

欧州経済：景気停滞の中、信用不安がくすぶる

欧州では、マインドの改善は続くものの、実態経済への波及には時間を要する見込みである。また、コアベースのインフレ率の上昇が続くなど、インフレ圧力が根強い中、中央銀行は金融引き締めを継続。実質可処分所得の減少に加え、金融引き締めの影響もラグを伴って顕在化する中で、当面は景気停滞が見込まれる。そうした状況の下、米国の銀行破綻を契機として、3月中旬にクレディ・スイスに対する経営不安が急速に強まり、AT1債市場が混乱。同社の買収や、当局による関連声明の発表によって事態は沈静化しつつあるが、信用不安がくすぶる。仮に信用不安が長期化すれば、従来の金融引き締め効果と併せ、実体経済への悪影響が拡大し得る点に留意が必要となる。

(1) 欧州の景気動向

●米国発の銀行不安が欧州へ飛び火、信用不安がくすぶる

<クレディ・スイスの救済措置は一先ず完了>

- ▶ クレディ・スイス銀行は2021～22年にかけて、業績悪化やマネーロンダリングを巡る有罪判決等の不祥事が相次ぎ、顧客預金の流出¹に直面するなど、信用不安が高まっていた。
- ▶ 同社の中核的自己資本比率は2022年末で14.1%と高めの水準であったものの、3/10の米国シリコンバレー・バンク(SVB)の破綻により、銀行部門全般に対する不安が高まったこと、3/15に筆頭株主であるサウジ・ナショナル・バンクが追加支援の可能性を否定したことなどが引き金となり、3月中旬には同社に対する経営不安が急速に強まった。
- ▶ 3/19、スイス国立銀行は同社の救済措置として、政府保証付きの流動性支援を発表。同日にUBSが30億スイス・フランでの買収を発表したことで、救済措置は一先ず完了した。後述のAT1債の扱いなどを巡って訴訟に発展する可能性もあり、買収が滞りなく進むか懸念は残るものの、UBSは2023年末までの統合完了を目指すとしている。

<欧州AT1債市場が混乱>

- ▶ しかし、上記3/19のスイス当局による流動性支援が、契約上の「破綻不可避に不可欠な特別な政府支援を受ける場合」にあたる²として、クレディ・スイス発行の「AT1(Additional Tier1)債」が無価値化。本件は同社発行のAT1債にとどまらず、欧州AT1債全体への警戒感の高まりへとつながり、利回りは急騰。AT1債は、財務状況が一定水準を下回った場合に、元本削減や株式への転換により中核的自己資本(Tier1)比率を高めるものだが、当債保有者が株主以上に



¹ 22年には前年総資産の21%に相当する1,596億フランの減少。

² ただし、今回の支援が「破綻回避に不可欠な」支援であったのかを巡り、投資家の中には訴訟の可能性を探る動きもある。

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。

損失を被る対応となったことが混乱の原因となった。

- この混乱に際し、当局も迅速な対応を行った。ECB（欧州中銀）のラガルド総裁は3/20、同社発行のAT1債に対する不安軽減のため、「同社が発行するAT1債の欧州金融機関による直接保有額は非常に小さく、数百万ユーロ単位」との見方を欧州議会で説明。また、ECBとBOE（英国中銀）は、AT1債の問題がユーロ圏や英国全般に飛び火することを避けるため、それぞれの金融規制下では、破綻時に自己資本の中核である普通株式が優先して損失にさらされるとの原則を確認する声明を発表。今回はスイス当局主導の特殊ケースと位置づけることで、事態の鎮静化を図った。

- 原則として、AT1債は償還期限のない永久債であるが、早期償還が慣例となっているところ、一部銀行はAT1債の早期償還の見送りを決定。これに対し市場はAT1債の価格下落（利回り上昇）で対応。市場のネガティブな反応を受け、自己資本調達コストの上昇は避けられない状況であり、銀行の経営を圧迫する懸念がある。

