

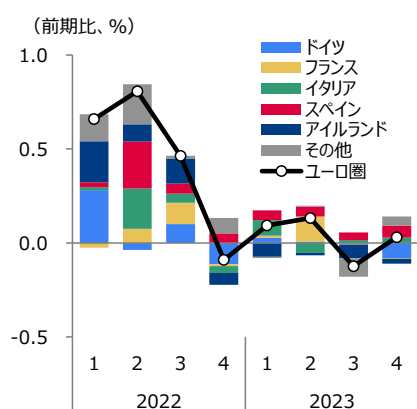
(1) ユーロ圏経済の現況

ゼロ成長で景気後退入りを辛うじて回避

ユーロ圏経済は停滞が続いている。23年10-12月期の実質GDP成長率は季調済前期比+0.0%と2四半期連続のマイナス成長を辛うじて回避した(図表4-1)。23年通年では、前年比+0.5%と、コロナ危機直後の20年を除けば、13年(同▲0.2%)以来の1%を下回る低成長となった。金融引き締めが内需を中心に経済活動を抑制している。

企業の景況感を示すPMIは好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いているが、製造業は持ち直しつつある(図表4-2)。また、ウクライナ危機以降不安要素であり続けるエネルギー問題について、24年1-3月期に供給量が不足する可能性は一段と低下している。紅海での商船攻撃によるLNG輸入への影響は懸念されるものの、天然ガス在庫は高水準にあり、直ちに大きな悪影響が出る状況ではない。

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)

注: 破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 基調的な物価指標
(ユーロ圏)注: 直近はコア物価が24年1月、国内インフレ指標は23年12月。国内インフレ指標は、輸入依存が低い品目の物価指標。
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

金融引き締めで24年も低成長継続、25年にかけて持ち直しへ

24年のユーロ圏経済は、前年比+0.6%(前回11月見通し同+0.8%から下方修正)と、1%を下回る低成長継続を見込む。実質賃金が増加に転じていることから消費は持ち直すとみるが、金融引き締めの影響が24年前半にかけて経済活動を抑制するほか、エネルギー高や中国依存等の課題を抱えるドイツ経済の停滞も下押し要因となる。

25年は、同+1.3%と潜在成長率(欧州委員会推計、1%台半ば)並みの成長を見込む。利下げが段階的に進むことで、投資も持ち直すだろう。脱炭素などに向けた財政支援は24・25年ともに投資を下支えするとみる。先行きの注目は、①物価・金融政策と内需の行方、②紅海問題の経済影響、③欧州政治と経済政策、の3点だ。

注目点① 物価・金融政策と内需の行方 — 高賃金継続で物価の2%達成に時間、利下げは24年央以降

ユーロ圏の物価上昇率は鈍化しているが、基調的な物価上昇圧力は高止まりしている(図表4-3)。24年1月の物価上昇率は前年比+2.8%と低下傾向にあるが、コア物価は前年比3%台、ECBが重視する指標の1つである国内インフレ指標は、4%を超えて推移している。ECBは1月の理事会で、デフインフレ傾向の持続性を見極めが必要とし、政策金利の維持を決定(下限の中銀預金金利は4.0%)した。

今後の物価を左右するのは賃金動向である。先行きも、高めの賃金上昇から、基調的な物価指標が2%の水準に達するには時間を要するとみる。ユーロ圏経済が停滞するなかでも、雇用環境は堅調を維持、雇用者報酬や労使交渉に基づく賃金である妥結賃金は、4%を超える上昇が続いている(図表4-4)。

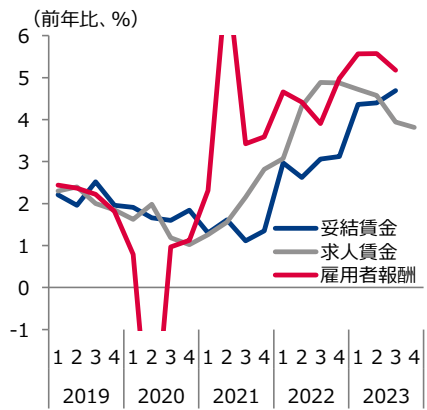
高めの賃金引き上げは今後も継続するとみる。物価の伸びが鈍化するなか、ユーロ圏では最低賃金の引き上げに加え、賃金引き上げ交渉が続いている(図表4-5)。特にドイツでは、労働協約の期間(ドイツの場合平均2年)が終了し、新たな労使交渉を行う予定の労働者が24年は約1,150万人(就業者数の約3割)に上る。これらの労働者は、22年に妥結した相対的に低い賃上げ率(22年+2.7%、23年+5.6%)の引き上げを目

