

欧州経済：中東情勢の悪化で ECB はタカ派姿勢を強める

ユーロ圏景気は、米国の関税措置を受けた輸出の停滞やそれに伴う鉱工業生産の弱さを抱えつつも、良好な雇用環境と安定した物価動向を背景とした個人消費の堅調さに支えられ、底堅さを維持。もっとも、3月入り後はイスラエル・米国によるイラン攻撃を契機とする中東情勢の緊迫化で、原油価格と天然ガス価格が急騰し、ユーロ圏のインフレ率には強い押し上げ圧力。エネルギー価格の高騰が長期化すれば、景気の牽引役であった個人消費が腰折れするリスク。

こうしたなか、ECBは3月会合で政策金利を2.00%で据え置くことを決定。ECBはインフレ再燃への警戒からタカ派姿勢を強めており、当社はECBが早晚利上げに踏み切ると予想。現時点では6月会合での利上げ開始をメインシナリオとしているものの、当面の金融政策は中東情勢に大きく左右される状況。

ユーロ圏現況：輸出が停滞するも堅調な個人消費が景気を下支え

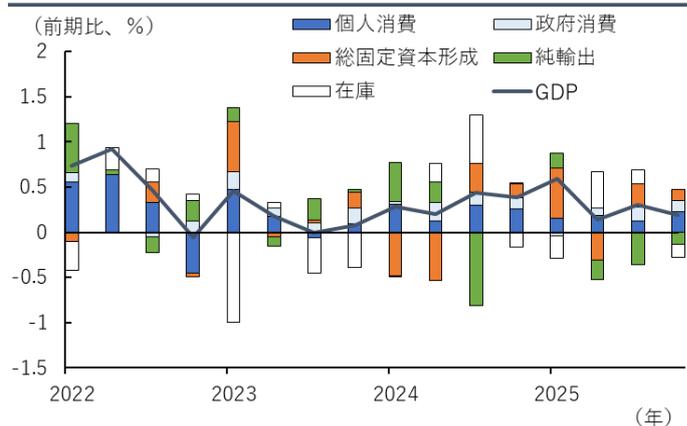
ユーロ圏景気は、個人消費を中心に底堅さを維持している。

3月6日に公表された2025年10～12月期の実質GDP成長率の確定値は前期比+0.2%と改定値(+0.3%)から下方修正され、7～9月期(+0.3%)からは僅かに減速したものの、回復基調を維持した(右図)。2025年通年では前年比+1.4%とこちらも改定値(+1.5%)から下方修正されたが、1%台前半とみられる潜在成長率を踏まえると堅調な伸びとなった。

同時に公表された内訳をみると、米国の関税措置を受けた輸出(前期比▲0.4%)の減少が下押し要因となった一方、堅調な個人消費(+0.4%)が景気を下支えした。また、前期からは伸びが減速したものの、政府消費(+0.5%)や設備投資(総固定資本形成、+0.6%)の増加も押し上げ要因となった。

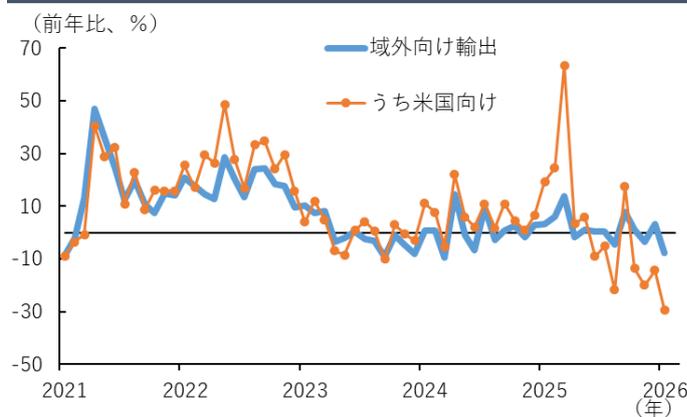
2026年入り後も、同様の景気動向が続いている。ユーロ圏の域外向け輸出は、関税措置を受けた米国向け輸出の減少によって低迷している。1月の米国向け名目輸出は前年同月比▲29.4%と、駆け込み需要で上振れていた前年の反動という面もあ

ユーロ圏の実質GDP (寄与度分解)



