

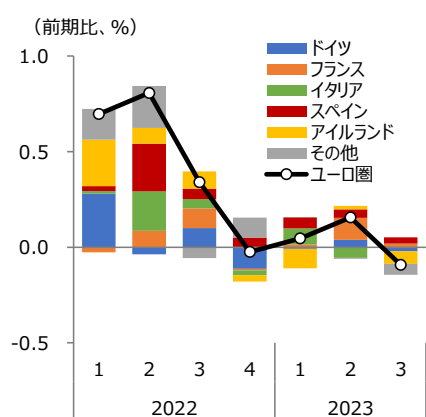
(1) ユーロ圏経済の現況

物価高・金融引き締めで内需が弱く、停滞が続く

ユーロ圏経済はゼロ近傍の停滞が続いている。23年7-9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.1%と3四半期ぶりのマイナス成長となった(図表4-1)。依然として高い物価上昇率が消費を下押しする状況が続いている。さらに、23年9月には実質金利がプラスに転換し、金融引き締め効果が強まりつつある(図表4-2)。

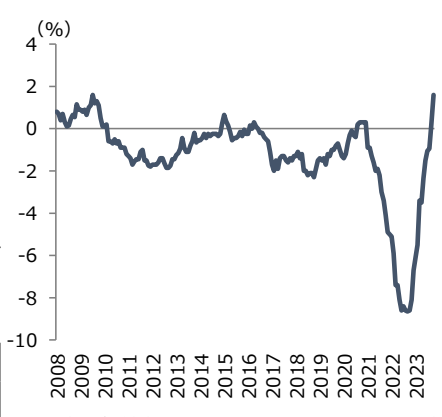
企業の景況感を示すPMIは好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いている(図表4-3)。ただし、23-24年冬のエネルギー不安懸念は後退したほか、物価の伸びは鈍化が継続、ECBの利上げ局面も終了に近づいており、急速な悪化には歯止めがかかりつつある。特に、ウクライナ危機以降最大の不安要素であったエネルギー問題は、天然ガスの在庫目標(2023年11月1日までに90%)を前倒しで達成、需要削減の取り組みなどもあり、供給量が不足する可能性は後退している。

図表4-1 実質GDP



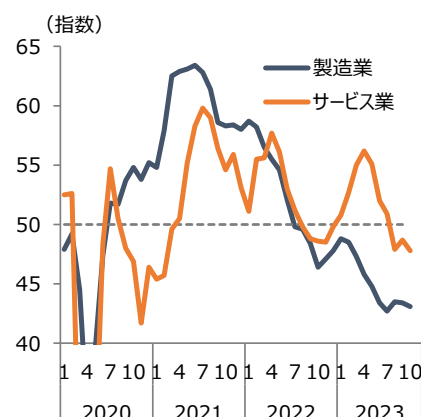
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 実質金利(ユーロ圏)



注: 月次。実質金利はメインリファイナンスオペ金利とHICP総合の差。直近は23年10月。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(ユーロ圏)



注: 破線は好不況の分かれ目となる50を示す。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

金融引き締め長期化で24年も低成長が続く

23年のユーロ圏経済は、物価高と既往の金融引き締め効果が経済活動の抑制要因となり、前年比+0.5% (前回8月見通し+0.5%から変更なし)の低成長にとどまると予測する。

24年は、同+0.8% (前回8月見通し+1.1%から下方修正)と、1%を下回る低成長継続を見込む。前回見通しより金融引き締めの長期化を見込むほか、海外経済の減速が下押し要因となるだろう。一方、物価の伸び鈍化による実質賃金の上昇と脱炭素などに向けた財政支援が下押し要因の一部を相殺するとみる。先行きの注目は、①物価と金融政策の行方、②内需の回復力、③対中デリスキング推進の影響、の3点だ。

