

## 欧州経済：落込みは軽度となる可能性も、先行きは楽観視できず

ユーロ圏においては、足元のガス価格の下落や供給制約の緩和状況、経済活動の正常化を進める中国に対する輸出期待の高まりなどにより、マインドが先行して改善しつつある。こうした状況に鑑みれば、10～12月期のマイナス幅は小幅にとどまり、2023年1～3月期までのテクニカルリセッションを回避できる可能性も生じていると言えよう。

一方で、インフレ圧力は残存しており、次の冬に向けてのエネルギー供給の見通しが依然として不透明な状況には変わらない。また、想定よりも景気が悪化しない場合、足元の価格下落を受けてエネルギー需要が強まりかねないこと、労働需給の逼迫が中々解消されず、物価と賃金のスパイラルにつながる可能性が高まることなどはリスクとして挙げられる。

### (1) 欧州の景気動向

#### ●物価動向：ヘッドラインのインフレ率は低下継続も、インフレ圧力は残存

##### <コアベースのインフレ率は低下に転じる兆しが見えず>

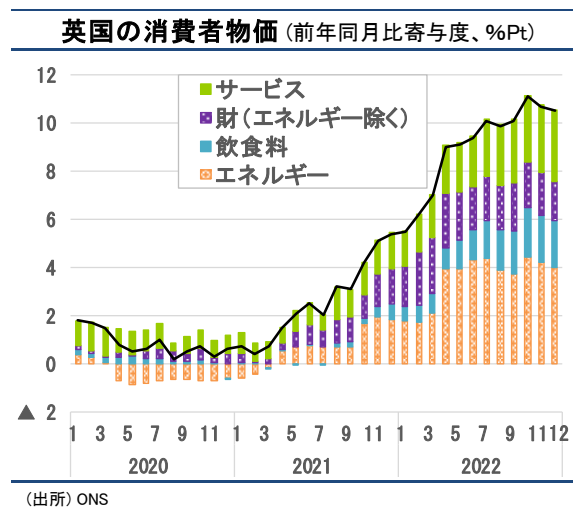
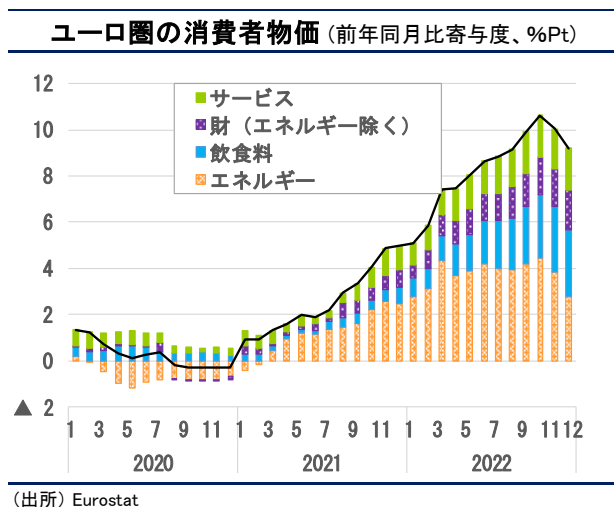
- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏では11月の10.1%から12月には9.2%へ、英国では10.7%から10.5%へと2か月連続で低下した。ただし、変動の大きいエネルギー・食品類を除いたコアベースのインフレ率は低下に転じる兆しが見えず、ユーロ圏ではむしろ足元で加速傾向にある（ユーロ圏：11月前年同月比5.0%→12月5.2%、英国：6.3%→6.3%）。今後も川上分野から川下分野への価格転嫁<sup>1</sup>や賃上げの動きの継続が見込まれる中、物価上昇の中心がエネルギーから非エネルギーへと移り変わる形で当面高インフレは続き、エネルギー・食品類を含むインフレ率の低下ペースは緩やかなものとなることが想定される。
- 12月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格（ユーロ圏：34.9%→25.5%、英国：55.6%→52.8%）の伸びが低下した。ガソリン価格（ユーロ圏：17.3%→11.3%、英国：17.2%→11.5%）が前年の価格上昇の影響を受けて前年比で低下した（ベース効果）ほか、光熱費（ユーロ圏：50.9%→37.8%、英国：26.6%→26.6%<sup>2</sup>）が各種政策<sup>3</sup>の影響や天然ガス価格の上昇一服を受けて、ユーロ圏で低下した。
- 一方、高水準に達しているエネルギー価格や原材料価格などの各種コストが川上分野から川下分野へと着実に価格転嫁されており、食料品類（ユーロ圏：13.6%→13.8%、英国：12.7%→12.9%）の価格上昇率は高まっている。コアベースの財（ユーロ圏：6.1%→6.4%、英国：6.3%→5.8%）は、英国では主にベース効果により、家財道具（10.7%→9.8%）や衣料・履物（7.5%→6.5%）を中心に伸びが低下したものの、ユーロ圏では上昇している。また、賃金の上昇圧力を反映しやすいサービス価格（ユーロ圏：4.2%→4.4%、英国：6.3%→6.8%）も伸びが高まっている。特に英国の労働需給の逼迫状況は深刻であり、サービス価格