指すとみられる。物価高で失った購買力を取り戻すため、高めの賃金引き上げ要求は24年も継続するとみる。

一方で、ユーロ圏経済の景気低迷により、労働需給の逼迫感には緩和の兆しがある。企業の人手不足感は依然として高いが、利上げの影響が大きい製造業・建設業を中心に採用抑制や、解雇計画の発表が増えており、賃金の伸びを一部緩和するとみる(図表4-6)。

これらを踏まえ、2%の物価目標達成は25年後半となるだろう。ECBが利下げに転じるのは、デシインフレの持続性を確認するためのデータがそろそろ24年央以降を見込む。賃金インフレへの警戒が残るため、経済が急速に悪化しない限り、利下げは0.25%ポイント刻みで実施するとみる。ECBは25年末にかけて中銀預金金利を2%台半ばまで引き下げるとみる。

図表4-4 主要賃金指標(ユーロ圏)



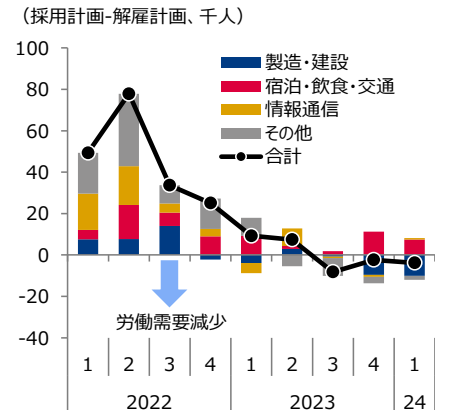
注: 求人賃金は、Indeed Wage Tracker のデータ。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

図表4-5 24年以降の賃金動向

最低賃金 引き上げ	ドイツ: 24年3.4% 25年3.3% オランダ: 24年3.75% スペイン: 24年5%
最近の賃金 交渉結果	独ユーロ圏: 10.7%-14.4%
24年の労使 交渉予定者	約1,150万人(ドイツ)

注: 最低賃金、賃金交渉結果は、賃金引き上げ率。
出所: ハンスバックラー財団経済社会研究所プレスリリース、各種報道などより三菱総合研究所作成

図表4-6 企業の採用・解雇計画(EU)



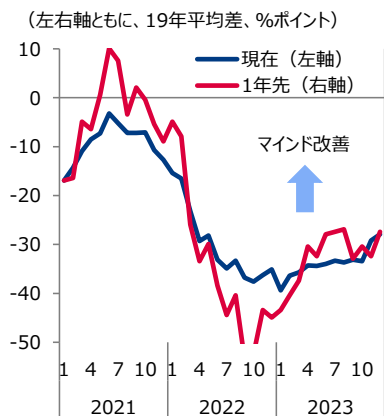
注: 企業のリリースや報道をもとに、集計された企業の採用・解雇等の計画データ。24年1-3月期は、2月14日時点。
出所: Eurofound より三菱総合研究所作成

実質賃金プラス転換で消費持ち直し、利下げ後は融資も増加し景気は緩やかに回復へ

実質賃金のプラス転換により、消費は持ち直しを見込む。ユーロ圏の実質賃金は23年7-9月期に2年ぶりにプラスに転じた。過去の傾向では、実質賃金と実質消費には正の相関がある。実際に、家計の家具や電気製品等の耐久消費財への消費支出に対するマインドは改善傾向にある(図表4-7)。

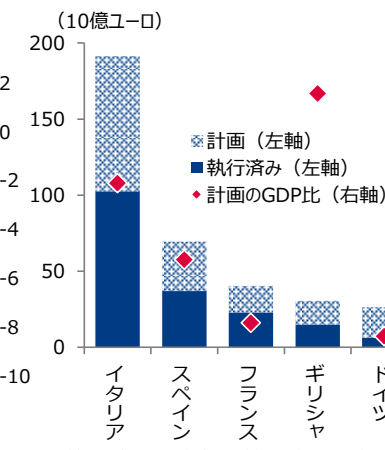
投資は、財政支援と利下げ転換から25年にかけて緩やかな回復を見込む。EU復興基金の執行は進みつつあるが、未消化も多い(図表4-8)。独仏を中心とした半導体誘致の補助金など、財政支援が投資を下支えする状況は24年以降も続く。投資が進捗しエネルギー転換等が進めば、エネルギーが経済活動の制約となっているドイツの競争力回復につながる可能性がある。また、過去に急ピッチで利上げした後に、高金利を維持した1980年代前半には、利下げ転換後に緩やかに貸出が回復している(図表4-9)。今回の利上げ局面でも、利下げ転換後は、民間向けの貸出が徐々に回復し、投資が内需を支えたとみる。