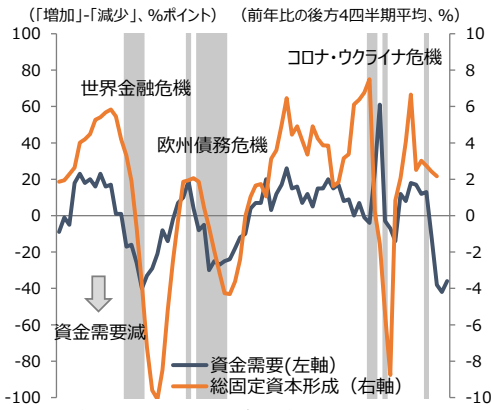
注目点① 物価と金融政策の行方 — 基調的な物価上昇圧力緩和に時間、利下げ転換は24年後半

ECBは10月の理事会で、政策金利の維持を決定(下限の中銀預金金利は4.0%)した。ECBは追加利上げの可能性を否定していないが、ECBの金融政策の焦点は、政策金利の最終到達点(ターミナルレート)の水準から、その金利水準をいつまで維持するかという点に移行した。今後の金融政策の動向をみる上では、ECBの判断基準にも含まれる、①金融引き締め効果が实体经济に与える影響、②基調的な物価の動向、がポイントとなる。

先行きのECBの金融政策は、現在の金利水準を維持し、利下げに転じるのは24年後半と予想する。ECBが判断基準とする、①金融引き締め効果は、今後一段と顕在化し需要を抑制するとみるが、②基調的な物価の動向は、高めの賃金上昇の継続により、前回見通しより物価抑制には時間を要するとみる。

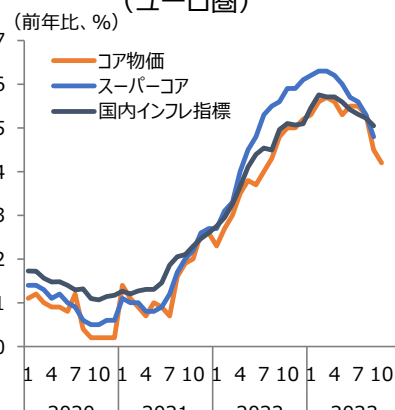
①金融引き締め効果は、企業の資金需要が世界金融危機時と同程度まで減少しており、顕在化しつつある(図表4-4)。過去の傾向では、資金需要が減少に転じたのち、投資も前年比で減少している。実質金利もプラスに転じたことから、实体经济を抑制する効果は、24年にかけて一段と顕在化するだろう。

図表4-4 資金需要と投資(ユーロ圏)



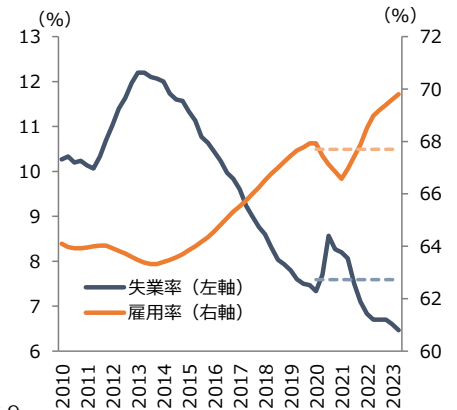
注:資金需要は企業。直近は総固定資本形成が23年4-6月期、資金需要は23年10月の銀行貸出調査。グレーの網掛けはマイナス成長の期間。
出所:ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-5 基調的な物価指標(ユーロ圏)



注:直近はコア物価が23年10月、その他は23年9月。スーパーコアはECBが公表する指数で、需給ギャップと関連性がある品目から試算。国内インフレは、輸入依存度が低い品目の物価指標で、ECB(2022)“A new indicator of domestic inflation for the euro area”を参考にMRI試算。
出所:ECB などより三菱総合研究所作成

図表4-6 失業率・雇用率(ユーロ圏)



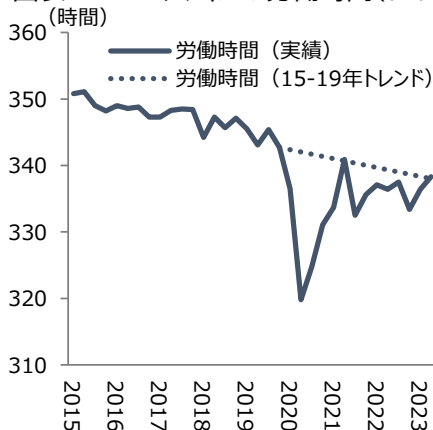
注:四半期。雇用率は後方四半期移動平均。破線は19年平均。雇用率(15-64歳)は人口に占める就業者の割合。
出所:Eurostat より三菱総合研究所作成