<sup>1</sup> 欧州では例年1、2月が消費者向け価格の改定月とされる。

<sup>2</sup> 英国では消費者向けガス・電力の支払額の上限（2022年10月から2023年3月まで、標準的な家庭のガス・電気使用量の場合年間2,500ポンド）が設定されているため、伸びは横ばい。ただし、2023年4月から2024年3月までの一年間、支払額の上限は年間3,000ポンドへと引き上げられるため、4月以降はその分の上昇が想定される。

<sup>3</sup> 例えばドイツでは、2022年12月に限り、一般家庭や中小企業向けガス料金の大部分を政府が肩代わりした。

は9か月連続で加速、11月に横ばいとなった後、12月には再度伸びが高まった。後述の通り名目賃金は引き続き上昇しており、予断を許さない状況にある。

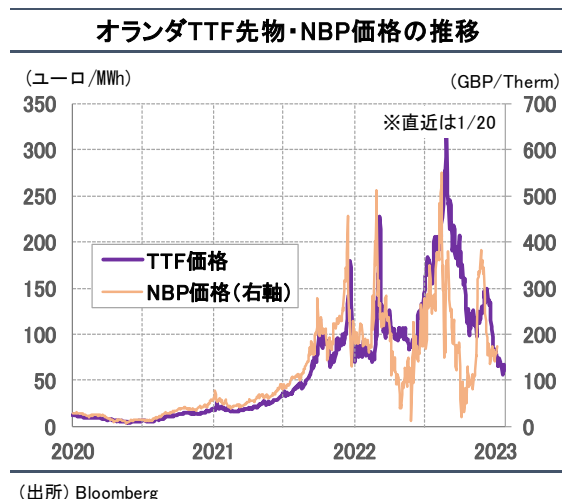


<天然ガス価格は下落傾向も、次の冬に向けて供給が綱渡りの状況は変わらず>

➤ 欧州の天然ガス価格は、足元でガス不足のリスクが後退したことから下落傾向にある。

\* 記録的な暖冬となっている中で冬場のガス需要が抑制<sup>4</sup>されていることや、堅調な LNG 輸入などを背景に、在庫は高水準を維持<sup>5</sup>しており、足元の供給不安が後退。大陸欧州の天然ガス価格の代表的指標であるオランダ TTF 先物価格 (期近物) は、1月中旬以降 60 ユーロ/MWh 付近へと下落。ロシアのウクライナ侵略前の水準 (70~80 ユーロ/MWh) を下回る水準で推移。

\* 英国市場での天然ガス価格の代表的指標である NBP 価格 (National Balancing Point) も TTF に連動 (1Therm<10 万 BTU>あたり 150 ポンド付近で推移)。



➤ しかし、未だコロナ禍前<sup>6</sup>の3倍程度の価格水準となっているほか、既にロシアからのガス供給の大半が絶たれ、完全な途絶 (ウクライナやトルコ経由の供給もゼロに) も想定される中で、欧州は代替調達先の確保を急ぐものの、次の冬に向けて天然ガスの供給は綱渡り<sup>7</sup>の状態が続く状況には変わりがない。そうしたもと、寒波襲来などの天候要因やその他供給要因など、例年想定される事項についても非常に脆弱な状態となっており、高インフレが継続する要因となり得ることには留意が必要となる。

