

4. 欧州経済

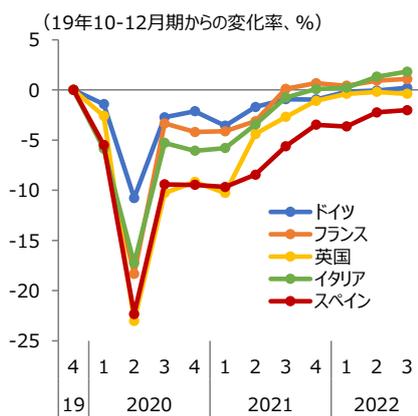
(1) 欧州経済の現況

エネルギー価格高騰・供給制約の経済影響が徐々に顕在化

欧州経済は減速している。22年7-9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+0.2%(図表4-1)。ウクライナ危機で加速したエネルギー価格高騰・供給制約に加え、熱波・干ばつが経済活動を抑制し、4-6月期から減速した。エネルギー価格の上昇を主因とした記録的な物価上昇が続いており、実質所得の低下が消費を抑制したとみられる(図表4-2)。

企業マインドを示すPMIは7月以降、好不況の境目となる50を下回り、経済は減速している(図表4-3)。特に、ユーロ圏のGDPシェア3割を占め、エネルギーのロシア依存度の高いドイツの落ち込みが大きい。

図表4-1 実質GDP



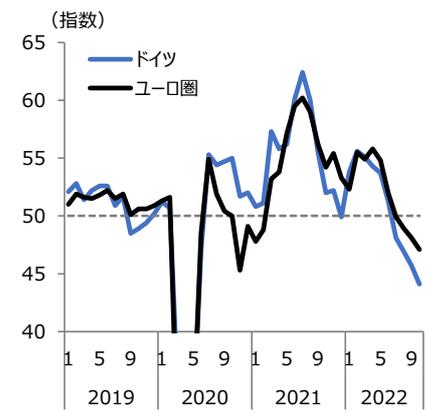
出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

図表4-2 消費者物価



出所: ONS, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(コンポジット)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

(2) 欧州経済の先行き

欧州経済は景気後退へ

欧州経済はエネルギー制約や利上げの影響から22年10-12月期から23年1-3月期にかけて景気後退入りするとみる。堅調な雇用・所得環境、各国の財政政策が経済を下支えするが、エネルギー制約と物価上昇、急速な利上げが域内経済活動の制約となるほか、外需縮小が経済を下押しするとみる。22年の実質GDP成長率は実績の上振れを反映し前年比+3.1%(8月見通し同+2.6%)に上方修正、23年は23年末までエネルギー制約が続くと想定し、同▲0.2%(8月見通し同+0.6%)に下方修正する。今後の注目は、①エネルギー価格・供給、②金融引き締めによる景気抑制、③金融政策と財政政策の整合、の3点だ。

注目点① エネルギー価格・供給 — 価格高・供給制約が家計・企業活動を抑制、来年の冬も課題

今年冬のエネルギー不足回避の可能性は高いが、エネルギーが経済活動に影響を与える状況は続く。ウクライナ危機発生以降、各国は脱ロシアの実現に向けエネルギー供給源の多様化や、石炭火力・原子力発電の利用、大規模な財政支援、節電・節ガスの取り組みを進めている(図表4-4)。これらの取り組みにより、今年冬のエネルギー不足を回避する可能性は高まった。しかし、ロシアからの供給が不安定なこと、厳冬による需要増大の可能性も残り、不安定な状況は続く。

