政策・経済センター 綿谷 謙吾

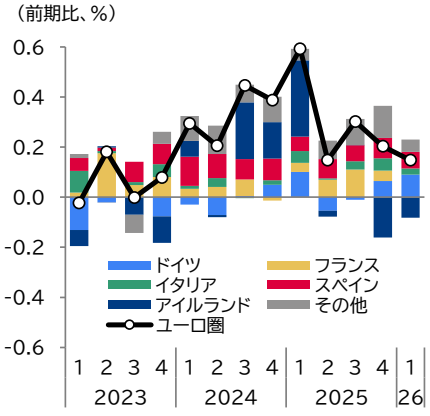
(1) ユーロ圏経済の現況

プラス成長を維持も中東情勢悪化でエネルギー不安が再燃

ユーロ圏経済はプラス成長を維持している。26年1-3月期の実質GDPは季調済前期比＋0.1%となった(図表4-1)。

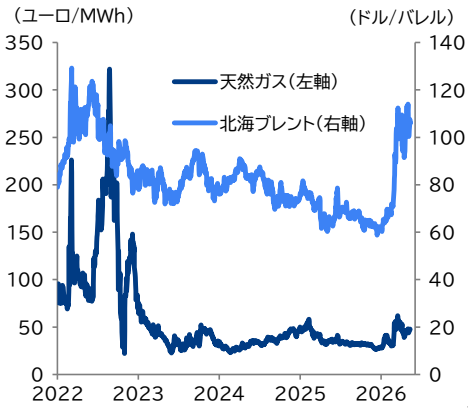
ただし、2月末以降に中東情勢が緊迫化し、エネルギー不安の再燃など、経済活動への影響が生じ始めている。5月中旬時点で、欧州市場で重視される北海ブレント原油の先物価格は1バレル当たり100ドル程度、天然ガスの先物価格は1MWh当たり40ユーロ後半で推移している(図表4-2)。天然ガス価格はウクライナ危機時と比較すれば低水準だが(ウクライナ危機時のピークは300ユーロ/MWh超)、物価や経済活動への悪影響は避けられない。産業別のマインドは、エネルギー価格上昇や需要減速懸念から小売やサービスで悪化している(図表4-3)。製造業は、供給制約等に備えた駆け込み需要が生産活動の下支えとなりマインドの悪化は小幅にとどまるが、先行きの生産見通しは悪化している。

図表4-1 実質GDP(ユーロ圏)



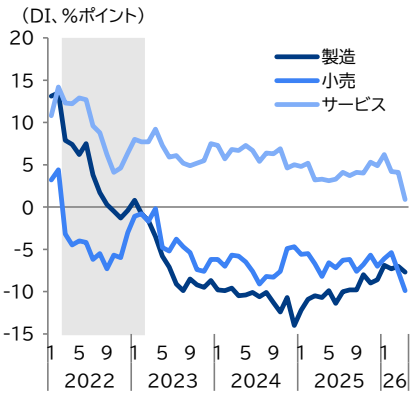
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-2 原油・ガス価格



注:日次。直近は 5 月 15 日。
出所:Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-3 産業別マインド(ユーロ圏)



注:グレーのハイライトは、ウクライナ危機発生から 1 年の期間。
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

中東情勢の混乱の影響からユーロ圏経済は減速

ユーロ圏の実質GDP成長率は、中東情勢の早期収束シナリオ(詳細はP.6総論、図表1-8)を前提にすると、26年は前年比＋0.8%(前回2月時点同＋1.2%から下方修正)、27年は同+1.2%(前回2月時点から変更なし)を見込む。中東情勢の混乱を受け、エネルギー不安が高まっているほか、海上輸送にも影響が生じている。正常化には時間を要するとみられ、中東情勢の混乱前と比較しエネルギー価格の高止まりと供給網の混乱がユーロ圏の経済活動を下押しするだろう。もっとも、景気後退には至らず、緩やかな景気減速にとどまるとみる。その背景として、ウクライナ危機時と比較しユーロ圏のエネルギー危機への対応力がついていること、所得や雇用環境の安定が見込まれること、競争力強化に向けた産業投資(脱炭素やAI、防衛等)も今後本格化することなどが挙げられる。ECBの金融政策は、期待インフレの上振れなど持続的な物価上昇につながる兆候が生じつつあることから、26年中に2回利上げを実施し、中立金利をやや上回る2.5%まで政策金利を引き上げるとみる。