<sup>4</sup> 2022年11月時点において、天然ガス消費量は2017~21年平均比▲23.6%と減少。

<sup>5</sup> 冬場の取り崩しが進むものの、EUの天然ガス貯蔵率は1/21時点で約78%となり、同時期の2017~21年平均を3割程度上回る水準を維持。

<sup>6</sup> 2017~19年平均で20ユーロ/MWh弱。

<sup>7</sup> IEA “How to Avoid Gas Shortages in the European Union in 2023”によると、ロシアからの供給途絶や中国のLNG需要回復を前提とした場合、2023年の供給見込み (3380億立方メートル) は需要見込み (3950億立方メートル) を下回り、570億立方メートルの需給ギャップが生じる見込み。うち270億立方メートルの穴埋めには、追加の施策が必要としている。

## ●その他の経済指標：10～12月期のマイナス幅は小幅にとどまる可能性

- 各経済指標の動きによれば、10～12月期の実質GDP成長率はユーロ圏・英国ともに小幅のマイナス成長となる見込み（7～9月期成長率はユーロ圏：前期比0.3%（年率換算1.2%）、英国：前期比▲0.3%（年率換算▲1.2%）。高インフレを受け個人消費が引き続き減少、企業サイドでは生産の落ち込みが顕在化しつつある。一方で、ユーロ圏では景況感に底打ちの兆しがみられ、供給制約の緩和を反映した自動車の生産・販売が底堅く推移するなど、景気の落ち込みが昨年の見通し程は深刻化していない可能性を示唆。

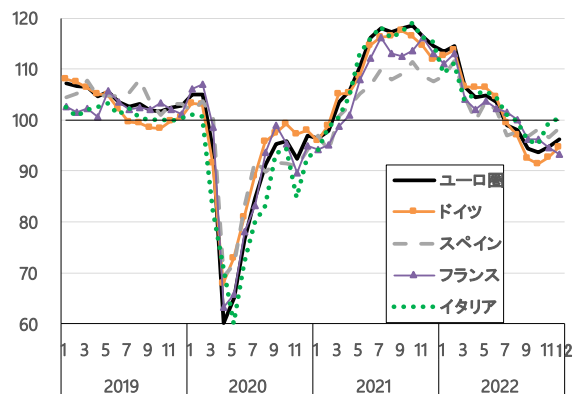
\* **ユーロ圏の景況感指数** … 依然として長期平均を3.7%下回る水準であるものの、12月は96.3（11月は94.7）と2ヶ月連続の改善。主要国ではドイツ（11月92.6→12月94.6）やスペイン（96.5→98.4）を中心に改善。消費者マインドが低水準ながらも3か月連続で改善しているほか、企業の景況感についてもサービス業が2か月連続、鉱工業が6か月振り、小売業が2か月振りの改善。

\* **ドイツ・英国の消費者マインド指数**（GfK社調べ）… ドイツの12月は▲40.1%Pt（11月▲41.9%Pt）と底打ちの兆しもみられるが、英国の1月は▲45.0%Pt（12月▲42.0%Pt）と4か月ぶりに再低下。ともにコロナ第1波発生直後（2020年4～5月）を下回る記録的な低水準で推移。英国では耐久財の買い時判断、家計の金融環境の現状判断や景気の現状・先行き判断が軒並み前月から悪化しており、前述の食料品価格の高騰を含む高インフレの影響が顕在化している模様。

\* **小売売上高**（数量ベース、自動車を除く）… ユーロ圏の11月は前月比0.8%（10月は▲1.5%）と持ち直しも、10～11月の平均は7～9月平均比▲0.6%と、10～12月期の減少見込みは変わらず。主要国の10～11月の平均は、スペイン（7～9月平均比2.7%）を除くドイツ（同▲1.5%）、フランス（同▲0.7%）およびイタリア（同▲1.0%）で、7～9月平均比でマイナスとなった。品目別では、自動車燃料（同0.5%）が増加した一方、食料品類（同▲1.5%）や非食料品（自動車燃料を除く）（同▲0.1%）が減少。

