

欧州経済：インフレ再燃で ECB は短期的な利上げサイクルに

ユーロ圏経済は 2026 年入り後に減速し、1~3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%とマイナス成長に転落。米国向けを中心とした輸出の停滞や設備投資の減少が主因であり、これまで景気を支えてきた個人消費も鈍化。足元では輸出や鉱工業生産に持ち直しの兆しが見られる一方、中東情勢の悪化に伴うエネルギー価格の高騰がサービス業や個人消費の重石に。インフレ率はエネルギー価格上昇を背景に再加速しているほか、コアインフレも伸びを高めるなど基調的な物価圧力は根強い。これに対し賃金の伸びは鈍化しており、実質所得環境は悪化傾向。当面は消費停滞が景気の下押し要因となり、欧州経済の本格回復は 2027 年以降にずれ込む見通し。こうした中、ECB は 6 月会合で約 3 年ぶりの利上げを決定。当面はインフレ警戒姿勢が続くものの、今回の利上げサイクルは短期間にとどまる見込み。フランスでは、極右「国民連合」の実質的指導者であるルペン氏の控訴審判決が 7 月 7 日に下される予定。ただし、後継者のバルデラ氏の人気は高く、2027 年の大統領選に向けた極右の勢いは続く公算大。

ユーロ圏：2026 年入り後に景気は減速、先行きはインフレ再燃が景気の重石に

2026 年入り後のユーロ圏景気は減速している。

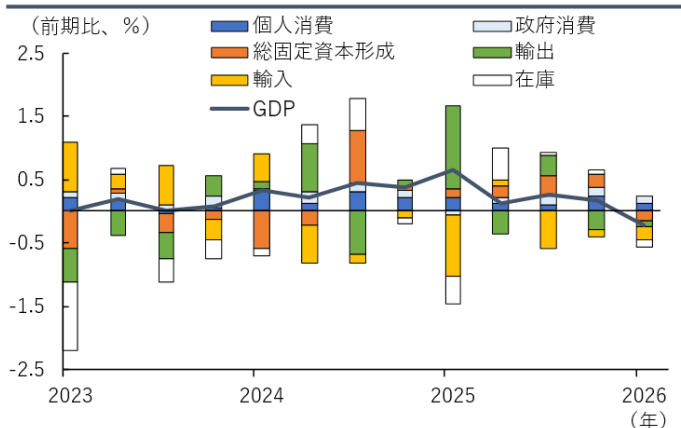
ユーロ圏の 2026 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率（確定値）は前期比▲0.2%と、2022 年 10~12 月期以来 13 四半期ぶりのマイナス成長となった（右図）。速報値・改定値では+0.1%と辛うじてプラスとされていたが、ユーロ圏経済が 2026 年に入り想定以上に勢いを失っていることが明らかになった。

内訳をみると、米国向け輸出の停滞を背景とした輸出の減少（前期比▲0.2%）が続くなかで、総固定資本形成（設備投資）がマイナスに転じた（▲0.7%）ことがマイナス成長の主因となった。また、これまで景気のけん引役であった個人消費はプラス圏を維持したものの（+0.2%）、回復ペースは鈍化している。

足元では、米国の関税政策の影響が一巡したことで製造業に持ち直しの兆しが見られる一方、中東情勢の悪化を背景としたエネルギー価格の高騰がサービス業や個人消費の重石となっている。

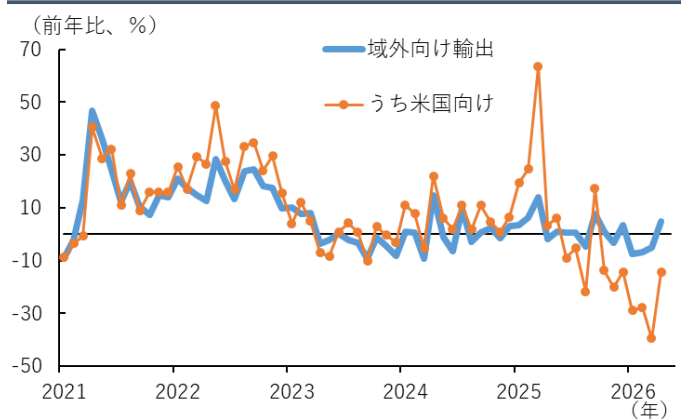
ユーロ圏の域外向け輸出には底打ちの兆しが見

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

られる。4月の名目輸出は前年同月比+5.0%と、4か月ぶりにプラスに転じた（前頁右下図）。これまでの低迷の主因であった米国向け輸出は▲14.2%と引き続き低調ではあるものの、駆け込み需要の反動が出ていた前月の▲39.5%からマイナス幅が大きく縮小しており、輸出全体の伸びを押し上げた。スイス（3月：+11.7%→4月：+17.7%）や中国（▲6.4%→+0.8%）など、他の主要な貿易相手国向けの輸出が堅調に推移したことも押し上げ要因となった。