(出所) Eurostat、伊藤忠総研

ユーロ圏の域外向け名目輸出



(出所) Eurostat

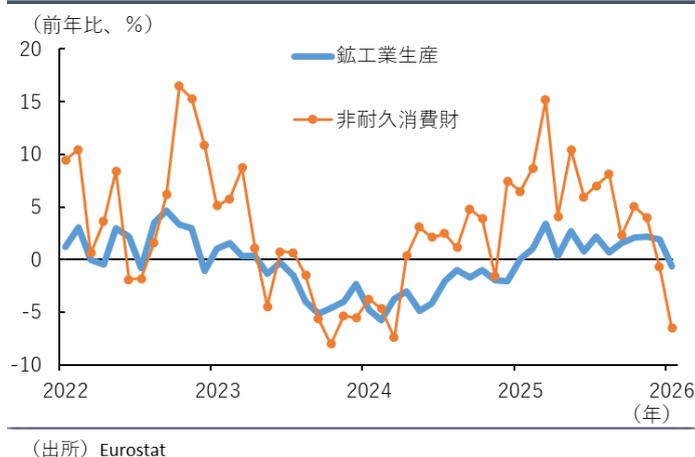
るものの、4 か月連続で大幅なマイナスとなった（前頁右下図）。名目輸出全体でも、1 月は▲7.6%と前年同月比で減少に転じた。

こうした輸出の停滞が生産活動の重石となっている。ユーロ圏の 1 月の鉱工業生産は前年同月比▲0.6%と、13 か月ぶりのマイナスに転じた（右図）。輸出同様に、非耐久消費財を中心に昨年の駆け込み需要の反動が出た面があるものの、前月比でも▲1.5%と 2025 年 12 月（▲0.6%）に続いて 2 か月連続で減少するなど、停滞感の強い状況だ。

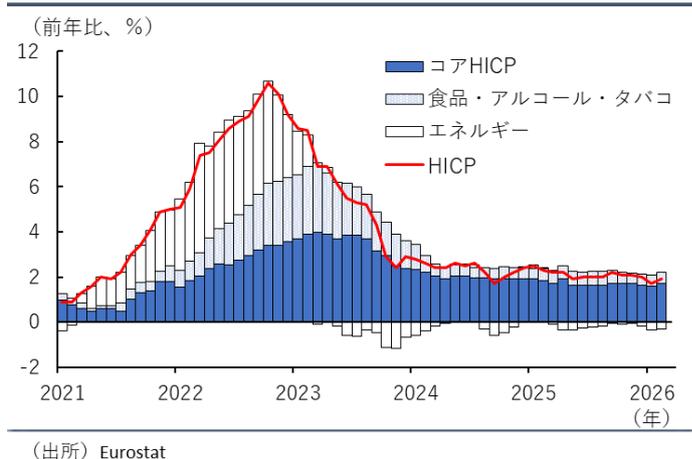
一方で、個人消費は好調が続いている。ユーロ圏の 1 月の実質小売売上高は前年同月比+2.0%と前月（+1.8%）から伸びが小幅に加速し、19 か月連続で前年から増加した。

背景には、良好な雇用環境と安定した物価動向の継続による実質所得の改善が存在する。ユーロ圏の 1 月の失業率は 6.1%と前月（6.2%）から低下し、統計開始以来の最低水準で推移している。また、2 月の消費者物価指数（HICP）は前年同月比+1.9%と、2024 年後半以降、欧州中央銀行（ECB）の目標である 2%前後での推移が続いている（右図）。こうした雇用環境・物価動向を背景に、ユーロ圏の 2025 年 10~12 月期の実質雇用者報酬は前年同期比+2.2%と、前期（+2.6%）からは減速したものの、底堅い伸びを維持した。

ユーロ圏の鉱工業生産



ユーロ圏のHICP（寄与度分解）



イラン情勢の影響：原油価格 100 ドルが続けばユーロ圏のインフレ率を+0.8%押し上げ

もともと、足元では、これまでユーロ圏の景気を支えてきた個人消費が腰折れする懸念が生じている。米国・イスラエルによるイラン攻撃をきっかけとした中東情勢の緊迫化によって、市場におけるエネルギー価格が急激に上昇しており、安定的な推移が続いていたインフレ率が上振れる可能性が高まっているためだ。

