

## 4. 欧州経済

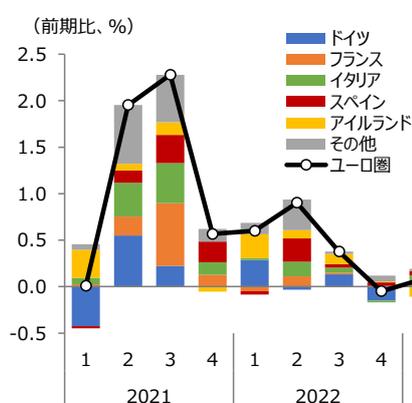
### (1) ユーロ圏経済の現況

#### エネルギー需要期の冬を乗り越え大幅な落ち込み回避

23年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.1%と小幅ながらもプラスに転じた(図表4-1)。エネルギー需要が高まる冬場は、エネルギー供給制約が経済活動の下押し要因となり、2四半期連続のマイナス成長となる可能性も十分にあったが、これは辛うじて回避された格好だ。

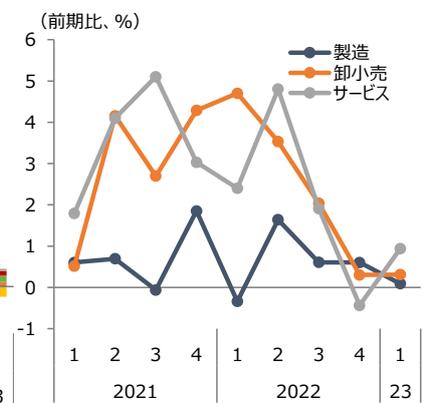
背景には、輸出増加に加え、①記録的な暖冬という気候要因、②エネルギー価格の低下や政策支援による企業・家計の負担軽減、③エネルギー以外の供給制約の緩和があり、サービスを中心に内需の大幅な落ち込みを回避できたことがある(図表4-2)。企業マインドをみても、22年末をボトムにサービス業が改善している(図表4-3)。なお、米国発の金融不安は欧州にも飛び火し、スイスのみならずユーロ圏の一部銀行でも混乱が見られたが、現時点では2010年代前半の欧州債務危機時のようにCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)が急上昇する状況は起きていない。

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 各種経済活動(ユーロ圏)



注: サービスは、宿泊・飲食など5業種の指数を21年の付加価値ウェイトで合成。23年1-3月期は、23年2月までの平均。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(ユーロ圏)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

### (2) ユーロ圏経済の先行き

#### 脱ロシアの取り組み進展でエネルギー制約は緩和見通しも、需給再逼迫の火種は残る

エネルギーセクターでは脱ロシアの取り組みが進展し、欧州経済のエネルギー制約は緩和方向にある。天然ガス在庫は、供給源の多様化や需要削減の取り組みが進んだことに加え、記録的な暖冬もあり、平年(15-19年平均)を上回る水準にある。当社の試算では、仮にロシアからのパイプライン経由での供給がゼロになったとしても、23年冬の在庫目標は現時点では達成できる見込みだ。

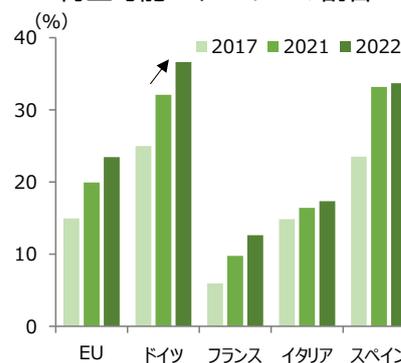
さらに、注目点③で後述する通り、再生可能エネルギー投資の取り組み加速も、エネルギー制約を緩和する。欧州域内の発電に占める再生可能エネルギー(太陽光と風力の合計)のシェアは年々高まっており、ドイツでは21年と比較して22年は再生可能エネルギーの比率が4%ポイント高まった(図表4-4)。