輸出の底打ちとともに、生産活動も持ち直しつつある。ユーロ圏の4月の鉱工業生産は前年同月比+0.4%と前月（▲3.3%）からプラスに転じ、4か月ぶりに前年同月を上回った（右図）。内訳を見ると、ドイツを中心としたインフラ投資の拡大や防衛支出の増加を追い風に、資本財が+2.7%と好調を維持するなか、輸出と同様に昨年の駆け込み需要の反動の影響が薄れたことで、非耐久消費財が▲4.9%と前月の▲13.2%から減少幅を縮めたことが全体を押し上げた。

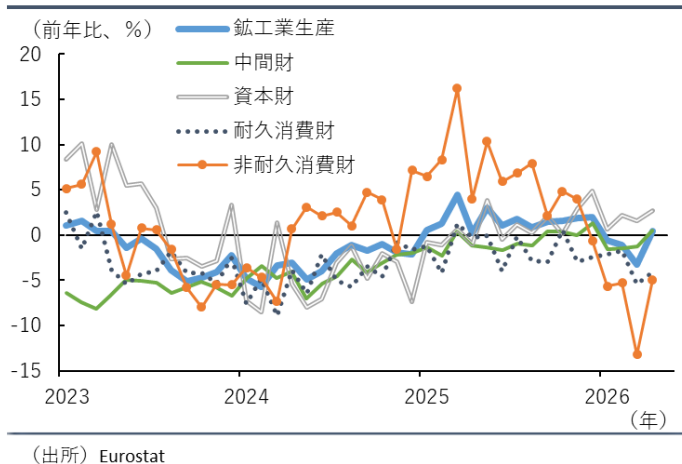
製造業の復調の兆しは、景況感にも表れている。ユーロ圏の5月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は51.6と、前月（52.2）からは改善ペースが鈍化したものの、4か月連続で好不況の境目となる50を上回った（右図）。

一方、中東情勢の悪化がサービス業や個人消費を中心に景気を下押ししている。

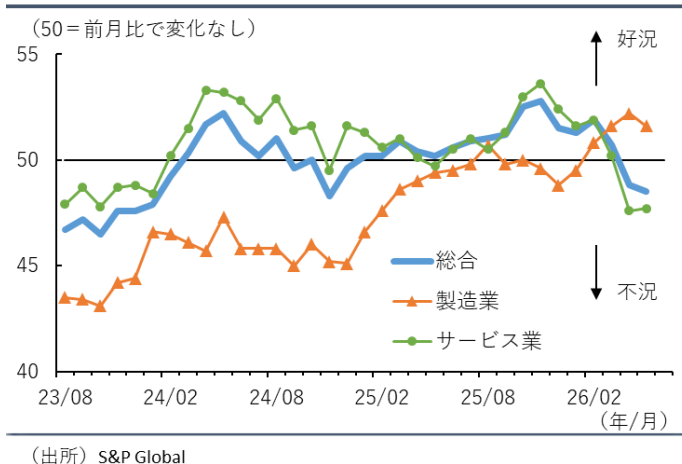
これまでユーロ圏景気を支えてきた個人消費にも、頭打ち感が見られる。ユーロ圏の4月の実質小売売上高は前年同月比+1.0%とプラス圏を維持しているものの、伸びは鈍化傾向にある（右下図）。こうした小売売上の伸び鈍化や、燃料価格の高騰による観光業への打撃を背景に、5月のサービス業PMIは47.7と、2か月連続で50を下回っている（右上図）。

これまでの堅調な個人消費の背景には、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あった。ユーロ圏の4月の失業率は6.3%と、引き続き統計開始以来の最低水準で推移するなど雇用情勢は堅調だ。一方、2月まで欧州

