

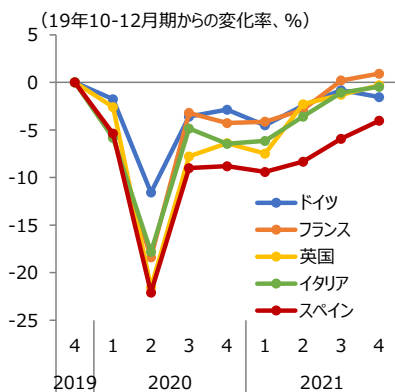
## 4. 欧州経済

### 感染急拡大で経済は一時的に落ち込み

21年10-12月期の欧州主要5カ国(ドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン)の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.5%と2四半期連続のプラス成長も減速した(図表4-1)。背景には、デルタ・オミクロン変異株の感染拡大、エネルギー価格上昇による消費の減速・悪化、供給制約による自動車生産の回復遅れがある。

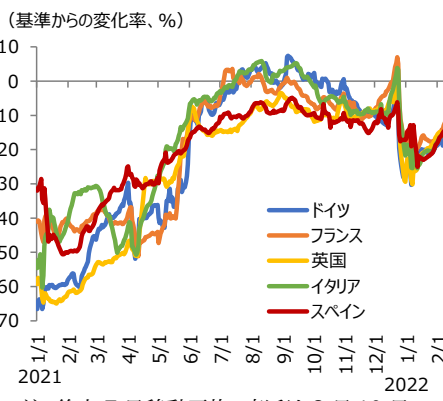
21年末から年始にかけて欧州では感染が急拡大し、外出行動は再び抑制された(図表4-2)。ただし、ワクチン接種が進展していること、オランダなど一部の国ではロックダウンの措置が実施されたが、感染対策と経済活動を両立する動きが続いたことから、大幅な落ち込みは回避され、外出行動も戻りつつある。ドイツ・フランス・イタリアでは、ワクチン非接種者の行動制限を強化する一方、ワクチン接種者に関してはデジタルCOVID証明書を活用し経済活動を継続している。感染急拡大により一時的に経済は落ち込んだとみるが、雇用所得環境は堅調であり、回復基調に変わりはないとみる。

図表4-1 実質GDP



出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

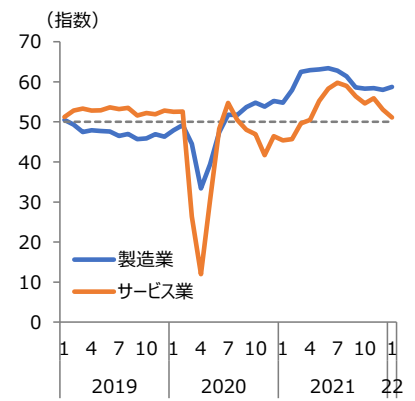
図表4-2 外出データ(小売・娯楽)



注: 後方7日移動平均。直近は2月10日。

出所: Google より三菱総合研究所作成

図表4-3 企業マインド(ユーロ圏)



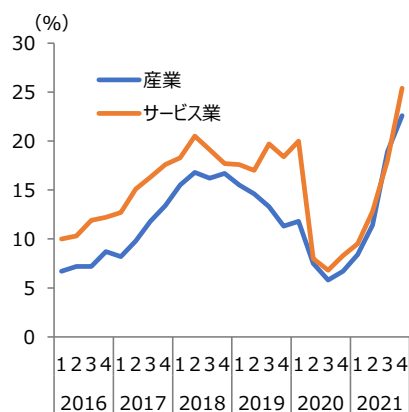
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 人手不足が今後の企業活動の制約要因

ユーロ圏の企業マインドは、製造業・サービス業ともに50を上回る水準にあるが、感染急拡大もあり、21年8月以降製造業は横ばい、サービス業は低下傾向にある(図表4-3)。背景には、半導体などの供給制約や天然ガスなどの原材料価格の上昇がある。自動車生産は持ち直すも、コロナ危機前を2割程度下回る水準となっている。

先行きの生産・企業活動は、緩やかな回復を見込む。企業の受注残は多く、供給制約が解消されるにつれ、生産は回復、経済活動再開でサービス業も回復するだろう。ただし、製造業・非製造業ともに、人手不足が企業活動の制約となる点には注意が必要だ(図表4-4)。21年7-9月時点で労働参加率はコロナ危機前の水準を回復しているほか、失業者を含む未活用労働力もコロナ危機前と同程度の水準まで減少している(図表4-5)。経済活動再開が進むにつれ労働需要は高まるとみるが、追加的な労働供給余地は限定的だ。労働需給の引き締まりを背景に、1人当たり雇用者報酬も21年7-9月期は前期比+2.0%まで上昇している。本格回復が進む22年半ば以降は、労働需給が逼迫し、人手不足や労働コストの上昇が企業活動の重しとなるだろう。

