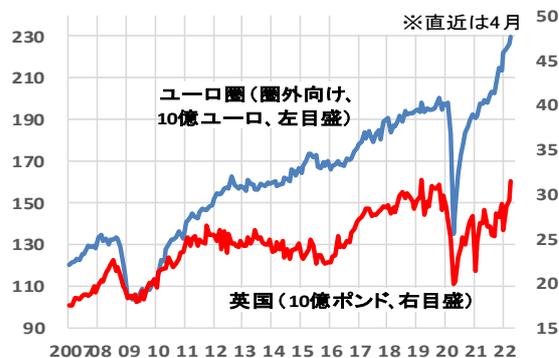


(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

***輸出**（財のみ、通関金額ベース） … 4月の**英国の輸出は1~3月平均比12.5%**と、**EU向けの燃料、機械、輸送用機器を中心に、1~3月期の前期比▲0.3%から反発**し、コロナ禍およびBrexit以前の2019年平均の水準を回復。燃料については、EU圏外よりLNGを輸入し、貯蔵量増加を目指すEU向けに天然ガスの輸出を増加させ始めた（英当局の見解）とのことで、数量・価格の両面で輸出を押し上げていると考えられる。

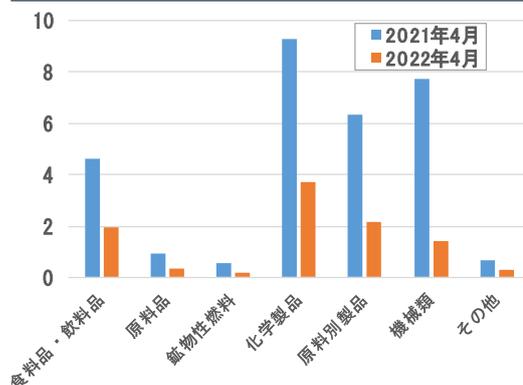
4月の**ユーロ圏の圏外向け輸出は1~3月平均比2.5%**と、**1~3月期の前期比5.7%から伸びは鈍化**。仕向け地別の動きは一部未判明であるが、ロックダウンが広がった中国向けの減少が全体の伸びを抑制。なお、4月は英国・ユーロ圏ともに**ロシア向け輸出が大幅減少（英国が前年同月比で83%減、ユーロ圏が同56%減）**。ユーロ圏の中では、特にドイツが同67%減（機械類、化学製品など）。

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 (注)英国は貴金属を除く。

ドイツの対ロシア輸出(財、金額ベース、千万ユーロ)

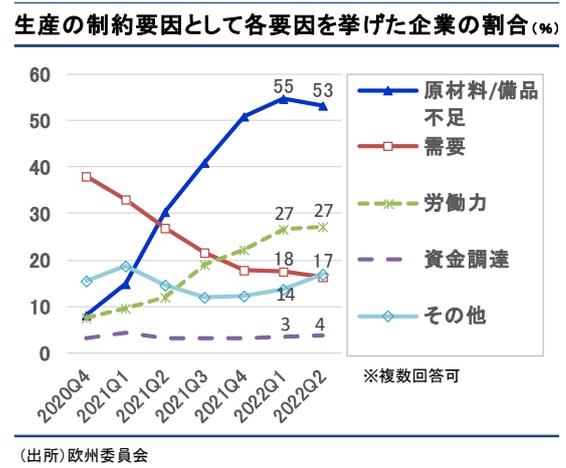
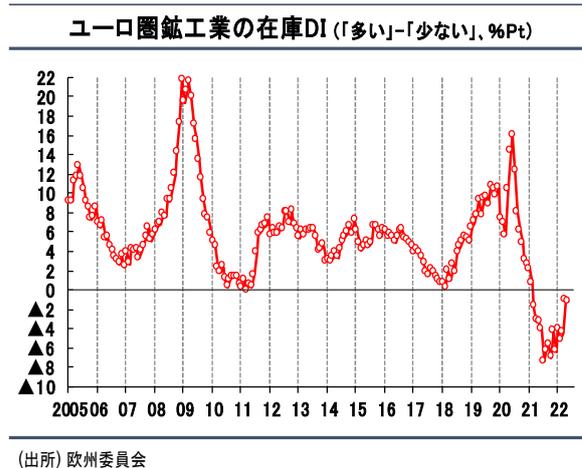