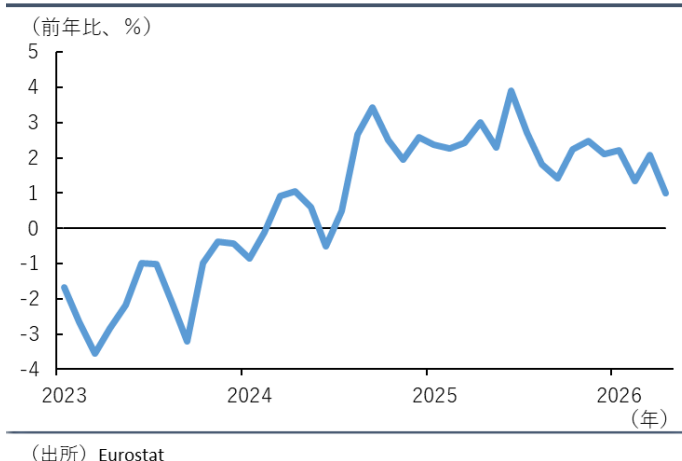
ユーロ圏の鉱工業生産



ユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）



ユーロ圏の実質小売売上高



中央銀行（ECB）の目標である前年同月比+2%前後での推移が続いていた消費者物価（HICP）上昇率は、3月には中東情勢の悪化の影響で+2.6%まで急騰した。

インフレ率は足元で一段と高まっている。5月のユーロ圏の消費者物価指数（HICP）上昇率は前年同月比+3.2%と、約2年半ぶりに3%台まで上昇した4月（+3.0%）からさらに加速した（右図）。内訳を見ると、原油価格や天然ガス価格の高騰を受けたエネルギー価格（+10.8%）の高い伸びが続くなかで、サービス価格（4月：+3.0%→5月：+3.5%）の伸び加速を背景に、エネルギーや変動の大きい品目（食品・アルコール・タバコ）を除いたコアHICPは+2.6%と、前月（+2.2%）から伸びが高まった。サービス価格については、イースターの時期ずれというカレンダー要因で4月が下振れ、かつ5月が上振れている部分があるとみられるものの、基調的なインフレ圧力も根強く残っていることを示唆している。

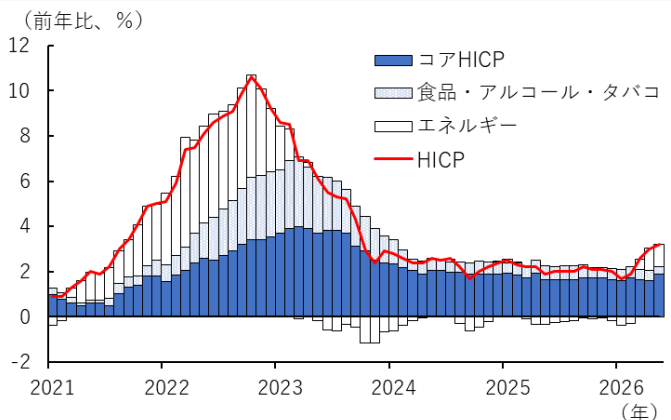
名目賃金上昇率はコロナ禍以前程度の水準まで落ち着きつつある一方で、インフレ率が上昇していることから、実質所得環境は悪化しつつある。ユーロ圏の2026年1~3月期の名目雇用者報酬は、前年同期比+3.9%と5年ぶりに+4%を下回った（右図）。これに伴い、物価上昇を除いた実質雇用者報酬も+1.9%と鈍化傾向が続いている。4月以降にインフレ率が一段と上昇していることから、実質所得も足元でさらに悪化している公算が大きい。

先行き、中東情勢が沈静化に向かうにつれて原油価格も下落基調をたどるとみられるものの、エネルギー以外の品目への波及効果などから、インフレ率が再び鈍化するのには年末以降になると見込まれる。当面は個人消費の停滞が景気の足かせとなる見通しだ。欧州経済が再び潜在成長率程度の成長ペースへと回復するのは2027年入り後になるとみている。

ECB：約3年ぶりの利上げを決定、利上げサイクルは短期終了の見込み

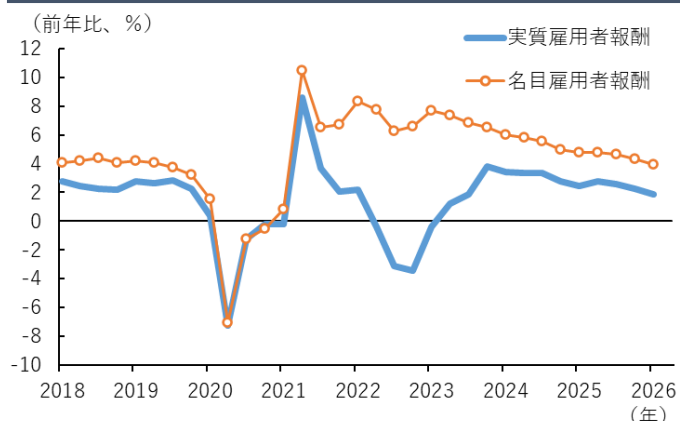
ECBは6月11日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を0.25%pt引き上げ、2.25%とすることを決定した（次頁右上図）。2025年6月に最後の利下げを行った後、前回の4月会合まで7会合連続で金利を据え置いていたが、中東情勢の悪化を背景としたインフレ再燃を受け、2年9か月ぶりに利上げに踏み切った。