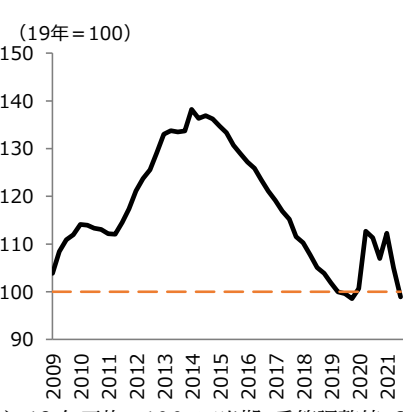
図表4-4 人手不足感(ユーロ圏)



注: 生産・企業活動の制約要因として「人手不足」をあげた企業割合。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

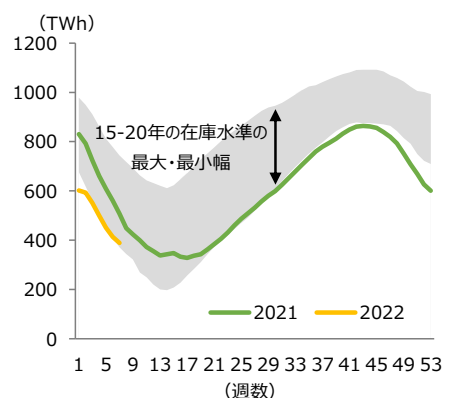
図表4-5 未活用労働力(ユーロ圏)



注: 19年平均=100。四半期。季節調整値。20-64歳。未活用労働力は、失業者、追加就業希望者、拡張求職者、就業可能非求職者の合計。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-6 天然ガス在庫水準(欧州)



注: 在庫水準は各週の平均。直近は22年7週目。

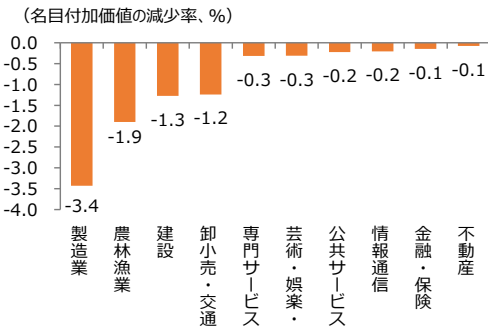
出所: AGSI より三菱総合研究所作成

## ウクライナ情勢緊迫化で天然ガス供給は不安定化、エネルギー価格は高い水準での推移を見込む

ウクライナ情勢の緊迫化を受け、EUの天然ガス輸入の約4割を占めるロシアからの供給は不安定な状況が続いている。22年初の欧州域内の天然ガス在庫は15年以降で最も低い水準にあり、21年の天然ガス価格上昇の一因となった在庫不足は続いている(図表4-6)。気温低下やロシアからの供給急減などのショックに脆弱な状況にある。

欧州では再生可能エネルギーへのシフトを進めているが、1次エネルギー源として天然ガスを約2割利用しており、天然ガスを中心としたエネルギー価格の上昇は製造業だけではなく幅広い業種に影響を与えている(図表4-7)。さらに、脱炭素への移行期として石炭などの化石燃料から、天然ガスへとシフトする動きもあり、構造的に天然ガス需要は強い。需給両面から、天然ガス価格はコロナ危機前よりも高い水準で推移する可能性が高く、上記のようなショックが発生し需給がより逼迫した場合は、更なる経済活動の下押し要因となる。

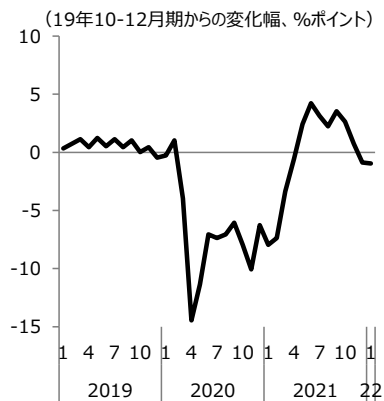
図表4-7 エネルギー価格上昇の影響



注: 名目。21年の企業物価のうち、エネルギー価格上昇(約30%)による影響を試算。その他の前提は図表2-22と同じ。

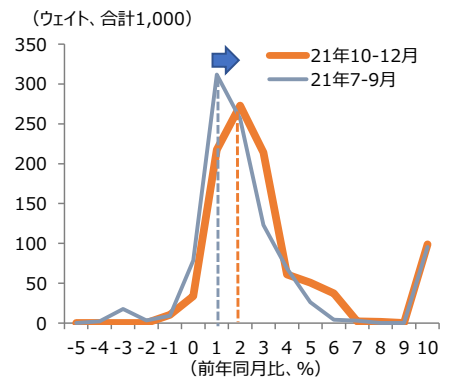
出所: Eurostatより三菱総合研究所試算

図表4-8 消費者マインド  
(ユーロ圏)



