

スタグフレーションに陥りつつある欧州経済

欧州では、コロナショックが後退しているものの、記録的な高インフレが続くもとの、ユーロ圏、英国ともに景気の足踏み状態が続いている。また、今後もロシアからのガス供給が大幅減となる中でエネルギー市場の混乱が長引き、インフレ圧力の長期残存や一段の強まりが懸念される。こうした状況下、ECB（欧州中銀）は7/21、インフレ率引き下げのために6月に示した金融政策方針を早々と撤回し、事前予告を上回る0.50%Ptの利上げに踏み切り、9月以降も急ピッチな追加利上げを実施することを示唆した（弊社は、今年末までに合計1%Ptの追加利上げ、主要リファイナンス金利が1.5%に達すると予想している）。以上より、欧州経済は景気後退と物価上昇が同時に進む「スタグフレーション」に陥りつつあると判断される。

(1) 欧州の景気動向

●物価と金融政策：不安定なエネルギー情勢が長引く中、ECBが利上げを急ぐ

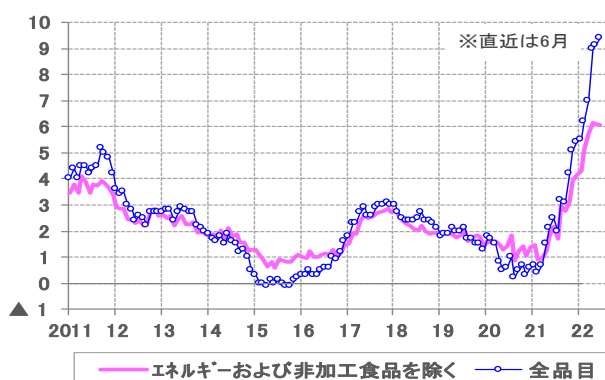
<インフレ率はユーロ圏・英国ともに9%前後まで上昇>

▶ 欧州でインフレ率（消費者物価の前年同月比）の上昇が続いている。英国では5月の9.1%から6月には9.4%へ、ユーロ圏でも5月の8.1%から6月には8.6%へ高まった。

①エネルギー価格（英国：5月前年同月比52.8%→6月57.3%、ユーロ圏：39.1%→42.0%）や飲食料品価格（英国：5月前年同月比7.5%→6月8.2%、ユーロ圏：7.5%→8.9%）の騰勢が強まったほか、②川上分野から川下分野への価格転嫁が進む中、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、英国（5月6.1%→6月6.1%）で高止まり、ユーロ圏（4.4%→4.6%）で一段の上昇となった。

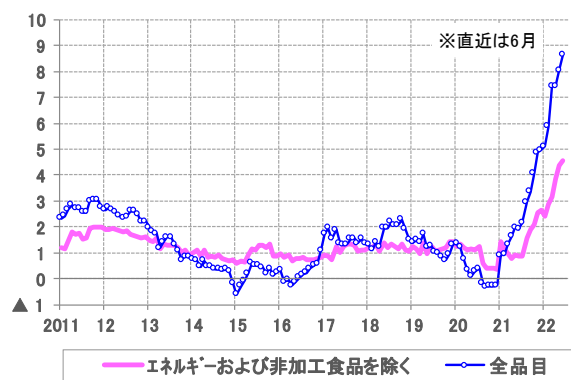
なお、自動車燃料税の引き下げや公共交通機関の利用補助などの物価対策を講じ始めたドイツ（5月総合8.7%→6月8.2%）のインフレ率が上昇一服となったが、ユーロ圏全体への影響は限定的にとどまった。

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

＜エネルギー情勢が引き続き物価上昇圧力に＞

➤ ロシアのウクライナ侵攻や欧露関係の悪化が続く中で、高インフレの大きな要因となっているエネルギー市場の混乱は、なお暫く続く懸念が大きい。

*天然ガスについては、6月中旬、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」(NS1)を通じたガス供給の6割を削減¹。さらに、7月中旬に定期メンテナンス期間に入ったため、NS1が完全停止。その後、7/21に一旦メンテナンス前の水準(通常の6割減)を回復したものの、7/27からタービン修繕を理由に、供給制限が強化され、通常の8割減となっている。

