

4. 欧州経済

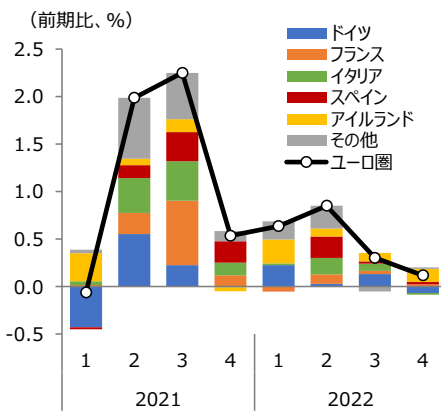
(1) ユーロ圏経済の現況

アイルランドを除けばユーロ圏経済はわずかにマイナス成長

ユーロ圏経済はウクライナ危機の影響を受けながら持ちこたえている。22年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.1%と減速(図表4-1)。ただし、多国籍企業が関連するセクターが成長を牽引するアイルランドを除けば、ユーロ圏はわずかにマイナス成長(同▲0.03%)だ。

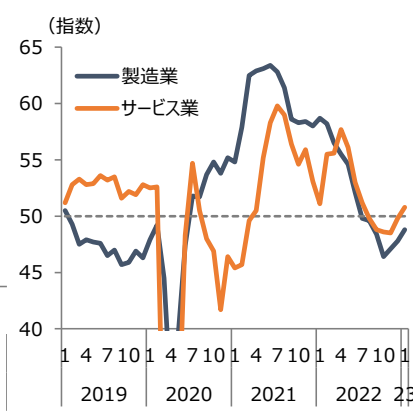
一時的なエネルギー需給緩和で、停電やエネルギーの配給制への移行など最悪の事態が回避される可能性が高まったことから、ユーロ圏のマインドの悪化にも歯止めがかかった(図表4-2)。しかし、記録的な物価高が内需の下押し要因となっているほか、エネルギー投入量の削減や価格高騰がエネルギー依存度の高い産業(化学など)を中心に生産の抑制につながっている(図表4-3)。ユーロ圏経済は、ウクライナ危機直後に想定された大幅な落ち込みは回避したが、エネルギー供給不安が経済活動の重しとなる状況に変わりはない。

図表4-1 実質GDP



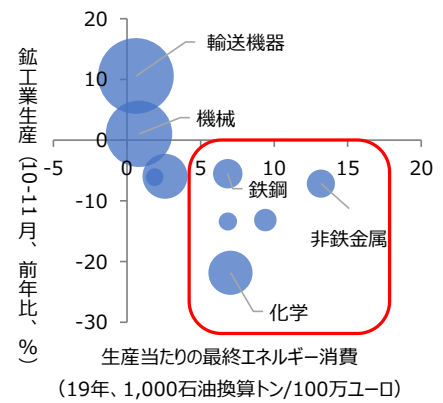
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 PMI(ユーロ圏)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表4-3 生産と最終エネルギー消費(ドイツ)



注: バブルサイズは、19年の総生産額。最終エネルギー消費と鉱工業生産、Use Tableの産業のひもづけは中分類レベルで実施しているため、一部の業種では厳密には一致しない。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

23年は0%程度まで失速、本格的な回復は24年以降

23年のユーロ圏経済は、0%程度まで成長が失速し景気後退に陥る可能性も残る。エネルギー問題がユーロ圏経済の制約となる状況に変化はないほか、既往の利上げにより住宅や投資を中心に経済活動が抑制されるとみる。23年の実質GDP成長率は、暖冬によるエネルギー需給の一時的緩和などから前年比+0.1%(前回11月見通し▲0.2%)と前回見通しより上方修正する。24年は、インフレの落ち着き、エネルギー供給制約の緩和などから成長回復を見込み、同+1.5%と予想する。ECBの金融政策は、インフレ圧力の緩和を受けて23年半ばで利上げを停止するだろう。利下げに転じるのは24年入り後を見込むが期待インフレが高止まりしており、後ずれする可能性もある。今後の注目は、①インフレ・金融政策、②エネルギー供給、③政府債務、④グリーン・デジタル政策、の4点だ。

