

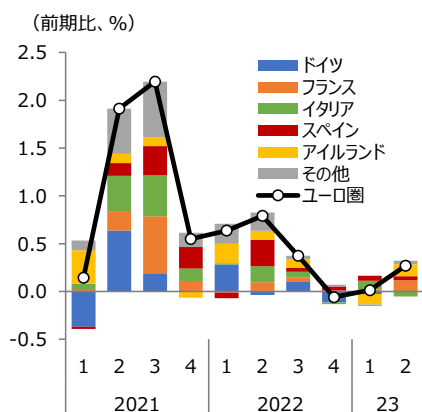
(1) ユーロ圏経済の現況

物価高・金融引き締めで内需が弱く、低成長が続く

ユーロ圏経済はならしてみれば低成長が続いている。23年4-6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%となった(図表4-1)。テクニカルリセッション(2四半期連続のマイナス成長)入りしていたドイツは同0.0%と辛うじて3四半期連続のマイナス成長を回避した。

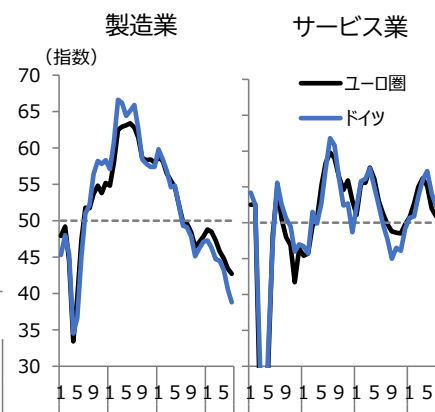
ユーロ圏経済は僅かに持ち直しているが、既往の金融引き締め・物価高が内需を下押している状況が続いている。製造業PMIは内外需の減速、金融引き締めの影響から好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いている。特にドイツの製造業PMIは38.8と20年5月以来の低水準にある(図表4-2)。消費者物価(HICP、ユーロ圏)はエネルギー高などコスト上昇要因の剥落から伸びは鈍化したが、ECBが目標とする2%を超えている(図表4-3)。賃金は上昇しているが、物価の伸びに追いついておらず、消費が抑制されている。

図表4-1 実質GDP

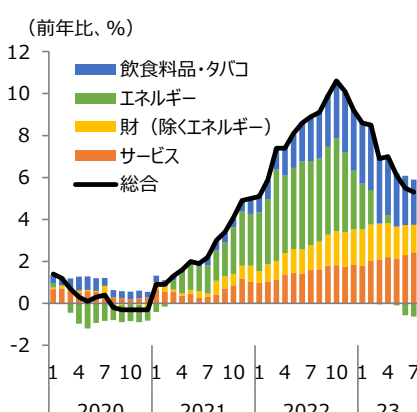


出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 PMI

注: 点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

図表4-3 消費者物価(ユーロ圏)



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%台半ばの低成長、24年は成長率回復も1%程度止まり

23年のユーロ圏経済は、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5月見通しから変更なし)の低成長にとどまると予測する。ただし、エネルギー制約懸念の後退や堅調な雇用・所得環境、グリーン関連の政策支援・投資が経済活動を下支えし、通年ではマイナス成長回避を見込む。

24年は、物価の伸び鈍化による実質賃金の上昇が内需を下支えし、同+1.1%を見込む。ただし、ユーロ圏の基調的な物価上昇圧力が強く、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、前回予測(同+1.3%)から下方修正する。先行きの注目は、①金融政策スタンス、②ドイツ経済の行方、③デリスキング推進の影響、の3点だ。

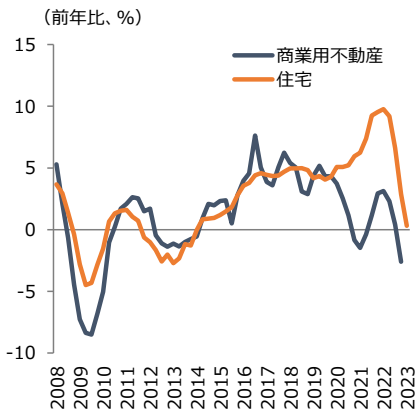
注目点① 金融政策スタンス — 利上げ効果顕在化も物価上昇圧力は根強く、金融引き締めは長期化へ