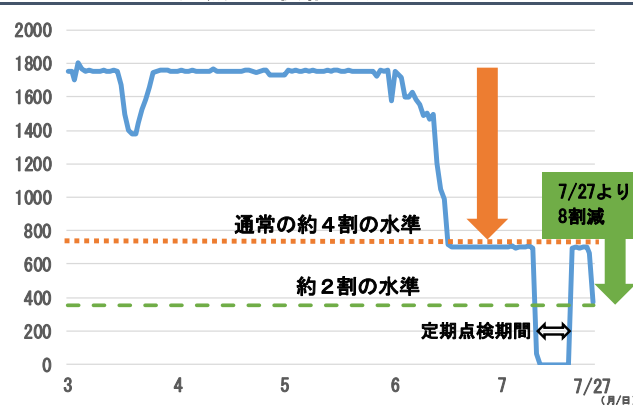
*ロシア産ガスの最大輸入国となってきたドイツは、冬のエネルギー需要増を見越して、足元では65%程度のガス貯蔵を10/1までに80%、11/1までに90%へと引き上げる目標を掲げている。しかし、ロシアからのガス供給停止リスクが現実味を帯びる中、目標達成が危ぶまれている。ドイツは6/23、「エネルギー緊急計画」における警戒レベルを3段階²中の第2段階へ引き上げ、7/8にはガス発電の割合を下げるため、休止中の石炭火力発電所を再稼働させる法案を成立させた。これは、2024年3月までの時限措置とは言え、2020年に打ち出した「2038年までの石炭火力廃止」の方針に一旦逆行する動きとなる。

*EUとしても7/26、2022年8月から2023年3月にかけて、天然ガスの消費量を過去5年の平均から15%削減する方針で合意した。ただし、各国毎にエネルギーの調達事情(対露依存度)が異なる³中で、加盟国一律の義務的削減案に強硬な反対論もあったため、①他の加盟国とパイプラインを接続していないアイルランドなどは免除、②鉄鋼業など重要産業のガス使用量は計算除外、などの特別条項が設けられた。ガス調達のさらなる困難化を予想せざるを得ない中、今回の合意方針に沿って、欧州全体が一枚岩となって需要を抑制できるかどうかは今後の焦点である。

*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6月中旬にかけて120ユーロ/MWh近辺で推移していたが、上述のようにEUのガス需給に関する不確実性が増す中で、7月下旬には200ユーロ台へ高騰。

*また、英国市場での代表的指標であるNBP価格(National Balancing Point)も足元で強含み(1Therm<10万BTU>あたり300ポンド台へ)。年央ごろまではTTFとの相対的な割安感が指摘されていたが、EUが英国からの天然ガス輸入を増やしているとされる中で、今後はTTFとの連動性を強めていく可能性が高い。これは、EU外の英国にとっても、エネルギー高が続く要因となる。

ドイツのロシアからのノルドストリーム1経由の天然ガス供給量(GWh/日)



(出所)ドイツ連邦ネットワーク庁

¹ 理由は、カナダで修理していたタービンが対露制裁下で返却されず、稼働動力が下がったためとのこと。

² 「早期警戒」「警戒」「緊急事態」の3段階の警戒レベルを設定。最も高い「緊急事態」が宣言されると、ガスは政府による配給制となり、家計や病院などに優先して供給される一方で、化学産業などガスを多く使用する企業生産への打撃が不可避となる。

³ ベルギーの研究機関Bruegelの試算によると、ロシアの天然ガス輸入が完全停止した場合、EU全体では、今後10ヵ月間に2019年から2021年の平均比で15%の需要削減が必要としているが、各国毎には0%から▲54%の範囲と大きなばらつきがある。