②基調的な物価は、高い賃金上昇から2%を超える水準で推移するとみる。ECBの試算などを参考に、各種の基調的な物価指標をみると、前年比で4%を超える上昇が続いている(図表4-5)。特に、ECBが重視する国内インフレ指標(輸入依存度が低い品目で構成、HICPの約3割強のウエート)は、5%程度で高止まりしている。資源価格の上昇や企業の価格転嫁要因が一巡しつつあることから、賃金の動向が先行きの物価を左右する。

賃金に影響する雇用環境は、ユーロ圏経済が停滞するなかでも堅調である。ユーロ圏の23年8月の失業率は6.4%とコロナ前(19年平均7.6%)を大きく下回って推移、雇用率もコロナ前を約2%ポイント上回る(図表4-6)。雇用環境がコロナ前よりも改善しているにもかかわらず、依然として企業の人手不足感は強い。人手不足感が強い業種では賃金上昇率も高く、人手不足感が解消されなければ高めの賃金上昇が続く。

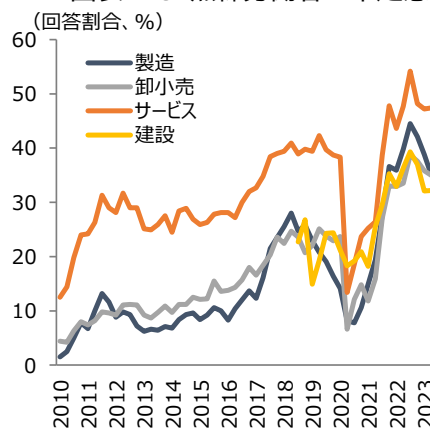
人手不足感が緩和しない一因には、熟練労働者の不足がある。ユーロ圏の雇用者数の約4分の1を占めるドイツでは、一人あたり労働時間の減少が人手不足の一因となっていたが、すでにコロナ前のトレンドまで回復しつつある(図表4-7)。一方で、高スキル人材や熟練労働者の不足などのスキルのミスマッチは解消されていない(図表4-8左)。熟練労働者の不足は短期的な解消は難しく、時間を要するとみる。ドイツ労働・社会省(BMAS)の2026年までの職業予測によると、定年退職者が増加するなかで、後継者確保が必要なことに加え、デジタル化やエネルギー関連の投資・建設需要の拡大から、これらの分野に関連した職業の人材育成・確保が課題となる(図表4-8右)。高めの賃金引き上げ要求が依然として継続しているほか、熟練労働者不足や生産年齢人口の減少などの構造要因から労働需給の逼迫解消には時間を要し、高めの賃金上昇が継続する可能性は高い。

図表4-7 一人当たり労働時間(ドイツ)



注:四半期。季節調整値。点線は、15-19年の一人当たりの労働時間のトレンドで伸ばした場合の労働時間。
出所:ドイツ統計局より三菱総合研究所作成

図表4-8 熟練労働者の不足感と不足が予想される職業(ドイツ)



注:左図は、熟練労働者の不足が事業にマイナスの影響を与えていると回答した企業の割合。右表は、2026年にかけて、高齢化による技術者の退職や新たな需要により人材確保がボトルネックとなる36の職業のうち、一部を抜粋したもの。

出所:KfW-ifo Skilled Labour Barometer, BMAS “Fachkräftemonitoring für das BMAS – Mittelfristprognose bis 2026”より三菱総合研究所作成

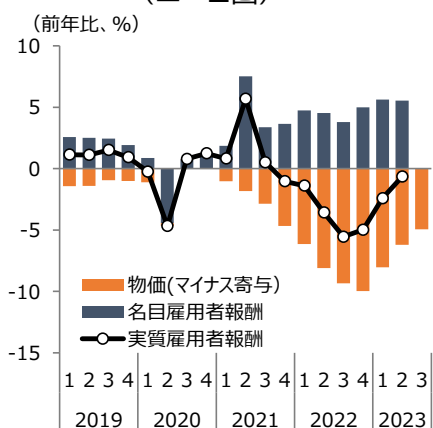
分類	不足が予想される職業の例
デジタル化・高齢化で需要増	医療・介護職
	ITシステム分析・コンサルティング
	ITネットワークエンジニア
エネルギー・建設投資で需要増	建設エンジニア
	配管・冷暖房技術職
	エネルギー技術職