ECBは7月の理事会で、0.25%ポイントの利上げを決定、下限の中銀預金金利は3.75%となった。9月以降もデータに基づき理事会ごとに判断する方針だが、利上げは最終段階にある。今後の金融政策の動向をみるうえで、①金融引き締め効果が实体经济に与える影響、②物価動向を左右する賃金の見通し、がポイントとなる。

既往の金融引き締め効果は顕在化しつつある。金利上昇の影響を受けやすい不動産市場では、利上げ開始以降、価格調整が進んでおり、商業用不動産価格は前年比マイナスに転じた(図表4-4)。さらに、昨年からの急ピッチの利上げと物価の伸び鈍化から、実質金利のマイナス幅は縮小している(図表4-5)。

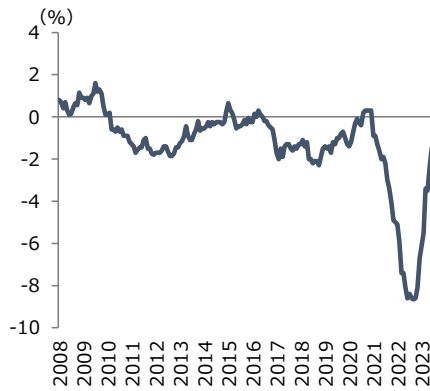
先行きは、金融引き締めによる实体经济への影響が一段と顕在化するとみる。金融機関の貸出基準の厳格化に伴う借入れコスト上昇により、企業の資金需要は世界金融危機時と同程度まで落ち込んでいる(図表4-6)。過去の傾向では資金需要の減少後、総固定資本形成も減少している。脱炭素や経済安全保障などの政策関連投資が一定程度投資を下支えすると見込むが(後述)、その他の投資は抑制されるだろう。

図表4-4 不動産価格(ユーロ圏)



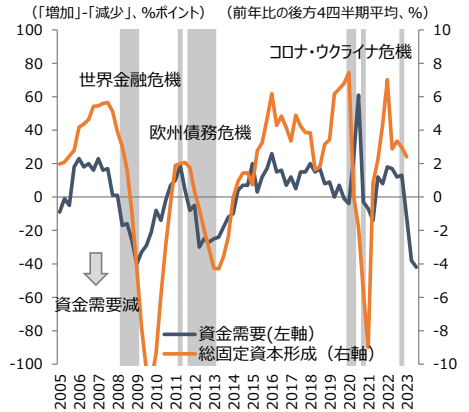
注: 四半期。直近は、商業用不動産は 22 年 10-12 月期、住宅は 23 年 1-3 月期。
出所: ECB より三菱総合研究所作成

図表4-5 実質金利(ユーロ圏)



注: 月次。直近は 23 年 7 月。実質金利は、HICP 総合と政策金利(メインファイナンス・オペ金利)の差。
出所: ECB より三菱総合研究所作成

図表4-6 資金需要と投資(ユーロ圏)



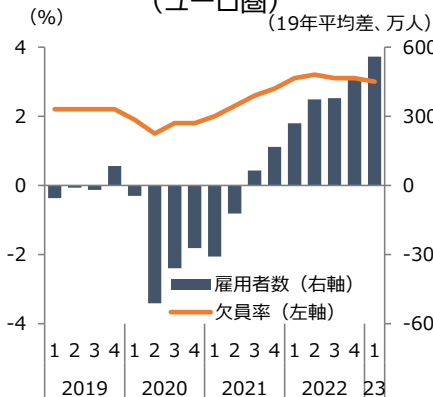
注: 資金需要は企業。直近は総固定資本形成が 23 年 1-3 月期、資金需要は 23 年 7 月の銀行貸出調査。グレーの網掛けはマイナス成長の期間。
出所: ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