<ECBが11年ぶりに利上げ、今後の急ピッチな追加利上げも示唆>

- ECB(欧州中銀)は7/21の定例理事会で、2011年7月以来11年ぶりとなる政策金利の引き上げを決定。7/27より、主要リファイナンス金利を0.00%から0.50%へ、中銀預金金利(預金ファシリティ金利)を▲0.50%から0.00%へそれぞれ引き上げた。これで2014年に導入されたマイナス金利政策がひとまず終了したことになる。
- ECBは6/9の理事会後に「7月に0.25%Pt、9月に0.25%Pt以上の利上げ」を予告するフォワードガイダンスを示していたが、1ヵ月で撤回して7月に予告を上回る幅で利上げを行ったことになる。この理由についてECBは、①物価上振れリスクの顕在化、②国債市場の動揺を抑制するための新たな安全網「TPI」(Transmission Protection Instrument、伝達保護手段)の導入が決まったこと、を挙げている。②のTPIは、利上げに伴い価格下落リスクが懸念される一部の国債などをECBが必要に応じて買い支えるスキームであるが、早期に発動させるというよりは、南欧諸国の金利急騰を回避するための「安全網」という位置付けと見られている⁴。そうした中で、ECBは過去最高となっているインフレ率を引き下げするため、今後も機動的に利上げを進めていく意思を明確にした。
- 理事会後のECB声明、および理事会以降のラガルド総裁はじめECB高官による発言内容などを踏まえると、ECBは9/8の次回理事会で0.50%Ptの追加利上げを実施し、その後も各高官が「1~2%」あるいは「1%台半ば」などと想定している「中立金利」(景気に緩和的でも引き締めのでもない名目政策金利の水準)を意識しつつ、各種データをその都度点検しながら機動的に利上げを進めていく方針と見られる。
- ECBのこうした大幅な方針転換は、今後の政策金利が弊社の従来予想⁵から上振れていく可能性を強く示唆するものである。上述の物価動向やエネルギー市場の混乱ぶりを踏まえると、「9月0.50%Ptの後、さらに今年末までに計0.50%Ptの追加利上げを実施し、主要政策金利(主要リファイナンス金利)が中立金利と目される1.5%に到達」となる蓋然性が高まったと言えよう。

●その他の経済指標：欧州景気は足踏み状態

- 物価以外の各種経済指標の動きによれば、4~6月期の実質GDP成長率はユーロ圏、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%)から鈍化した見込み(特に英国は前期比ゼロ近辺まで低下し、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、財にシフト寄せ)、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、欧州景気の減速をもたらしている。主な個別指標の最近の動きは以下の通り。

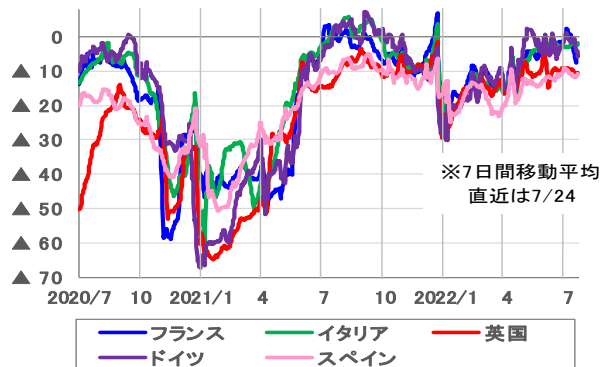
* 商業施設や娯楽施設への入出(昨年1/3~2/6<コロナ前>の平均水準との比較、Google集計)…4月から7月中旬にかけて総じて持ち直し。特にドイツ、フランス、イタリアはほぼコロナ前の水準に復帰。ただし、6月から7月中旬にかけては横ばい傾向にあり、頭打ちの兆しも窺える。