早期償還可能日が近い主な欧州AT1債

償還可能日	社名
4/28	ドイチェ・ファンドプリーフ(独) ※早期償還見送りを決定(3/24)
4/30	アーレアル(独) ※早期償還見送りを想定と報道(3/24)
6/3	ウニクレディ(伊)
6/27	ロイズ・バンキング・グループ(英)
9/15	パークレイズ(英)
9/24	HSBCホールディングス(英)
9/29	HSBCホールディングス

(出所) 各種報道より伊藤忠総研作成

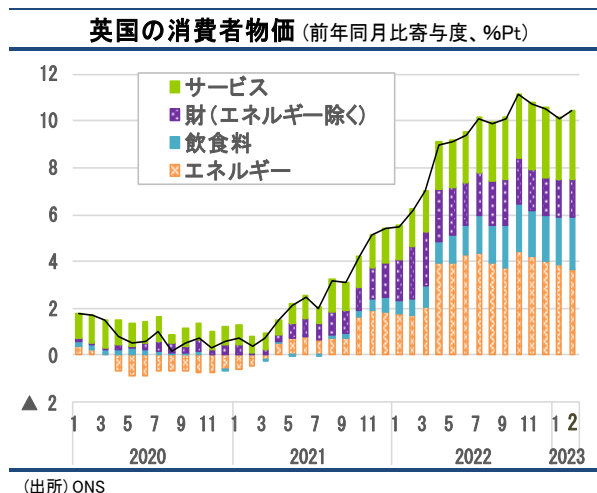
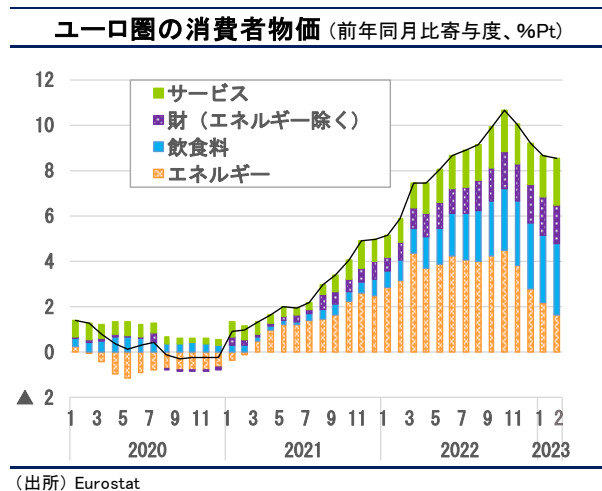
●物価と金融政策：インフレ圧力が残存する中、中央銀行は利上げを断行

<インフレ圧力は依然として根強い>

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏では1月の8.6%から2月には8.5%へと4か月連続で低下、英国では1月まで3か月連続で低下した後、2月は10.1%から10.4%へと再加速した。変動の大きいエネルギー・食品類を除いたコアベースのインフレ率も、ユーロ圏、英国ともに上昇（ユーロ圏：2023年1月前年同月比5.3%→2月5.6%、英国：5.8%→6.2%）。ただし、英国のインフレ率再加速については、衣料・履物やアルコール類の値上げ、悪天候による野菜価格高騰など、一時的要因の影響が大きいと考えられる。今後もエネルギー・食品類を含むインフレ率の緩やかな低下が想定される。
- 2月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格（ユーロ圏：18.9%→13.7%、英国：51.2%→49.0%）の伸びの低下が継続。ユーロ圏では各種政策や天然ガス価格の下落の影響を受け、光熱費（ユーロ圏：23.7%→19.0%、英国：26.6%→26.6%³）を中心に低下した。
- 一方、高水準に達している原材料価格などの各種コストが川上分野から川下分野へと着実に価格転嫁されており、食料品類（ユーロ圏：14.1%→15.0%、英国：13.2%→14.3%）の価格上昇率は、加工食品などで高まっている。英国当局は加えて、天候不順による野菜価格の高騰を指摘。
- コアベースの財（ユーロ圏：6.7%→6.8%、英国：5.6%→5.7%）は、衣料・履物（ユーロ圏：4.9%→5.3%、英国：6.2%→8.1%）などの品目で引き続き上昇。英国当局によれば、衣料・履物について、例年年末商戦後の1月から2月にかけては春物が投入されるため価格が上昇するが、昨年の価格設定が控えめであったことも影響し、本年は2012年以来の上昇幅となった模様。
- サービス価格（ユーロ圏：4.4%→4.8%、英国：6.0%→6.6%）の伸びは、ウェイトが高い飲食・宿泊（ユーロ圏：8.2%→8.6%、英国：10.8%→12.1%）を中心に上昇。後述の通り、名目賃金の伸びは英国では頭