深刻なエネルギー危機が発生する可能性は低下しているが、中国经济回復によるLNG需給の逼迫や、猛暑・厳冬などの天候要因、ガス価格低下によるエネルギー需要の増加には注意が必要だ。23年末にかけてエネルギー需給が逼迫し価格が再上昇する可能性は残る。

#### 23年は0%台半ばの成長、本格的な回復は24年以降

23年のユーロ圏経済は、既往の金融引き締めや高インフレが経済活動の抑制要因となり、前年比+0.5%の低成長にとどまると予測する。ただし、堅調な雇用所得環境、脱炭素関連の政策支援・投資が経済活動を下支えするとみられ、景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は回避を見込む。1-3月期実績の上振れなどを背景に前回2月見通し(同+0.1%)からは上方修正する。

図表4-4 発電に占める再生可能エネルギーの割合



注: 再生可能エネルギーは太陽光と風力。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

24年は、インフレ率の伸び鈍化による実質賃金の上昇が内需を下支えし、同+1.3%と成長回復を見込む。ただし、ユーロ圏の経済活動が底堅く、引き締めの金融環境が長期化する可能性が高まったことから、前回(同+1.5%)からは下方修正する。先行きの注目点は、①物価と所得環境、②金融政策と金融市場、③脱炭素政策と投資、の3点だ。

### 注目点① 物価と所得環境 — コア物価は高止まりするが実質賃金の上昇が消費を下支え

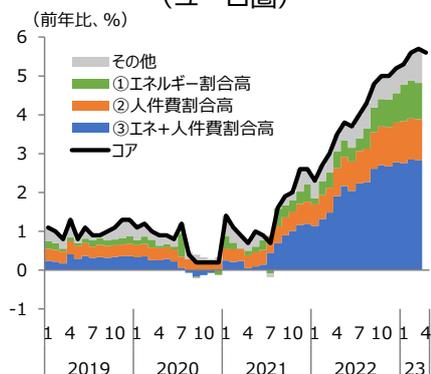
ユーロ圏の消費者物価は、エネルギー価格の下落を主因に総合指数は伸びが鈍化したものの、コア指数(飲食料品・アルコール・たばこ・エネルギー除く)の伸びは前年比+5.6%と依然として高い伸びが続いている(図表4-5)。

先行きは、総合指数の伸びは鈍化傾向が続くが、コア指数の伸びは24年末時点でも2%を超える上昇が続くだろう。22年と比較しエネルギーなどの資源価格の低下が見込まれるほか、ユーロ圏安緩和から供給・為替要因の物価上昇圧力は徐々に弱まる。問題は、ECBの政策判断に影響を与えるコア物価の上昇圧力が緩和するまで。コア物価の構成品目を、エネルギーと人件費の投入割合の高さで分類すると、人件費の投入割合が高い品目(図表4-5、②および③)の割合が高い。つまり、先行きの物価はエネルギーではなく賃金が左右する。

先行きの賃金は、①物価上昇の反映、②人手不足の継続、から高めの上昇が継続し、23年後半には物価上昇率を上回るとみる。価格転嫁の進展やペントアップ需要などから、企業収益の伸びは賃金上昇率を上回っている。企業収益面からも高めの賃金引き上げに対応する余力はある(図表4-6)。

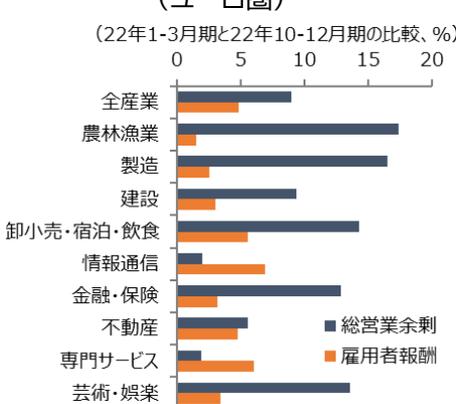
欧州では、賃金決定において労使交渉の影響が大きい。労使交渉の結果である妥結賃金は、比較的安定した推移だが、前年の物価上昇率が高い局面では、妥結賃金の伸びも高い(図表4-7)。ECBが主要国のミクロデータをもとにまとめた妥結賃金の予想では、23年は4%台後半の伸びが見込まれている。また、賃金交渉では複数年の期間の賃金引き上げ水準で合意するケースもあり、例えばドイツでは約2年間の賃金が対象となる<sup>6</sup>。23年は、21年以前に賃金交渉を実施した組合の交渉が本格化するとみられ、23年も高めの賃金引き上げ要求が続くとみる。実際にドイツのサービス労組(Ver.di)は23年に入り、10%超の賃金引き上げを要求し、ストライキも発生した。