図表4-7 家具等の購入判断(ユーロ圏)



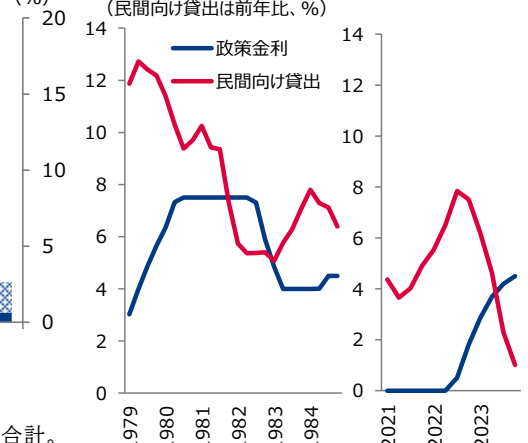
注: 1年先は、回答時点の過去12カ月と比較した、家具・電気製品等に対する購入意向。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-8 EU復興基金の執行状況



注: 執行済みの金額は補助金と融資の合計。23年後半以降、各国から増額の修正計画等が提出され、承認されている。ただし、欧州委員会のデータに現時点では反映されていない。
出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

図表4-9 政策金利と貸出残高(ドイツ)



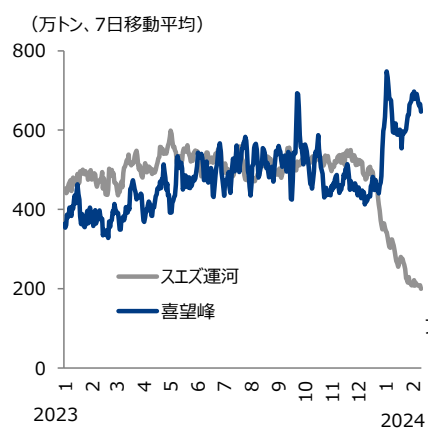
注: 左図の政策金利は公定歩合、民間向け貸出しは BIS データ。右図の政策金利はメインリファイナンス金利、貸出しはドイツ連銀データ。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

注目点② 紅海問題の経済影響 — コロナ危機時と比較すると影響は限定的だが、生産の制約要因に

イエメン・フーシ派による紅海での商船攻撃を受けた海上物流の混乱は、短期的にユーロ圏経済を下押しするとみる。紅海での攻撃を受けて、アジアー欧州間の海上輸送で重要となるスエズ運河を回避し、喜望峰ルートで輸送する船舶が増えている(図表4-10)。輸送期間の長期化により、船舶の供給やコンテナの確保に一時的な混乱が生じている。紅海問題の欧州経済への影響としては、①輸送コストの上昇によるインフレ圧力、②輸送遅延による経済活動の制約、があるとみる。ただし、海運企業・荷主企業が喜望峰ルートを前提とした定期船運航や在庫管理等への適応を進めることで、①輸送コストの上昇は残るが、②輸送遅延の影響は短期的にとどまるとみる。

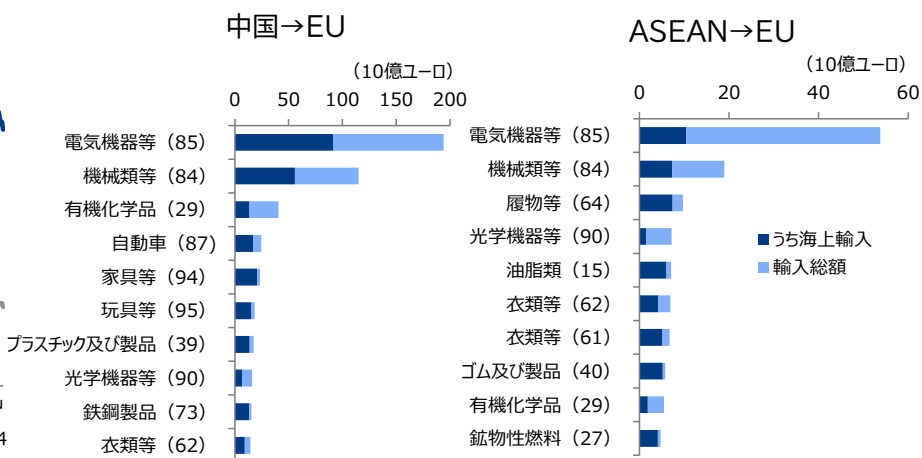
①について、コンテナ船運賃の上昇に、輸送期間の長期化も加わり、輸送コストは上昇している。コロナ危機からの回復過程での供給制約時と比較すれば、コンテナ船運賃の上昇は限定的(上海ーロッテルダム間、19年平均約1,500ドル、コロナ危機時の21年のピーク約15,000ドル、24年以降約4,500ドル)だが、コロナ危機前の平時よりは高い水準にある。輸送コスト上昇分の価格転嫁が進めば、財を中心にインフレ圧力となろう。