³ 英国では消費者向けガス・電力の支払額の上限（2022年10月から2023年6月まで、標準的な家庭のガス・電気使用量の場合年間2,500ポンド）が設定されているため、伸びは横ばい。

打ちの兆しもみられるものの、ユーロ圏では上昇を続けており、賃金動向の影響が大きいサービス価格の伸びが低下に転じるにはまだ時間がかかるとみられる。



<信用不安がくすぶる中でも、ECBは0.50Ptの利上げを決定>

- ECBは3/16の定例理事会で、0.50%Ptの政策金利の引上げを決定。利上げ幅を前回(2023年2月)に引き続いて0.50%Ptとし、主要リファイナンス金利を3.00%から3.50%へ、中銀預金金利(預金ファシリティ金利)を2.50%から3.00%へそれぞれ引き上げた。上述のように米SVBの破綻を契機として、理事会前後でクレディ・スイス関連の信用不安が広がったことについて、一時は利上げペース鈍化や先送りの観測が高まったものの、声明文では「ユーロ圏の銀行部門は強靱」であると同時に「必要であれば流動性を供給する十分な手段を有している」旨を説明、事前に予告していた0.50%Ptの利上げを決定し、インフレ退治を最優先とする姿勢を貫いた。
- また、今後についてはデータ次第とするアプローチ⁴を改めて強調。ラガルド総裁は記者会見で「不確実性が減少し、ECBスタッフによるベースライン見通し⁵に沿って推移すれば、カバーすべき道のりが残る(利上げすべき)」と言及し、次回5/4の理事会での利上げを否定しない姿勢を示唆した。インフレ率や賃金の動向を鑑みると、利上げの継続がメインシナリオとして想定されるが、仮に信用不安が高まれば、信用収縮や景況感の悪化へとつながることが懸念され、利上げの停止も視野に入るなど、ファンダメンタルズに加え金融市場の動向が、今後の鍵を握るとみられる。

<BOEは0.25Ptの利上げを決定、今回で打ち止めの可能性>

- BOEは3/23の金融政策委員会で、政策金利の4.00%から4.25%への引上げを賛成多数(7対2)で決定。利上げは2021年12月以降11会合連続で、利上げ幅は前回(2023年2月)の0.50%Ptから0.25%Ptへと縮小。また、上述の金融市場の混乱については、英国銀行システムの強靱性を強調するとともに、インフレ率や景気への影響について、次回5月の会合で評価するとした。
- 声明文では、「より持続的なインフレ圧力が見られる場合、一段の金融引き締めが必要となるだろう」との文言を維持した一方で、インフレリスクについては「顕著に上方」とした前回判断を取り下げた。イン

⁴ 具体的には、(1)足元の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、(2)基調となるインフレ動向、(3)金融政策の波及具合を注視。