先行きの注目点は、①中東情勢混乱の経済影響、②物価・金融政策の行方の2点である。

注目点① 中東情勢混乱の経済影響 ― ウクライナ危機を経て耐性はついたが経済下押しは不可避

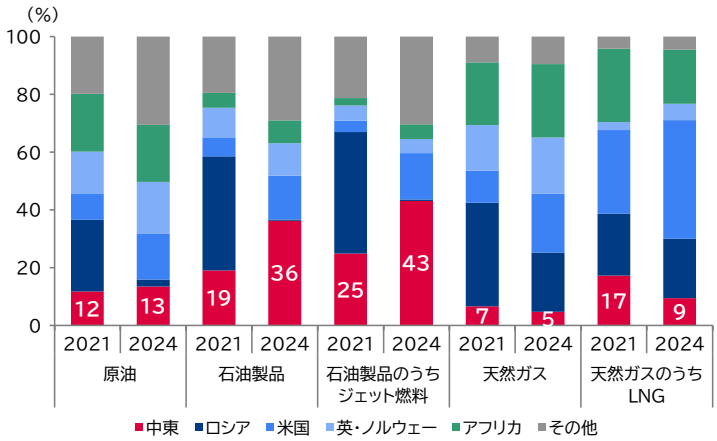
中東情勢の混乱が早期収束した場合でも、ユーロ圏のGDPは0.2%ポイント下押しされる(P.7総論、図表1-13)。ユーロ圏経済への主な影響波及経路は、エネルギーの供給不足ではなく、エネルギー価格上昇が起点となるだろう。

ウクライナ危機時にはエネルギーのロシア依存度の高さから供給懸念が強まったが、EUの中東への依存度は低い(図表4-4)。原油やLNGの輸入に占める中東の割合は24年時点で1割程度である。石油製品のうち、航空機用のジェット燃料の中東依存は高いが、米国やナイジェリア等からの代替輸入を進めているとの報道もある。総じてみれば、ウクライナ危機前のエネルギーのロシア依存度(21年時点で原油は約2割強、天然ガスは約4割)と比較すれば、量の依存は小さく、22年のような大幅な需要抑制が直ちに必要となる状況ではない。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

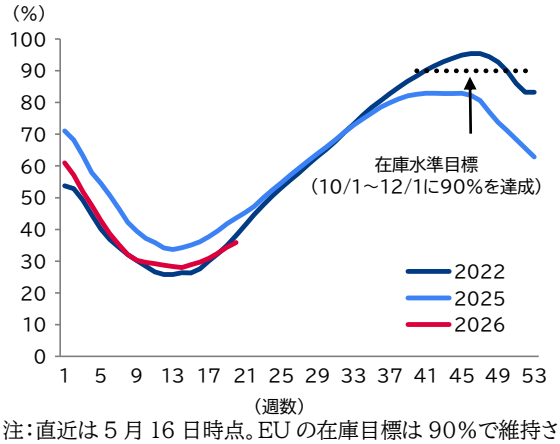
一方、価格上昇の影響は避けられない。中東情勢の混乱による国際的な資源価格の上昇に加え、EU固有の要因として、26年は天然ガス輸入量を通常より増やす必要がある。EUの天然ガス在庫は、過去と比較して低水準であり、26年末の需要期に向け在庫を積み増す必要がある（図表4-5）。ウクライナ危機以降、世界のLNG市場におけるEUの調達シェアは2割を超えている。欧州委員会が在庫目標水準（現在は26年末に向け90%）を柔軟化する可能性はあるが、カタールの供給制約やアジアとの調達競争による需給ひっ迫から、エネルギー価格が上昇すれば、企業収益の悪化や家計の購買力低下等により内需の下押し要因となる。

図表4-4　エネルギー製品の輸入元（EU）



注：各製品の HS コードは、原油が2709、石油製品は2710、ジェット燃料は271019、天然ガスは271111（LNG）、271121（気体）。アフリカはアルジェリアやナイジェリアなど、主要資源国の合計。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-5　天然ガス在庫（EU）

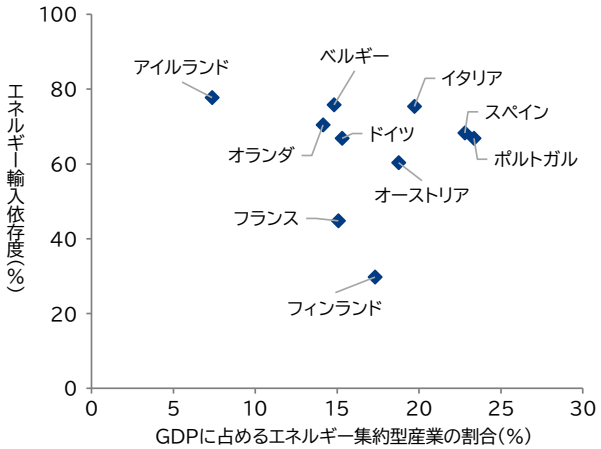


注：直近は 5 月 16 日時点。EU の在庫目標は 90%で維持されているが、25 年改正で、目標達成時期は 10/1～12/1 の間に変更。充塡が困難な市場環境では最大 10%の乖離、不利な市場環境では追加で最大 5%の柔軟性が付与され得る。
出所：Macrobond を基に三菱総合研究所作成