図表4-4 各国の主な政策対応

| | エネルギー確保 | | 企業・家計支援 |
|---|--|--|--|
| | 天然ガス | 短期の代替エネルギー | |
| 独 | <ul style="list-style-type: none"> 供給源多様化(米・豪・UAE) LNG受入能力拡大 | <ul style="list-style-type: none"> 石炭火力の稼働拡大 国内原発3基の稼働停止延期(当初は22年末に停止予定) | <ul style="list-style-type: none"> エネルギー会社への資本注入、融資保証 年金受給者や学生などへの一時金支給 企業・家計向け電力・ガス価格の上限設定 |
| 仏 | — | <ul style="list-style-type: none"> 石炭火力の再稼働 | <ul style="list-style-type: none"> 電力会社の再国有化 家計・企業向け電力・ガス価格の上昇幅の制限 |
| 英 | <ul style="list-style-type: none"> シェールガスのフラッキング禁止の撤回 | <ul style="list-style-type: none"> 2030年までに最大8基の原発を新設 | <ul style="list-style-type: none"> 企業・家計向け電力・ガス価格の上限設定 |

出所: Bruegel, 各種報道より三菱総合研究所作成

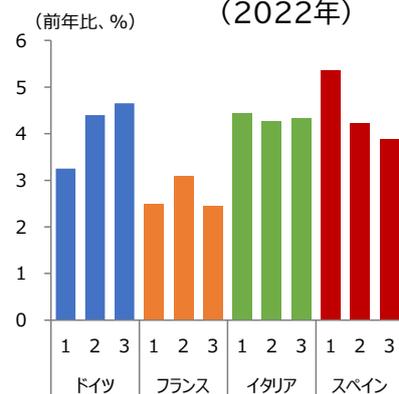
脱ロシア加速の代償としての、エネルギー価格高騰とエネルギー消費削減は家計・企業活動に影響を与える。

ウクライナ危機以降のエネルギー高により家計の負担は増加している(図表4-5)。特に、エネルギーのロシア依存度が高いドイツやイタリアでは、4%程度負担が増加。エネルギー支出の増加が、エネルギー以外の消費を抑制する要因となっている。エネルギー高の影響を緩和するため、ドイツや英国などでは、家計や企業向けの電力・ガス価格に上限を設定する政策を検討しており、家計の負担は22年10-12月期以降に軽減される見込みだ。ただし、上限設定は実質的には家計の補助金となるため、エネルギー以外の財・サービスの需要を強め、物価抑制の阻害要因となる可能性がある。

企業は、投入コストの上昇と、エネルギー需要削減(電力需要5%削減、ガス需要15%削減)が生産の制約となる。エネルギー価格の上昇により、生産に占めるエネルギー投入比率が高い製造業では、1割以上付加価値が減少する(図表4-6)。

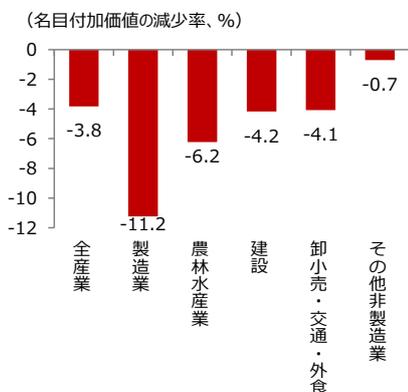
家計・企業活動に影響を与えるエネルギー制約・価格高騰は今年の冬だけでは終わらないとみる。23年はロシアからの供給が大幅に減少するなか、天然ガスの在庫を確保する必要がある。ロシアからの供給減少を十分カバーできず、供給が平年より3割減少した場合、23年の11月時点で在庫水準9割を達成できず、仮に需要を1割削減しても目標を達成できない(図表4-7)。欧州委員会は、天然ガスの共同購入や価格上限設定を検討しエネルギー制約の影響緩和に向けた取り組みを進めているが、23年は中国経済の回復が、エネルギー確保に関しては欧州経済のマイナス要因になるとみる。22年はゼロコロナ政策で中国経済が停滞したことから、IEAによると22年10月までに190億m³のLNG需要が減少した。中国内で余剰となったLNGが欧州向けに転売され、欧州のLNG確保に寄与したとみられる。23年は欧州のLNG需要増大に加え、中国経済の回復でLNGの需要も回復、LNGの国際市場が逼迫するとみる(図表4-8)。LNGの供給力の拡大には時間を要することから、エネルギー確保のために、23年も高価格での調達や需要抑制が必要となり、経済活動を抑制するだろう。