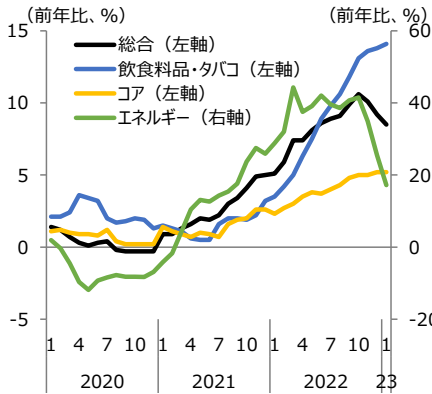
注目点① インフレ・金融政策 — 賃金上昇加速がインフレ圧力に、利下げは24年以降

ユーロ圏の物価はエネルギー価格上昇には一服感があるが、物価の基調を示すコア物価は高止まりしている。23年1月のユーロ圏の消費者物価(HICP)は、前年比+8.5%と、3カ月連続で低下した。需給緩和やドイツのエネルギー価格上限設定など各国の政策対応でエネルギー価格が低下したことが主因であり、コア物価は高止まりしている(図表4-4)。

今後の注目は、ECBの金融政策に影響するコア物価の動向だ。コア物価は、①需給ギャップ、②期待インフレ、③賃金の動向が影響するが、①は利上げの影響からマイナスでの推移を見込んでおり、物価下押し圧力となる。物価上昇圧力を見極めるうえでは、②と③が重要となる。

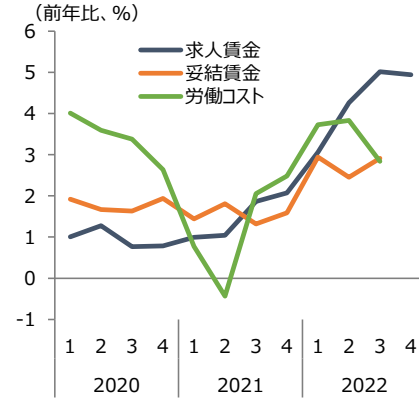
②期待インフレは、ECB利上げ開始後も高止まりが続いている(総論P.6、図表1-7)。ECBが調査する家計の期待インフレ率は、3年先でも2%を上回っているほか、市場の期待インフレも2%を超えて推移している。期待インフレの高止まりは、賃金交渉時の賃上げ要求の上昇につながりやすいほか、販売価格への転嫁も進み、物価上昇圧力が強まりやすい状況だ。

図表4-4 消費者物価(ユーロ圏)



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-5 賃金(ユーロ圏)



注: 求人賃金は Indeed Wage Tracker の月次データの四半期平均。
出所: ECB、Indeed より三菱総合研究所作成

図表4-6 主な賃金交渉

業種	妥結内容
化学 (ドイツ)	<ul style="list-style-type: none"> 賃金を23年3.25%、24年3.25%引き上げ インフレ手当23・24年に各1,500ユーロ支給
自動車 (ドイツ)	<ul style="list-style-type: none"> 賃金を23年5.2%、24年3.3%引き上げ インフレ手当を23年2,000ユーロ、24年1,000ユーロ支給
航空 (フランス)	<ul style="list-style-type: none"> 5%の賃上げ 1,000ユーロのボーナス支給
エネルギー (フランス)	<ul style="list-style-type: none"> 23年賃金の7%引き上げ
公共部門 (スペイン)	<ul style="list-style-type: none"> 22-24年の3年間で9.8%引き上げ

出所: 各種資料より三菱総合研究所作成

③賃金は、堅調な雇用環境と人手不足感の継続、物価上昇に対応した最低賃金の引き上げなどもあり上昇が続いている(図表4-5)。他の賃金指標より早く公表される、Indeedのデータをもとにした求人賃金は5%程度の高めの伸びとなっているほか、労使交渉により決まる妥結賃金も3%程度の高めの伸びとなっている。