⁵ 今回のスタッフによる見通しは、作業上のカットオフ日の関係で、上記金融市場における緊張は反映されていない。

フレ率の見通しに関しては、足元のエネルギー価格の低下や、3/15に発表された春季予算において、政府によるエネルギー価格抑制策の3か月延長が発表されたことなどを受け、2023年第2四半期には大幅に低下するとの見方を示している。

- 後述のように足元の賃上げ率は伸びが減速するなど労働需給緩和の兆しもみられる中で、2月のインフレ率の再上昇も、変動の大きい品目による一時的な側面が強いとすれば、利上げは打ち止めとなる公算が大きい。弊社は今回の利上げで打ち止めとのシナリオを据え置く。ただし、景気の想定以上の上振れやコアベースのインフレ率の高止まりが続く場合には、追加利上げも視野に入る。

●その他の経済指標は景気停滞を示唆

- 欧州では、昨年末からガス価格の下落などにより、企業の景況感は改善しつつも、生産の回復は鈍い。消費者マインドも改善は続くが低水準に留まっており、物価高に伴う消費者の購買力の低下などを背景として、個人消費も引き続き減少基調にある。

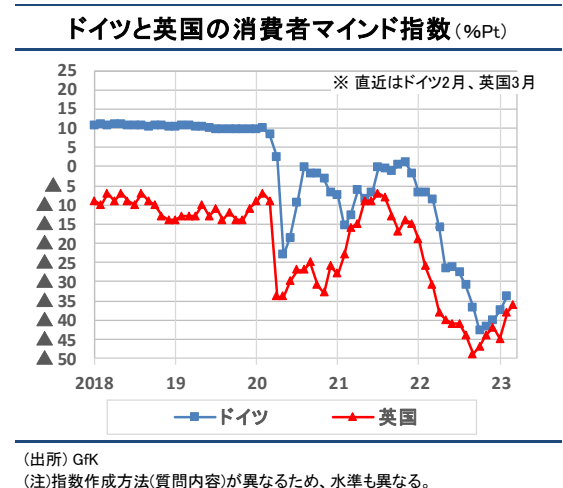
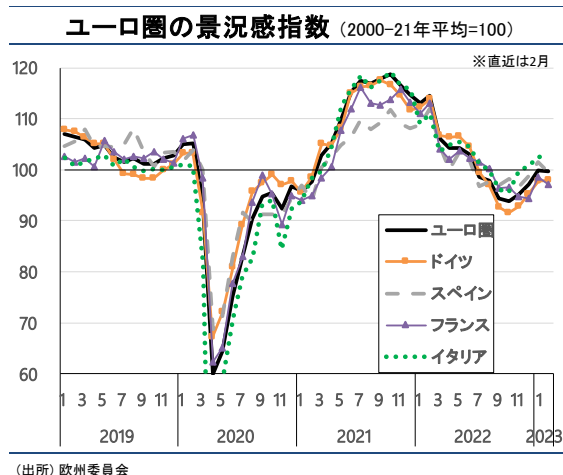
* ユーロ圏の景況感指数 … 2月は99.7(1月は99.8)と4か月ぶりに前月からわずかに低下。主要国ではイタリアが長期平均を上回る水準まで回復も、ドイツやフランス、スペインは同平均を僅かに下回る水準で停滞。主体別の内訳は、小売業や建設業、家計は前月から改善も、鉱工業、サービス業は足踏み状態。今後は3月に高まった信用不安が企業や家計のマインドに与える影響について、要注視。

* ドイツ・英国の消費者マインド指数 (Gfk社調べ) … ドイツの2月は▲33.8%Pt(1月▲37.6%Pt)と、昨年10月に底入れした後、改善が続く。

英国の3月は▲36.0%Pt(2月▲38.0%Pt)と、2か月連続の改善。ただし、ともにコロナ第1波発生直後(2020年4~5月)を下回る記録的な低水準で推移。英国では景気の現状・先行き判断や耐久財の買い時判断が牽引して前月から改善も、家計の金融環境の先行き判断は悪化しており、実質賃金の目減りや食料品価格高騰などの影響が重くのしかかっている模様。