⁴ 「パンデミック緊急購入プログラム」(PEPP)の下で購入した資産の再投資を進めていくことが優先される。

⁵ 2022年内に計0.75%Pt、2023年初に0.25%Pt、合計1%Pt。

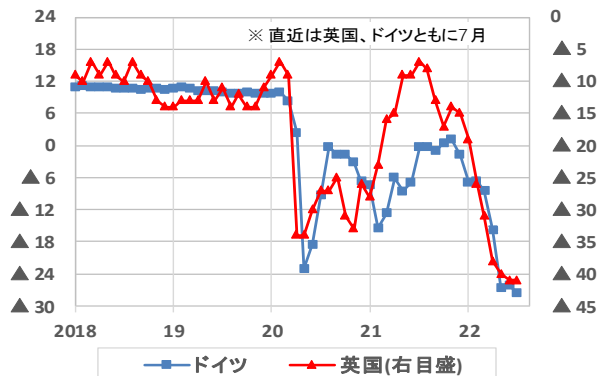
* **消費者マインド指数** (Gfk 社調べ) … 英国、ドイツともにコロナ第1波発生直後(2020年4~5月)を下回る水準まで落ち込み。英国は6月にかけて7ヵ月連続で低下した後、7月は横ばい。ドイツは3月から5月にかけて大幅に低下した後、6月は悪化一服となったが、7月に再び低下。

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)

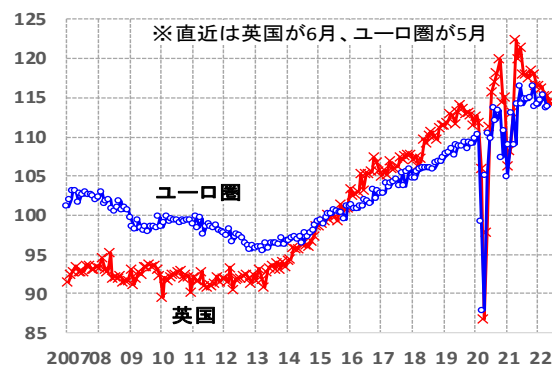
ドイツと英国の消費者マインド指数 (%Pt)



(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 では、4~6月の平均が1~3月平均比▲1.2%となり、昨夏以降の減少傾向が持続(1~3月期は前期比▲1.4%)。ユーロ圏でも4~5月の平均が1~3月平均比▲0.8%と、1~3月期の前期比▲0.4%から減少ペースが加速。いずれも、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。

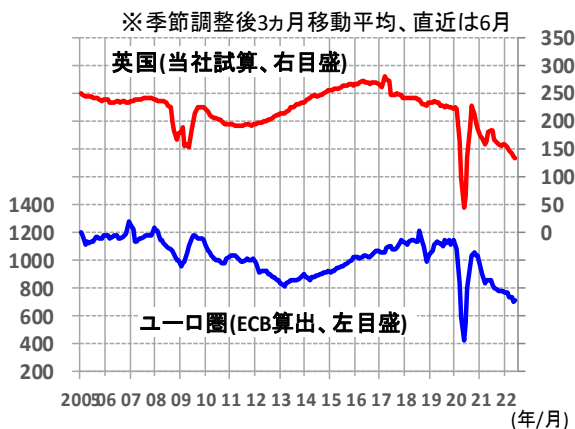
ユーロ圏と英国の小売売上高 (数量ベース、季節調整値、2015年=100)



(出所) CEIC Data

* **乗用車販売台数** … 英国 (当社試算の季節調整値) は4~6月期に年率134万台と、1~3月期の同149万台から減少、2021年通年の167万台から19.9%低い水準まで落ち込み。ユーロ圏 (ECB算出の季節調整値) も、1~3月期の739万台から4~6月期は717万台に減少、2021年通年の815万台から12.1%低い水準まで落ち込み。ただし、長引く半導体不足に加え、中国のロックダウンやロシア・ウクライナ情勢により部品の供給制約が助長され、納車の遅延に拍車をかけているとの指摘があることから、サプライチェーンの混乱によって需要の実勢よりも弱い数字が出ていると解釈される。