出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-9 物価分布  
(HICP、ユーロ圏)



注: 品目別の前年同月比。

出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

## 感染拡大・幅広い品目の物価上昇で消費者マインド慎重化

雇用・所得環境は堅調に推移も、21年11月頃からの感染拡大やエネルギー価格を中心とした物価上昇を背景に、消費者マインドは慎重化している(図表4-8)。ユーロ圏の消費者物価(HICP)は22年1月には前年同月比+5.1%と97年の統計開始以来、過去最高の伸びとなった。21年10-12月期は、物価の分布の中心が欧州中央銀行(ECB)が目標とする2.0%までシフトしている(図表4-9)。家計の消費支出の約1割を占めるエネルギー関連消費だけではなく、幅広い品目で物価が上昇しており、消費回復の重しとなっている。

先行きの消費は、堅調な雇用・所得環境に加え、経済活動の制限緩和に伴い回復を見込む。ユーロ圏でも過剰貯蓄は19年の消費支出の10%程度まで積み上がっており、この一部が消費として顕現化するとみる。

## 英中銀は2度の利上げ、ECBはパンデミック緊急購入プログラム買入終了を決定

エネルギー価格や供給制約を背景に物価が上昇するなか、英国中銀(BOE)・ECBともに金融政策の出口に向けて動き始めた。

BOEは、21年12月にインフレ圧力の高まりを受け、政策金利を引き上げ(0.1%→0.25%)、22年2月に2度目の利上げ(0.25%→0.5%)を実施。新型コロナの感染拡大による経済影響より、物価上昇への対応を重視した。一方、ECBは、21年12月の会合で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の22年3月末での買入終了を決定したが、従来の資産購入プログラム(APP、月額200億ユーロ、22年4-6月期は400億、7-9月期は300億に一時的に拡大)の継続と政策金利の据え置きを決め、緩和的な政策を維持した。新型コロナ危機下の経済下支えを重視したかたちだ。

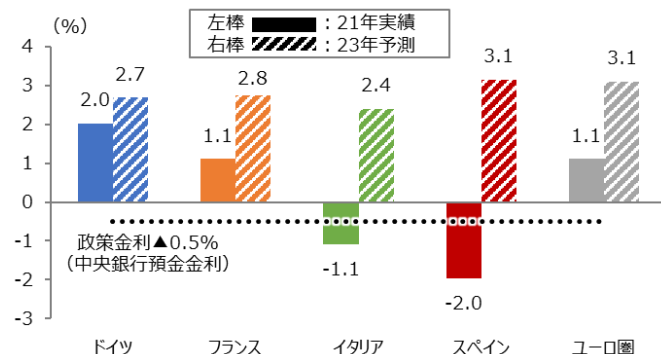
## 22年後半には資産購入プログラム終了、22年末にはECBも利上げへ

ECBが21年12月に公表した物価見通しは、22年が3.2%、23・24年が1.8%と、前回の10月見通しから上方修正され、ECBのインフレ目標に近づいた。ECBは物価上昇を一時的とみていたが、22年2月理事会後の総裁会見では、インフレ見通しに対するリスクが上振れている点に言及しており、3月以降の会合で緩和縮小について議論すると予想される。供給制約の解消につれ、物価の伸びは鈍化するとみるが、①労働需給の逼迫による賃金への上昇圧力、②天然ガス価格を中心としたエネルギー価格上昇長期化、により2%を超える物価上昇は続くとする。22年は3%台前半、23年は2%台前半の物価上昇を見込む。

ECBは資産購入プログラム(APP)終了後の利上げを想定しているが、テイラールールに基づき景気に中立

的な政策金利を試算すると、ドイツやフランスは現状のECBの政策金利と比較して緩和的な状況にある(図表4-10)。物価上昇が構造的に続くこと、22年半ば以降は各国の経済回復が本格化することから、年後半にはAPPの買入終了、年末に利上げ開始を見込む。物価上昇圧力が一層強まれば、前倒しの可能性もある。