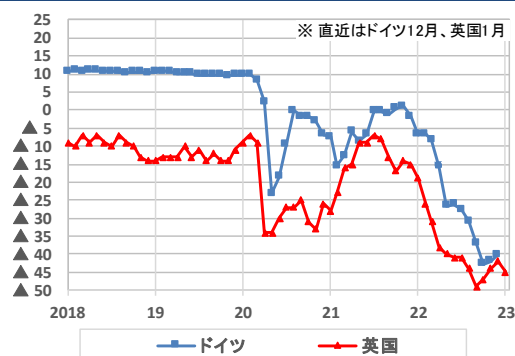
英国の12月は前月比▲1.0%（11月は▲0.5%）と減少幅が拡大。10～12月期は、前期比▲1.1%と6四半期連続で減少するなど、昨夏以降の減少傾向が継続。内訳としては、百貨店（7～9月平均比▲

### ユーロ圏の景況感指数（2000-21年平均=100）



（出所）欧州委員会

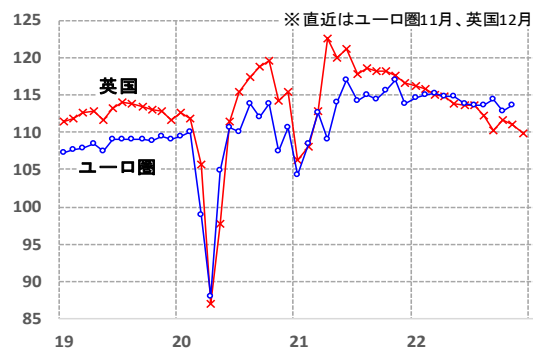
### ドイツと英国の消費者マインド指数（%Pt）



（出所）GfK

（注）指数作成方法（質問内容）が異なるため、水準も異なる。

### ユーロ圏と英国の小売売上高 （数量ベース、季節調整値、2015年=100）

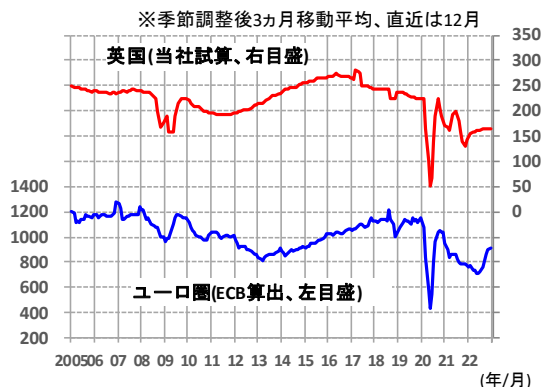


（出所）CEIC Data

1.9%) や食料品店 (同▲1.7%) を中心にマイナスに寄与。当局によると、12月は消費者が高インフレを受けてクリスマス関連の支出を例年より抑制した模様。高インフレが継続する中で上述のとおり消費者マインドも再び低下しており、先行きも減少が見込まれる。

\* **乗用車販売台数** … **ユーロ圏 (ECB 算出の季節調整値)** は 7~9 月期の同 808 万台から 10~12 月期は同 910 万台へと増加。ただし、2019 年通年の 1129 万台から 19.4%低い水準となっており、回復は道半ば。英国(当社試算の季節調整値)は 7~9 月期の年率 164 万台から 10~12 月期は同 165 万台と横ばい、2019 年通年の 229 万台と比較して 27.9%低い水準まで落ち込み。ユーロ圏の動きから、供給制約の問題が徐々に解消に向かっていると推測されるが、英国は高インフレを受け需要が伸び悩んでいる可能性が高い。

ユーロ圏・英国の乗用車販売台数(年率換算値、万台)

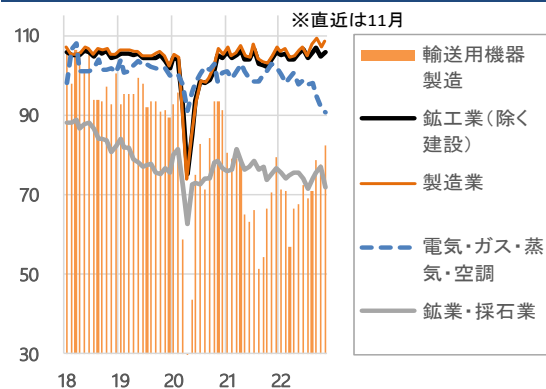


(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

\* **ユーロ圏の在庫判断指数 (DI、「多い」-「少ない」、欧州委員会調べ)** … **小売業の12月は5.2Ptと11月(6.9Pt)から下落も、一進一退の状況。鉱工業の12月は10.4Ptと11月(8.8Pt)に続き、在庫の積み上がりの動きが確認される。**ユーロ圏では、高インフレを受けた最終需要の伸び悩みに影響を受け始めている模様。