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

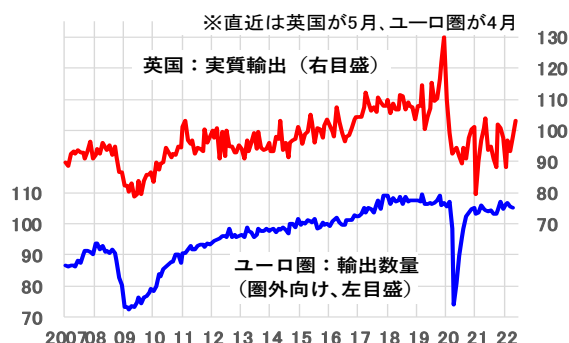
* **輸出** (財のみ) … 英国の実質輸出は2020年10～12月期以降の一進一退が続いており、今年4～5月は1～3月平均比8.5%と、1～3月期の前期比▲7.4%からリバウンド。英当局によれば、EU圏外よりLNGを輸入して再ガス化した上で、貯蔵量増加⁶を目指すEU諸国へ輸出する動きを俄かに活発化させており、それが足元の輸出増に寄与している模様。もっとも、コロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を10.3%下回る水準にとどまっている。

ユーロ圏の圏外向け輸出数量は、全体値は4月分までしか公表されておらず、その4月分は1～3月平均比▲0.9%と減少。米国やASEAN向けが堅調に増えた一方、ロシアや中国向けの減少率拡大、中東欧向けの減少が輸出全体を下押し。なお、既に公表されている5月分の一部地域向け指数（対米国前月比4.9%、対中国6.0%、対ASEAN3.2%など）を踏まえると、4～6月期の全体の減少率はマイルドになると予想されるが、輸出が低調であることに変わりはないだろう。

* **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) … 6月は▲1.0Ptと5月(▲1.2Pt)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。コロナ要因に起因するインフレ圧力は相当程度後退していると推察される。

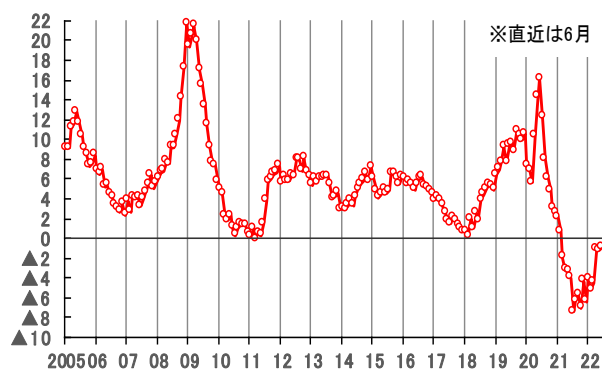
* **ユーロ圏の鉱工業生産** (数量ベース、建設を含む) … 4～5月平均は1～3月平均比▲0.1%と微減。1～3月期に前期比0.8%と大幅に伸びたことの反動を踏まえる必要があるが、ユーロ圏景気の減速を示唆。

ユーロ圏と英国の輸出
(財、2015年平均=100、季節調整値)



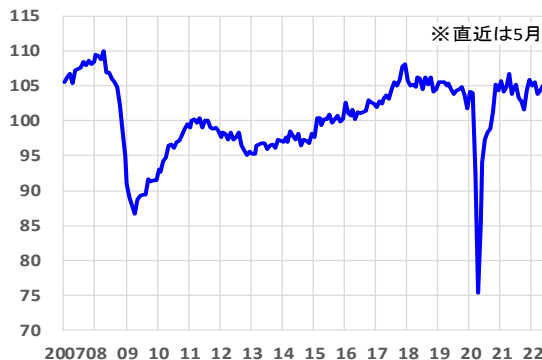
(出所) Eurostat、CEIC Data

ユーロ圏鉱工業の在庫DI (「多い」-「少ない」、%Pt)



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の鉱工業生産 (建設含む、季調値、2015年=100)