* 小売売上高 (数量ベース、自動車を除く) …

ユーロ圏の1月は前月比0.3%(12月は▲1.7%)と増加も、10~12月平均比で▲0.6%と、1~3月期の滑り出しは弱い。主要国の1月は、スペイン(10~12月平均比1.6%)、イタリア(同0.0%)を除く、フランス(同▲1.1%)、ドイツ(同▲0.9%)で10~12月平均比マイナス。品目別では、食料品類(同0.1%)が増加した一方、自動車燃料(同▲0.9%)や非食料品(自動車燃料を除く)(同▲0.4%)が減少。食料品の増加についても、消費者が物価高により外食を控えたことが押し上げに寄与した可能性があるなど、消費全体の基調は弱い。



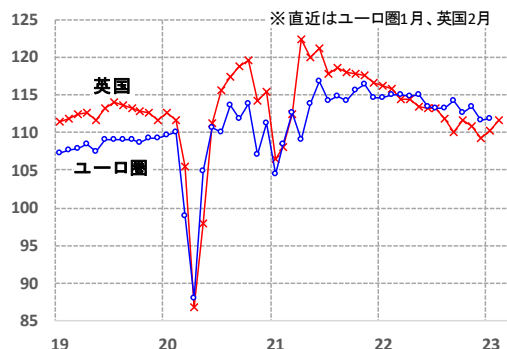
英国の2月は前月比1.2%（1月は0.9%）、1～2月平均の10～12月平均比も0.4%と昨夏以降の減少傾向に一旦の歯止め。内訳としては、その他非食料品店（10～12月平均比▲1.8%）や衣料品店（同▲0.4%）、自動車燃料（同▲0.3%）を中心にマイナスに寄与したものの、家庭用品店（同2.6%）や無店舗販売（同2.1%）、食料品店（同0.0%）などがプラスに寄与。当局は、一部販売促進キャンペーンによる無店舗販売等での売上げの前倒し、また食料品の増加について、消費者が物価高により外食を控えたことが押し上げに寄与した可能性を指摘しており、物価高が続く中で、先行きは慎重に見るべきだろう。

* **乗用車販売台数** … **ユーロ圏**（ECB算出の季節調整値）の1～2月平均は年率870万台と、10～12月期の同900万台から減少。2022年7～9月期、10～12月期と増加した後、2019年通年の1126万台から20.1%低い水準で足踏み。英国（当社試算の季節調整値）は1～2月期は年率167万台と、10～12月期の同166万台から横ばい。2019年通年の229万台と比較して27.4%低い水準で停滞。ユーロ圏、英国ともに供給制約緩和の動きは一服したが、高インフレを受け需要が伸び悩んでいる可能性。

* **ユーロ圏の鉱工業生産**（数量ベース、建設を除く）… 1月は前月比0.7%（12月は▲1.3%）、10～12月期平均比で0.2%の増加。ただし、昨年末に牽引役となった基礎医薬品や輸送用機器の勢いは一服する中、回復のモメンタムは弱い。10～12月平均比の増減率を部門別に見ると、**製造業**は、基礎医薬品（10～12月平均比▲12.5%）や輸送用機器（同▲2.2%）などが前期の反動により減少した一方で、食料品（同1.2%）や機械（同0.8%）を中心に増加し、全体として0.5%の増加。**鉱業・採石業**は▲10.4%と大幅に減少。**電気・ガス・蒸気・空調**は1.3%と増加に転じた。