欧州で主に用いられる原油価格の指標であるブレント原油価格は、2 月 27 日時点の 1 バレル当たり 73 ドル前後から、週明けの 3 月 2 日には 80 ドルまで急騰。その後も上昇傾向が続き、執筆時点（3 月 26 日）では 100 ドル前後での推移となっている。

原油価格の上昇はインフレ圧力となる。ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）におけるエネルギー関連指数はブレント原油価格との関連性が高く、ブレント原油価格の変動に2か月程度遅れてエネルギー価格が連動する傾向にある（右図）。これまでの傾向をもとにすると、前年同月比でブレント原油価格が+10%上昇した時、ユーロ圏内のエネルギー価格は+2%弱上昇する関係にある。エネルギー価格はHICPの1割程度を占めるため、HICP全体では+0.2%程度の押し上げ圧力となる。このままブレント原油価格が足元と同程度の1バレル100ドル前後で推移した場合、HICPは+0.8%程度上振れる計算だ。

原油に加えて、天然ガスの価格も急騰している。欧州最大の天然ガス取引所であるオランダTTFにおける天然ガス価格は、2月27日には32ユーロ/MWhで取引されていたが、3月2日には40ユーロ台後半、3日には一時60ユーロ台まで上昇した。欧州における天然ガスは冬季の暖房設備だけでなく、発電においても欠かせないエネルギー源だ。2025年時点では、EUにおける発電量のおよそ16%が天然ガスによって賄われている（右図）。暖房需要が強い冬季よりは影響度は低下するものの、天然ガス価格の高騰が欧州の電力価格を押し上げ、更なるインフレ圧力となる懸念がある。

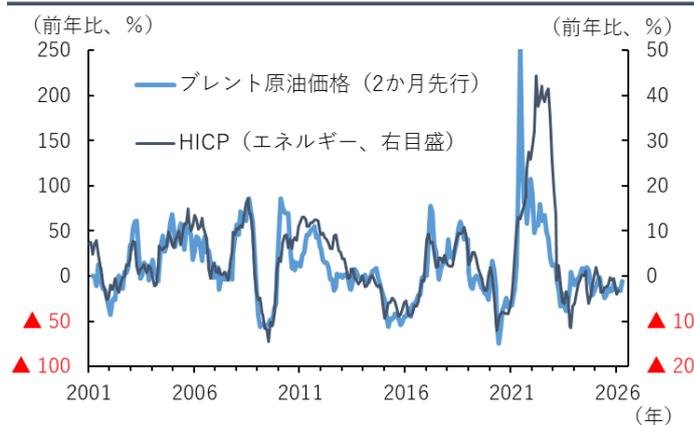
加えて、足元のEUの天然ガスの貯蔵率¹は直近4年間で最も低く、ロシアのウクライナ侵攻によって大きく減少した2022年春と同水準となっている（右図）。今後、夏から秋にかけては来年の冬に向けて天然ガスを積み増す必要があり、市場価格が高止まればインフレ圧力も長期化する可能性が高い²。

¹ 貯蔵施設の最大容量を100%としたときの充填率。

² 詳細は2026年3月6日付Economic Monitor「欧州経済：イラン軍事衝突で欧州はトリプル安、インフレ再燃懸念も」参照。

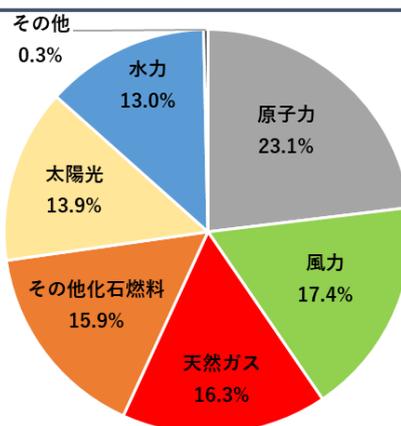
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3153/>