23年以降も高めの賃金上昇が続く可能性は高い。ユーロ圏では、雇用者の7割強(18年時点)が労働協約の対象¹であり、賃金決定で労働協約の影響が大きい。22年以降の労使交渉の結果をみると、物価高に対応するために高めの賃金上昇とインフレ手当などの一時金の支給で妥結されているほか、ドイツやスペインでは24年の賃金引き上げ幅も妥結している(図表4-6)。ECBも22年10-12月期までに妥結された交渉をもとに、23年は5%程度の賃金の伸びを見込んでいる。

これらを踏まえ、エネルギーなどのコスト要因の物価上昇圧力は弱まるが、賃金上昇の影響からサービス物価を中心にコア物価が高止まりすると見込む。ECBは2月の理事会で50bpの利上げを決定し、中銀預金金利(下限)は2.5%となった。当社では、コア物価の高めの伸びが続くこと、経済活動が想定より持ちこたえていることから、ECBは23年前半に中銀預金金利を3.5%まで引き上げ、23年中は金利水準を維持、利下げに転じるのは24年を見込む。

利上げ影響は、住宅市場を中心に顕在化している。住宅価格の伸びが鈍化したほか、住宅ローンの新規貸し出しも減少しており、住宅市場の調整が進むとみる(図表4-7)。企業向けも22年12月には前年比マイナスに転じ資金需要は弱まっているが、後述する復興基金の執行が進み、グリーンやデジタル関連分野の投資が下支えするとみる。

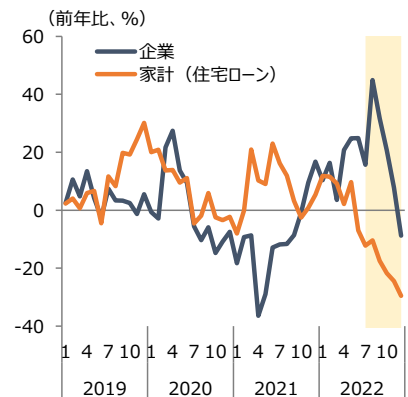
注目点② エネルギー供給 — 23年末に向けLNG確保が課題

23年1-3月期のエネルギー不足は回避される可能性が高い。天然ガス以外の代替エネルギー源(石炭火力、原子力など)の活用や、企業・家計のエネルギー節約に加え、記録的な暖冬によるエネルギー需要減少が追い風となった。今後は、23年末に向け、ロシアからの天然ガス供給が見込めないなかで、天然ガスの在庫を十分に確保できるかが焦点となる。

注目は、中国経済の回復によるLNG市場への影響だ。22年は中国経済の減速で需要が減少、結果として欧州はLNG調達を増やすことができた。23年の中国経済回復は、欧州のLNG確保にはマイナスとなる。IEAの予測によると、中国経済の回復で23年のLNG需要が21年並みに回復、ロシアからのパイプライン経由での輸入がゼロとなった場合、欧州は570億m³の供給不足となる。300億m³は再生可能エネルギーの活用や他の燃料の活用で対応が見込まれるが、追加的な対策がなければ供給不足が予想されている。中国の需要が21年よりも拡大すれば、供給不足は拡大し、エネルギー価格がさらに上昇する可能性もある。供給不足となれば、22年同様需要の大幅な削減が必要となるだろう。

一方で、24年以降は、エネルギー問題の影響は低下するとみる。22年はLNGの輸入急増に対し、欧州域内の再ガス化設備の不足が課題となった。LNG関連の団体であるGIIGNLによると、ドイツのFSRU(浮体式

図表4-7 銀行貸出(新規、ユーロ圏)