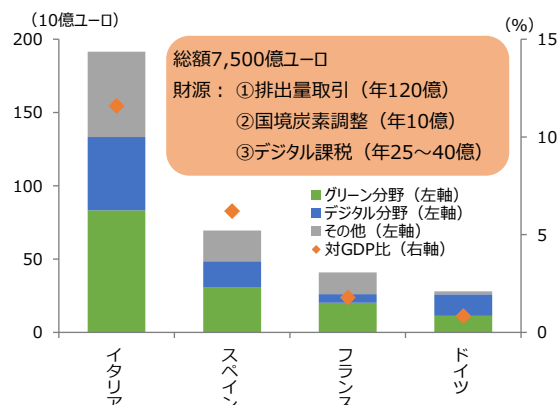
図表4-10 主要国のテイラールールに基づく金利水準



注:インフレ率は、21年はHICPコアの実績、23年はIMF予測を基に作成。潜在成長率はAMECO予測。

出所: Eurostat, AMECO, IMFより三菱総合研究所作成

図表4-11 欧州復興基金の利用計画



出所: Bruegel, 欧州委員会より三菱総合研究所作成

### 復興基金が本格稼働、グリーン・デジタルの成長分野投資は加速へ

コロナ危機からの経済回復策として注目の欧州復興基金(総額7,500億ユーロ)が、22年から本格的に稼働し、復興基金を活用したグリーン・デジタル分野への成長投資が加速、成長を底上げする見込みだ。復興基金の最大の利用国となるイタリアはGDP比10%超の基金の利用を予定している(図表4-11)。

欧州では、環境と経済成長を両立するため、資金面では欧州復興基金で資金手当てを完了、30年の温室効果ガス削減目標(90年比55%削減)を達成するための政策パッケージとしてFit for 55(国境炭素調整や35年に電動車100%など)を公表している。欧州投資銀行の企業向け調査によると、気候変動対策への対応を今後5年間の事業機会とみる企業は約3割、風力発電に強みを持つデンマークでは5割となっている。政策支援もあり環境分野での投資は増える見込みだ。

### ドイツ新政権が発足、フランス大統領選の結果がメルケル後の欧州を左右

22年のEUは、前述の環境政策に加え、コロナ危機を受けて凍結中の23年以降の財政ルールなど重要政策の議論が行われる。環境政策では、企業の経済活動が持続可能かの判断基準となる「EUタクソミー」における原子力の扱いで、ドイツ(脱原発派)とフランス(原発推進派)などとの間で意見が分かれている。財政ルールは環境など成長分野への柔軟な投資ができるよう見直す方針だが、オランダなど財政規律を重視する国は慎重姿勢だ。域内の調整が必要になるなか、新政権発足のドイツと大統領選を控えたフランスの動向に注目だ。

ドイツでは、21年12月に、社会民主党・緑の党・自由民主党の3党連立によるショルツ政権が誕生した。3党の政策合意内容は、環境を重視する緑の党、増税の反対や企業活動を重視する自由民主党の各党に配慮した総花的な内容となった。対口政策では、メルケル政権より厳しい姿勢になると見込まれていたが、ウクライナ情勢をめぐりドイツは経済制裁を検討するも、ウクライナへの武器供与に慎重姿勢であることなどから、米国やEU域内からも対口姿勢に疑念を持たれている。ショルツ新首相がEUで存在感を発揮できるかが焦点だ。

22年4月のフランス大統領選は、現職のマクロン大統領再選が有力視されている。フランスは22年上半年期のEU議長国であり、マクロン大統領は議長国として成果を出し、大統領選に臨みたいとみられる。有力な対抗馬はサルコジ政権下で閣僚を務めた共和党のペクレス氏だ。マクロン大統領・ペクレス氏ともに、EUを重視する方針であり、どちらが勝利してもEUの政治・経済へ大きな影響はないだろう。ただし、極右候補のルペン氏やゼムール氏が勝利した場合は、移民政策など大幅変更が予想され、EUが不安定化するリスクがある。

### 欧州主要5カ国経済は回復継続も、ウクライナ情勢悪化がリスク

22年の欧州主要5カ国経済は、感染急拡大により一時的に落ち込むも、経済活動の再開や欧州復興基金を活用した投資により回復基調を維持するだろう。22年の実質GDP成長率は前年比+4.0%、23年は同+2.6%と予想する。22年は、感染拡大の影響などから前回11月見通し(同+4.2%)から下方修正する。

下振れリスクは、①ウクライナ情勢の悪化によるエネルギー供給不安定化・価格高騰、②新たな変異株の登場による経済活動の再抑制、③供給制約の長期化だ。リスクが顕在化した場合、企業活動や雇用・消費環境に影響を与え、回復ペースが鈍化する可能性がある。