原油価格とユーロ圏のエネルギー価格



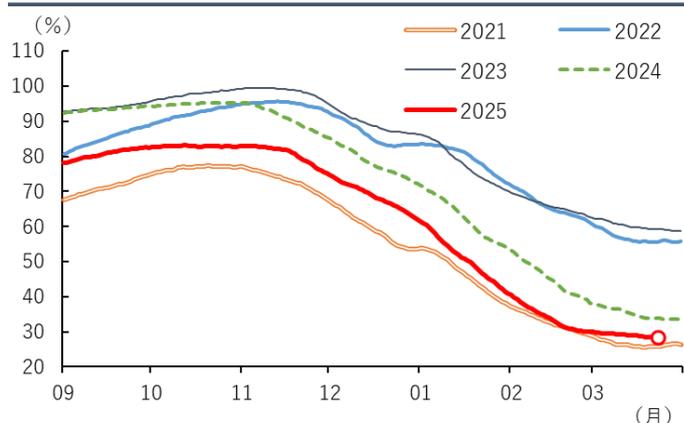
（出所）U.S. Energy Information Administration、Eurostat

EUの電源構成（2025年1～11月）



（出所）Eurostat

EUの天然ガス貯蔵率



（出所）Gas Infrastructure Europe

ECB：インフレ再燃への警戒からタカ派姿勢を強調

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は3月19日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を2.00%で据え置くことを決定した（右図）。2025年7月以降、6会合連続で金利を据え置いた。

四半期に一度公表されるECBスタッフの経済見通しでは、足元の中東情勢の悪化を受けて、2026年を中心に実質GDP成長率は下方修正、インフレ率は上方修正された（右下図）。とりわけ、2026年のHICP上昇率見通しは前回（2025年12月）予測時点の前年比+1.9%から+2.6%へと大幅に引き上げられた。

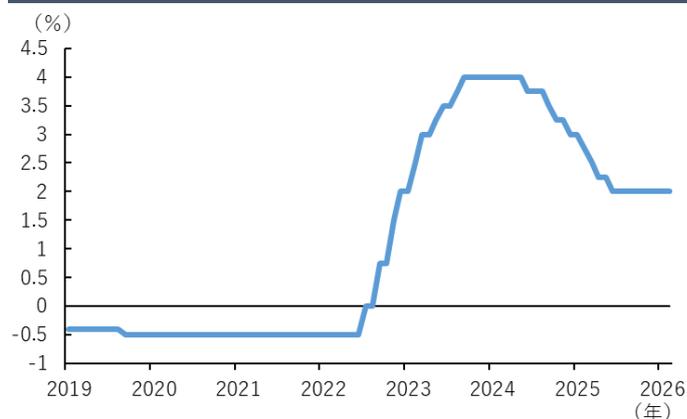
また、ECBは今回、上記の基本シナリオに加え、今後の中東情勢やエネルギー価格の想定別に「悪化シナリオ」と「深刻シナリオ」の二つのシナリオに沿った見通しも公表している³。「悪化シナリオ」では実質GDP成長率見通しが2026年：+0.6%→2027年：+1.2%→2028年：+1.6%、インフレ見通しが+3.4%→+2.2%→+1.7%と、基本シナリオよりも物価が上振れることで景気が下押しされるものの、その影響は2026年内でほぼ収束することが想定されている。他方の「深刻シナリオ」では、実質GDP成長率見通しが+0.4%→+0.9%→+1.9%、インフレ見通しが+4.3%、4.8%、2.8%と、物価の上振れ幅・期間が拡大し、経済成長率は2027年でも1%を下回るなど、長期にわたってユーロ圏の景気を押し下げることが予想されている。

ECBは声明文でも、中東での戦争は「エネルギー価格の上昇を通じて短期的なインフレに重大な影響を及ぼし」、「先行きは著しく不透明になった」とインフレ再燃への強い警戒感を示した。また、ECBのラガルド総裁は3月25日にフランクフルトで開かれた講演で、「（インフレ率が）短期的にでも目標を大幅に上回れば、政策の調整が必要になる可能性がある」とし、中東情勢の緊張状態が長期化しない場合でも利上げに踏み切る可能性を示唆した。

³ 基本シナリオでは、原油価格は2026年4～6月期をピークに低下していくという3月11日時点の市場の織り込みを前提としている一方、「悪化シナリオ」では7～9月期までエネルギー供給の大きな混乱が続き、2026年内を中心に原油価格やガス価格が大きく上振れることを想定。「深刻シナリオ」では、エネルギーインフラにも被害が及び、見通し期間中にわたってエネルギー価格が高止まることを想定されている。詳細は「ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026」参照。