ECBの金融政策判断に影響を与えるコア物価は高止まりを見込む。ユーロ圏の物価を押し上げていたエネルギー高は一巡し、内需の弱まりから、企業の過度な価格転嫁姿勢も緩和するとみなが、賃金の高止まりが物価上昇圧力になるとみる。ユーロ圏の賃金は、既往の物価高への対応や人手不足を背景に高めの上昇が続いている。欧州の賃金交渉では、複数年の妥結が一般的なため、22年や23年前半の高めの賃金引き上げの影響は構造的に残りやすい。

ユーロ圏経済が減速するなかでも、企業の人手不足は続いている。コロナ危機前と比較し、雇用者数は大きく増加しているが、欠員率は高止まりしており、人手不足感は解消されていない(図表4-7)。人手不足が続けば高めの賃金上昇が続くと予想される。実際、賃金と欠員率の関係をみると、コロナ前の平均と比較して欠員率が高い業種ほど、賃金の上昇率が高い(図表4-8)。この点、追加の労働供給余地が小さくなるなか、将来の労働人口減少を見据えた企業の人材囲い込みの動きもあり、人手不足は長期化する可能性が高い。コロナ危機前と比較し、情報通信業を中心に各産業では「専門職(情報通信技術専門職など)」の雇用が大きく増えたが、情報通信の欠員率は高止まりが続いている。また、卸小売・宿泊飲食で必要となる「サービス・販売の職業」の雇用者数はコロナ前を下回っており、逼迫緩和には不足分の解消が必要となるだろう。

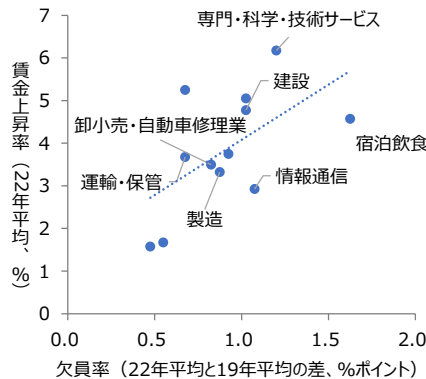
これらの背景から、当社では、23年後半にかけ高めの賃金上昇が続く(図表4-9)、コア物価は24年末にかけても2%を超える上昇が続くと予想する。既往の引き締め効果が顕在化しつつあること、基調的物価上昇圧力が強いことから、ECBは年内に追加利上げを1回実施、利下げに転じるのは24年後半を見込む。

図表4-7 雇用者数・欠員率(ユーロ圏)



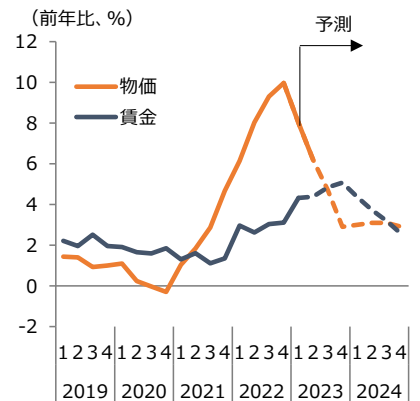
注: 季節調整値。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-8 賃金と欠員率(ユーロ圏)



注: 主要業種のみ。賃金は労働コスト指数の賃金指数。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-9 物価と賃金(ユーロ圏)



注: 物価は ECB 予測。賃金は妥結賃金と物価などから推計。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 ドイツ経済の行方 — エネルギー制約の影響で低迷する製造業

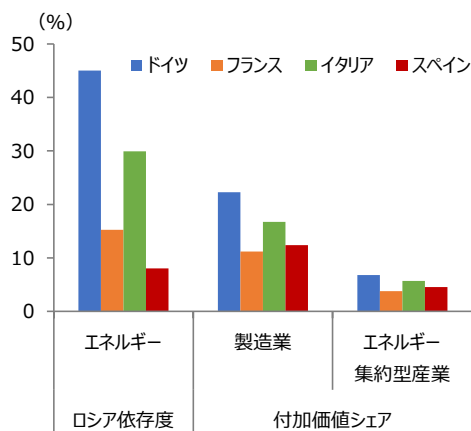
ユーロ圏GDPの約3割を占める、ドイツ経済が失速している。ドイツ経済は22年10-12月期以降、2四半期連続のマイナス成長となり、4-6月期もゼロ成長にとどまった。ドイツ経済が失速した背景には、①エネルギーのロシア依存と、②利上げの影響を受けやすい製造業中心の産業構造がある。