図表4-5 エネルギー高による家計負担 (2022年)



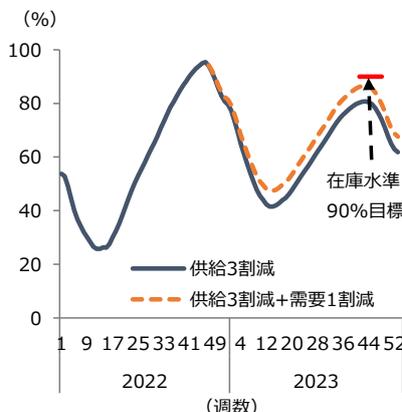
注: 四半期。消費者物価指数構成項目のうち、エネルギーの物価上昇率とウェイトをもとに計算。
出所: Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-6 エネルギー高の企業影響



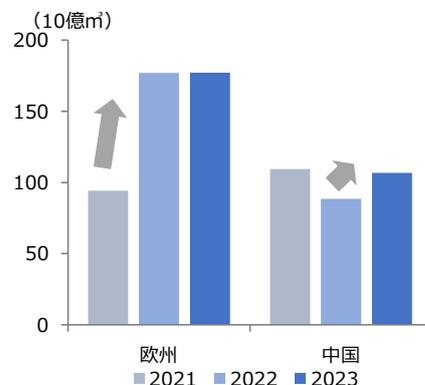
注: 名目。エネルギー価格が100%上昇(22年1-8月の生産者物価指数のエネルギーの前年比)時の影響試算。価格上昇の1/2を自社で負担し、残り1/2は他社に価格転嫁すると想定。
出所: Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-7 ガス在庫予測(欧州)



注: 直近は22年46週(11月6日の週)。需要抑制は、23年3月末までを想定。
出所: Gas Infrastructure Europe より三菱総合研究所試算

図表4-8 LNG需要見通し



注: 21年は実績、22年・23年は当社予測。欧州はEUと英国の合計。
出所: BP、Bruegel、Comtrade より三菱総合研究所試算

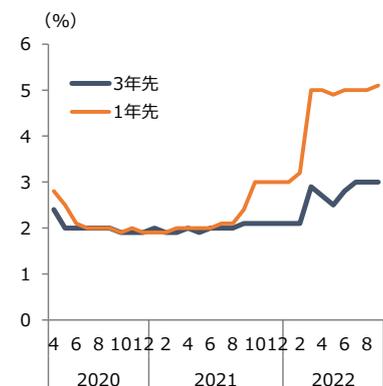
注目点② 金融引き締めによる景気抑制 — インフレ抑制で利上げ継続、借入コスト上昇で投資は減少

インフレ抑制を重視し急速な利上げが続いている。英中央銀行(BOE)は政策金利を3.0%、欧州中央銀行(ECB)は政策金利の下限である中銀預金金利を1.5%まで引き上げた。今後の注目は、①利上げをいつまで実施するか、②利上げによる実体経済への影響だ。

ユーロ圏の消費者物価指数(HICP)は、22年10月に前年同月比+10.7%を記録。ユーロ圏の物価上昇の主因は、金融政策の直接の効果がないエネルギーや食料などの供給要因だ。この状況下で、ECBが急速な利上げを継続するのは、期待インフレが高止まりし、賃金や幅広い財・サービスの価格が上昇する二次的な影響を回避するためだ。ユーロ圏の期待インフレ率は、7月の利上げ開始以降も、1年先は5%、3年先は3%とECBが目標とする2%を上回っている(図表4-9)。今後は、冬の景気後退による需要減速により、需要要因の