図表4-5 コア物価の要因分解 (ユーロ圏)



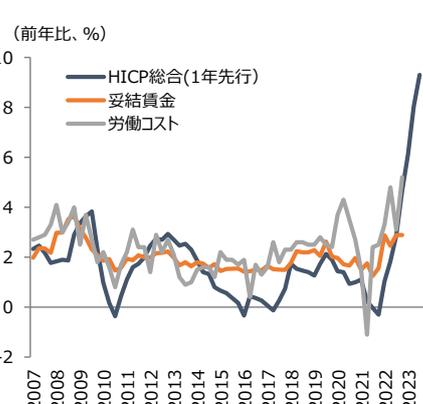
注: 18年のユーロ圏のUse Tableから財別の雇用者報酬とエネルギー投入割合を計算。エネルギー割合高と人件費割合高は中央値以上の品目と定義。Use Tableの品目とHICPの品目と近いものをひも付けることで作成。直近はコアのみ23年4月、内訳は23年3月。  
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-6 総営業余剰と雇用者報酬 (ユーロ圏)



注: 総営業余剰は、産業別総付加価値と雇用者報酬の差。総営業余剰の一部は税金や配当の支払いにも充当されるため、すべてが企業の所得になるわけではない。  
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-7 賃金と物価(ユーロ圏)



注: HICP 総合は四半期平均。  
出所: ECB, Eurostatより三菱総合研究所作成

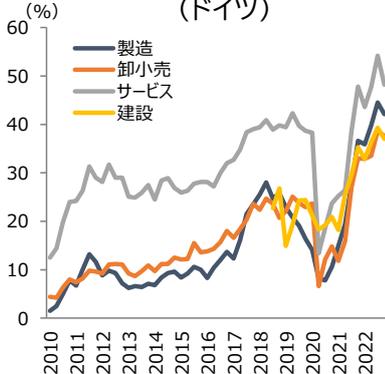
人手不足は今後も続く。背景には、熟練労働者に対する強い労働需要と、追加労働供給余力の低下がある。企業の熟練労働者の不足感は、製造・非製造業に関係なく高い(図表4-8)。ドイツ政府の予測<sup>7</sup>では26年にかけても、デジタル化でニーズが高まる情報通信関連や、教育・医療分野、エネルギー関連の技術者などが大きく不足すると予想しており、労働需要が強い状況は続く。供給面では、ユーロ圏の雇用率はコロナ危機前を上回り過去最高だ。追加的な労働供給余地を、追加就業希望者や潜在労働力を考慮した未活用労働力指標でみると、労働時間の拡大により労働供給増が期待できる追加就業希望は低下している。また、潜在労働力も、22年末時点では労働市場への復帰が進み、低下している(図表4-9)。

<sup>6</sup> ハンスバックラー財団経済社会研究所(WSI) “TARIFPOLITISCHER JAHRESBERICHT 2022”

<sup>7</sup> ドイツ労働・社会省 “Fachkräftemonitoring für das BMAS – Mittelfristprognose bis 2026”

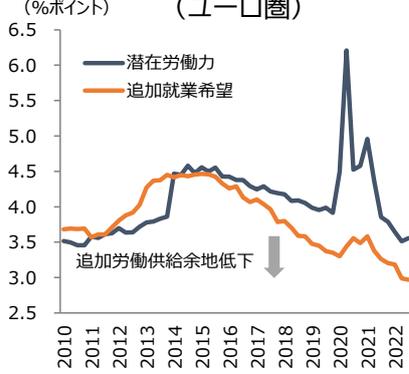
堅調な雇用環境と高めの賃金上昇は、消費を下支えするとみる。既往の物価上昇が賃金交渉に反映されることを想定すると、23年後半には実質賃金はプラスに転じる見込みだ(図表4-10)。22年以降は、過剰貯蓄と政策支援が物価高のなかでの消費を下支えしていたが、23年後半以降は実質賃金がプラスに転じることで、消費を中心に内需の回復につながるだろう。