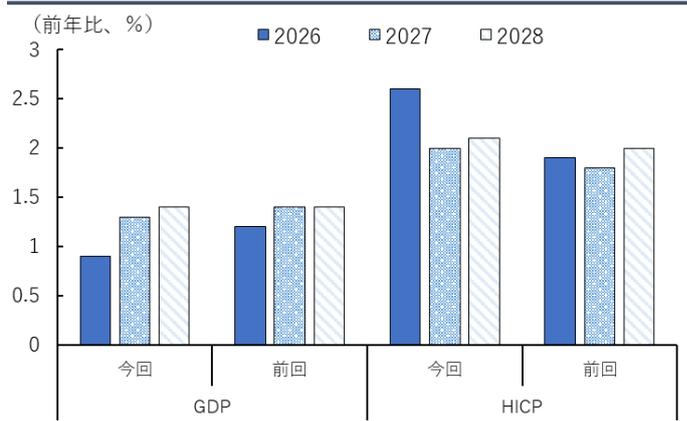
https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202603_ecbstaff~ebe291cd3d.en.html

ECBの政策金利



(出所) ECB

ECBスタッフによる経済見通し



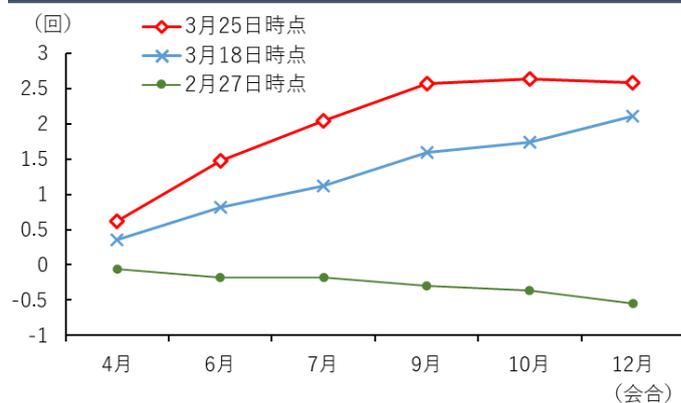
(出所) ECB

こうしたインフレ懸念の高まりや ECB のタカ派姿勢の強まりから、金融市場では ECB が年内に複数回の利上げを行うとの織り込みが急速に進んだ。金融市場は 2 月末時点で、ECB が年内は政策金利を据え置く、もしくは年後半に追加利下げを行うことを想定していたが、3 月の ECB 理事会開催前までは年内に 2 回の利上げを行うとの想定に大きく切り替わった。さらに、ECB の経済見通しやラガルド総裁をはじめとした理事会メンバーのタカ派的発言を受け、次回の 4 月会合にも利上げに踏み切るとの織り込みが 6 割を超えた（右図）。

当社は、ECB は次回会合では政策金利を据え置き、6 月会合で利上げに踏み切ると予想する。当社は 4 月会合までには中東情勢の改善がみられると想定しているため、ECB が 4 月に急いで利上げをする必要性もなくなるとみているためだ。6 月会合までに揃う物価動向のデータを踏まえた新たな経済見通しを確認したうえで、インフレ率の上振れが長期化することへの予防的利上げを行うと見込んでいる。その後は、年内に再度政策金利を引き上げた後に利上げを停止し、物価の上振れが収束する 2027 年後半には再び中立金利とみられる 2%前後に向けて利下げを開始すると予想している。

ただし、ECB が「悪化シナリオ」や「深刻シナリオ」で示したように、今後原油価格が一段と高騰したり、インフラへの被害拡大で影響が長期化するとの見方が強まれば、4 月会合にも利上げに踏み切る可能性は十分であろう。当面の ECB の金融政策のかじ取りは、中東情勢に大きく左右される状況が続くとみられる。

市場が織り込む ECB の利上げ/利下げ回数



(注) 政策金利の変動幅を0.25%ptとしたときの、各会合時点までに織り込まれている利上げ/利下げの回数。

(出所) Bloomberg