\* **ユーロ圏の鉱工業生産 (数量ベース、建設を除く)** … **11月は前月比1.0%(10月は▲1.9%)と、エネルギー需要が抑制された下では予想以上の増加を記録。**しかし、均してみれば10~11月は7~9月平均比で▲0.3%と減少、10月の大幅減産を挽回するまでは回復せず。10~11月平均の7~9月平均比の増減率を部門別に見ると、**製造業は、石油・石炭製品(7~9月平均比▲3.5%)や繊維・衣料等(同▲2.8%)などが減少した一方で、基礎医薬品(同18.1%)や供給制約の緩和を反映したとみられる輸送用機器(同9.9%)を中心に増加し、全体として0.5%の増加。鉱業・採石業は0.7%と増加に転じたが、電気・ガス・蒸気・空調は▲5.8%と引き続き減少。**

ユーロ圏の鉱工業生産(季節調整値、2015年=100)



(出所) CEIC Data

\* **英国の月次 GDP** … **11月は前月比0.1%(10月は0.6%)、10~11月平均も7~9月平均比で0.1%と横ばい。**ただし、エリザベス女王逝去に伴う休日が9月の活動を押し下げ、10月に反発した影響が大きく、**9~11月平均の6~8月平均比は▲0.3%と、基調は弱い。**10~11月平均の7~9月平均比の増減率を部門別に見ると、**鉱工業生産は7~9月期に5四半期連続の減少を記録した後、10~11月平均は▲0.7%と、10~12月期も減少が続く見込み。**うち製造業は、基礎医薬品(7~9月平均比11.2%)や輸送用機器(同2.8%)が牽引したものの、化学品・化学製品(同▲4.5%)や金属製品(同▲4.0%)を中心に▲0.2%の減少。その他のセクターも、引き続き減少(電気・ガス・蒸気・空調▲3.5%、鉱業・採石業▲0.8%、水・廃棄物処理▲1.1%)。サービス業は、ストライキの影響を受けた運輸・倉庫(同▲1.0%)などで減少したものの、秋のコロナ検査・追加接種のキャンペーンを

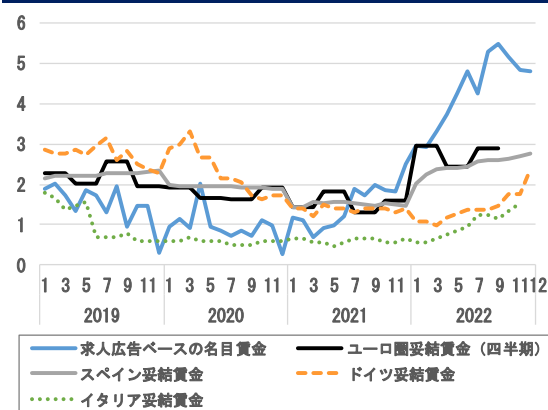


反映した医療・社会保障（同 2.9%）などで増加し、0.2%と増加。建設業は供給制約の緩和や資材価格高騰の一服等を背景に 0.2%と拡大が続くが、家計の資金需要減やマインドの冷え込みが徐々に下押し要因として顕在化してくるだろう。

\* **ユーロ圏の賃金** … **主要国の月次ベースの妥結賃金** について、ドイツの 12 月は前年比 2.4%（11 月は 1.8%）、スペインの 12 月は同 2.8%（11 月は 2.7%）、イタリアの 11 月は同 1.5%（10 月は 1.3%）と加速基調にある。一方で、**ユーロ圏の求人広告ベースの名目賃金上昇率は 12 月に前年比 4.8%と高水準横ばいで推移**している。妥結賃金は労使交渉の結果であり、労働協約の適用率が高いユーロ圏において、多くの既存労働者の賃金状況を反映する。一方、求人広告ベースの名目賃金は新規採用者に限定されるものの、賃上げの動き全体の先行指標として捉えられる。10～12 月期のユーロ圏妥結賃金はインフレを加速させるペース<sup>8</sup>で上昇し始めることが見込まれるが、金融政策の行方を占う上で、上昇基調の定着が懸念される。