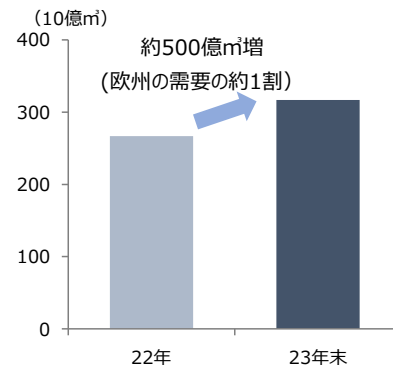


注: 網掛けは利上げ開始後。
出所: ECB より三菱総合研究所作成

¹ 雇用者に占める労使交渉のカバー率は日本が16.9%、米国は11.7%(18年、OECD/AIAS ICTWSS)。

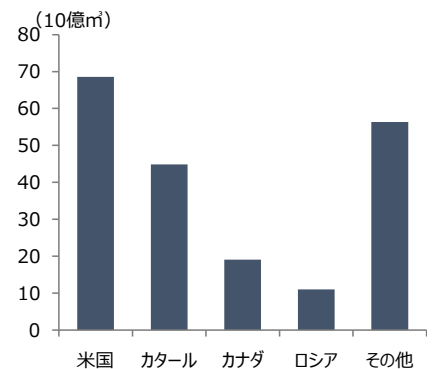
LNG貯蔵・再ガス化設備)の稼働などから、23年末にかけて受入能力は拡大する見込みだ(図表4-8)。また、同調査によると24年には世界のLNG生産能力が世界の需要を上回り、26年にかけて能力拡大が続く見込みだ。特に欧州が輸入を増やしている米国やカタールで増産が見込まれている(図表4-9)。欧州はREPowerEUで目標とした2030年に向けて再生可能エネルギーや水素関連の投資加速など、脱化石燃料の動きを進めている。短期的には化石燃料依存を強めているが、エネルギー供給不安の影響は徐々に低下していくだろう。

図表4-8 LNG受入能力 (欧州、23年末)



出所: GIIGNL “LE GAZ NATUREL LIQUÉFIÉ” より三菱総合研究所作成

図表4-9 LNG供給能力の増加見通し(26年)



出所: GIIGNL “LE GAZ NATUREL LIQUÉFIÉ” より三菱総合研究所作成

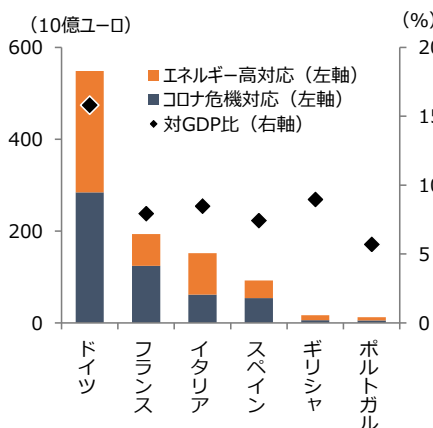
注目点③ 政府債務 — コロナ・ウクライナ危機で歳出拡大・利払い負担増で債務拡大圧力

コロナ危機・ウクライナ危機で各国の財政支出は拡大している。20年以降のコロナ危機対応、エネルギー高対応で、ドイツではGDP比15%近い財政出動が、その他の国でも10%近くの財政出動が見込まれている(図表4-10)。これらは一時的な対策だが、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な財政拡張圧力が残る。

EUはコロナ・ウクライナ危機下で財政ルール(安定成長協定)を凍結、現在ルール改正²に向けた議論を進めているが、債務残高を削減する方向には変わりはない。各国が、債務の削減を進めるうえでは、中長期的な財政拡張圧力に対応しつつ、ECBの利上げにより上昇した利払い負担への対応が必要となる。

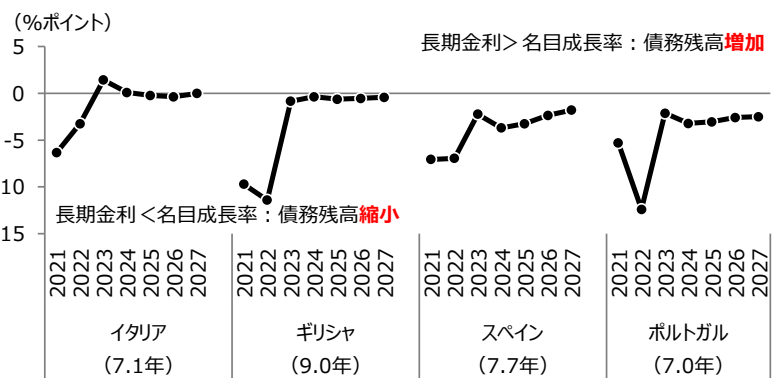
低格付け国について政府債務の安定性の指標となる、ドーマー条件(プライマリーバランスが均衡している場合、長期金利が名目成長率を下回れば債務残高対GDP比が縮小)を試算すると、21・22年は高めの名目成長率と低金利から各国マイナスとなり財政状況の改善につながっている。一方で、23年以降はイタリア・ギリシャはゼロ近傍で推移しており、名目成長率の低下や金利の上昇が生じれば債務が拡大しやすい状況にある(図表4-11)。低金利下で各国国債の平均残存期間は延びており、金利上昇がすぐに影響する状況ではないが、ソプリリスクの高まりから金利急騰の可能性のある点には注意が必要だ。

