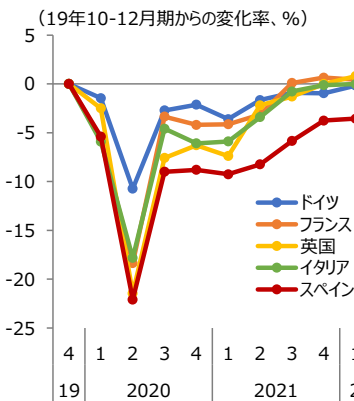


4. 欧州経済

プラス成長を維持したが、ウクライナ危機でマインドは悪化

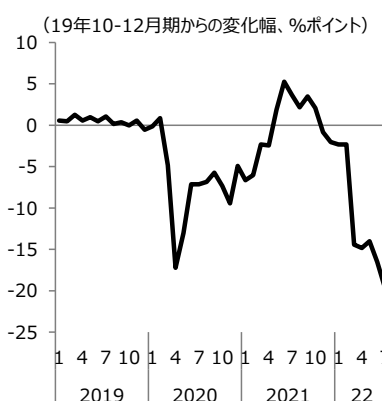
22年4-6月期の欧州主要5カ国(ドイツ、フランス、英国、イタリア、スペイン)の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%(図表4-1)。ロシアによるウクライナ侵攻の影響や記録的な物価上昇が続くなか、経済活動再開や堅調な雇用・所得環境が下支えし、プラス成長を維持した。ただし、消費者マインドはコロナ危機発生直後を下回る水準まで悪化(図表4-2)。企業マインドは、製造業では好不況の境目となる50を下回ったほか、サービス業も50近くまで低下するなど、経済活動は弱い動きが続いている(図表4-3)。

図表4-1 実質GDP



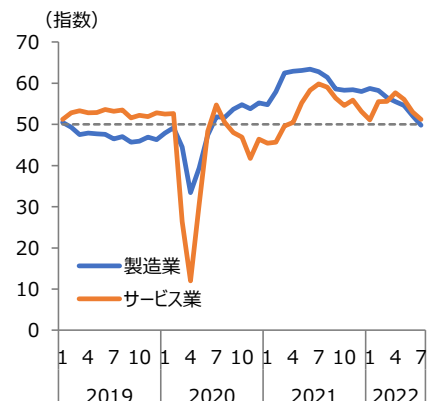
出所: Eurostat, ONS より三菱総合研究所作成

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4-3 PMI(ユーロ圏)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

スタグフレーションリスクに直面する欧州経済

先行きの欧州経済は、ウクライナ危機の長期化や記録的な物価上昇により減速する見込みだ。今後の注目は、①エネルギー供給、②物価上昇、③金融政策正常化による経済影響だ。

注目点① 冬に向けエネルギーを確保できるか

欧州が現在直面する最大の課題は、エネルギー需要が高まる冬に向けた天然ガスの在庫確保だ。

欧州委員会は、2030年よりも前に脱ロシア実現を目指す「REPowerEU」を公表後、アゼルバイジャンとの間で天然ガス供給を2027年までに倍増させることで合意するなど、供給源の多様化や再生可能エネルギーへの移行を加速させている。ただし、短期的な効果は見込めない。

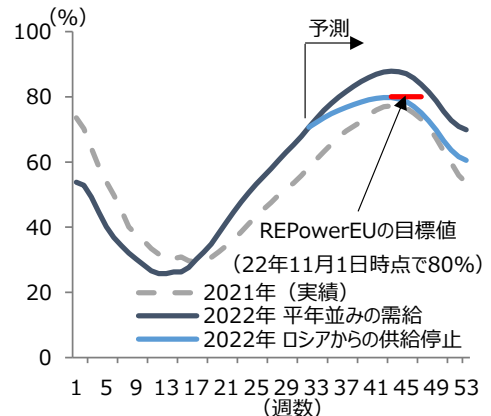
短期的には需給双方からのアプローチが必要だが、供給面ではロシアからの供給停止の蓋然性が高まっている。ロシアがポーランド向けの天然ガス供給を停止したほか、ドイツ向けに供給するノルドストリームは定期点検終了後も、供給量は減少している。

需要面では、欧州委員会が冬の天然ガス在庫確保に向け、需要削減策を含む「Save Gas for a Safe Winter」計画を発表した。同計画では、省エネに加え、天然ガスの代替として石炭や原子力の一時的な利用も、需要削減策として示している。需要抑制で在庫水準の改善は見込めるが、経済活動は一定程度(平年の冬でGDP比▲0.4%、欧州委員会試算)下押しされる見込みだ。