(出所) German Federal Statistical Office

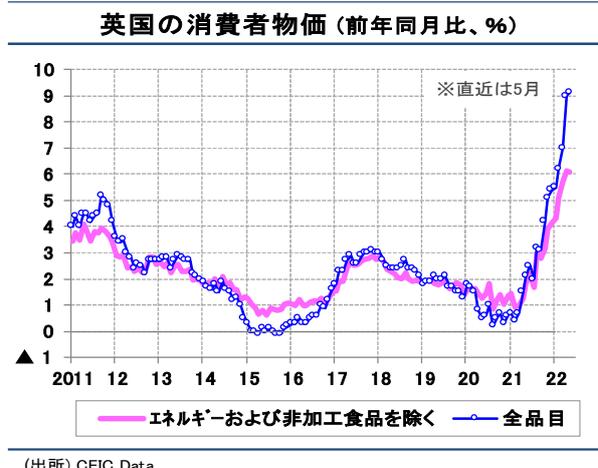
¹ EUは加盟国に対して、2022年11月1日までに自国ガス貯蔵施設の8割の備蓄を義務付けている。

* **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) … 5月は▲1.2Ptと4月(▲1.1Pt)からほぼ変わらず。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。

* **ユーロ圏企業の生産制約要因** (欧州委員会によるアンケート、複数回答可) … 4~6月期は、「原材料・備品の不足」を挙げる企業が53%、「労働力(の不足)」を挙げた企業の割合が27%となり、回答割合の上昇には歯止め。しかし、半導体不足やロシア・ウクライナ問題に伴う一部産業分野でのサプライチェーンの混乱を映じて、「原材料・備品の不足」はなお過半。



* **インフレ率** (消費者物価の前年同月比) … **英国のインフレ率** (消費者物価の前年同月比) は、4月の9.0%から5月には9.1%と高止まり。ユーロ圏は、4月の7.4%から5月には8.1%へと上昇。①エネルギー価格(英国:4月前年同月比52.1%→5月52.8%、ユーロ圏:37.5%→39.1%)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4月6.1%→5月6.1%、ユーロ圏が4月3.9%→5月4.4%。



エネルギー関連では、5/30、EU 域内の調整に時間を要していたロシア産石油の輸入停止について合意がなされ、従来の輸入の約 9 割²が 2022 年内に停止へ。また、天然ガスについては、6 月半ば以降、ロシアのガス会社ガスプロムが、独露間を結ぶガスパイプライン「ノルドストリーム 1」を通じたガス供給の 6 割を削減。EU ではロシア産ガス輸入を年内に 3 分の 1 まで削減する方針（5 月に発表した「REPowerEU」構想の一環）の加盟国間協議が行われているが、それを待たずしてロシア側からの供給削減が進んでいる形。そうした状況を受け、欧州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 6 月上旬にかけて 80 ユーロ/MWh 近辺まで下落していたが、その後は反騰し、6/15 以降は 120 ユーロ台へ。石油及び天然ガスの価格はラグを伴って燃料費や電気・ガス価格に反映されるため、インフレ圧力の強い状態はなお暫く続くと見込まれる。

<エネルギーの対露依存度逡減に向けた欧州方針>

	天然ガス	石油	石炭
EU	・ガス輸入を年内に 3 分の 1 まで削減する方針を盛り込んだ 「REPowerEU」構想を発表(3/8)、 詳細計画を公表（5/18）	・石油輸入を段階的（原油は 6 ヶ月以内、石油製品は 8 ヶ月以内）に停止する旨を盛り込んだ 制裁パッケージを採択(6/3)	・石炭輸入を 8 月から停止する旨を盛り込んだ制裁パッケージを採択(4/8)
独	・ノルドストリーム 2 の稼働承認手続き停止を発表(2/22) ・2024 年までのガス輸入停止の方針を表明（3/25）		
英国	・年内の段階的な石油、石炭輸入停止及びその後可能な限り早急にガス輸入を停止する旨を盛り込んだ制裁パッケージを発表(4/6)		

（出所）欧州委員会、各政府プレスリリースより伊藤忠総研作成

●BOE と ECB の金融政策：高インフレの中で、継続的な利上げ局面へ

<BOE（英国中銀）：昨年 12 月から今年 6 月にかけて 5 会合連続で 25bp の利上げ>

- BOE は 6/15 の金融政策委員会で、政策金利の 1.00%から 1.25%への引上げを賛成多数（6 対 3³）で決定。
- BOE は連続利上げの理由として、「インフレ圧力の強まり」と「労働需給の逼迫」が続いていることを挙げた（具体的な状況は上記の通り）。特にインフレについて、BOE は、「足元の 9%前後から 2022 年 10 月には 11%超までさらに上昇⁴する」などと見通した上で、「2%のインフレ目標を持続的に達成するためには金融引き締めが必要」との判断を改めて示した。また、今後についても「より持続的なインフレ圧力の兆候に特に注意を払い、必要であれば強力に対応する」として、利上げ幅を拡大して追加利上げを行う可能性を示唆した。

<ECB（欧州中銀）：段階的かつ継続的な利上げを表明>

- ECB は 6/9 の定例理事会で、従来の資産購入プログラム（APP）を 7 月 1 日に終了させることを決定。また、7 月の 25bp の利上げ開始、および 9 月以降の「段階的かつ継続的な」利上げを強く示唆した。9 月の