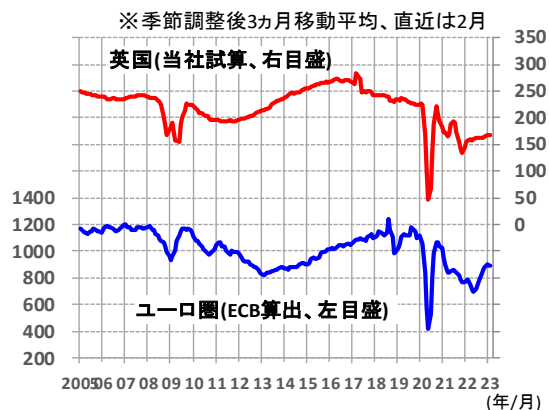
* **英国の月次GDP** … 1月は前月比0.3%（12月は▲0.5%）と持ち直しも、10～12月平均比で▲0.0%と微減。1月の増減率（10～12月平均比）を部門別に見ると、**鉱工業生産**は10～12月期に6四半期連続の減少を記録した後、1月は▲0.1%と、1～3月期も弱い滑り出し。うち**製造業**は、前期の反動から**医薬品**（▲5.6%）や**輸送用機器**（▲0.3%）が減少し、▲0.6%の減少。**鉱業・採石業**▲4.1%も引き続き減少も、**電気・ガス・蒸気・空調**（4.1%）は反発、**水・廃棄物処理**（1.7%）も増加。サ一

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）



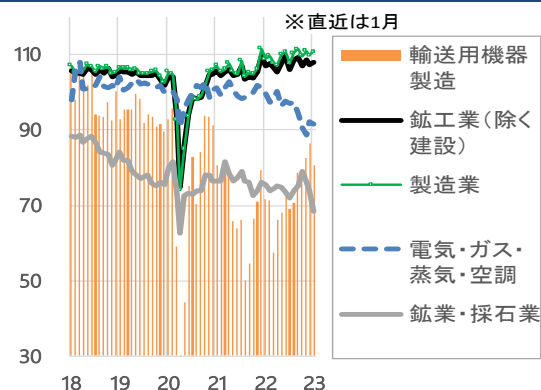
（出所）CEIC Data

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

ユーロ圏の鉱工業生産（季節調整値、2015年=100）

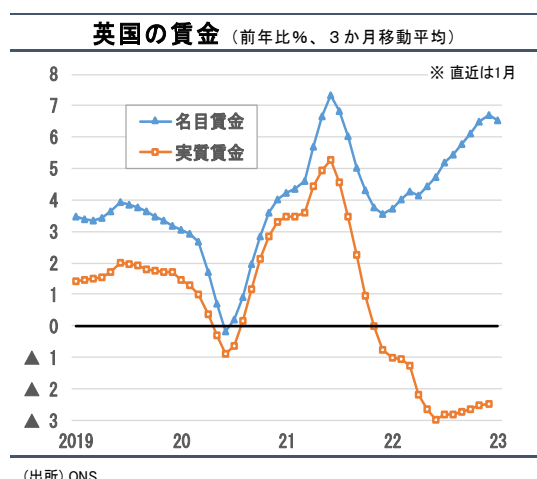
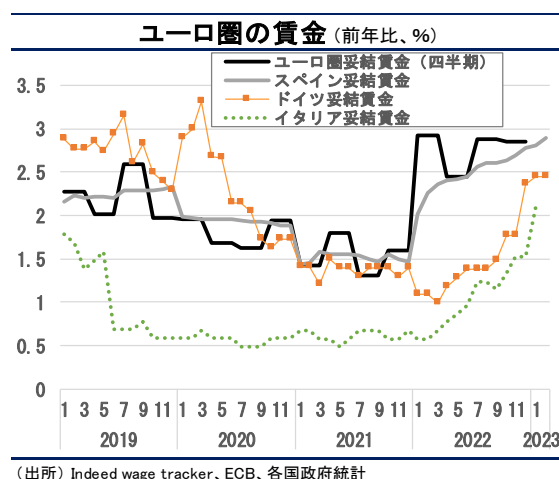