図表4-10 ルート別貿易量



注:日次データ。直近は2月11日。
出所:IMF PortWatch より三菱総合研究所作成

図表4-11 中国・ASEANからの輸入総額と海上輸入額(EU)



注:2022年。金額ベース。各品目のかつこ内はHSコード2桁。輸入金額上位10品目。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

②について、輸送遅延による供給制約は、生産財・消費財ともに影響を与えるとみる。カタールからのLNG輸入への影響もあるが、天然ガス在庫が潤沢なことから、24年1-3月期のエネルギー需給に与える影響は小さいとみる。

特に影響が大きい分野として、中国・ASEAN等のアジアからの輸入遅延がある。EUの域外輸入のうち、約3割が中国とASEANからの輸入である。主な輸入品目は、電気機器や機械類などの生産財、家具や衣類等の消費財である(図表4-11)。例えば、中国からの電気機器等の輸入に占める、海上輸送の割合は約5割、自動車関連では約7割が海上輸送である。喜望峰経由へのルート変更による輸送遅延により、実際に企業活動への影響も生じている(図表4-12)。自動車メーカーでは部品不足の影響から生産活動が一時停止したほか、小売では海上輸送から航空輸送に切り替える企業も出ている。

紅海問題は、コロナ危機直後の供給制約ほどの影響はないとみるが、ユーロ圏の経済活動を一時的に抑制するだろう。中長期では、23年のG20でEU・米国・インド・中東(サウジアラビア、UAE)が合意した「インド・中東・欧州経済回廊(IMEC)」の議論に影響を与える可能性がある。

図表4-12 企業活動への影響

業種	主な影響事例
自動車	輸送遅延による部品不足で欧州での生産を一時停止(テスラ、ボルボ等)
小売	航空輸送への切り替え(アパレル)
石油	紅海経由での輸送停止(シェル)
海運	紅海とスエズ運河の航行回避を継続(マースク、ハパックロイド等)

出所:各種報道等より三菱総合研究所作成

注目点③ 欧州政治と経済政策 — 欧州議会・委員会は現行のグリーンと成長両立路線を維持見込み

他の主要国と同様に、24年・25年は欧州も重要な選挙・政治イベントを数多く控えている(図表4-13)。最大の注目は24年6月に実施される欧州議会選挙である。スペインやオランダ等の選挙で移民やインフレへの不満から極右勢力が台頭したことから、極右の動向に注目が高まっているが、極右勢力(仏国民連合等が所

属する会派)は主流派にはならず、第3党となる見込みだ。現時点では、親EU派である、欧州人民党(中道右派、独CDU/CSU等の会派)、S&D(中道左派、独SPD等の会派)等を中心とした議会構成が維持される見通しだ。フォンデアライエン委員長は2期目を目指すか態度を明確にしていないが、次期欧州委員会も現行路線を継承する可能性が高いとみる。グリーンと成長の両立を目指す基本的な方針は変わらないだろう。実際に、23年12月に開催されたEU首脳会議でも、次期欧州委員会の期間となる24-29年のEUの戦略アジェンダの案として、「エネルギー」や「レジリエンスと競争力」等の6分野が挙げられている。

現行路線の維持が予想されるなか、注目はEUが現在検討中のグリーン・デジタル関連の政策動向である(図表4-14)。グリーン関連では、欧州委員会は温室効果ガスの排出削減目標として2040年までに90年比90%削減(30年までは55%削減)を公表した。2050年の気候中立達成に向け、域内のグリーン関連産業の競争力強化を目指す「ネットゼロ産業法案」、重要資源の確保・域内での循環を目指す「重要原材料法案」の審議も進んでいる。デジタル関連で注目度の高い「AI規則案」は、欧州委員会の当初案に汎用AIを対象に含めるなどの修正案で政治合意し、今後正式に採択される見込みだ。これらの動向は、EU域内で活動する日本企業にも影響するため、今後の議論に注視が必要だ。規制対応へのコスト増加に加え、フランスのEV自動車補助金のようにEU域内での生産を優遇することにより、競争上日本企業が不利となる可能性がある。