(出所) CEIC Data

* **英国の月次GDP** … 4～5月平均は1～3月平均比0.1%と、辛うじてプラスの伸び(1～3月期の前期比0.8%から伸びが鈍化)。4～5月平均の1～3月平均比を部門別に見ると、建設は2.5%と堅調な拡大が続いた一方、製造業が0.0%と横ばい、鉱業が▲0.8%、サービス業が▲0.1%と縮小した。サービス業では、消費者向けサービス(小売、飲食、旅行・運輸、娯楽・レクリエーション)が1.2%と、コロナショックの後退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(▲4.9%)

⁶ 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。

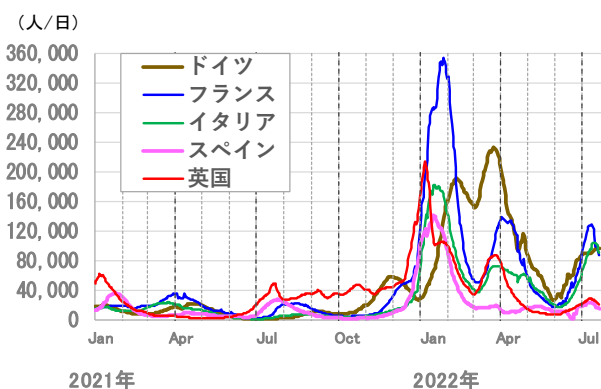
が大幅減少となったため、全体では小幅増にとどまった。上述した輸出のリバウンドの景気全体への影響も限られている模様。また、6月に人出の持ち直しが一服したことや乗用車販売が落ち込んだこと（6月単月では年率134万台）などを勘案すると、英国の4~6月期の実質GDP成長率は中間ラップを下回った可能性が高く、前期比マイナス成長もあり得る状況。

●コロナ感染状況：行動制限再強化の検討には至らず

- 7月入り後のコロナ新規感染者数は、独・伊・仏を中心に増加。直近1週間（7/15~20）の1日あたり新規感染者数は、ドイツ約9.6万人、イタリア約9.0万人、フランス約8.7万人、英国約1.9万人、スペイン約1.4万人。

もつとも、各国とも今年初の流行期のピークを下回って推移していることから、行動制限の再強化は検討されておらず、「コロナとの共存路線」を維持。

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 Data (データ元はWHO) (注)直近は7/15~7/20平均

●景気認識の下方修正：「スタグフレーション」の可能性高まる

- 以上の状況より、欧州経済は、コロナショックが後退してきたものの、ロシア・ウクライナ情勢を映じた記録的な高インフレを主因に足元で足踏み状態が続いており、今後についても、景気後退と物価上昇が同時に進む「スタグフレーション」の可能性が高まっていると判断される。
- 弊社は、近日公表される4~6月期GDPの実績値なども見極めた上で、次号（8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が、通年の成長率予想⁷は下方修正が避けられないと考えている。

(2) 政治・政策トピックス

●英国：ジョンソン首相退陣で保守党党首選に突入

- ジョンソン首相は7/7、保守党の党首辞任を表明。 コロナ下の首相官邸で行われたパーティーの報道がなされた昨年末より、ジョンソン首相および保守党の支持率は低迷していたが、7月上旬に党人事の任命責任を問う形で閣僚が相次いで辞任したことで、追い込まれる形での幕切れとなった。7月中旬からは次期保守党党首の選出に向けた保守党下院議員による第1~5回までの投票が行われ、7/21にはリシ・スナク元財務相（第5回投票で137票/358票を獲得）とリズ・トラス外相（113票獲得）の2名が最終候補として選出された。
- 調査会社 YouGov が7/21に保守党員を対象に行った支持率調査によると、トラス氏が62%⁸、スナク氏が38%と、現時点では、議員投票とは逆の結果となり、トラス氏がリードしている。 スナク氏については「ジョンソン首相を辞任に追い込んだ中心人物」として不信感をもつ党員も多いとされる。今後は全国の保守党員約15万人による決選投票が郵送で行われ、9/5に次期党首が決定、その後、議会で新たな首相にも選

