

欧州経済：度重なる猛烈な熱波が景気の重石に

ユーロ圏経済は減速しつつも底堅さを維持。鉱工業生産は 5 月に減少したものの、輸出の持ち直しを背景に、製造業には復調の兆し。個人消費も伸びは鈍化しているものの、良好な雇用環境に支えられ底堅く推移。中東情勢の悪化を受けたエネルギー価格の上昇により、インフレ率は春先に再加速したが、6 月は原油価格の下落を背景に伸びが鈍化。もっとも、7 月以降は中東情勢が再び緊迫化しており、エネルギー価格の高止まりによる物価上昇圧力が当面続く公算が大きい。加えて、5 月末以降、欧州各地で頻発する熱波は、原子力発電所の出力低下やライン川の水位低下を通じて電力供給や物流に悪影響を及ぼし、新たなインフレ要因となる可能性。

ECB は 7 月会合で政策金利の据え置きを決定。ECB は引き続きインフレ上振れへの警戒姿勢を維持しており、当社は 9 月にも追加利上げが実施されると予想。

ユーロ圏：景況感は一時的改善も、中東情勢に左右される状況が続く

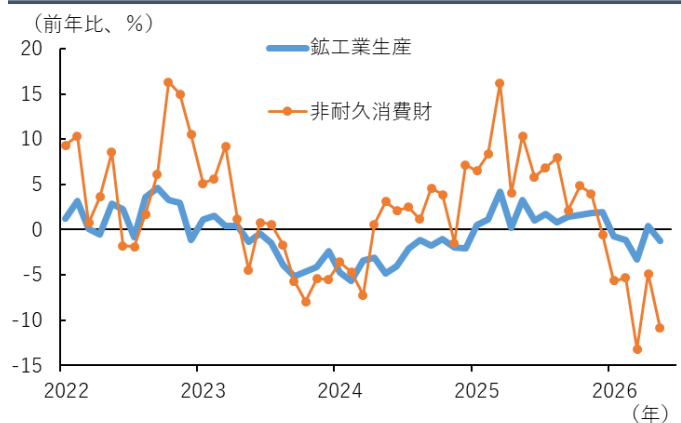
2026 年入り後のユーロ圏経済は減速しつつも、底堅さを維持している。

生産は 5 月に減少した。ユーロ圏の 5 月の鉱工業生産は前年同月比▲1.2%と、4 か月ぶりに前年同月を上回った前月（+0.4%）から再びマイナスに転じた（右図）。非耐久消費財が、米国の関税引き上げ前の駆け込み需要などから大きく上振れていた前年の反動で大幅なマイナス（▲10.9%）となったことが重石となった。

もっとも、製造業の不振の主因であった輸出には、底打ちの兆しが見られる。ユーロ圏の 5 月の域外向け名目輸出は前年同月比+0.1%と、前年の反動もあり上振れていた 4 月（+4.9%）からは伸びが大きく縮小したものの、2 か月連続で前年同月を上回った（右図）。米国向け輸出は▲13.9%と引き続き低調ではあるものの、マイナス幅は縮小傾向にある。

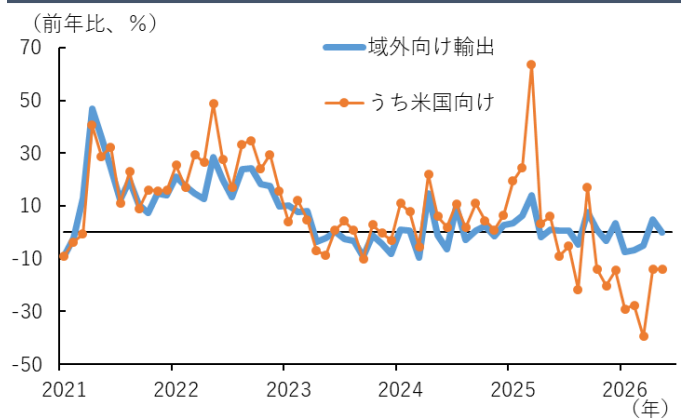
製造業の復調の兆しは、景況感にも表れている。ユーロ圏の 7 月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 52.0 と、2026 年 2 月以降 6 か月連続で好不況の境目となる 50 を上回った（次頁右上図）。