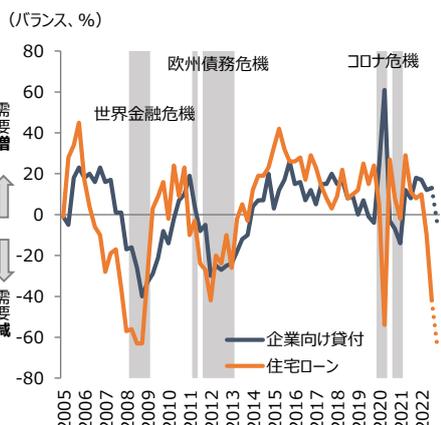
物価上昇圧力は弱まるが、期待インフレが安定するまでは利上げを続けるとみる。当社では、ECBが22年12月会合で0.5%ポイントの利上げを行い、23年3月会合までに、中銀預金金利を2.5%まで引き上げるとみる。

図表4-9 期待インフレ
(ユーロ圏、家計)



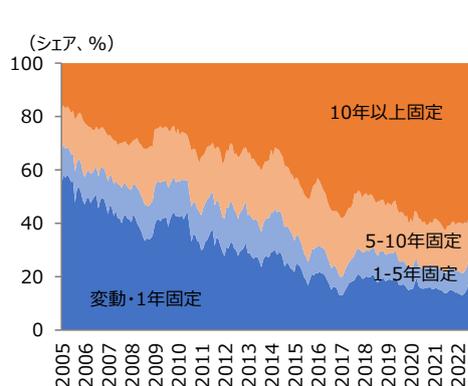
注:中央値。
出所:ECB“Consumer Expectation Survey”より三菱総合研究所作成

図表4-10 資金需要(ユーロ圏)



注:四半期。網掛けはユーロ圏経済がマイナス成長の時期。点線は先行き(22年10-12月期)の予測。
出所:ECB、Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-11 金利タイプ別住宅ローン
(ユーロ圏)



注:月次。新規の住宅ローン貸出の金利タイプ別シェア。
出所:ECBより三菱総合研究所作成

利上げは、借入コスト上昇による投資減少と、利払い負担の増加による消費の減少の2つの経路で実体経済に影響する。

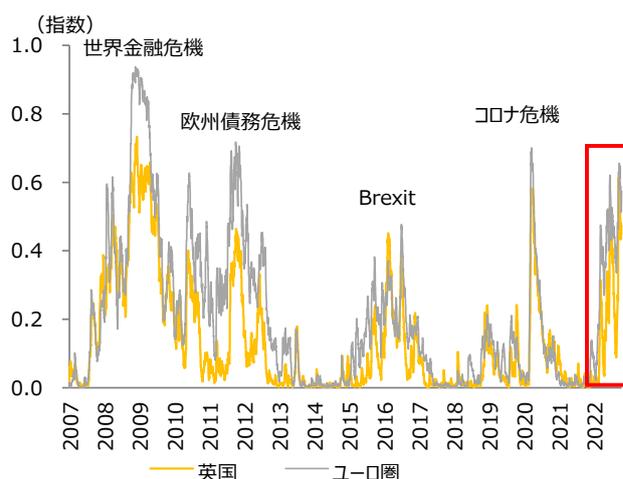
ユーロ圏では、利上げを受け資金需要が減少し始めている(図表4-10)。背景には借入コストの上昇に加え、企業・家計のマインド悪化がある。ドイツでは家計向け住宅ローンの新規貸出が22年6月以降前年同月差で減少に転じた。過去、資金需要判断がプラスからマイナスに転じた時期は、ユーロ圏経済がマイナス成長となっており、今後設備投資や住宅投資が減少し経済を下押しするとみる。

家計の債務残高はコロナ危機下で増加しているが、利払い負担増加による消費への影響は過去と比較し小さいとみる。家計の債務の中心である住宅ローンの借入コストは上昇しているが、過去と比較し水準は低く、固定金利の割合も高まっており、金利上昇影響はすぐに生じないとみる(図表4-11)。ただし、利払い負担増の影響は小さいが、物価高で実質所得は低下しており、消費の下押し圧力は強い。

