

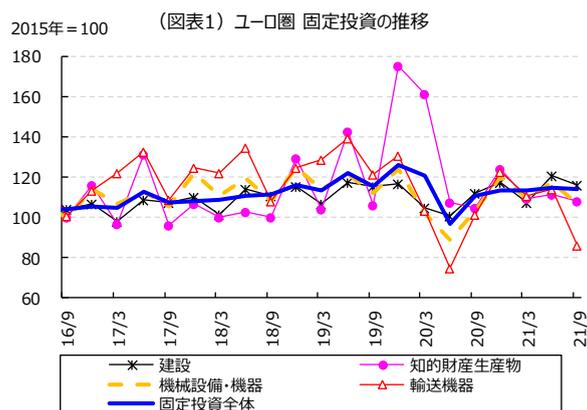
## 2022年のユーロ圏設備投資は緩やかに回復

政策・経済研究部 エコノミスト 前田 和孝

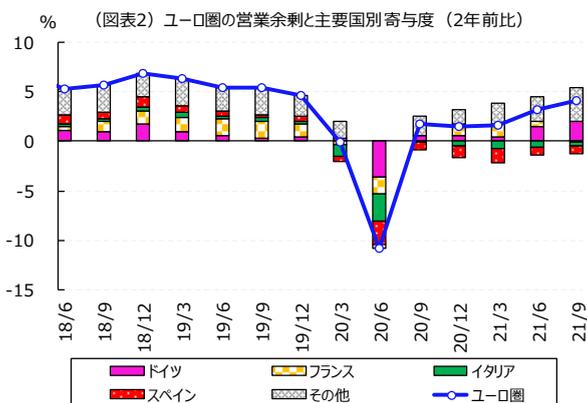
### 1. 設備投資の回復は道半ば

ユーロ圏の2021年7-9月期の固定投資は前期比▲0.9%と、5四半期ぶりにマイナスに転じた。内訳を見ると、特に輸送機器の落ち込みが大きく、半導体不足が抑制要因になったとみられる。固定投資の水準は、いまだにコロナにより落ち込んだ分の7割程度しか取り戻せておらず、回復は道半ばである(図表1)。

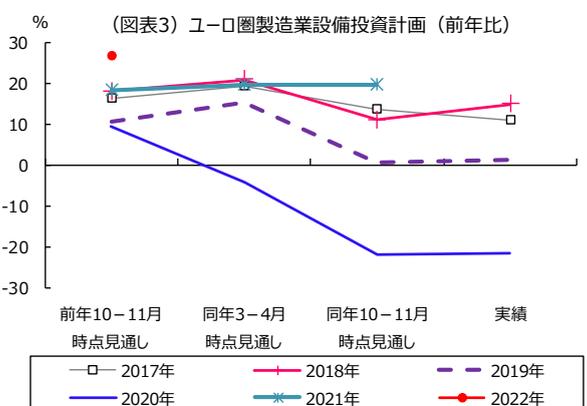
設備投資の決定要因の一つである企業収益を見ると、2021年7-9月期のユーロ圏の営業余剰は2年前比+4.2%と、5四半期連続でプラスとなり、すでにコロナ前の水準を上回っている(図表2)。欧州委員会の設備投資サーベイ調査によれば、2021年の企業の設備投資計画は、10-11月時点で前年比+19.4%となっており、これは同調査としては、同時期の直近5年間で最も強い計画である(図表3)。2021年の設備投資計画の強さは、前年のコロナによる落ち込みの反動増という側面があるが、2022年の見通しも同+26.7%と高い伸びになっており、企業の設備投資意欲が回復しているのは確かである。



(出所) ユーロスタットより明治安田総研作成



(出所) ファクトセットより明治安田総研作成



(出所) 欧州委員会「Business and Consumer Surveys」

### 2. 資金調達環境は改善

資金調達面から設備投資動向を見ると、コロナ感染が最初に拡大した2020年前半には、運転資金や債務整理のための資金需要が強かった。しかしながら、昨年後半以降は、ロックダウンの解除に伴う経済活動の持ち直しもあって、設備投資やM&Aなどに対する資金需要が徐々に増え、前向きな動きに変わってきている(図表4)。

一方、銀行の貸出基準に関しては、ローン組成に関する欧州銀行監督機構(EBA)のガイドラインへの対応などから昨年7-9月期はやや厳格化した。もっとも、2020年と比較すれば、銀行のリスク許容度は高まってきており、貸出基準も概ね緩和に向かっている。

ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策も設備投資を下支えしているとみられる。ECBは、TLTROⅢ(条件付き長期資金供給オペレーション第3弾)の追加オペにより、銀行に低金利で長期資金を供給しているほか、

各種政策金利を低位ですえ置いていることから、企業への貸出金利は低水準での推移が続いている。

### 3. 供給制約が足枷に

企業収益はコロナ前の水準をすでに上回り、資金調達環境も改善に向かっているにもかかわらず、設備投資の回復が計画に比して緩やかなものにとどまっているのは、供給制約によって事業環境の先行き不透明感が払拭できないことが背景にあると考えられる。

