政策・経済センター 綿谷 謙吾

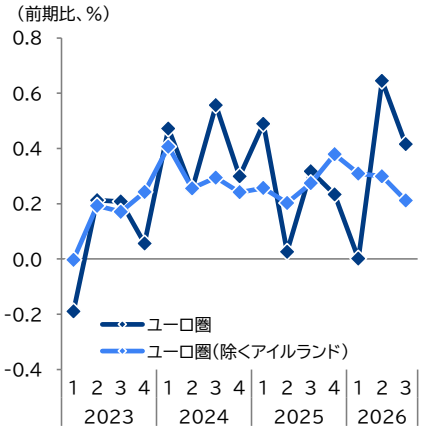
(1) ユーロ圏経済の現況

エネルギー高や異常気象があるなかでも堅調を維持

ユーロ圏経済は、堅調を維持している。26年7-9月期のユーロ圏の実質GDPは季調済前期比＋0.4%(成長率の変動が大きいアイルランドを除くと同+0.2%)と、前期から減速も高めの成長率を維持した(図表4-1)。背景には、設備投資の拡大が続いたことに加え、堅調な雇用・所得環境の下で個人消費が底堅く推移したことがある。

もっとも、各国では生活費高騰などに対する国民の不安が高まっており、内政面での混乱が経済活動に与える影響が懸念される。ドイツの州議会選挙では極右政党であるAfD(ドイツのための選択肢)が躍進した。フランスでは教育環境の改善や物価高対策を求める大規模なデモが発生し長期化しているほか、スペインでは住宅費高騰への対応を巡る混乱から、前倒しでの総選挙が決まった。

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

(2) ユーロ圏経済の先行き

エネルギー高や金利上昇が景気の重石となるものの緩やかな成長を維持

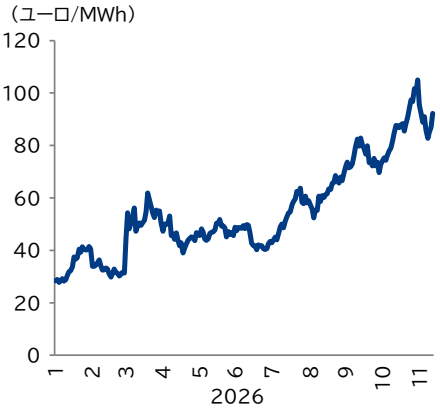
ユーロ圏の実質GDP成長率は、26年は前年比+1.1%(実績を反映し前回8月時点同+0.8%から上方修正)、27年は同+1.2%(前回8月時点から変更なし)を見込む。中東情勢の不確実性は依然として高いほか、フランスの財政不安に伴う金利上昇が投資を中心に経済活動を下押しするだろう。もっとも、EUやドイツ等の競争力強化に向けた財政支援(脱炭素やAI、防衛等)の本格化による経済効果も見込まれる。

先行きの注目は、①中東情勢混乱の経済影響、②仏財政不安の影響、③競争力強化投資の3点である。

注目点① 中東情勢混乱の経済影響 ― 冬に向け天然ガス確保に懸念、物価上振れ警戒から追加利上げ

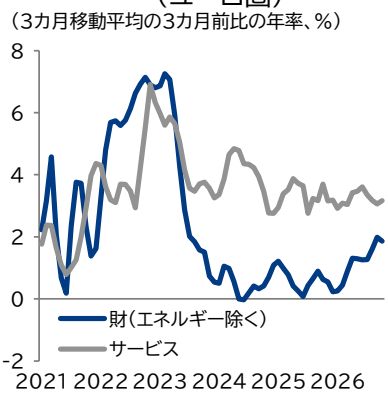
エネルギー需要期の冬に向け、天然ガスの安定確保には懸念が残る。EUの天然ガスの在庫水準は、11月上旬時点で約70%と2011年以降では最低の水準にあるほか、地政学リスクの高まりもあり、ガス価格は需要が高まる冬に向け上昇している(図表4-2)。異常気象等でガス需要が想定より高まれば、欧州とアジアの間でLNG調達競争が激化し、価格が一段と上昇する可能性がある。さらに、調達に制約が生じれば経済活動への悪影響も大きくなるだろう。

図表4-2 ガス価格(TTF)



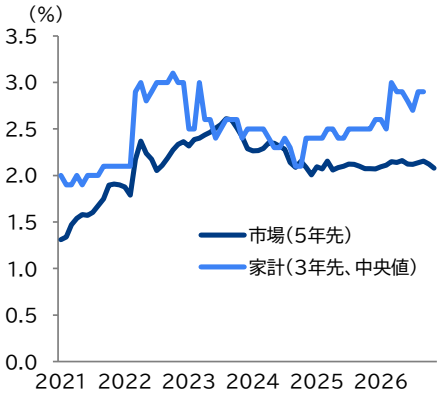
注:日次。直近は 11 月 12 日時点
出所:Macrobond を基に三菱総合研究所作成