経済への悪影響の大きさは、各国のエネルギー輸入依存度と産業構造の違いにより濃淡が生じるとみる。エネルギー輸入依存度が低いフランスやフィンランドは相対的に下押しは小さいだろう（図表4-6）。一方、ドイツはエネルギー集約型産業の比率はフランスと同程度だが、エネルギー輸入依存度が高く、中東情勢の混乱が一段の下押し要因となるだろう。また、投入に占めるエネルギーの割合が高い宿泊飲食等の比率が高いスペインも下押し影響が大きいとみる。

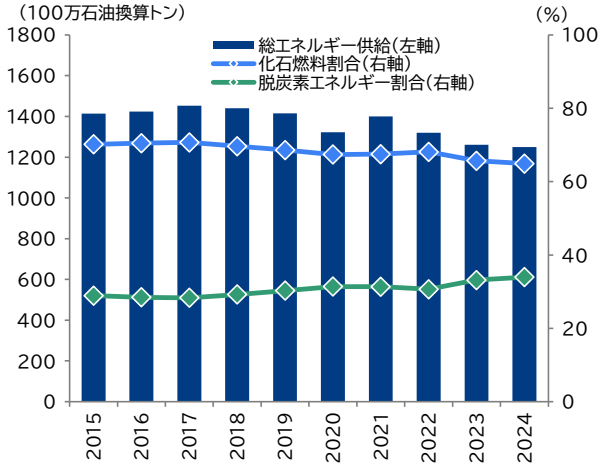
中東情勢の混乱は経済下押し要因となるが、影響緩和要因もある。ウクライナ危機以降、脱ロシアの取り組みを進める過程でエネルギー消費の抑制が進むとともに脱炭素エネルギーの割合が高まっている（図表4-7）。24年の総エネルギー供給は21年と比較し約10%減少しており、脱炭素由来のエネルギーの割合は約3%ポイント上昇している。こうした化石燃料への依存度低下により、エネルギー価格上昇のマイナス影響は一部緩和されるだろう。

図表4-6　GDPに占めるエネルギー集約型産業の割合とエネルギー輸入依存度（2023年）



注：エネルギー輸入依存度は総エネルギー消費に占める輸入の割合。エネルギー集約型産業は、ユーロ圏の Use table を基に、中間投入として化石燃料や電力の割合が高い上位 33%の産業と定義。製造業では化学や非鉄金属等が該当するが、輸送用機械は非該当。非製造業では運輸や宿泊飲食等が該当する。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-7　総エネルギー供給量と供給源の割合（EU）



注：化石燃料は、石炭や天然ガス、原油・石油製品等の合計。脱炭素エネルギーは、再生可能エネルギー・バイオ燃料、原子力の合計。
出所：Eurostat を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

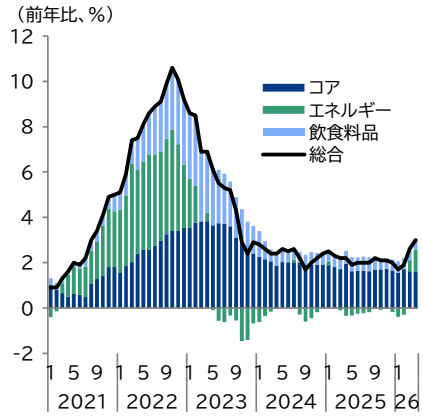
注目点② 物価・金融政策の行方 ― コスト高から持続的な高インフレへの波及を防ぐため利上げへ

26年4月の消費者物価(HICP)は、前年比＋3.0%と23年9月以来の上昇幅となった(図表4-8)。物価上昇の主因はエネルギー価格の上昇であり、コア物価は2%台前半で安定している。