ユーロ圏のHICP（寄与度分解）



（出所）Eurostat

ユーロ圏の雇用者報酬



（出所）Eurostat、伊藤忠総研

四半期に一度公表される ECB スタッフの経済見通しでは、実質 GDP 成長率は小幅な下方修正にとどまった一方、インフレ率は 2027 年にかけて上方修正された。前回（4 月）予測時点の想定よりも、中東情勢の改善に時間を要していることや、停戦後も天然ガスを中心にエネルギー価格の高止まりが長期化する可能性が高まっている¹ことを反映しているとみられる。

ECB は 4 月の見通しで、基本シナリオよりも悲観的な「悪化シナリオ」と「深刻シナリオ」の 2 つのシナリオに沿った見通しを公表したが、今回は基本シナリオよりも楽観的な「軽度シナリオ」を加えた 3 つのシナリオ別見通しを示した²。インフレ率は、「悪化シナリオ」では 2026 年末にかけて前年比+4%台まで、「深刻シナリオ」では+6%前後まで上昇することが想定されている一方、「軽度シナリオ」では 2026 年央の+3.2%をピークに低下していくことが見込まれている（右図）。もっとも、「軽度シナリオ」においても予測期間の終わりの 2028 年第 4 四半期には+2.0%まで再び上昇する見通しとなっており、インフレ見通しについては、上方リスクのみを強く意識していることが見て取れる。

実質 GDP 成長率見通しについては、最も悲観的な「深刻シナリオ」を除くすべてのシナリオで底堅い成長が続くことが見込まれている（次頁右上図）。また、「深刻シナリオ」においても、2026 年第 3 四半期に一時的にマイナス成長に陥るものの、通年ではプラス成長を維持することが想定されている。こ

¹ 詳細は 2026 年 6 月 12 日付 Economic Monitor 「欧州経済：中東産天然ガス輸入途絶でエネルギー価格に上昇圧力、対露制裁や熱波による影響も懸念」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3274/>

² ECB の代替シナリオでは、オプション価格から導出された確率分布に基づき、中東情勢の展開やエネルギー供給リスクを反映した原油および卸売ガス価格のパスを設定している。各シナリオの前提は以下の通り。