ドイツは、フランスなどと比較し、天然ガスなどのエネルギーのロシア依存度が高い。さらに、付加価値に占める製造業の割合も高く、化学などのエネルギー集約型産業の割合も高い(図表4-10)。そのため、脱ロシアを推進するなかでのエネルギー高などの影響が、他国よりも強く反映されやすい。供給制約の緩和から自動車生産は持ち直しているが、エネルギー集約型産業の化学は減少が続いている(図表4-11)。

先行きも生産活動の停滞は続くとする。エネルギー制約に加え、生産活動を支えてきた受注残高が減少傾向にあるほか、内外需も減速し、製造業の先行きの生産予想も低下傾向にある(図表4-12)。

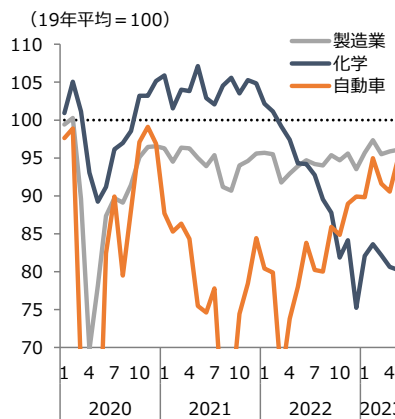
エネルギー制約の問題は短期だけではなく、中長期でもドイツ製造業に影響を与える可能性がある。化学や鉄鋼などのエネルギー集約型産業は、脱炭素化に向け水素の活用が検討されているが、短期では難しい。20年公表のドイツの「国家水素戦略」においても本格的な利活用は30年以降が想定されている。ドイツ産業連盟(BDI)の中小企業を対象とした調査では、回答企業の約16%が生産と雇用の一部をすでに海外に移転している。また、海外への新規投資計画のうち、2割は北米向けとなっている。エネルギー制約や各国の政策支援を背景に、生産拠点の移転が進めば、ドイツ国内の雇用等に影響が生じる可能性がある。

図表4-10 エネルギーのロシア依存度と付加価値に占める製造業等のシェア

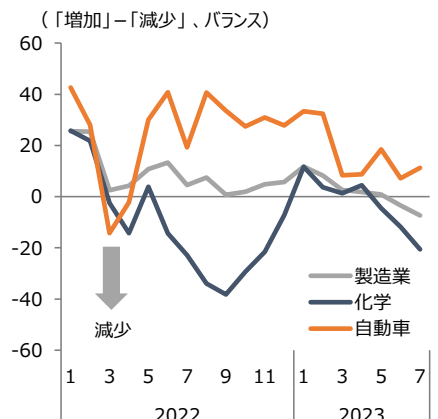


注:ロシア依存度は20年、付加価値シェアは18年。出所: Eurostat より三菱総合研究所作成
エネルギー集約型産業は製造業のうち化学・鉄鋼等。
出所: OECD, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-11 生産(ドイツ)



図表4-12 生産(ドイツ、先行き)



注:企業の今後3カ月の生産見通し。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

注目点③ デリスキング推進の影響 — グリーン投資加速に中国は不可欠、中長期では域内投資を促進

コロナ・ウクライナ危機を経てEUの経済安全保障に対する意識が高まっている。欧州委員会は6月にEUの経済安全保障戦略を公表した(図表4-13)。中国への具体的な言及はないが、欧州委員会委員長がEUの新たな対中戦略に関する講演で打ち出した、「デリスキング(de-risking)」実現に向けた内容となっている。特徴は3つのP(Promoting, Protecting, Partnering)の施策である。EUが目標とする気候中立(温室効果ガスの排出実質ゼロ)と経済成長の両立実現に向け、中国への依存度を低下させながら、域内の競争力を強化できるかが今後の注目点となる。