注目点③ 金融政策と財政政策の整合 — 方向性の違いが金融市場のストレスに

欧州では金融市場の混乱が続いている。電力先物市場の価格乱高下による、エネルギー会社の資本金不足や、英国のエネルギー高・減税政策の公表受け、英国債金利が急騰した。イタリアでは右派連立政権が誕生、EUの財政ルールを尊重する方針が示されたが、選挙時の公約では減税策や家計支援などの財政拡張につながる政策が打ち出されており、財政悪化懸念は残る。英国政府の減税計画撤回や財政見通しの公表を受け、市場の混乱は落ち着いたが、金融機関や金融市場の不安定性やリスクの大小を示す、ECBのシステムリスク指標は、欧州債務危機時と同程度まで上昇している(図表4-12)。欧州システムリスク理事会(ESRB)が英国市場の混乱前に公表した資料では、ウクライナ危機を受けたマクロ経済見通しの悪化、資産価格の急落、金融機関の資産劣化が金融市場のリスクを高めているとしている。

図表4-12 システムリスク指標



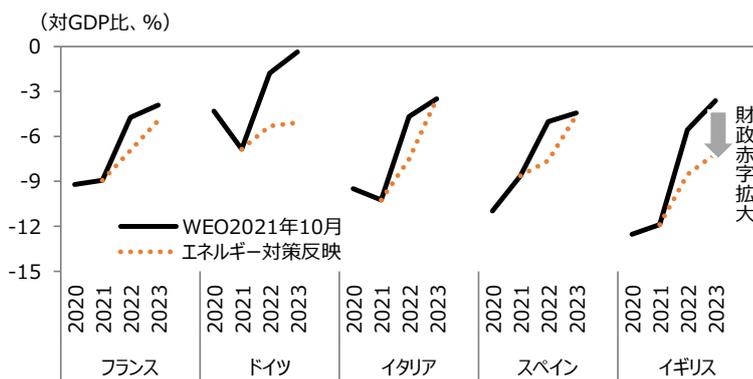
注:日次。直近は22年11月10日。
出所:ECBより三菱総合研究所作成

混乱の背景には、金融政策と財政政策の方向性の違いがある。金融政策は、インフレ抑制を重視し利上げを急ぐ一方、財政政策は企業・家計のエネルギー高対応で各国拡張、財政赤字は拡大する見込みだ(図表4-13)。財政拡張はインフレ抑制をより困難なものとするほか、利上げで政府の利払い負担は増加しており、財政悪化に拍車をかける。

エネルギー高対応は必要だが、対象者や期間を限定しない政策、財源の裏付けが不明確な政策を継続すれば、財政悪化懸念は高まる。英国の価格上限策導入による家計の負担軽減額を試算すると、家計消費に占める電力・ガス支出のシェアが相対的に小さい高所得世帯ほど負担軽減額が大きい(図表4-14)。今回の施策の歳出規模は23年3月まで310億ポンドとされているが、物価高の影響を受けやすい低所得世帯に絞れば、物価抑制と財政規律維持の目標を達成できた可能性がある。

現在は、エネルギー価格高騰への対応が財政政策の中心となっているが、今後は防衛費の増額や脱ロシア実現のためのグリーン投資加速など中長期的に財政拡張圧力が残る。EUはコロナ危機下で財政ルールを凍結しているが、持続可能な債務と成長投資の両立が実現できるよう、財政ルールの見直しを進めている。コロナ・エネルギー高の緊急対応の終了後、各国財政余力確保に向けた取組が進展するかが、今後の注目だ。