図表4-10 コロナ・エネルギー高対応の政府支出



注: 対GDP比は19年のGDPで計算。コロナ危機対応の財政出動は、医療提供体制の強化や補助金などを対象とし、債務保証などは除く。
出所: Bruegel, IMF より三菱総合研究所作成

図表4-11 ドーマー条件(長期金利一名目成長率)



注: 名目成長率はIMFのWEO(22年10月)の数値。各国の長期金利の想定は、22年までは年平均。23年は23年1月の金利水準が継続すると想定、24年以降は中立金利とされる2%程度まで段階的に利下げが進むと想定し試算。カッコ内は各国国債の平均残存期間。
出所: ECB, IMF より三菱総合研究所作成

² 現在のルール(コロナ危機で凍結中)では加盟国に、①各年の財政赤字をGDP比3%以内に抑えること、②債務残高対GDP比が60%を超えないようにすることを求め、60%を超える部分は毎年5%削減、20年間で債務残高をGDP比60%の水準に戻すことを一律に求めている。欧州委員会の改正案では、一律の削減義務が経済に与える影響を考慮し、加盟国ごとに策定した計画に基づき財政健全化を進める。具体的には、欧州委員会が加盟国ごとに債務残高調整のパスを提示し、加盟国は4年間の調整期間で歳出削減の取り組みを軌道に乗せる(EUの優先課題や債務持続可能性に資する投資の場合は3年延長)。その後、各国は中期の債務削減計画を提出し、欧州委員会が進捗状況を管理する。なお、①と②の目標は変更なし。

注目点④ グリーン・デジタル政策 — 投資加速で成長下支え、日本企業もEU政策への対応が必要

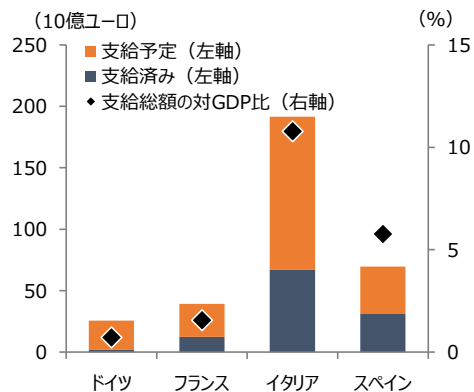
グリーン・デジタル分野の強化は続いている。22年は脱ロシア実現のために化石燃料の利用が増加したが、グリーン・デジタルの取り組みは後退せず、今後も投資加速による成長下支えとルール作り主導が見込まれる。

23年以降は、7,500億ユーロの欧州復興基金を活用した、グリーンやデジタル分野の投資が成長を下支えするとみる。当初の計画では、22年中に7割程度が支給される計画であったが、未支給分も多く、資金活用による投資促進が期待される(図表4-12)。また、欧州委員会などが公表した23年の重点政策でも、過去に公表した法案や計画を推進する方針が示されており、グリーンやデジタル分野を強化する動きは続く(図表4-13)。さらに、ダボス会議では、ネットゼロ産業法を含む「グリーンディール産業計画(Green Deal Industrial Plan)」を欧州委員会が検討していることを公表、EU域内のグリーン投資のさらなる加速を狙っている。

EUの政策が日本企業に影響を与える点にも留意が必要だ。単一市場としての規模の大きさとルール策定能力を背景とした「ブリュッセル効果」により、EUのルールは国際的に影響を及ぼすことが多い。