・軽度シナリオ（市場分布の 25 パーセントailを想定）

26 年 Q3 の価格水準：原油 88 ドル/バレル、ガス 41 ユーロ/MWh（基本シナリオ▲15~20%）。

背景：中東紛争が早期に解決し、2026 年末までにエネルギー市場が戦前の水準へ急速に正常化。

・悪化シナリオ（同 75 パーセントailを想定）

26 年 Q3 の価格水準：原油 122 ドル/バレル、ガス 60 ユーロ/MWh（基本シナリオ+20~30%）。

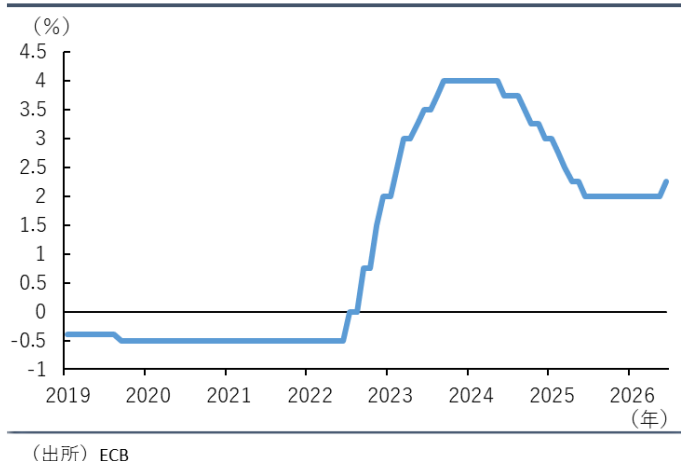
背景：基本シナリオの想定よりも紛争が長期化。

・深刻シナリオ（同 95 パーセントailを想定）

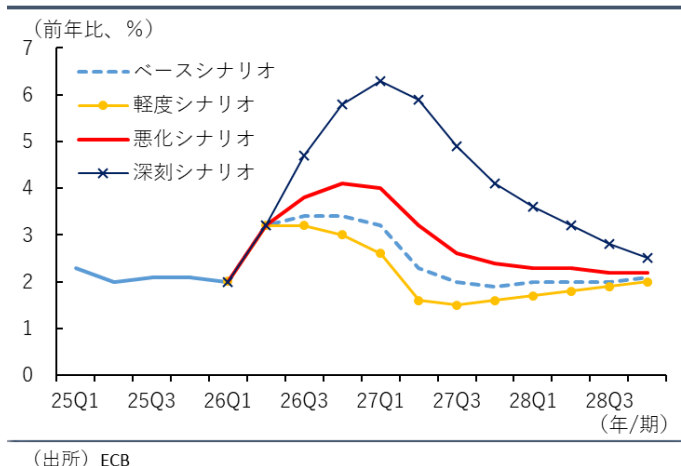
26 年 Q3 の価格水準：原油 166 ドル/バレル（基本シナリオ+60%）、ガス 98 ユーロ/MWh（基本シナリオ+100%）。

背景：紛争の長期化に加え、地域の生産インフラへの甚大な被害により、予測期間の終盤までエネルギー価格が高止まり。

ECBの政策金利



ECBスタッフの消費者物価見通し



うしたインフレ率の上昇圧力への警戒感と、域内景気への強気な見方が、今回の利上げ決定の根拠となったと考えられる。

実際、ECB のラガルド総裁は会合後の記者会見で、今回の利上げが将来のインフレ上振れリスクに先んじて対応する「予防的利上げ」であるとの見方を明確に否定し、現時点で入手可能なデータにおいて正当化される、ECB が示したいずれのシナリオにおいても妥当な措置であるとの見解を示した。先行きの金融政策については、「会合ごと」に「データ次第」で決定されるとの従来のスタンスを維持しつつも、今回の中東情勢の悪化について「ショックは大規模だがそれほど持続しない」ため「政策の慎重な調整が必要」なケースであるとの認識を示唆し、今回の利上げサイクルは規模・期間ともに限定的なものとなる可能性を滲ませた。

当社は、ECB は次回の 7 月会合では政策金利を据え置くと予想する。続く 9 月会合では、それまでにそろそろ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、インフレ率の高止まりを阻止するべく、追加利上げを行うと見込んでいる。その後は、中東情勢がこのまま沈静化すると前提のもと、ECB は当面の間政策金利を据え置き、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みている。

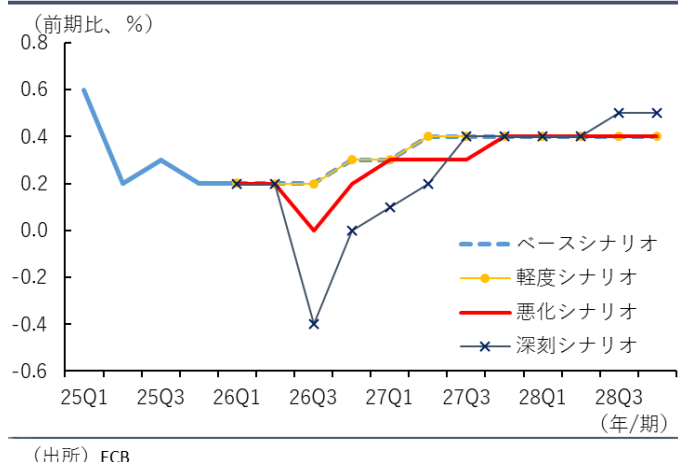
フランス：ルペン氏の控訴審判決に注目が集まる

2026 年 7 月 7 日に下される予定の、フランスの極右政党「国民連合 (RN)」の元党首で実質的な指導者である、マリーヌ・ルペン氏に対する控訴審判決に注目が集まっている。

ルペン氏が問われているのは、欧州議会議員時代における公金不正流用の罪だ。2025 年 3 月の第一審で執行猶予付きの有罪判決を受け、即時に被選挙権が 5 年間停止された。仮に今回の控訴審でも有罪判決が下されれば、ルペン氏の 2027 年の大統領選への出馬の道は事実上絶たれることになる³。長年 RN の顔として党勢拡大を牽引してきた同氏にとって、これは政治生命に関わる重大な局面といえよう。