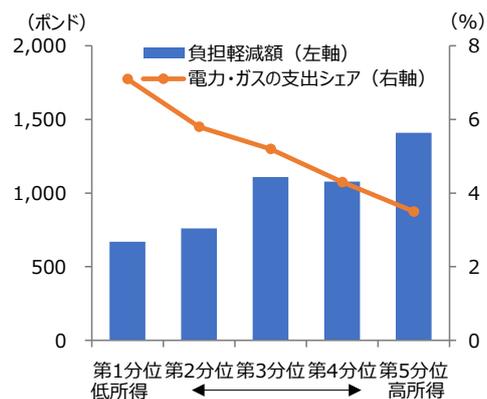
図表4-13 財政収支対GDP比



注:各国の財政収支は IMF「WEO2021年 10 月」時点。エネルギー対策反映後の財政収支は、Bruegel のデータ(22 年 10 月時点)をもとに、IMF の 22・23 年の財政収支予測に財政出動額を加算することで計算。複数年の予算は、各年に按分して計算。なお、Bruegel のデータには、政府の正式決定前の予算や、データ公表後に金額が修正された予算も含まれる。

出所: IMF、Bruegel より三菱総合研究所試算

図表4-14 家計のエネルギー負担軽減(英)



注:家計の所得階級別の 21 年の電力・ガス週平均消費支出を年間化し試算。22 年の家計負担額は、22 年 10-12 月の価格上限額をもとに価格変化を考慮し推計。負担軽減額は、22 年の家計負担額の推計値から英政府公表の標準世帯負担額 2,500 ポンドを除くことで計算。実際の負担軽減額は、電力・ガス消費量と連動するため、試算から乖離はある。

出所: ONS、Ofgem より三菱総合研究所試算

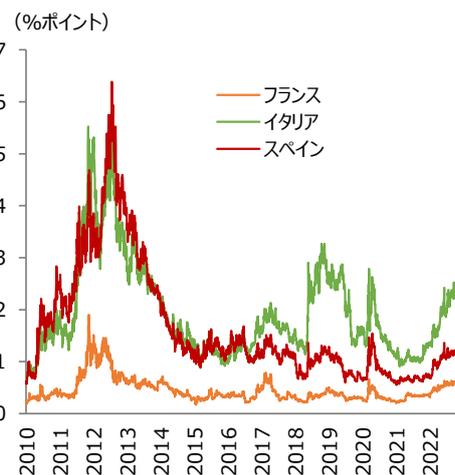
(3) 欧州経済の先行きリスク

欧州経済の先行きのリスクは2つある。

第一に、ロシアからのエネルギー供給完全停止や厳冬による今年の冬のエネルギー不足である。エネルギー供給が不足すれば、エネルギー価格の高騰に加え、現在の電力・ガス需要の削減策だけでは対応できず、配給制に移行する可能性がある。エネルギー供給の優先順位が低い製造業やサービス業向けのエネルギー供給が減少すれば、経済活動の大幅な下振れは避けられず、欧州経済の落ち込みはより深くなるだろう。

第二に、ソブリンリスクの顕在化など金融市場の混乱である。英国での金融市場の混乱は、各国政府・中央銀行の対応もあり混乱が落ち着きつつある。イタリア国債は、メローニ新首相がEUの財政ルールを尊重する方針を示したこと、具体的な経済対策が発表されていないこともあり、現時点では欧州債務危機時と比較し、イタリア国債の対独スプレッドは低い(図表4-15)。ただし、イタリア新政権が新規国債増発による財政政策を発表すれば、財政悪化に対する市場の懸念が強まり、金利が急騰し債務危機につながる可能性は残る。ECBが無秩序な金利急騰への対策として7月に導入したTPI(伝達保護措置)は、適用条件として健全で持続可能な財政・マクロ経済状況を挙げており、実際にイタリアに適用されるかは不透明だ。財源の裏付けが乏しい財政拡大が続けば、ソブリンリスクが顕在化し金融市場が混乱、市場の信認確保のために歳出削減や増税が必要となり実体経済へも影響するだろう。

図表4-15 対独スプレッド



注:日次。直近は 22 年 11 月 11 日。ドイツ 10 年物国債と、各国 10 年物国債の金利差。

出所: Bloomberg より三菱総合研究所推計