ロシアからの天然ガス供給停止で冬のエネルギー供給は不足、生産活動は抑制

ロシアからの天然ガス供給が停止した場合、経済活動の大幅な抑制は避けられない。ロシアからの供給が停止した場合、今冬の天然ガス在庫水準は、REPowerEU計画で目標とする貯蔵能力の8割を達成できない(図表4-4)。「Save Gas for a Safe Winter」計画では、供給停止など緊急時には節ガスが加盟国に義務化される。家庭や医療機関など社会的に重要な事業者向けの供給は制限されないが、安定供給のために、優先度の低い産業向けの供給が絞られる見込みだ。IMFの試算では、ロシアからのガス供給が停止した場合、ドイツのGDPは22年に▲1.5%ポイント、23年に▲2.7%ポイント下押しされるなど、経済への影響は大きい。

図表4-4 天然ガス在庫(欧州)



注: 各年の週数平均。直近の実績は22年第32週(8月第1週)。予測は需要・供給ともに15-19年平均をもとに試算。ロシアからの供給停止は、代替できず天然ガス供給量が4割減少すると想定した場合の試算。出所: AGS より三菱総合研究所作成。予測は三菱総合研究所

注目点② 物価の高止まりは続くのか

ユーロ圏の消費者物価(HICP)は記録的な上昇が続いている。22年7月は前年同月比+8.9%と、97年の統計開始以来の過去最高を再び更新し、コア物価も同+4.0%まで上昇した。賃金の伸びは上昇し始めているが、実質賃金の伸びはマイナスが続いており、物価高止まりは消費の下押し要因となる。

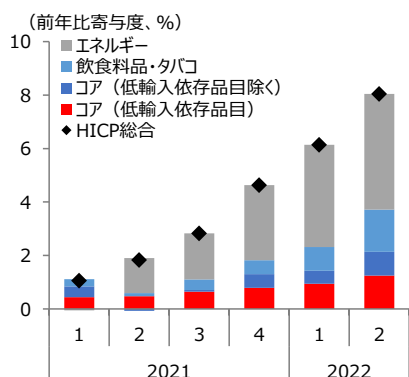
広範な品目で物価上昇圧力が強まっている。記録的な物価上昇の主因は、ウクライナ危機を受けたエネルギー供給の不安定化と価格の高止まり、食料品などの価格上昇、ユーロ安など外部要因だ。ただし、これらに加えて、輸入依存度が低い品目(主にサービスの品目)の物価も上昇しはじめている(図表4-5)。

この背景には、経済活動再開による需要回復に加え、賃金上昇ペースの高まりがある。ユーロ圏の主要な賃金指標である妥結賃金は、22年1-3月期に前年比+2.8%上昇、労働コスト指数もサービス業では同+4.0%上昇した。サービス物価は賃金との連動性が高く(図表4-6)、一度上昇すると下がりにくい。

エネルギー価格高騰・賃金上昇で物価高止まりを見込む

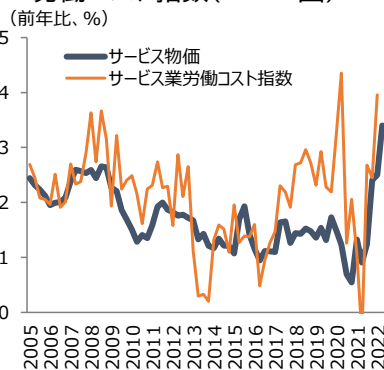
22年は8%台の物価上昇を見込む。天然ガス価格は、ロシアからの供給が不安定であり、ウクライナ侵攻前と比較し約2.5倍まで上昇。天然ガスのスポット契約の割合が高い欧州では物価高止まり要因となるだろう。また、22年4-6月以降も、賃金上昇圧力は強い。欧州の主要労働組合であるIGメタルが8%近い賃上げを要求したほか、域内国では最低賃金の引き上げ(ドイツでは、現在の10.45ユーロから10月に12ユーロに引き上げ)も予定されている。23年は、供給制約による物価上昇圧力が徐々に緩和し4%台の物価上昇率を見込む。

図表4-5 物価(ユーロ圏)