図表4-3 短期的な物価上昇ペース(ユーロ圏)



注:季節調整値を基に試算。
出所:ECB を基に三菱総合研究所作成

図表4-4 期待インフレ



注:市場(5 年先)は 5 年先 5 年物フォワードレートの月次平均。直近は、市場は 11 月 13 日時点、家計が 9 月調査分。
出所:ECB、Bloomberg を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

エネルギー価格の高止まりを受け、ECBが中期的な物価安定目標とする2%から上振れるリスクも高まっている。ユーロ圏の26年10月の消費者物価(HICP)は、前年比+4.0%と23年9月以来の上昇率となった。エネルギー価格の上昇が主因だが、企業の価格転嫁が進みつつあるほか、家計の期待インフレも上振れている。製造業の価格判断DIは上昇しており、物価の前月比データを基に試算した短期的な物価上昇ペースをみると、財(エネルギーを除く)物価は26年入り後に加速傾向にある(図表4-3)。また、市場の期待インフレ(5年先)は安定している一方、家計の期待インフレ(3年先)は3%近くまで上昇している(図表4-4)。

ユーロ圏経済は想定より需要が堅調であり、価格転嫁が進みやすい環境にある。さらに、家計の期待インフレ上昇が賃金交渉にも波及すれば、基調的な物価上昇率を押し上げる可能性が高まる。これらを踏まえ、ECBは12月に利上げを実施するとみる(政策金利の下限である中銀預金金利を2.75%に引き上げ)。27年は、政策金利水準を維持するとみる。

注目点② 仏財政不安の影響 ― 財政不安解消は難航、金利高止まりが投資を下押し

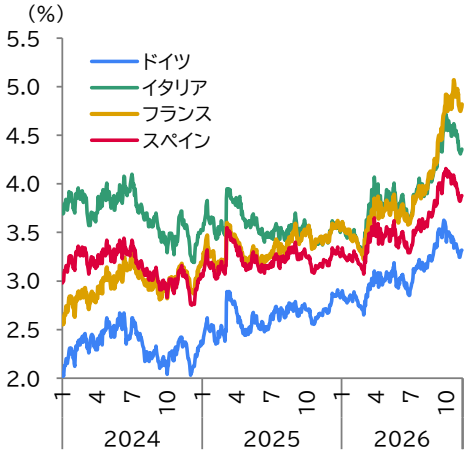
フランスの財政不安が再燃している。フランス10年物国債金利は5%程度まで上昇、イタリアを上回る水準で推移している(図表4-5)。財政不安再燃の背景には、不安定な政権運営に加え、中東情勢の混乱を受けた歳出増により、EUがフランスに設定した財政健全化目標(29年度までに財政赤字をGDP比3%未満に抑制)の達成が一段と困難となっていることがある。フランスの財政状況改善には歳出入両面での対策が必要だが、政治的な合意は難しい。仏政府は財政赤字をGDP比5.0%に抑制する目標を掲げているが、ルコルニュ首相が公表した27年度予算案は、年金の物価連動の見直しなどを含むため、大統領選を控えるなかで野党の合意を得て成立させるのは難しい。

フランスの財政不安は長期化し、金利は他国と比較し高止まりが続くとみる。大統領選後も政治的に不安定な状況が続く可能性が高いほか、国債の借り換えに伴う利払い費の増加も見込まれるためである。

来年のフランス大統領選の有力候補であるルペン氏は、市場の懸念を受け財政規律を重視する姿勢を示しているが、政策の実現性には疑問が残る。仮にルペン氏が大統領選で勝利したとしても、下院では少数与党となるため、予算や法案の審議は難航する可能性が高い。さらに、低金利期に発行したフランス国債の償還も控えている。フランス国債の平均残存期間は約8.4年で、コロナ禍に低金利で発行した国債の償還が29年にピークを迎える(図表4-6)。そのため、借り換えによる利払い費が増加しやすい。大統領選の結果にかかわらず、財政再建は容易には進まないだろう。