しかし、仮にルペン氏が有罪となり出馬不可能になったとしても、2027 年の大統領選における RN の優位性や全体的な情勢に及ぼす影響は限定的だろう。ルペン氏が不出馬となれば代わりに立候補することが確実視されている、RN の現党首であるジョルダン・バルデラ氏は、既にルペン氏の後継者として十分な認知度と人気を集めているためだ。若くして党首に抜擢されたバルデラ氏は、ルペン氏が進めてき

ECBスタッフの實質GDP成長率見通し



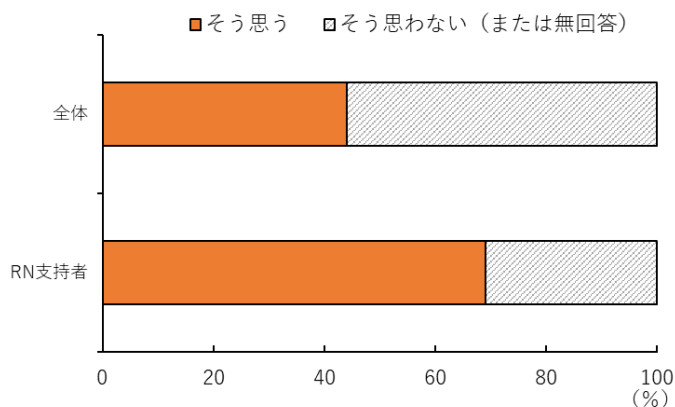
³ 破棄院 (最高裁) に上告することも可能だが、メディア報道によると、控訴審で有罪となればルペン氏は大統領選出馬を断念する意向だと伝えられている。2027 年 4 月に予定される次回大統領選挙までの限られた時間を踏まえれば、そうした蓋然性は高いだろう。

た党の「脱悪魔化（穏健化）」路線を継承し、若年層を中心に RN の支持層拡大に成功してきた。直近の世論調査においても、フランス人全体の44%、RN 支持層では過半数を大きく上回る 69% の有権者が、バルデラ氏がルペン氏よりも大統領選の候補者としてふさわしいと答えている（右図）。したがって、ルペン氏の出馬が阻まれた場合でも、RN の集票力は維持、あるいはさらに強化される可能性すらある。

むしろ、2027 年の仏大統領選の行方を占う上で重要なのは、勢いづく極右候補の対抗馬として、中道勢力や左派・右派の穏健派が再びまとまることができるかどうかだろう。マクロン大統領は憲法の規定により 3 期目の出馬ができない。現時点では、中道からはフィリップ元首相、左派からはグリュックスマン欧州議会議員、右派からはルタイヨー前内相が候補として有力視されているものの、支持率ではバルデラ氏に大きく引き離されている（右図）。

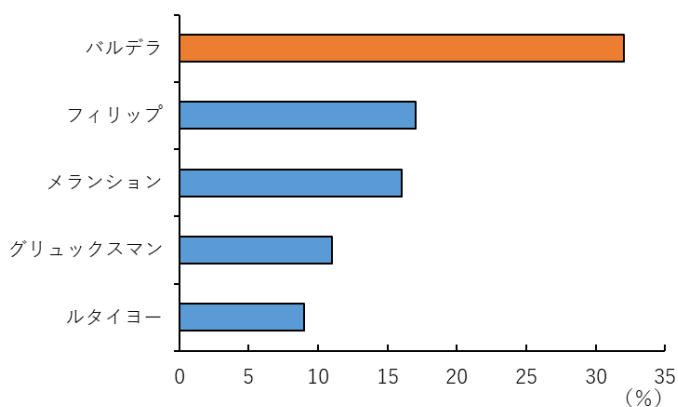
フランスの大統領選では、第 1 回投票で得票率が過半数を超える候補がない場合、上位 2 人の間で決選投票が行われる。決選投票で極右以外の勢力が結集することができればバルデラ氏を破る可能性は残るものの、直近の支持率では極左政党「不服従のフランス」を率いるメランション氏がフィリップ氏に迫る 3 位につけており、そもそも中道・穏健勢力の候補が決選投票に進めるかどうかすらも不透明な情勢だ。極右からの候補者がルペン氏になるかバルデラ氏になるかが確定した後は、中道候補の一本化の成否を注視する必要がある。

バルデラ氏はルペン氏より候補者に適任か



(出所) Odoxa (注) 調査時期は2026年2月4~5日。

大統領選での投票先 (2026年3月31日時点)



(出所) Odoxa