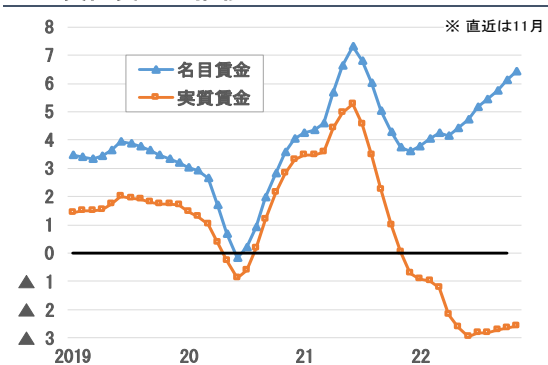
\* **英国の賃金**（ボーナス除く）… **11 月の平均週給（後方 3 か月移動平均）は名目ベースで 6.4%（10 月 6.1%）と、7 か月連続で伸びが高まった**。特に、民間部門では 7.2%（10 月 7.0%）と、公的部門の 3.3%（10 月 2.7%）と比較して高い伸び。ただし、**実質ベースでは ▲2.6%（10 月 ▲2.6%）と、12 か月連続で、マイナス圏内で推移**しており、物価高騰による賃金目減りの状態が継続。こうした状況を受け、大規模ストライキが発生するなど、賃上げ圧力が更に高まっている。

ユーロ圏の名目賃金（前年比、%）



（出所）Indeed wage tracker、ECB、各国政府統計

英国賃金の推移（前年比%、3 か月移動平均）



（出所）ONS

## ●景気見通し：落込みは軽度となる可能性も、先行きは楽観視できず

- メインシナリオとして、今後の欧州経済は、高インフレを受けた実質可処分所得の減少に加え、中銀による金融引き締めも急ピッチで進む中で内需が下押しされるほか、世界経済の減速による輸出の伸び悩みもあいまって、当面はマイナス成長が続くとの見通しを据え置く。ただし、ユーロ圏においては、足元の天然ガス価格の下落や供給制約の緩和状況、経済活動の正常化を進める中国に対する輸出期待の高まりなどにより、各種マインドが先行して改善しつつある状況に鑑みれば、景気の落込みの幅は軽度となり、期間も短縮化される可能性が生じていると言えよう。
- 一方で、インフレ圧力は残存しており、次の冬に向けてのエネルギー供給の見通しが依然として不透明な状況には変わらない。また、想定よりも景気が悪化しない場合、足元の価格下落を受けてエネルギー需要が強まりかねないこと、労働需給の逼迫が中々解消されず、物価と賃金のスパイラルにつながる可能性が

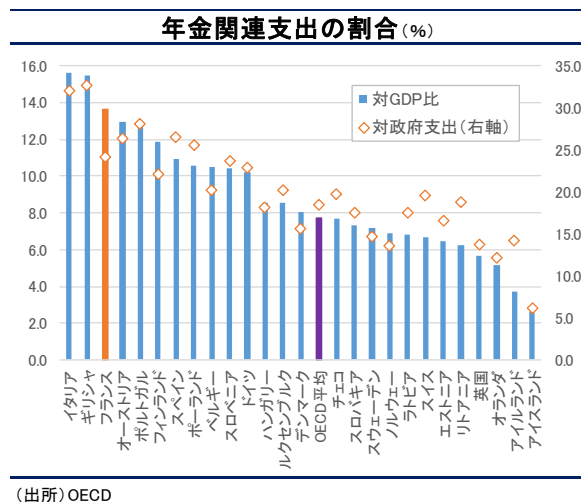
<sup>8</sup> インフレ目標を安定的に達成するため整合的な賃金上昇は 3%程度とされる。