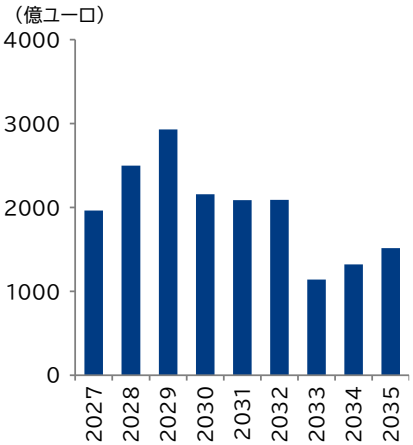
国債金利の高止まりは、金融機関の貸し出し姿勢の厳格化や企業向け貸出金利の上昇により投資を下押しするとみる。フランスの非金融法人の債務返済比率(DSR)はコロナ前の平均を上回っており、一段の金利上昇は企業の借入負担を高め、設備投資の抑制につながる(図表4-7)。

図表4-5 10年物国債金利



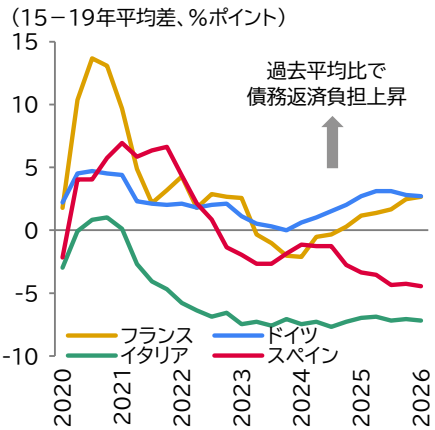
注:直近は11月12日時点。
出所:Macrobondを基に三菱総合研究所作成

図表4-6 フランス国債の償還予定



出所:フランス国債庁(AFT)を基に三菱総合研究所作成

図表4-7 非金融法人の債務返済比率(DSR)



注:四半期。直近は26年1－3月期。
DSRは法人所得(配当等を含む)に対する元利返済負担割合で試算。
出所:BISを基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点③ 競争力強化投資 ― 域内生産優遇が欧州企業の競争力強化につながるとは限らない

EU域内産業の競争力強化に向けた政策の具体化が進んでいる。例えば、AI分野では、AIギガファクトリー（大規模データセンター）の立地選定が進んでいるほか、産業特化モデルを強化する方針が示された。また、脱炭素分野では、再生可能エネルギーや原子力への投資拡大に加え、電化を加速させるために電力系統への投資拡大の方針が示されている。これらは、中長期的にユーロ圏の投資を押し上げるだろう。

今後の注目は、自動車等のEU域内の製造業強化を目指す「産業加速法案（Industrial Accelerator Act、以下、IAA）」の動向である（図表4-8）。同法案の特徴は、EU域内の製造業の競争力を強化するため、需要面の支援として、公共調達・公的支援で「EU域内生産（Made in EU）」を優遇する点にある。Made in EUの定義に日本や英国、トルコ等の貿易協定締結国も含めるか否かにより、各国の自動車産業のサプライチェーンにも影響を与える可能性がある。

図表4-8 産業加速法案（Industrial Accelerator Act）の概要と自動車の支援要件

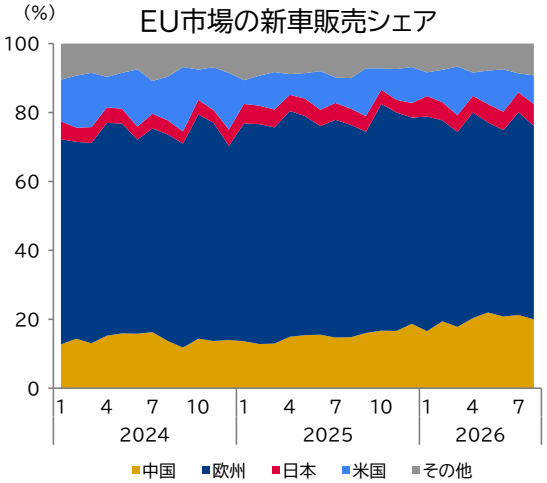
産業加速法案の概要	目的	EU 製造業の競争力・経済安全保障の強化
	主な対象産業	自動車産業、エネルギー多消費産業（鉄鋼・化学・アルミ等） ネットゼロ技術（蓄電池・太陽光・風力等）
	主要施策	【需要】公共調達・公的支援による EU 域内生産品・低炭素製品の需要喚起 【投資・生産】外国投資への条件付け、許認可迅速化、産業加速地域の指定
	法案の論点	**Made in EU の対象範囲（FTA 締結国の扱いなど）**
自動車の支援要件	支援対象	公共調達・公的支援の対象となる BEV、PHV、燃料電池車
	基本要件（発効 6 カ月後）	車両組立： EU 域内で最終組立
		一般部品： バッテリーを除く車両部品の EU 産比率 70%以上（金額ベース）
		駆動用電池： セルを含む主要部品 3 種類以上が EU 産
	追加要件（発効 3 年後）	駆動用電池：主要部品 5 種類以上が EU 産
		電動パワートレイン：部品の EU 産比率 50%以上（金額ベース）
		主要電子システム：部品の EU 産比率 50%以上（金額ベース）