今後の焦点は、コスト高を契機に持続的なインフレにつながるか否かである。市場の長期期待インフレ(5年先)は安定しているが、エネルギー価格の上昇を受け、家計の期待インフレ(3年先、中央値)はウクライナ危機時と同程度まで上昇している(図表4-9)。また、企業の価格見通しも上昇しており、コスト高が持続的なインフレにつながる兆候は生じつつある。26年後半にはドイツの産業別労組で最大のIGメタルの労使交渉が控えており、期待インフレが安定しなければ、賃金要因での持続的な物価上昇につながる可能性が高まる。

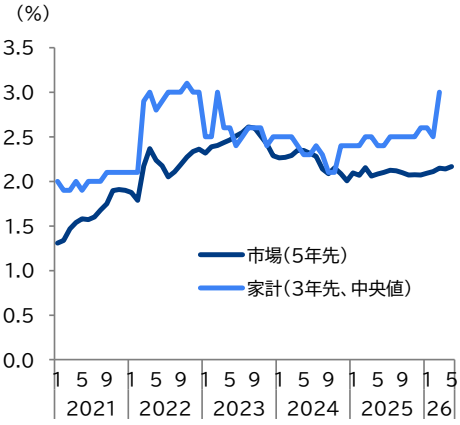
これらを踏まえ、ECBは持続的な物価上昇の上振れを予防するために利上げに転じるとみる。ただし、22年の物価上昇局面と比較し、労働需給のひっ迫緩和から欠員率が低下しているほか、賃金上昇率も2～3%前後で推移する見込みであるなど、急速な利上げが必要な状況ではない(図表4-10)。ECBは26年中に2回利上げを実施し、中立金利をやや上回る2.5%まで政策金利を引き上げるだろう。

図表4-8 消費者物価(ユーロ圏)



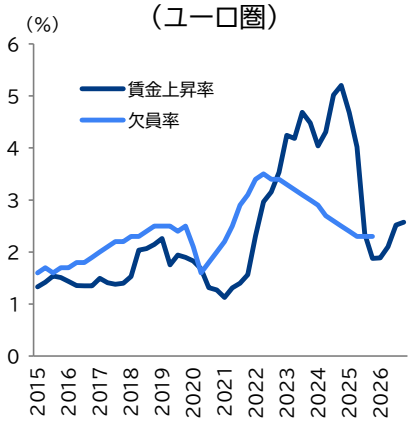
出所:Eurostat を基に三菱総合研究所作成

図表4-9 期待インフレ



注:市場(5 年先)は日次データの月次平均。直近は、市場は 5 月 15 日時点、家計は 3 月調査。
出所:ECB、Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

図表4-10 賃金上昇率と欠員率(ユーロ圏)



注:賃金上昇率は ECB の賃金トラッカー。賃金トラッカーは、ドイツ等のユーロ圏 9 カ国の賃金交渉結果を基に算出されたもの。直近は 26 年 10-12 月。
出所:ECB、Eurostat を基に三菱総合研究所作成

(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

先行きのリスクは、①中東情勢の混乱長期化、②EUと米国の摩擦の激化、③27年の仏大統領選など主要国選挙を受けた政策不確実性の上昇、である。

下振れリスクとして影響が大きいのは、①中東情勢の混乱長期化である。IEAのレポートでは、26年以降は米国とカタールのLNG供給能力増強が、需給緩和要因であった。ドイツなどは調達先多様化の一環として、カタールとの長期契約を結んだが、本格的な供給開始は26年からである。現在、中東情勢の混乱で、カタールエナジーはフォースマジュール(不可抗力宣言)条項を発動しているが、混乱長期化で生産正常化が遅れれば、EUのLNG調達にも影響が生じる。エネルギーコストの上昇を通じて物価上昇圧力につながる他、供給不足で需要抑制が必要となれば経済活動の下押し要因となる。

②EUと米国の間では、通商やデジタル政策だけではなく、NATOやグリーンランドの問題などで対立の火種を抱えている。米国は25年8月の通商合意に基づくEUの対応遅れを問題視し、自動車関税を25%に引き上げる方針を公表した(7月4日まで猶予)。追加関税の発動などがあれば、ユーロ圏経済を下押しするだろう。

③27年には仏大統領選や伊議会選など、主要国で選挙を控えている。仏大統領選では現時点でEU懐疑派の国民連合のバルデラ党首が優勢である。フランスの政権運営の不透明感が高まれば、財政不安から金利が上昇する可能性がある。また、EUでは、脱炭素関連や防衛産業の競争力強化に向けた議論が進んでいるほか、欧州委員会の次期予算(28～34年度)の議論も本格化する。EUの意思決定において、フランスの影響力は大きく、選挙結果次第では、各国の合意が難航しEUの政策遂行が遅れる可能性がある。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.