図表4-8 熟練労働者の人手不足感 (ドイツ)



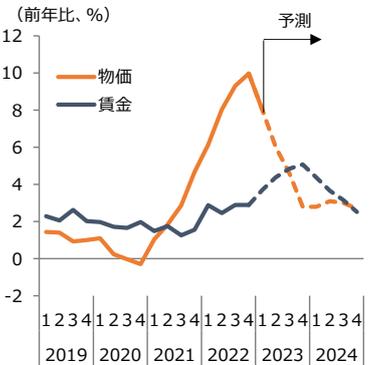
注:熟練労働者の不足が事業運営に影響を与えていると回答した企業の割合。四半期。建設の18年7-9月期よりは欠損。  
出所:KfW-ifo Skilled Labour Barometerより三菱総合研究所作成

図表4-9 未活用労働力指標 (ユーロ圏)



注:20-64歳の男女。潜在労働力(労働力人口にくわえ、拡張求職者・就業可能非求職者を含む)は、未活用労働力指標3(LU3)と未活用労働力指標1(LU1)の差。追加就業希望は、未活用労働力指標2(LU2)とLU1の差と定義。  
出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-10 名目賃金と物価 (ユーロ圏)



注:物価はECB予測。賃金は妥結賃金と物価から推計。推計期間は2001~19年。  
出所:Eurostat, ECBより三菱総合研究所作成

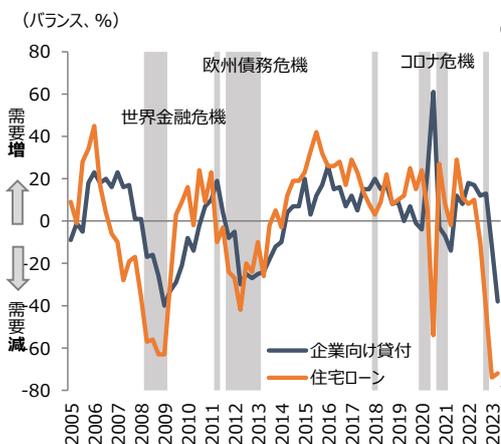
**注目点② 金融政策と金融市場 — 引き締めは長期化、資金調達環境悪化で投資を抑制**

金融政策は、コストプッシュ型(エネルギー高、ユーロ安)のインフレ圧力は低下するが、賃金上昇によるインフレ圧力の高止まりから、引き締めの金融環境維持を見込む。ECBは5月の理事会で主要政策金利を0.25%ポイント引き上げた(下限の中銀預金金利、3.25%)。また、5月の理事会では、利上げを今後も継続すること、2%の目標達成に向け十分引締めの金利水準を必要な期間にわたって維持する方針を示しており、インフレ抑制を重視する姿勢を鮮明にした。

既往の利上げ効果は顕現化しつつある。利上げによる借入コスト増加から家計・企業の資金需要は減少(図表4-11)、金融機関の貸出姿勢も欧州債務危機時と同程度まで慎重化している(図表4-12)。金融引き締めの効果は、住宅市場を中心に生じている。過熱感のあった住宅価格は、ユーロ圏で伸びが鈍化、ドイツでは22年10-12月期に前年比マイナスに転じた。住宅投資は、3四半期連続で前期比マイナスとなったほか、企業の設備投資(建物・機械・設備)も22年10-12月期は減少に転じた(図表4-13)。企業・家計の資金需要はマイナス圏で推移(図表4-11)しており、先行きも住宅投資を中心に投資は抑制されるとみる。ただし、企業の設備投資は脱炭素関連の政策支援が下支えになるとみる。