注目点② 内需の回復力 — 実質賃金プラス転換と財政支援が内需を下支え

金融引き締め長期化は内需の下押し要因となるが、①実質賃金のプラス転換、②脱炭素などに向けた財政支援、がユーロ圏経済を下支えし、通年でマイナス成長は回避するとみる。

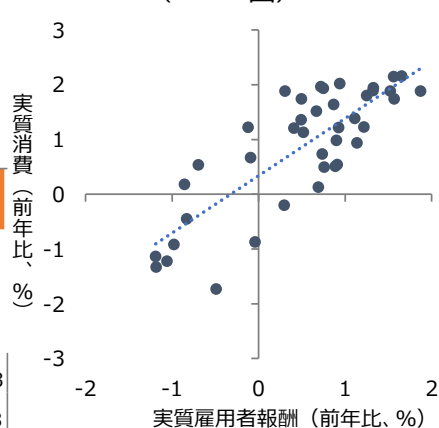
実質賃金のプラス転換が消費持ち直しに寄与するとみる。前年のエネルギー価格高騰の反動などによる物価の伸び鈍化と5%を超える高めの賃金上昇から、実質賃金のマイナス幅は縮小しており、23年7-9月期にはユーロ圏全体として実質賃金がプラスに転換した可能性がある(図表4-9)。賃金と消費の関係をみると、実質賃金が前年比で増加した期間は、実質消費も同程度増加している(図表4-10)。注目点①の通り、高めの賃金上昇が継続する可能性が高いことから、24年にかけて消費は持ち直すだろう。

図表4-9 実質雇用者報酬 (ユーロ圏)



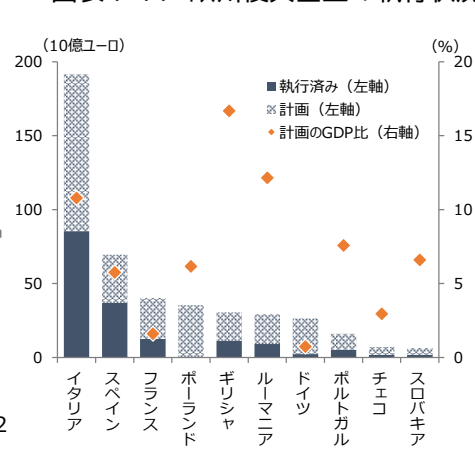
注: 名目・実質雇用者報酬は、一人当たり。物価上昇率はHICP総合の四半期平均。直近は物価が23年7-9月期、名目雇用者報酬は23年4-6月期。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-10 雇用者報酬と消費 (ユーロ圏)



注: 四半期。期間は2010年から2019年。実質雇用者報酬の計算は図表4-9と同じ。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-11 欧州復興基金の執行状況

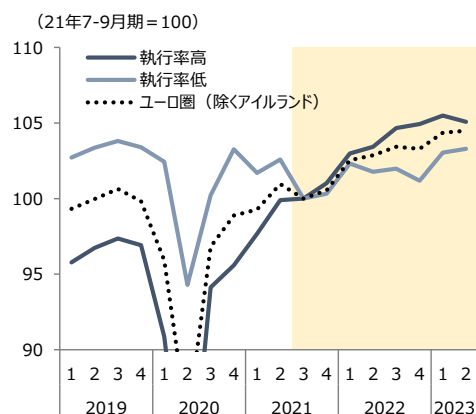


注: 10月17日時点。復興基金の利用金額計画の上位10カ国。計画、執行済みの金額は補助金と融資の合計。
出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

②脱炭素などに向けた財政支援は、金利上昇下においても投資を下支えするとみる。コロナ危機後の欧州経済の立て直しを目的に創設された「欧州復興基金(総額7,500億ユーロ)」はまだ十分利用されていない。基金の一部は化石燃料の脱ロシア依存実現に向けたREPowerEUで必要となるエネルギー対策に活用できるようになったが、EU全体では3割程度の消化にとどまる。GDP比で利用規模が大きいイタリアやスペインは計画の5割程度まで利用が進んでいるが、ドイツは1割程度にとどまる(図表4-11)。