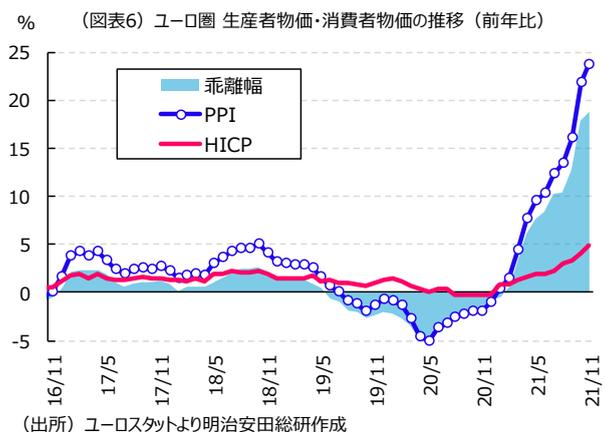
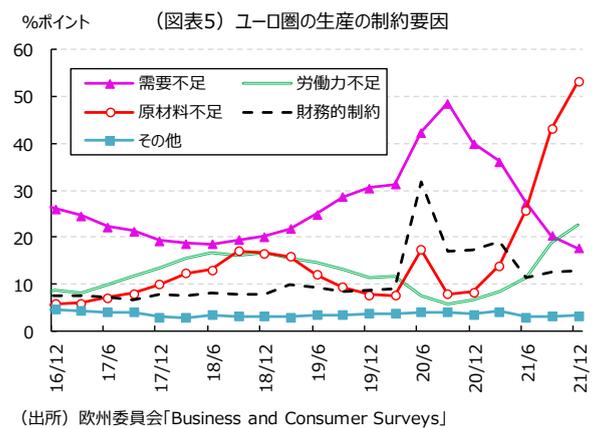
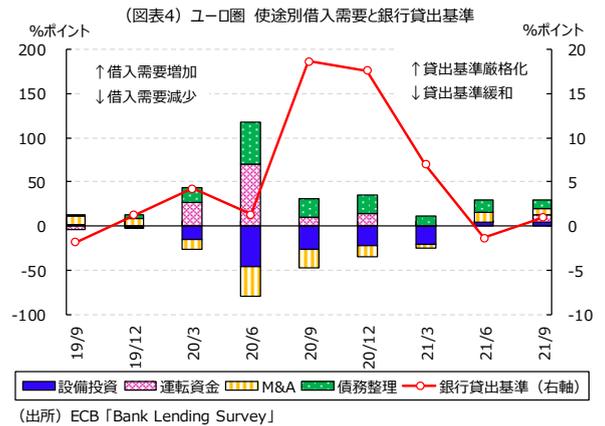
昨年以降、海上物流の逼迫のほか、人手不足や半導体不足によるサプライチェーンの混乱によって企業の生産に支障が生じている。欧州委員会の調査によれば、コロナ感染が最初に拡大した2020年は、生産において需要不足が主な制約要因となっていた(図表5)。しかしながら、2021年に入り、制約要因が需要不足から原材料不足や労働力不足へと徐々にシフトしている様子がうかがえる。深刻な半導体不足により減産を余儀なくされていた自動車生産は、昨年秋口にようやく回復の兆しが見られたものの、オミクロン株の拡大で行動制限措置や感染者の隔離が実施されており、年初には再びサプライチェーンの目詰まりに直面する可能性がある。

エネルギー価格も高止まりが続いている。欧州の天然ガスは、昨年5月以降、経済活動が再開したことに伴い需要が急増したことや、主要な供給元であるロシアからの輸送の遅滞などにより需給が逼迫した。その結果、欧州の天然ガス価格の指標となるオランダTTF先物価格は上昇基調をたどり、12月にはメガワット時当たり180ユーロを超え、史上最高値をつけた。足元では上昇に一服感が出ているものの、昨年初頭との比較では約4倍となっている。昨年9月に完成したロシアとドイツを結ぶパイプライン「ノルド・ストリーム2」によるガス供給開始に現時点では目途が立っていないほか、ここに来てウクライナ情勢の悪化懸念も台頭している。

エネルギー価格の上昇は物価にも波及しており、企業収益の圧迫要因になっているとみられる。11月のユーロ圏のPPI(生産者物価指数)は前年比+23.7%と、6ヵ月連続で2桁の上昇となった(図表6)。同月のHICP(消費者物価指数)は同+4.9%と、こちらも上昇しているが、PPIとHICPの乖離幅は拡大の一途をたどっている。仕入れコスト上昇分の消費者への転嫁には限界があり、企業の負担増加への懸念が、設備投資に二の足を踏ませている可能性がある。

### 4. 今年の設備投資の回復ペースは緩やか

今後、供給制約の緩和により事業環境の見通しが改善すれば、設備投資が加速する展開が期待できる。まず、エネルギー需給は冬の需要期が過ぎれば一定程度緩和すると見込まれる。加えて、ユーロ圏主要国は、コロナの感染拡大に対して強力な行動制限措置は課さず、ブースター接種の推進を優先するなど、「With コロナ」の政策



運営を進めていく方針を示している。これからも新たな変異株が登場するリスクはあるものの、人手不足によるサプライチェーンの目詰まりも春先には収束に向かうと予想する。

一方、半導体不足の解消時期については不確実性が高い。製造業の受注残は、これまで需要に生産が追い付かなかったこともあって積み上がっている（図表 7）。世界各国で企業が生産能力増強に動いていることもあって、半導体不足の最悪期は脱した可能性があるものの、欧州は半導体の海外依存度が高い。この点を踏まえると、半導体不足の解消は段階的にしか進まず、安定供給の見込みが立つのは2022年末ごろになるとみている。

2022年のユーロ圏の設備投資については、春先まではエネルギー価格の高止まりに加え、オミクロン株の感染拡大に伴う人手不足や半導体不足が抑制要因になると見込まれる。その後は、エネルギー価格や人手不足の影響が徐々に緩和する一方で、半導体不足が足枷になり続けることから、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411