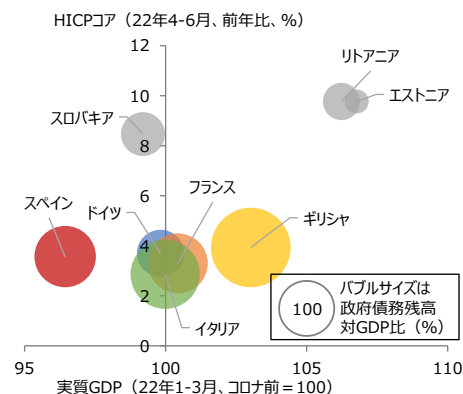
注:コア物価の低輸入依存品目は ECB(2022) “A new indicator of domestic inflation for the euro area”を参考に作成。
出所:ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-6 サービス物価・労働コスト指数(ユーロ圏)



注:四半期。直近は、サービス業労働コスト指数は22年1-3月期、サービス物価は22年4-6月。
出所:CEIC より三菱総合研究所作成

図表4-7 ユーロ圏内各国の経済状況



注:ユーロ圏の一部の国を抜粋。横軸のコロナ前は19年10-12月。
出所:IMF, Eurostat より三菱総合研究所作成

注目点③ 利上げによる経済への影響

景気後退懸念が強まるなか、ECB(欧州中央銀行)は物価安定を重視し、金融政策の正常化に向け動き出した。7月の理事会では0.5%ポイントの利上げを決定、9月以降の理事会ではデータに基づき利上げを判断するとみられ、ECBはインフレ目標を達成するまで必要な限り利上げを進める方針だ。

今後は、利上げによる実体経済への影響と利上げペースが注目点だ。ユーロ圏は、物価上昇率や経済回復状況、政府の財政状況などバラつきがある(図表4-7)。適切な金利水準は国により異なり、高インフレ国の物価抑制を重視し利上げを加速すれば、経済回復の遅れている国の経済減速につながる可能性がある。

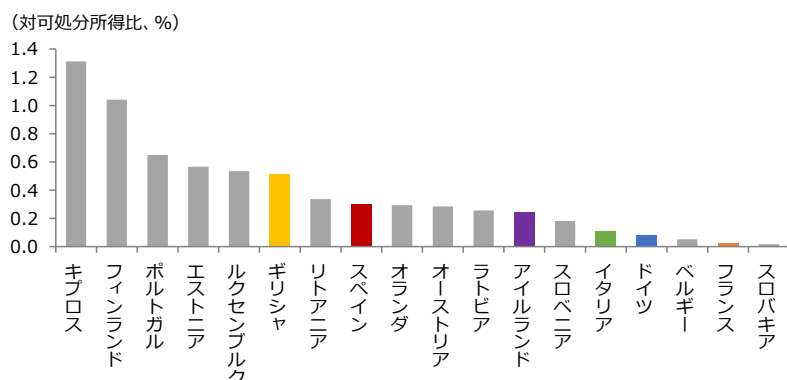
利上げで家計の利払い負担増・住宅価格下落が消費を抑制

利上げは、①利払い負担の増加、②住宅価格の下落による逆資産効果、を通じて家計に影響し、物価高と合わせて家計消費を抑制するとみる。ユーロ圏の家計の債務残高(対GDP比)は、コロナ危機下での低金利環境などを追い風に、15-19年平均と比較し20年(65.4%)は約4%ポイント増加している。

住宅ローン借入に占める変動金利(変動または1年固定)の割合をもとに、変動金利が1%ポイント上昇した場合の家計の追加利払い負担を試算すると、住宅ローン借入れの変動金利割合が高いキプロスやフィンランドでは、可処分所得比で1%近い負担の追加となる。一方、主要国のイタリアやドイツ、フランスは0.1%程度にとどまる(図表4-8)。ただし、ドイツの場合、変動金利での借入れは住宅ローン借入れの10%程度であるが、期間2年以上10年までの固定金利での借入れは40%程度となっている。固定期間終了後に金利が上昇すれば、家計の利払い負担は増加するため、試算以上に利払い負担は増加するとみられる。