ユーロ圏の鉱工業生産



(出所) Eurostat

ユーロ圏の域外向け名目輸出



(出所) Eurostat

これまでユーロ圏景気を支えてきた個人消費は勢いが弱まりつつあるが、底堅さを保っている。ユーロ圏の 5 月の実質小売売上高は前年同月比+1.6%と伸びは鈍化傾向にあるものの、23 か月連続で前年同月を上回った（右下図）。

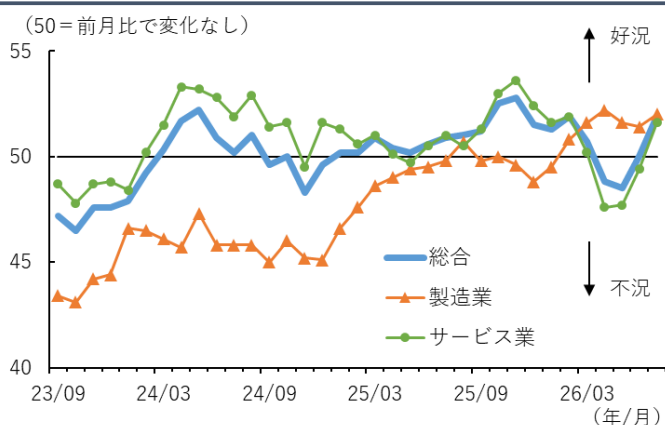
底堅い個人消費の背景には、良好な雇用環境がある。ユーロ圏の 5 月の失業率は 6.2%と、引き続き統計開始以来の最低水準で推移するなど雇用情勢は堅調だ。インフレ率は、中東情勢の悪化の影響で 5 月にかけて急上昇したが、良好な雇用情勢により実質所得の大幅な減少は避けられた。

6 月半ばには米国とイランが戦争終結に向けた覚書に合意するなど、情勢改善への期待が高まり、原油価格が急速に下落した。こうしたなか、ユーロ圏の 6 月の消費者物価指数（HICP）上昇率は前年同月比+2.8%と、前月（+3.2%）から低下し、3 か月ぶりに 2%台となった（右下図）。内訳を見ると、エネルギー価格（5 月：+10.8%→6 月：+8.5%）の伸びが鈍化したほか、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 も+2.4%と、前月（+2.6%）から減速した。

中東情勢の改善への期待やインフレ再燃懸念の後退などから、サービス業の景況感も急速に改善した。7 月中旬までが主な調査期間となるサービス業 PMI の速報値は 51.6 と、3 か月ぶりに 50 を上回った（前掲右上図）。

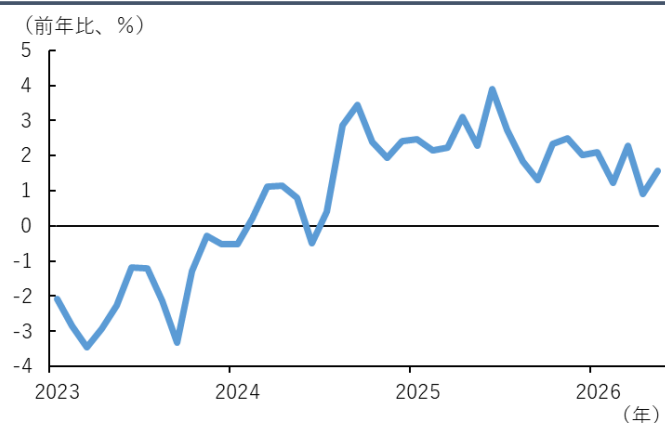
もともと、7 月中旬以降は中東情勢が再度悪化し、原油価格も大きく上昇した。情勢が改善するにつれて原油価格も再び下落基調をたどるとみられるものの、エネルギー以外の品目への波及効果や、ドイツなどで取られていた減税等のエネルギー価格抑制策が終了することによる物価上昇圧力などから、インフレ率が+2%に向けて鈍化し始めるのは年末以降になると見込まれる。個人消費が勢いを取り戻し、欧州経済が潜在成長率程度の成長ペースへ回復するのは 2027 年入り後になるとみている。

ユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）



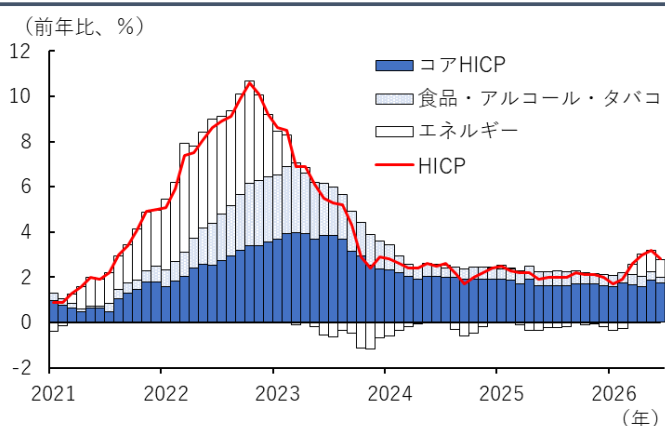
(出所) S&P Global

ユーロ圏の実質小売売上高



(出所) Eurostat

ユーロ圏のHICP（寄与度分解）



(出所) Eurostat

ユーロ圏：度重なる熱波もインフレ圧力に、物流にも悪影響

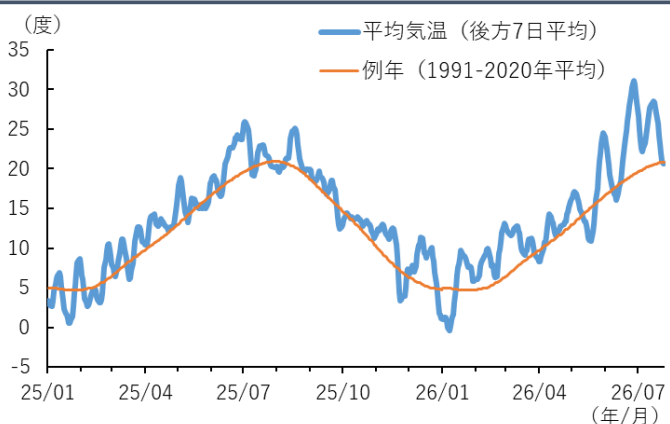
年々厳しさを増す熱波がインフレ圧力となるおそれがある。欧州では、5月以降、強力な「ヒートドーム（熱波）」が何度も発生し、各地で歴史的な暑さとなっている（右図）。

このような熱波は、エアコンの稼働率上昇などから電力需要を押し上げるだけでなく、供給面でも悪影響を及ぼす。河川水温の上昇による冷却水不足の懸念から、原子力発電所が稼働を停止せざるを得なくなるケースがあるためだ。実際、フランスやスイスなどで一部の原子力発電所が一時的に稼働停止や出力制限に追い込まれた。原発はフランス国内の発電量の7割弱を占める主要な電力源であるため（右図）、原発の発電量が減少すれば、フランス国内や同国が電力を輸出するドイツなどの周辺国における電力価格への影響は避けがたい。

また、熱波による河川の水位低下も懸念点だ。ドイツの内陸水運で最も重要な河川¹であるライン川の足元の水位（カウプ周辺）は、一般的に貨物船が困難になるとされる40cmを下回っており、大規模な干ばつが発生した2018年の同時点よりも深刻な状況だ（右下図）。