（出所）CEIC Data

ビス業は、ストライキの影響を受けた運輸・倉庫(▲1.2%)などで減少したものの、情報通信(0.9%)などで増加し、0.1%と増加。建設業は▲1.9%と減少。金利上昇等の影響が徐々に下押し要因として顕在化しているものとみられる。

* **ユーロ圏の賃金** … 10~12月期のユーロ圏妥結賃金は、2.85%と前期(2.88%)から横ばいの伸び率となり、ECBは「インフレ目標を安定的に達成するため、整合的とされる賃金上昇率」と評価。ただし、主要国の月次ベースの妥結賃金について、ドイツの2月は前年比2.5%(1月は2.5%)、スペインの2月は同2.9%(1月は2.8%)、イタリアの1月は同2.1%(12月は1.5%)と横ばいから上昇傾向にある。ECBの試算するwage tracker⁶によれば、賃上げ率は2022年の4.4%から、2023年は4.8%へと加速する見込みであるなど、昨年末から続く高インフレが足元の賃金を押し上げる状況はしばらく続くものとみられる。

* **英国の賃金** (ボーナス除く) … 1月の平均週給(後方3か月移動平均)は名目ベースで前年比6.5%(12月6.7%)と、12月まで8か月連続で伸びが高まった後、久方ぶりに低下。民間部門では7.0%(12月7.3%)と、公的部門の4.8%(11月4.3%)と比較して高い伸びが継続するものの、公共部門を中心としたストライキの影響もあり、両部門の差は縮まりつつある。実質ベースでは▲2.4%(12月▲2.5%)と、14か月連続で、マイナス圏内で推移しており、物価高騰による賃金目減りの状態が継続。



●景気見通し：景気停滞の中、信用不安がくすぶる

- ▶ 今後の欧州経済は、高インフレを受けた実質可処分所得の減少に加え、中央銀行による金融引き締めの影響もラグを伴って顕在化する中で、内需が下押しされ、年央にかけて当面は低空飛行が続くとのシナリオを維持する。足元では企業の景況感や消費者マインドの改善が続くものの、生産の回復は鈍く、物価高に伴う消費者の購買力の低下などを背景として、個人消費も減少が続くなど、企業や消費者の行動は慎重である。マインド改善の実態経済への波及には、時間を要するものと考えられる。
- ▶ インフレについて、年央にかけてエネルギー価格の伸びは低下すると見込まれるが、足元ではコアベースのインフレ率の上昇が続いており、インフレ圧力は根強い。特に、ユーロ圏の賃金上昇は加速傾向にあり、賃金動向の影響が大きいサービス価格の伸びが低下に転じるにはまだ時間がかかるとみられる。

⁶ ユーロ圏7か国が2022年中に妥結に至った労使交渉の結果を使用し、試算。

- 加えて、米国発銀行不安が欧州へ飛び火し、信用不安がくすぶるなど、新たな懸念事項が発生している。金融引き締めにより、既に銀行の貸し出し態度は慎重化しているが、今回の信用不安が長期化すれば、銀行の資金調達コストの上昇を背景に企業への資金供給が一段と抑制、設備投資が想定以上に減少するリスクがあることには留意が必要である。