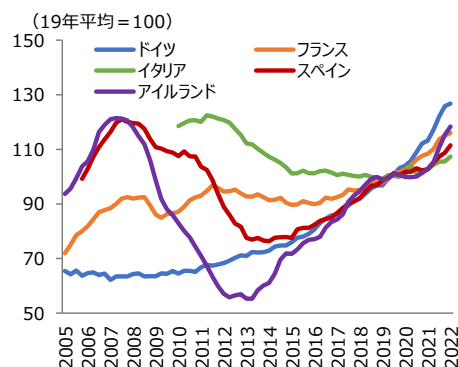
ECBの分析¹⁾によると実質住宅ローン金利が0.1%ポイント上昇した場合、実質住宅価格は1%程度下落する。ドイツでは住宅価格が19年と比較し3割程度上昇するなど、欧州の住宅市場にはバブルの懸念もある(図表4-9)。住宅価格が下落し、住宅ローン残高を下回る状況になれば、逆資産効果で消費が抑制されるだろう。

図表4-8 家計の追加利払い負担
(変動金利1%ポイント上昇時)



注: 変動金利(変動または1年固定)で借り入れた住宅ローンの追加利払い負担の試算。家計債務、家計の住宅ローン借入れに占める変動金利(変動または1年固定)割合は2020年のデータ。家計債務に占める、住宅ローンの割合は、ECB “The Household Finance and Consumption Survey 2017”をもとに計算。
出所: ECB、Eurostat より三菱総合研究所試算

図表4-9 住宅価格



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

財政不安国では利払い負担が増加

コロナ危機への対応や、エネルギー価格高騰への対応により各国の財政状況は悪化している。Bruegelのまとめによると、21年9月以降、エネルギー価格高騰に対応するための家計や企業への支援額は、ギリシャではGDP比で3.7%、イタリアでは同2.1%となっている。復興基金などの財政措置はあるが、ウクライナ危機を受けたグリーン投資の加速や防衛費の増額はさらなる歳出増要因となる。

ECBが6月に利上げ方針を公表後、財政状況が不安視されるギリシャやイタリアを中心に、国債金利は急上昇した(図表4-10)。ECBは7月の会合で、市場による無秩序な金利上昇を防ぐためのTPI(伝達保護措置)を発表した。欧州債務危機時ほど対独スプレッドは拡大していないが、イタリア国内の政治混乱により財政悪化懸念が高まれば、金利が急騰、市場が混乱するリスクは残る。

22年は累計1.25%ポイントの利上げを見込む

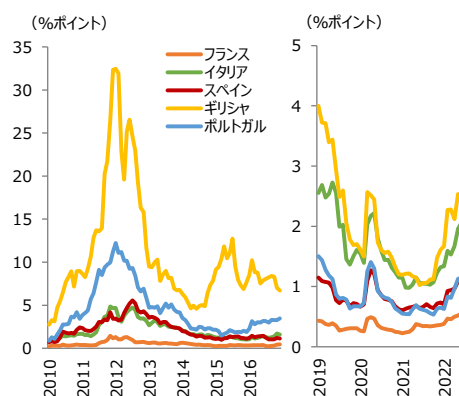
ECBは物価安定を重視し利上げを継続するとみる。ただし、ウクライナ危機の長期化による景気減速から、利上げは段階的に進むだろう。物価の高止まりを受け、9月会合では0.5%ポイント、年内の残りの会合で0.25%ポイント利上げし、22年累計で1.25%ポイントの利上げを見込む。23年は、供給制約の緩和や22年の利上げ効果により物価上昇圧力が徐々に弱まるが、2%の目標を上回ることから、中立金利とされる1-2%程度まで利上げを継続するとみる。

ウクライナ危機長期化・外需縮小で見通しを下方修正

欧州主要5カ国経済は、ウクライナ危機の長期化やエネルギー供給不安定化が域内経済の活動に影響するほか、外需縮小が経済を下押しするとみる。ロシアからのエネルギー供給は減少するが停止には至らないと想定し、22年末から23年初の景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は、回避するとみる。22年の実質GDP成長率は前年比+2.6%、23年は同+0.6%と、5月見通し(同+2.7%、+2.1%)からともに下方修正する。

先行きの最大のリスクは、ロシアからの天然ガス供給停止によるエネルギー不足だ。エネルギー供給が不足すれば、優先度の低い製造業などの産業向けのエネルギー供給は抑制される。ドイツを中心に経済活動が大幅に下振れ、欧州経済はスタグフレーションとなる。この場合、ECBも利上げを休止するとみる。

図表4-10 主要国の対独スプレッド



注: 月次平均。直近は22年7月。ドイツの10年物国債金利との差。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

¹ ECB “Financial Stability Review, May 2022”