高まることなどはリスクとして挙げられる。

## (2) 政治トピックス

### ●フランス：マクロン政権 2 期目の命運をかけた年金改革案が提示、共和党や世論の動向が鍵を握る

- 1/10、マクロン政権は年金制度改革案の詳細を発表。(1)2030 年までに年金受給開始年齢を現行の 62 歳から 64 歳へと段階的に引き上げ、2027<sup>9</sup>年までに満額受給に必要な保険料の拠出期間を 43 年へと延長する一方、(2)最低支給額を月額 1,200<sup>10</sup>ユーロへと引き上げ、一部条件<sup>11</sup>を満たす人々を年金受給開始年齢引上げの対象外とするなどの配慮も併せて提示した。
- 年金制度改革は、1995 年に当時のシラク大統領が労働組合の要求に屈して改革を断念して以降、政治上タブー視されてきたが、マクロン大統領は 1 期目より内政の重要課題の一つとして挑み続けている。2019 年には職業や地域に応じて異なる 42 種類の制度に代わる、ポイント制の単一制度<sup>12</sup>の導入を試みたが、給付の削減や早期退職の権限剥奪を恐れた労働者による強い反発を招いた後、2020 年にはコロナ下で改革が停滞しとん挫した。こうした経緯の下、今回は上記(2)のように一定の配慮を示した形。
- フランスの公的年金支出は、OECD 諸国平均の約 2 倍にあたる約 14% (対 GDP 比) に上るなど、財政を圧迫している。マクロン政権は大統領の任期となる 2027 年までに、コロナやエネルギー価格高騰対策で膨れ上がった財政赤字 (対 GDP 比) の 3%未滿への削減を公約しており、本案はそのための布石となる<sup>13</sup>。また、高齢者の就業率を上げることで経済成長を図る成長戦略の一環とも捉えられる。
- 一方、高インフレ下に国民の支持をとりつけることは難しい。フランスの 12 月のインフレ率は 6.7%と域内諸国の中では相対的に低く抑えられているものの、昨年まで政府の施策により、一般家庭や中小企業向けエネルギー料金の上昇幅が 4%以下に抑えられていた影響が大きい。本年は 15%まで上昇を許容する方針が決定されているところ、家庭や中小企業にとっては負担増が見込まれる。
- 実際、1/11 に行われた世論調査によると、回答主体の約 6 割が本案に反対<sup>14</sup>。労働組合は猛反発しており、1/19 に行われた最初のデモは、最初の年金改革案を掲げた際に起こったデモの規模を上回る、112 万人規模となった模様。一部輸送機関や学校においてストライキによる影響も生じたところ、今後更に広範な産業を巻き込んだ大規模ストライキが生じれば、景気への影響も懸念される。野党<sup>15</sup>も本案に抵抗している。



<sup>9</sup> 従来、2035 年に拠出期間引上げが予定されていたところ、前倒し。

<sup>10</sup> 現行水準から 100 ユーロ程度の増額。

<sup>11</sup> 21 歳未満から仕事を始めた人や肉体労働者など。

<sup>12</sup> 1 日働くごとに、将来の年金給付のためのポイントが得られる仕組み。

<sup>13</sup> 仏政府は本案の推進によって、2027 年までに年金制度の収支を均衡させることができると試算。改革なしの場合は、2030 年に 135 億ユーロの赤字に直面する見通し。

<sup>14</sup> 調査会社 Elabe が実施。特に現行労働者の反対は根強く、その割合は 67%に上る。年金生活者のうち反対する者の割合は 40%。

<sup>15</sup> ルペン氏が率いる極右政党の「国民連合」やメラニョン氏が率いる急進左派の「不服従のフランス」は以前より一部条件下で 60 歳への定年引き下げを提唱。

- 本案は 2/6 に国民議会（下院）において審議が開始される予定となっており、その場合、3/26 までに上下両院の最終合意を得る必要がある。昨年 6 月の下院選挙により、議会の過半数を失った与党連合は、議会を通過させるため、比較的思想の近い保守派の共和党から支持をとりつけたい考え。本案に要望事項が一部反映された共和党は協力する公算が大きいとされるものの、党内には反マクロン勢力も一定数存在する中、仮に世論が大規模デモを支持し続けるようであれば、協力が保障されない可能性も残る。議会の過半数が確保できない場合、大統領は最終的手段として憲法の規定を行使し議会の承認を得ずに法案を通す可能性があり、野党から内閣不信任案の提出が行われ、解散総選挙に至る可能性も懸念される。マクロン大統領は 2 期目の任期中に諸改革を推し進めるにあたって、正念場を迎えていると言えよう。