注：欧州委員会が 26 年 3 月 4 日に公表した原案に基づく整理。立法過程において内容は変わりうる。
出所：欧州委員会資料などを基に三菱総合研究所作成

EUが域内生産を重視する背景には、中国との競争激化がある。例えば、IAAの対象産業である自動車分野では、中国製EVに対する対中関税を24年7月に導入したが、EV・PHVの新車販売では中国メーカーのシェアが拡大している（図表4-9）。中国メーカーのシェア拡大の背景には、関税率が相対的に低いBYD等のEV販売が拡大したほか、関税対象外のPHVの販売拡大がある。IAAではEU域内生産を優遇することで、ドイツなどの自動車産業の競争力回復を狙っている。

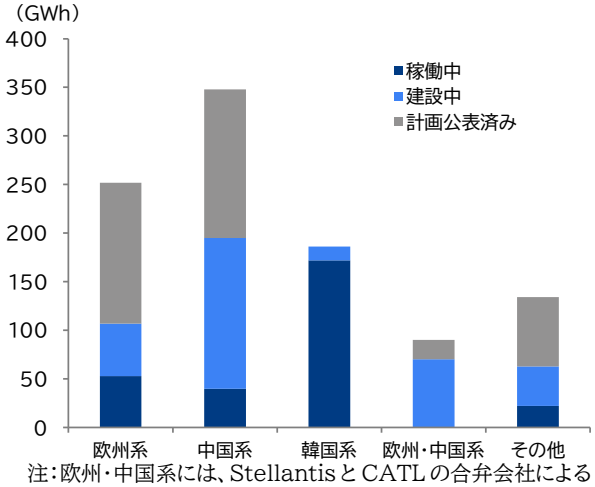
ただし、EU域内生産優遇が欧州系企業のシェア拡大や競争力強化につながるとは限らない。例えば、蓄電池は韓国や中国系メーカーの生産能力拡張が先行しており、欧州系は遅れを取っている（図表4-10）。また、自動車の組み立ては、BYDがハンガリーなどでの生産を計画しているほか、中国系と欧州系の合弁会社の設立や欧州企業が中国企業から生産を受託する動きもある。IAAが運用されれば、EU域内の自動車関連産業の生産や雇用は維持されるとみるが、欧州系企業の競争力強化につながらない可能性は残る。

図表4-9 メーカー国籍別EV・PHVのEU市場の新車販売シェア



注：一定の販売規模を有する主要自動車グループ別の集計。リトアニア、エストニア、キプロス、マルタ、ラトビアを除く。
出所：マークラインズを基に三菱総合研究所作成

図表4-10 蓄電池のEU域内での生産能力



注：欧州・中国系には、Stellantis と CATL の合弁会社による投資などが含まれる。
出所：Bruegel を基に三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

（3）ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏固有のリスクは、主要国の選挙を控えるなかでの国債金利急騰とEUの政策決定の混乱である。27年にかけてEU主要国では国政選挙が続く。最大の注目は、27年4月のフランス大統領選だが、26年11月末にはスペイン、27年にはイタリアで総選挙が予定されている。

フランス同様、イタリアもEUの財政是正措置の対象となっている。イタリアは政治の安定と財政健全化の取り組みの進展から、フランスほど財政リスクは高くないものの、選挙に向け財政拡張圧力が高まる可能性がある。フランスは注目点②で記載の通り、財政不安は長期化する見通しだが、次期大統領が財政健全化の取り組みを後退させる政策を公表すれば、トラスショック時のような金利急騰が起きる可能性がある。選挙前後での政策の不確実性上昇により、一段と金利が上昇すれば、金融市場の混乱や企業の投資姿勢の慎重化を招き、経済を下押しするだろう。

さらに、選挙を控えるフランス・イタリア・スペインはEUレベルでの意思決定に与える影響が大きい。EUでは、欧州委員会の次期中期予算（2028～34年）の検討が進んでいるほか、IAA等の競争力強化政策の具体化、総裁をはじめとしたECB理事の人事など重要な政策課題が控えている。主要国の選挙の結果、EUに懐疑的な政党が政権を獲得すれば、EUの政策決定が難航し、競争力強化投資等の実施が遅れる可能性も高まる。

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.