² ロシア依存度が高いハンガリー等に配慮する形で、パイプライン経由の輸入は対象外。

³ 3 人の委員は 50bp の引上げを主張。

⁴ 5 月の見通しでは 2022 年 Q4 に 10%を上回るとしていたところ、上方修正。

利上げ幅については中期のインフレ見通し次第としているが、50bp以上の利上げとなることもあり得る。

- なお、ECBは今後の物価上振れリスクとして、①供給制約の長期化、②エネルギー及び食料品価格の高止まり、③インフレ期待の上振れ、④予想以上の賃上げペースを挙げている。

●成長率予想：景気腰折れは回避も、低成長が続く見通し

- 以上の状況は、弊社が先月示した欧州経済の改定見通しに概ね沿った動き。従って、メインシナリオは先月の考え方を維持する。具体的には以下の通り。
- 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。
- 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月に量的緩和政策（新規買入）終了と利上げ開始、9月以降も追加の利上げを継続（2022年内に計1.00%Ptと2023年初に0.25%Pt、合計1.25%Ptを想定）。
- 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。

（2）政策トピックス

- 英国：「北アイルランド議定書」を一方的に変更する動き…英政府は6/13、Brexitの際にEUと取り決めた「北アイルランド議定書」の内容変更に向けた関連法案を議会に提出。

「北アイルランド議定書」は、アイルランド島内（英領北アイルランドとアイルランド）に物理的国境を設けることなく、EUと非EUの英国が一定の秩序をもって隣接し続けるためのルールを取り決めたもの（2019年合意）。例えば、①北アイルランド市場は引き続き、EUの製品規格に関するルールを遵守、②グレートブリテン島から北アイルランドへの物流は、英国内取引にもかかわらず通関手続を実施（一部の食料品などはEU規格に合っているかの検査も）。

ところが、2021年に議定書が発効すると、北アイルランドとアイルランドの貿易量が増加、経済的な結び付きが濃くなる方向へ⁵。そして、5/5に実施された北アイルランド議会選（定数90）では、親アイルラン

⁵ 特にアイルランドから北アイルランドへの輸出が増加。EUルールを遵守し続ける必要がある北アイルランド市場において、英本土製品よりもアイルランド製品のほうが、輸送時間や取引コストの面で優位に立つケースが増えているためと考えられる。

ド派のシン・フェイン党が親英派の民主統一党（DUP）を上回る議席を獲得し、史上初の第一党に⁶。北アイルランドでは従来、第1党（DUP）から首相、第2党（シン・フェイン党）から副首相を出して、自治政府を共同運営してきたが、DUPは今回、副首相擁立に非協力的で、「通商ルールの修正がなければ共同統治に応じない」と主張。現在も新しい自治政府を樹立できない状況。以上の経緯により、英政府は議定書の内容変更動き始めた。

法案の趣旨は、グレートブリテン島から北アイルランドへの貨物のうち、EUに出て行かないものについては、英国の製品基準に準拠していれば流通を認め（EUルールに従わなくて良い）、通関手続や検査も不要というもの。仮に法案が成立して発効する場合、アイルランドを中心にEU市場で規格外の商品が出回るようになり、EU製品の競争力が損なわれるリスクが高まる。そのため、EU側は「一方的な行動は許されない」と反発。離脱交渉時の最大の争点が早くも蒸し返された格好。

なお、今回の内容変更については、英与党の保守党内からも異論が出ているため、法案が成立するかどうか、今後の行方は流動的。

- ▶ フランス：国民議会選挙で与党連合が過半数割れ… 6/12の第1回投票、6/19の決選投票の結果、マクロン大統領率いる与党連合「アンサンブル」は、定数577に対し245議席を獲得したものの、改選前の345議席からは大きく減らし、過半数の289議席にも届かず。

一方、急進左派のメランション氏が率いる左派連合が131議席で第二勢力となったほか、4月の大統領選挙で決選投票に進んだルペン氏が率いる右派「国民連合」が89議席と改選前の6議席から大きく躍進。与党連合の勢力後退には、エネルギーをはじめとした最近の物価高に対する国民の不満が大きく影響したとされる。野党各党はエネルギー価格の抑制や減税、最低賃金引き上げなどを公約に掲げ、低所得者層などからの支持を増やした模様。

総選挙の結果を受けて、第2期（5年間）がスタートしたばかりのマクロン大統領の政権基盤は不安定なものに。今後、年金制度改革や62歳から65歳への定年引き上げなどの構造改革を推し進めるためには、議会で他政党の協力を得ることが不可欠。まずは、政策的な考えが近い中道右派・共和党（64議席）との連携の可能性を探ることになるだろうが、その可否は不透明。

⁶ シン・フェイン党が改選前と変わらずの27議席を確保した一方、親英派のDUPが改選前から3議席減の25議席となった。