⁷ これまでの成長率予想は、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%である。

⁸ 「わからない」「投票しない」を除く。

出される運び（それまでの期間はジョンソン首相が続投する）。

- 両最終候補の主張を比較すると、経済政策の面でトラス氏は大規模減税を掲げている。ただし、財源についてコロナ債の償還期間の先延ばしを想定しているため、党内から反対論が出ている。

一方、ジョンソン政権で財政政策を担っていたスナク氏はこれまで、減税はインフレを助長するとして反対、まずはインフレ対策を優先する方針を打ち出していた。しかし、7/27に急遽、「一時的で的を絞った⁹⁾減税措置として、エネルギー料金の支払いに対する付加価値減税を提言。直近の世論調査結果を意識した軌道修正と見られるが、「急ブレーキを踏んでUターンした」「主張に一貫性がない」といったネガティブな評価も出ており、党员支持の拡大につながるかどうかは不明。

なお、対 EU の姿勢については、両者ともブレグジット支持者でありジョンソン首相時代と比べて大きな変化は見込み難い。「北アイルランド議定書」の内容変更についても、スナク氏が当初の反対姿勢を後退させたとの報道があり、争点になりにくい状況。

- すなわち、世論調査に基づけば現状ではトラス氏優勢と見られるが、選挙戦は1ヵ月間残っている。スナク氏の軌道修正などにより、選挙戦の流れが変わる可能性も引き続き見ておく必要がある。

<首相候補 2 者の主な主張>

	リズ・トラス外相	リシ・スナク元財務相
経済政策	大規模減税と規制緩和を推進 (減税は約 300 億ポンド/年を想定)	減税反対から当面のインフレ対策として の一部減税容認に軌道修正 (エネルギー料 金支払に対する付加価値減税など)
対 EU	2016 年の国民投票時は残留派であつ たが、その後ブレグジット支持に転換	ブレグジット支持
北アイルランド問題	外相として「北アイルランド議定書」 の内容変更に向けた関連法案を主導	当初は対 EU 関係悪化による経済への影 響を懸念し、議定書の内容変更反対。 しかし、決選投票に進んでからはトーン ダウン (争点になることを回避)
ネットゼロ公約	維持 (ただし、グリーン課徴金は見直し)	維持

(出所)各種報道より伊藤忠総研作成

●イタリア：ドラギ首相退陣で解散総選挙へ

- イタリアの連立与党の一角としてドラギ政権を支えてきた「五つ星運動」(左派)は7/14、政府のインフレ対応策が不十分として、260 億ユーロ規模の物価高騰支援策への投票 (内閣信任投票の位置づけ) をボイコット。法案自体は「五つ星運動」抜きで成立したものの、ドラギ首相は足並みの揃わないテクノクラート内閣 (政党に属さない者からなる内閣) は存続できないとして、マッタレッラ大統領に辞表を提出。大統領は首相を慰留し、7/21 に首相演説・再度の信任投票が行われたものの、今度は「五つ星運動」の他、右派の「同盟」及び中道右派の「フォルツァ・イタリア」も投票を棄権。この事態を受けて、ドラギ首相

⁹⁾ 平均的な家庭のエネルギー料金の上限が 3,000 ポンドを超えた場合 (英国では家庭用エネルギー料金に上限が設けられており、年に 2 回改定される。次回改定は 10 月に予定されており、専門家は 3,000 ポンド付近を予想)、5%の税率を 10 月から 1 年間廃止する計画。