図表4-13 EUの経済安全保障戦略の概要

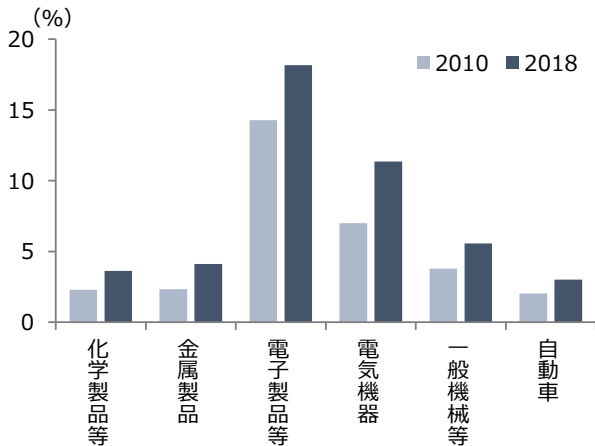
狙い	<ul style="list-style-type: none"> 地政学的緊張が高まっている特定の経済フローのリスクの最小化(明確な言及はないが中国が念頭)
想定リスク	<ul style="list-style-type: none"> サプライチェーンのレジリエンスに対するリスク(エネルギー供給、グリーントランジション、医薬品含む) 重要インフラ(海底ケーブル、パイプライン、電力、通信など)に対するセキュリティリスク(物理およびサイバー) テクノロジー安全保障および技術流出に関連したリスク 経済的依存関係の武器化または経済的威圧に関するリスク
対応策	<ul style="list-style-type: none"> Promoting: EUの競争力強化 <ul style="list-style-type: none"> EU単一市場の強化、スキルへの投資、研究開発強化、産業育成など 戦略分野として、先端半導体、量子コンピューター、バイオテクノロジー、ネットゼロ産業、クリーンエネルギー、重要鉱物資源を想定 グリーンディール産業計画、ネットゼロ産業法案、重要原材料法案、欧州半導体法などが関連 Protecting: 特定した経済安全保障リスクへの対応 <ul style="list-style-type: none"> 既存および新規の政策・ツールなどを活用して対応(域内外投資の審査・輸出管理強化(先端半導体などデュアルユース分野含む)、5G/6Gセキュリティの強化、経済的威圧への対抗、など) Partnering: 経済安全保障の取り組みに共感してくれる国との関係強化 <ul style="list-style-type: none"> 貿易協定、関係の再強化、ルールに基づく国際秩序、多国間主義、Global Gateway(グローバルサウスなどEU域外向けの投資戦略)を活用した持続的な開発投資

出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

短期的には中国への依存は不可避であろう。EUにおける、電子製品等や電気機器を中心に最終需要に占める中国由来の付加価値の割合は高まっている(図表4-14)。さらに、ネットゼロ産業(太陽光や風力など)分野では、原材料の段階から組立品の段階まで世界生産に占める中国の割合が高い(図表4-15)。EUはグリーン分野の投資を加速させる方針だが、中国での生産なしで実現は難しい。リスクの高い分野での輸出規制が検討されると予想されるが、過度な規制は避けるだろう。

デリスキングの取り組みは域内の投資を促す面もある。域内の半導体関連産業の競争力強化を目指す「欧州半導体法」を受け、インテルなど半導体関連企業は域内への投資を増やす方針である。また、欧州投資銀行の2022年の調査では、環境対策関連投資を実施する企業の割合が高まっている。EUが目指す、グリーンとデジタルの2つのトランジションに向けた中長期的な投資が、中国への過度な依存の緩和につながるだろう。