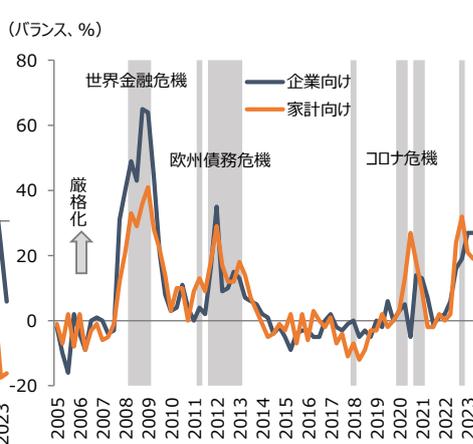
金融引き締め効果は顕現化しつつあるものの、基調的な物価上昇圧力の高止まりが予想されることから、ECBは23年7月の理事会までに中銀預金金利を3.75%まで引き上げ、23年中はその政策金利水準を維持するだろう。利下げに転じるのは、24年央以降を見込む。

図表4-11 資金需要(ユーロ圏)



注:グレーの網掛けはマイナス成長の期間。  
出所:ECBより三菱総合研究所作成

図表4-12 貸出判断(ユーロ圏)



注:グレーの網掛けはマイナス成長の期間。  
出所:ECBより三菱総合研究所作成

図表4-13 総固定資本形成 (アイルランド除くユーロ圏)



注:知的財産投資の変動が大きいアイルランドを除く。21年1-3月期は、アイルランドのデータの一部分が欠損のため、合計のみ。  
出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

### 注目点③ 脱炭素政策と投資 — ネットゼロ実現に向け政策支援継続、利上げ下の投資を下支え

脱炭素関連投資は政策支援から今後も拡大を見込む。欧州委員会は、欧州グリーン・ディール以降、復興基金を活用した脱炭素関連投資や、脱ロシアに向けたREPowerEU計画を公表、再生可能エネルギーや水素など脱炭素分野の投資促進を進めてきた(図表4-14)。さらに、23年2月には「グリーンディール産業計画」を、3月には同計画を支える「ネットゼロ産業法案」・「重要原材料法案」を公表し、気候中立の実現と産業競争力の強化、そして経済安全保障の確保を狙っている。グリーンディール産業計画では、現時点では既存の予算や基金を活用する方針であるが、欧州主権基金を新たに創設し、予算がさらに拡大する可能性もある。また、新たな財政ルール案では財政健全化と脱炭素など持続的成長につながる投資が両立できるよう、要件が一部緩和される見込みだ。脱炭素分野への投資ニーズと政策支援が短中期的にも投資を下支えするだろう。

ただし、政策の細部では各国の産業政策などの思惑から計画通りに進まず、企業の投資判断に影響を与える可能性がある。35年までに100%ゼロエミッション車とする目標は、ドイツやイタリアなどの反対から最終段階でe-fuel(二酸化炭素と再生可能エネルギー由来の水素から合成された燃料)を活用した内燃機関車も対象に含めることを認めた。もっとも、欧州の自動車メーカーのなかには、30年に域内で販売する新車の100%をEV化する目標を設定している企業もあり、現時点ではe-fuelを認めることによる目標変更の動きはない。また、EU閣僚理事会は、e-fuelを認めた会合で充電インフラの整備強化の方針で合意した。e-fuelを認めたがEV中心の方針は不変であり、日本企業は欧州市場でのシェア維持に向けて、EV関連投資の加速が必要だ。