欧州議会選挙以外の政治イベントでは、ポルトガル議会選挙にも注目である。ポルトガルはバッテリーに必要なリチウムの埋蔵が確認されている。前述の「重要原材料法案」では域内の採掘目標もある。コスタ首相の辞任理由となったリチウム開発等を巡る汚職疑惑を受け、リチウム開発計画に対する国民の反発が強まれば、EUの目標達成にも影響が生じるとみる。

図表4-13 欧州関連の主な政治日程

時期	主な政治イベント
24年	イタリアがG7議長国に
24年3月	ポルトガル議会選挙
24年6月	欧州議会選挙
24年9月	東独3州議会選挙
24年後半	欧州委員会新体制発足
	英国議会選挙 (25年1月までに実施)
25年後半	ドイツ議会選挙 (8月から10月の期間で実施)

注:政治情勢等により変わる可能性はある。
出所:各種報道より三菱総合研究所作成

図表4-14 注目の政策動向

法案・計画	概要
2040年排出削減目標	<ul style="list-style-type: none"> 温室効果ガスの排出を2040年までに1990年比90%削減する目標を発表(現在は2030年までに55%削減) 次期欧州委員会・議会体制で検討される予定
ネットゼロ産業法案	<ul style="list-style-type: none"> EU域内のネットゼロ産業(バッテリー等8分野)の競争力強化が狙い 今後政治合意に向けた交渉が進む見込み
重要原材料法案	<ul style="list-style-type: none"> アルミニウムを「重要原材料(34種類)」「戦略原材料(重要原材料のうち17種類)」に追加すること、域内のリサイクル目標を引き上げること(当初案の15%→25%)で政治合意
AI規則案	<ul style="list-style-type: none"> 包括的なAI規制。罰則を伴う 汎用AI(GPAI)も対象に含める等の修正で政治合意 正式採択後、26年中に適用開始予定
サイバーレジリエンス法案	<ul style="list-style-type: none"> EU域内で販売するデジタル製品等のセキュリティー対策等を、事業者に義務付け。違反時の罰則あり 正式採択後、製造事業者の報告義務は法案施行から21か月後、法案の適用開始は27年ごろを予定

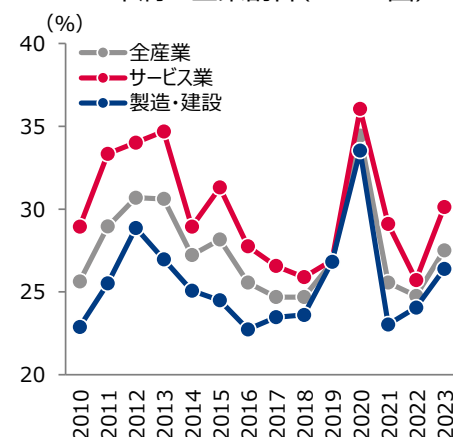
出所:欧州委員会、各種報道より三菱総合研究所作成

(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紅海をはじめとした中東情勢のさらなる悪化、②企業の資金繰り悪化による倒産増加や投資の停滞だ。これらの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。なお、エネルギー問題は、24年1-3月期の供給不安の可能性は低下しているが、地政学的緊張の高まりや異常気象など外生的なショックに脆弱(ぜいじゃく)であり、中長期的に欧州のリスク要因となる点は変わらないとみる。

二点目の企業の資金繰りについて、企業の利払い能力を評価するインタレストカバレッジレシオ(利払い前・税引き前利益(EBIT)/金融費用(支払利息等))が1未満の企業の割合は23年に上昇している(図表4-15)。オーストリアの不動産企業シグナの破綻のように、欧州域内での企業倒産は増加している。急ピッチな利上げが倒産増加の一因とみられるが、ユーロ圏経済の停滞が長期化すれば企業収益が低迷し、資金繰りが悪化する企業が増加するだろう。ユーロ圏の大手行の財務の健全性は高いものの、金融機関の貸出姿勢が一段と慎重化すれば、経済活動の下押し圧力となる。

図表4-15 インタレストカバレッジレシオが1未満の企業割合(ユーロ圏)



注:ユーロ圏の上場企業(除く金融・保険)のうち、2010年以降のデータが連続して取得可能な1,385社を対象に集計。23年は直近四半期の公表データを対象に計算。
出所:OSIRISより三菱総合研究所作成