欧州復興基金の執行状況と固定資本形成の関係をみると、執行率が高い国(3割以上)は低い国と比較し、固定資本形成の伸びが高い(図表4-12)。利用が遅れていたドイツも、23年9月には約40億ユーロ(計画の約15%)の利用申請を出したほか、スペインは修正計画を提出し、現状の約700億ユーロの計画から約1,630億ユーロに増額する計画を提出し承認されている。利用が遅れていた国でも利用申請が出始めたほか、増額申請もあり、24年の投資を下支えするだろう。

図表4-12 欧州復興基金の執行状況と実質固定資本形成(アイルランド除くユーロ圏)



注: 知財投資などで固定資本形成の変動が大きいアイルランドを除く。黄色の網掛けは復興基金の予算執行開始(21年8月)以降の期間。執行率高は、計画比での予算執行割合が30%を超える国。
出所: 欧州委員会、Eurostatより三菱総合研究所作成

注目点③ 対中デリスキング推進の影響 — 脱炭素加速には当面中国との関係維持が不可欠

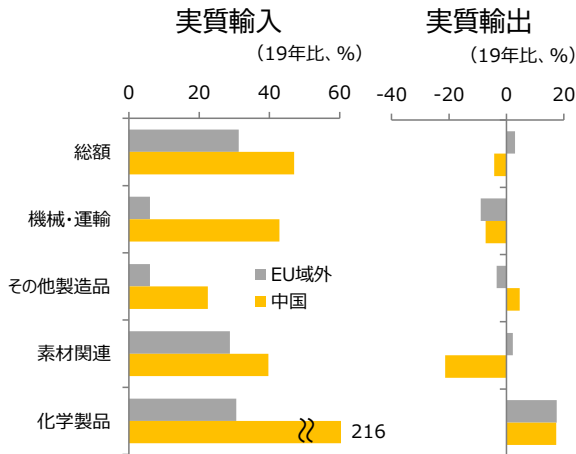
EUは6月に公表した経済安全保障戦略の具体化に向け動き出している。23年9月の欧州委員会委員長長の一般教書演説で、中国の電気自動車(EV)補助金に関する調査を開始することを表明、10月には風力発電も調査対象に加えることを公表した。この動きは経済安全保障戦略で示したProtecting(域内外投資審査や輸出管理強化、補助金調査など)の取り組みの一環である。中国で生産する米欧系メーカーも調査対象となるが、過度な中国依存の低減を念頭に置いている。

デリスキング推進は、欧州経済にとってプラスにもマイナスにもなり得る。前述のとおり、域内産業への投資や競争力強化は短期に限らず、中長期でも経済にとってプラスとなる。一方、中国はEUの主要貿易相手国であり、EUから中国向け実質輸出は19年と比較し減少したものの、依然として重要である(図表4-13)。中国の

対抗措置次第では、対中輸出が減少し、中国向け輸出が多いドイツを中心に経済にはマイナスとなる。

対中関係で影響を大きく受けるのは脱炭素分野だ。EUの脱炭素加速には、短期的には中国製の製品が必要不可欠である。ネットゼロ産業法案で指定した「戦略的ネットゼロ技術(太陽光や風力、蓄電池技術、ヒートポンプなど8分野)」分野に関連する製品は、風力を除けばEUの競争力は低く、中国製の製品への依存度が高い(図表4-14)。バッテリーは輸入依存度が低下しているが、ハンガリーへ中国企業がバッテリー工場投資を進めており、中国企業に依存している状況に変わりはない。エネルギーの脱炭素化を進めるうえでは、中国との関係維持が現状不可欠である。経済安全保障戦略で示した、域内産業の競争力強化(Promoting)の成果が出るには時間を要する。当面は中国を過度に刺激しないよう、規制などの検討を進めるだろう。

図表4-13 対中輸出入(EU、22年)