例えば、グリーン関連では、22年末に政治合意した「国境炭素調整措置」は、欧州委員会の案(セメント、鉄・鉄鋼、アルミニウム、肥料、電力)から対象分野に水素が追加、排出量の報告対象に間接排出(生産時の温室効果ガスの排出)も追加された。23年10月からの移行期間では、EU域内の輸入事業者は輸入品に係る排出量の報告が求められる。日本から対象分野のEU向け輸出は少ないが、日本及び第三国から対象製品を輸出する企業は、輸入事業者への報告のため、対応体制の整備が必要となる可能性がある。デジタル分野の、「サイバーレジリエンス法」(22年9月に草案公表、23年後半の発効目標)は、域内で販売するデジタル要素を有する製品(医療機器や自動車など既存の法律で要件が定められた分野を除く)が対象となり、日本企業も影響を受けると予想される。事業者は、セキュリティ要件を順守した設計・開発やインシデント発生時に24時間以内のEU当局への報告義務があり、違反時には罰金が科せられる。

図表4-12 欧州復興基金支給状況



注:1月31日時点。支給は、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

図表4-13 政策重点分野と関連政策動向

分野	概要	関連する政策動向
グリーンディール	<ul style="list-style-type: none"> GXの加速と公正な移行に向けた取組の推進 電力市場改革や欧州水素市場の始動、再エネの加速、サーキュラーエコノミーの構築など 	<ul style="list-style-type: none"> Fit for 55, REPowerEU グリーンディール産業計画 国境炭素調整措置(23年10月開始、賦課金支払は26年以降)
デジタル化	<ul style="list-style-type: none"> 資源利用の削減、先端技術における欧州の主導力、サプライチェーンセキュリティの強化 サイバーレジリエンス/セキュリティ強化、重要原材料の安定供給確保、リスクリング支援など 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州重要原材料法(23年に提案予定) サイバーレジリエンス法(22年に法案公表済み、23年後半発効目標) データ法(22年からの継続審議)
EU市民のための経済	<ul style="list-style-type: none"> 競争力の強化や安全な成長により雇用を創出 経済ガバナンス、金融・資本市場のアクセス向上 	<ul style="list-style-type: none"> 財政ルールの見直し(23年中の合意目標) デジタルユーロ
世界における欧州の強化	<ul style="list-style-type: none"> 多国間主義・ルールに基づく秩序の基本原則を堅持 防衛力や同盟国との関係強化、ウクライナなど将来の加盟候補国との協力継続 	<ul style="list-style-type: none"> 宇宙戦略、海上安全保障戦略 対口制裁
欧州の生活様式の推進	<ul style="list-style-type: none"> 若者の教育やヘルスケアの強化、移民及び国境管理政策の推進 	<ul style="list-style-type: none"> 移民・難民に関する各種規則改正 欧州ヘルスデータスペース
欧州民主主義の推進	<ul style="list-style-type: none"> 法に基づく秩序の維持、フェイクニュースなど前例のない脅威への対抗 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州メディア自由法 欧州議会選に向けた透明性、フェイクニュース対策

出所:欧州委員会“Commission Work Programme 2023”、欧州議会・欧州連合理事会・欧州委員会共同声明“EU Legislative Priorities for 2023 and 2024”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2つある。第一に、エネルギー需給の再逼迫だ。エネルギー価格が高騰、経済活動抑制も必要となり、ユーロ圏経済は下振れるだろう。第二に、ソブリンリスクの顕在化など金融市場の混乱だ。各国の10年物国債の対独スプレッドは、現在は落ち着いている。ただし、各国政府はさらなる歳出拡大を志向する政治環境にある。Eurobarometer調査(22年12月)によると、回答者の9割以上が「生活コストの上昇」を最大の懸念事項にあげている。ドイツやフランスでは、首脳や与党支持率が低下しているほか、24年は欧州議会選がある。不満が強いインフレへの対応で、財源の見通しが不十分な財政出動を繰り返されれば、英国のように財政悪化懸念からリスクプレミアムが上乗せされ金利が急騰、混乱する可能性は残る。