(2) 政策トピックス：英・EU が北アイルランド問題で雪解け

- 北アイルランド議定書を巡る英・EU 間の対立は、2/27 に両者が「ウインザー・フレームワーク」の締結で合意、本枠組みが 3/23 に英国下院議会で可決された後、3/24 に正式採択されたことで雪解けとなった。
- 英本土（グレートブリテン島）から北アイルランドへの物流については、「ベルファスト合意⁷」のもとで Brexit を実現するため、2021 年に発効した「北アイルランド議定書」において、英国内取引にもかかわらず通関手続や一部品目に対する EU 規格の適合検査が必要等の取り決めがなされていたため、取引コストの増大や物流停滞を招いた。
- 英国は議定書の抜本的な見直しを EU 側に要請するも話し合いは平行線をたどったため、英政府は昨年 6/13、「北アイルランド議定書」の一方的な内容変更を行う趣旨の法案を議会へ提出、審議が進む中で EU との交渉は決裂した。その後、首相がジョンソン氏からトラス氏、スナク氏へと交代する中で、法案の行方や EU との交渉再開の有無が注目されていたところ、今回の合意に至った形だ。
- スナク英首相は本枠組み締結により、(1)英本土・北アイルランド間の輸送手続きが軽減される、(2)北アイルランド内の EU 法の適用割合が縮小される、(3)新たな EU 規制案が出る際、北アイルランド議会が異議を唱え、導入を阻止する権利を持つ、といったメリットを強調。具体的なポイントは以下のとおり。
 - ✓ 英本土から、最終消費地を北アイルランドとして輸送されるモノは「グリーンレーン（書類提出や税関検査なし）」を、最終消費地をアイルランドとして北アイルランド経由で輸出されるモノは「レッドレーン（通常の手続きあり）」を通過させることで、前者にかかる手続きを簡素化⁸
 - ✓ 例えば、北アイルランドでは EU の VAT 規則が適用されるが、一部費目はその対象外となり、英国の VAT や物品税が適用される
 - ✓ EU 規則を巡る紛争処理は引き続き欧州司法裁判所が管轄。ただし、北アイルランドで新たな EU 法導入が予定される際、同議会のうち 30 名以上の議員が反対すれば、導入を阻止できる（「ストーモン・ブレーキ」）
- 本枠組みは北アイルランド問題に留まらず、EU や米国との関係改善・強化を図る道を開くもの。例えば、(1) EU との安全保障・外交政策の協力強化や、(2) EU の研究やイノベーションの資金調達プログラムである「ホライズン・ヨーロッパ」（7 年間で 955 億ユーロ）への準参加国としての復帰、更には北アイルランドの平和に深い関心を寄せるバイデン大統領を擁する米国との関係強化にもつながる可能性がある。
- 残る課題としては、北アイルランドの自治政府樹立が挙げられる。北アイルランドでは上記「ベルファスト合意」に基づき、これまで第 1 党（DUP⁹）から首相、第 2 党（シン・フェイン党¹⁰）から副首相を出して、自治政府を共同運営してきた。しかし、昨年 5/5 に実施された北アイルランド議会選で DUP は第 2 党に

⁷ 1998 年に締結。具体的には、1960 年代後半から激化した北アイルランド紛争の解決を目的に、北アイルランドとアイルランド間の国境のヒトとモノの自由な往来を保障する等の取り決めを行った。

⁸ 関連して、英国が管理する北アイルランドと英国本土間の貿易のリアルタイムデータに対して EU 当局がアクセスできるシステムを導入予定。

⁹ 親英派・プロテスタント系の民主統一党。

¹⁰ 親アイルランド派・カトリック系政党。

転落するも、副首相擁立に非協力的で、「北アイルランド議定書の修正¹¹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である。

- DUP は、本枠組みに対し一定の評価をした一方で、引き続き欧州司法裁判所が役割を果たすこと（EU の関与が残ること）に対して反発の姿勢を崩していない。しかし同党の投じた反対票もむなしく、本枠組みは英国下院で可決、正式に採択された。また、北アイルランド内で本枠組みに反対する有権者の割合は僅か 17%程度との世論調査¹²結果もある中、4月の「ベルファスト合意」締結 25 周年に合わせて計画されているバイデン米大統領の訪問も後押しとなり、DUP の自治政府樹立への協力も時間の問題と考えられる。

¹¹ 貿易遮断を回避する、北アイルランドに自らを統治する法律の制定について発言権を与える等の 7 つの基準を掲げ、英本土及び EU に対して修正を迫った。

¹² Irish News、Institute of Irish Studies-University of Liverpool が 3/3～14 に調査。