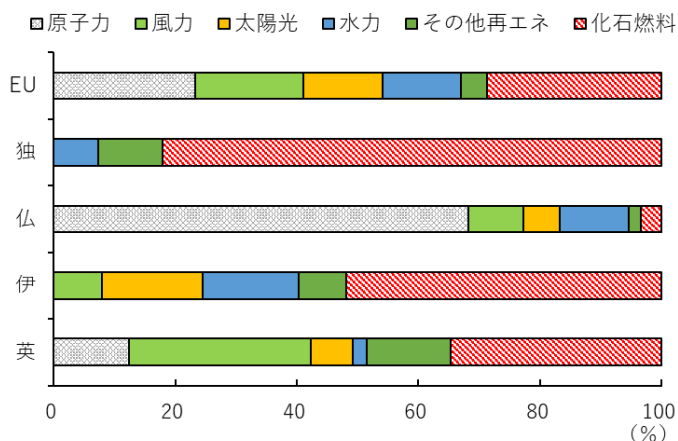
水運の目詰まりは、製造業を中心に欧州経済の下振れリスクとなるだけでなく、火力発電所の稼働にも影響を及ぼしかねない。石炭や原油といった燃料の輸送は、内陸水運に大きく頼っているためだ。とりわけドイツは、2023年に原子力発電を完全に停止したため、化石燃料による発電の重要度が高まっている。水運の目詰まりによって化石燃料による発電量も抑制されれば、電力価格に一段と上昇圧力がかかることになる²。

フランス（パリ）の日次平均気温



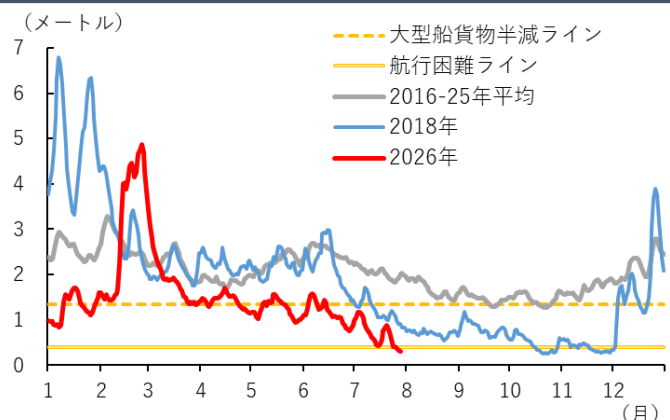
（出所）Climate Prediction Center

欧州各国の電源構成（2025年）



（出所）Eurostat、Electricity Transmission Network、Statistisches Bundesamt、Department for Energy Security and Net Zero

ライン川（カウプ周辺）の水位



（出所）CCNR

¹ ドイツ連邦統計局によれば、ライン川は欧州域内で最も重要かつ最も交通の多い内陸水路であり、ドイツの内陸水運貨物の約80%がライン川上を通るとされる。

² 詳細は2026年6月12日公表Economic Monitor「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/>

ECB：7月会合では据え置きを決定、9月にも追加利上げと予想

ECB は 7 月 23 日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 2.25% で据え置くことを決定した（右図）。前回の 6 月会合では、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 か月ぶりに利上げを行っていた。

声明文では、エネルギー価格について、「大きな変動を伴いつつも、概ね 6 月会合時点のベースライン見通しに沿っている」と評価した。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、「エネルギー価格の上昇の影響はまだインフレ率に十分に転嫁されていない」とし、引き続きインフレ上振れへの警戒感が強いことを示唆した。会合後の記者会見でも、ECB のラガルド総裁は、今回の金利据え置きは全会一致での決定であったとしつつ、利上げの必要性を検討した理事がいたことを明かした。

当社は、ECB がインフレ率の高止まりを阻止するべく、次回の 9 月会合で追加利上げを行うと見込んでいる。その後は、中東情勢が改善に向かうとの前提のもと、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。