注:ユーロ圏の輸出入デフレーターで実質化。中国は香港含む。対中輸入の上位品目を抜粋。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-14 ネットゼロ産業の輸入依存度と輸入相手国(EU)

		輸入依存度(%) (上段:22年,下段:15年からの変化(%ポイント))	22年輸入シェア上位5カ国(%)				
EV 関連	バッテリー	52.6 (▲22.4)	中国 82.1	韓国 8.4	日本 2.8	米国 1.7	マレーシア 1.0
	電動パワートレイン	27.1 (+7.7)	中国 52.2	韓国 6.8	ブラジル 6.1	セルビア 5.4	米国 5.0
	風力	7.7 (+6.7)	中国 61.4	インド 31.9	英国 0.4	トルコ 0.4	米国 0.2
	太陽光	90.5 (+28.1)	中国 68.9	米国 6.6	日本 6.3	スイス 4.2	英国 3.2
	ヒートポンプ	27.0 (+17.9)	中国 61.5	日本 7.6	韓国 6.6	タイ 6.5	マレーシア 6.0

注:輸入依存度は輸入/(輸入+域内生産)と定義。各品目の集計は、欧州委員会共同研究センター(2023)“European climate neutral industry competitiveness scoreboard annual report 2022”のAnnexesを参考に作成。
出所:欧州委員会 Prodcom, UN comtrade より三菱総合研究所作成

(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

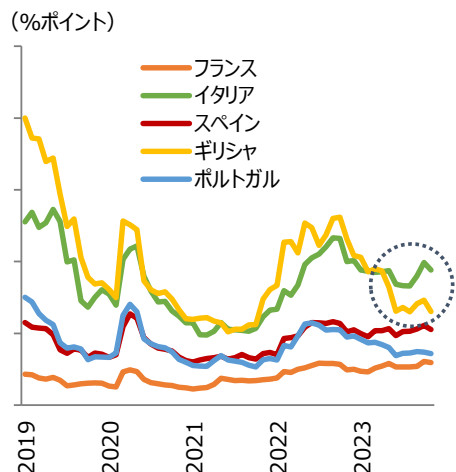
ユーロ圏経済の先行きのリスクは、①高インフレの再燃と②ソブリンリスクの顕在化である。これらのリスクが顕在化した場合、ユーロ圏経済はスタグフレーションに陥る可能性が高い。なお、エネルギー問題は、23-24年冬のエネルギー不安は後退したが、地政学や異常気象など外生的なショックに脆弱(ぜいじゃく)であり、中長期的に欧州のリスク要因となる点は変わらない。

一点目の高インフレの再燃は、フィンランドの海底パイプラインの損傷や中東情勢の混乱を受け、エネルギー価格が再び上昇するなど、リスクは残る。エネルギーなどの資源価格の上昇により、期待インフレの上振れや企業が価格転嫁姿勢を強めれば、高インフレが再燃する。この場合、ECBは一段の利上げや引き締めの際のさらなる長期化が避けられず、ユーロ圏経済は下押しされるだろう。

二点目のソブリンリスクは、財政健全化に向けた取り組みが不十分と市場が評価する国でリスクが高い。コロナ危機下での大規模な財政出動により、ユーロ圏各国の債務残高は拡大している。コロナ危機で凍結されていた財政ルールは、24年には再開される見込みであり、財政をコロナ前の平時に戻す必要がある。防衛費の増額対応や利払い負担の増加といったコロナ前とは異なる歳出ニーズがあり、財政赤字をGDP比3%に抑制するためには、他の歳出削減や増税などの歳入増の取り組みなど国民の負担が必要となるだろう。

一方で、インフレ長期化や急速な脱炭素シフトにより、国民の生活コスト増加に対する不満は高まっている。欧州の最近の選挙で、極右勢力が躍進している背景には、このような国民の不満がある。国民の人気を取るためのバラマキ的な政策や政策修正を行えば、市場の信認を失う可能性がある。実際、イタリアが24年の財政赤字目標を修正したことにより、対独スプレッドが拡大した(図表4-15)。イタリアなどでソブリンリスクが再燃すれば、ユーロ圏経済が混乱するだろう。

図表4-15 主要国の対独スプレッド(10年物国債)



注:月次平均。直近は23年11月13日。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成