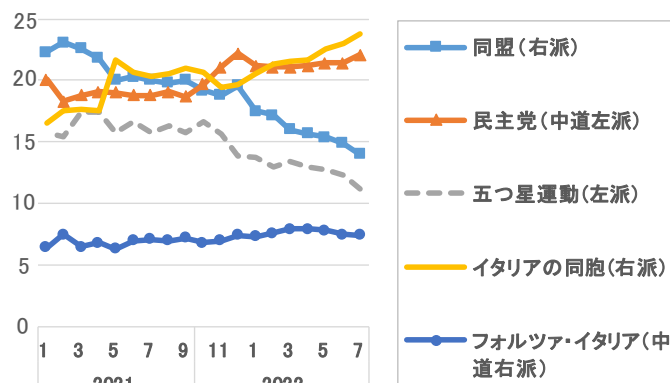
は再度辞表を提出し、マッタレツァ大統領も受理、議会の解散及び 9/25 の総選挙実施が決定した。

➤ 今回、連立主要 3 党がドラギ首相を退陣に追い込み、総選挙前倒しに動いた背景には、各党の支持つなぎ止めや議席確保に向けた駆け引きがある。イタリアでは元々、任期満了に伴う総選挙が来春に迫っていたが、「五つ星運動」と「同盟」は支持率低下に歯止めがかからず、「フォルツァ・イタリア」の支持率も低迷が続いている。

➤ 足元の支持率トップは右派の「イタリアの同胞」で、それに中道左派の「民主党」が続くが、ともに支持率は 20% 台である。そのため、総選挙実施後の 新政権樹立には、新たな政党連立が不可避と考えられるが、その組み合わせは流動的であり、どの政党が主導権を握るのか、複雑な政権基盤のもとで誰が新しいリーダーになるのかも展望し難い。

➤ こうした政局のもとで、イタリアの経済政策や外交スタンスが大きく変わる可能性も高まりつつある。中でも、①大幅な財政拡張スタンスへ転換する可能性、②EU コロナ復興基金の受取条件となっている構造改革を実行できない可能性が浮上すれば、国債相場の下落につながりかねない点には注意を要する。その他、イタリアがこれまで天然ガス輸入の 4 割強をロシアに依存¹⁰してきたことなどを勘案すると、次期政権の枠組みによっては対ロシア政策の見直しに動く可能性も排除できない。

イタリアの政党別支持率(%)



(出所) SWG

●EU タクソノミー：原子力と天然ガスは「脱炭素に必要」とすることで決着

➤ EU タクソノミーは、「持続可能な経済活動とは何か」についての EU としての具体的な定義・分類。将来、EU の補助金や公的融資を受けるためのガイドラインになるほか、民間資金をグリーン分野に誘導する効果も期待されている。ただし、原子力と天然ガスによる発電の扱いについては、「脱炭素への移行措置として持続可能な経済活動に位置付けるべき」との意見と「EU タクソノミーの厳格性が失われるため外すべき」との意見が交錯し、議論の行方が注目されてきた。

➤ 欧州委員会は 2/2、その 原子力と天然ガスについて、一定の条件と期限を設けつつ「持続可能な経済活動」に含める方針案を公表。6/14 に欧州議会の一部委員会¹¹で否決されるなど、その後の EU 域内での議論は紛糾したが、最終的には 7/6 の欧州議会本会議での承認¹²に至った。

➤ 今後は 2023 年初からの発効が予定されているが、①天然ガスのロシアからの輸入が続けば、対露制裁の効果を弱めかねない、②EU タクソノミーが加盟国の政治的思惑を反映した「妥協の産物」になった、などの懸念や批判はくすぶり続けている。EU タクソノミーが高い実効性を確保し、世界のグリーンビジネスや投資資金の流れに大きな影響を及ぼす存在になるかどうかは、引き続き予断を持たずにウォッチしていく必要がある。

¹⁰ イタリアの鉱物性燃料輸入に占める対ロシアのシェアは、天然ガス 43%、原油 11%、石炭 53% (2020 年、数量ベース)。

¹¹ 経済・金融委員会と環境・公衆衛生・食品安全委員会の合同会議。

¹² 反対は 278 人で、否決に必要な過半数 (353 人) には達しなかった。