図表4-14 主な脱炭素関連政策と歳出・投資規模

政策(公表時期)	概要	歳出・投資規模
欧州グリーン・ディール (19年12月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>フォンデアライエン体制(19-24年)で重視する政策6分野の1つとして発表</li> <li>50年までの「気候中立」実現と経済成長の両立に向け、エネルギー分野のクリーン化や産業持続性確保のための循環、モビリティのスマート化などを推進</li> </ul>	1兆ユーロ (30年まで、官民の合計)
EU復興基金 (次世代EU,20年5月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>コロナ危機からの復興のための基金</li> <li>各国計画を策定し、3割強はグリーン関連への投資に割り当て</li> </ul>	7,500億ユーロ (21年-27年)
Fit for 55 (21年7月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>30年までに90年比で55%温室効果ガス削減実現に向けた施策</li> <li>35年までに100%ゼロエミッション車目標も含む</li> </ul>	—
REPowerEU (22年5月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギーの脱ロシア加速に向けた目標を設定</li> <li>実現に向け、天然ガス供給源の多様化や再生可能エネルギー投資促進、ヒートポンプ、水素活用などを推進</li> </ul>	27年までに2,100億ユーロ の追加投資 (財源の一部は復興基金の未利用分)
グリーンディール産業計画 (23年2月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>50年ネットゼロ実現に向け、欧州域内のネットゼロ産業の育成・競争力強化を狙った計画</li> <li>ネットゼロ産業法案、重要原材料法案は本計画の一部</li> </ul>	既存の予算や基金の活用 中期的には、 <b>欧州主権基金</b> の創設を検討
ネットゼロ産業法案 (23年3月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>EUのネットゼロ産業の競争力とレジリエンスの強化、エネルギーシステムをより安全かつ持続的なものとするため、規制緩和などによる投資促進を計画</li> <li>戦略的ネットゼロ技術として、太陽光、風力、バッテリー・蓄電技術、ヒートポンプ・地熱発電、水素製造用の電解槽・燃料電池、持続可能なバイオガス・バイオメタン、二酸化炭素回収・貯留(CCS)、グリッド技術の8分野を指定</li> </ul>	—
重要原材料法案 (23年3月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>グリーンやデジタル、防衛、宇宙に必要となる重要原材料の供給を確保するため、EU域内での採掘・加工・リサイクル目標を設定</li> <li>重要原材料34種のうち、グリーンなど戦略技術で使用される戦略的原材料を16種類指定し、サプライチェーンの監視やリサイクルの義務化などを検討</li> </ul>	—

出所:欧州委員会より三菱総合研究所作成

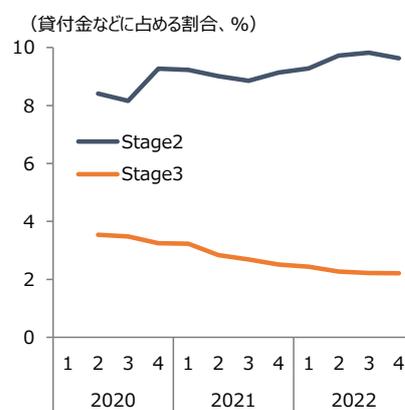
### (3) ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏経済はスタグフレーション入りやエネルギー不安再燃のリスクが残ることに加え、金融市場の不安定化には注意が必要だ。

金融機関の貸付金のうち、Stage3(債務不履行など信用毀損(きそん)の客観的証拠がある貸付金)の割合は低水準にあるが、当初認識より信用リスクが上昇したStage2の割合が22年以降高まっている(図表4-15)。利上げとユーロ圏経済の減速で、Stage3に移行する貸付金が増加すれば、金融機関の資産が毀損する。クレジットリスク問題を契機に金融機関の資本調達コストは上昇したとみられ、資本増強に障害が発生すれば、金融機関の貸出姿勢はより厳格化し、経済活動を下押しするだろう。

ECBが3月に公表したレポートでは、商業用不動産ファンドのリスクを指摘している。利上げ開始以降、不動産価格の調整が始まっており、不動産市況のさらなる悪化懸念から投資家の資金の引き上げが加速すれば、投資ファンドの短期資金が不足し、市場が混乱する可能性がある。

図表4-15 信用リスク別貸付金



注: Stage1 は当初認識から信用リスクが著しく増加していない貸付金など、Stage2 は、当初認識より信用リスクが著しく上昇した貸付金など、Stage3 は報告時点で信用毀損(きそん)の客観的証拠がある貸付金など。  
出所: ECB より三菱総合研究所作成