図表4-14 EUの最終需要に占める中国の付加価値割合



注:主な製造業種。EUの各産業の最終需要に占める、中国由来の付加価値のシェア。

出所:OECDより三菱総合研究所作成

図表4-15 EU・中国の世界生産シェア

産業種	国	生産段階 (%)			
		原材料	加工品	部品	組立品
太陽光	EU	4	12	11	2
	中国	45	41	54	70
風力タービン	EU	2	15	24	18
	中国	42	36	49	53
リチウムイオン電池	EU	2	4	3	6
	中国	37	72	67	75
燃料電池	EU	3	15	25	12
	中国	32	22	31	67
データストレージ・サーバー(半導体含む)	EU	3	13	8	0
	中国	42	23	19	4

注:太陽光パネルなどのバリューチェーンの各段階(原材料から組立品)の世界生産におけるEU・中国の生産シェア。

出所:欧州委員会“Supply chain analysis and material demand forecast in strategic technologies and sectors in the EU – A foresight study”より三菱総合研究所作成

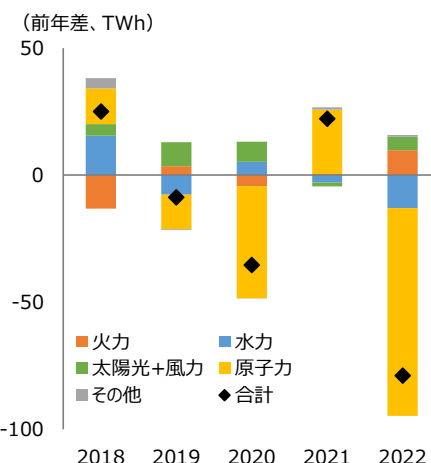
(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏経済の先行きのリスクは、①エネルギー需給逼迫によるエネルギー不安再燃、②金融市場の不安定化である。これら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。

第一に、エネルギー需給は、ロシアの供給完全停止、中国のLNG需要回復などの要因とともに、気候要因による需要上振れに警戒が必要である。22年末から23年年初の暖冬はエネルギー需給の緩和に貢献したが、雪解け水の不足や少雨により、南欧で干ばつが発生した。記録的な熱波と干ばつとなった22年は、水不足によりフランスでは水力・原子力発電の出力が抑制(図表4-16)され、電力輸出国から輸入国に転じるなど、エネルギー需給に影響が生じた。23年はエルニーニョが発生しており、23年末から24年初にかけて厳冬となれば冬のエネルギー需要が高まる可能性がある。8月上旬時点で、ガス在庫は例年より高水準だが、気候要因でエネルギー需給が逼迫した場合、価格上昇や一段の需要抑制が必要となり、経済活動を下押しするだろう。

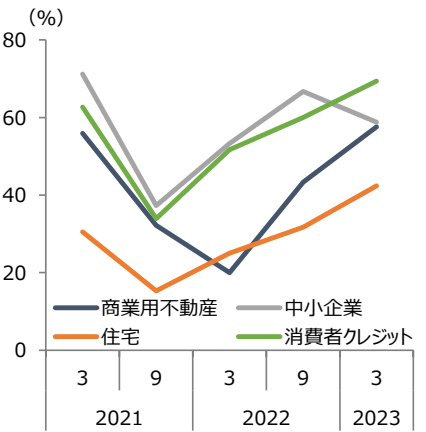
第二に、金融機関が保有する資産(貸出債権・投資有価証券等)の質の劣化が金融機関の経営不安につながるリスクに注意が必要だ。金融引き締めの影響などから、保有資産の質が劣化すると予想する金融機関の割合は高まっている(図表4-17)。現時点で不良債権比率は高まっていないものの、商業用不動産価格の急落などが生じれば、金融機関の貸出姿勢は一段と慎重化する可能性がある。この場合、投資を中心に内需がさらに抑制され、実体経済の落ち込み幅が大きくなるだろう。

図表4-16 電源別発電量(フランス)



出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-17 資産の質劣化の予測(金融機関向けアンケート結果)



注:164行を対象にした調査。今後12か月間で資産の質が劣化するという回答の割合。
出所:EBAより三菱総合研究所作成