

HENRY COOK
Senior Europe Economist
E: henry.cook@uk.mufg.jp

田中隆祐 (抄訳)
E: takasuke.tanaka@uk.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ロンドン駐在

ユーロ圏：目前に迫る景気後退

2022年11月7日

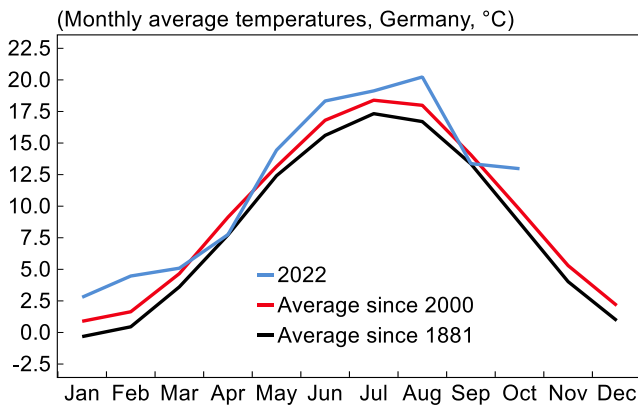
(本レポートは *Still slipping towards recession* by Henry Cook の抄訳)

温暖な気候とガス備蓄の進展は、ユーロ圏経済の追い風であるものの、各種指標からは景気後退が差し迫っていることが示唆される。経済対策による下支えとエネルギー危機のリスク低減によって、景気後退は緩やかなものに止まる公算だが、中期的に厳しい局面が続く見込みだ。

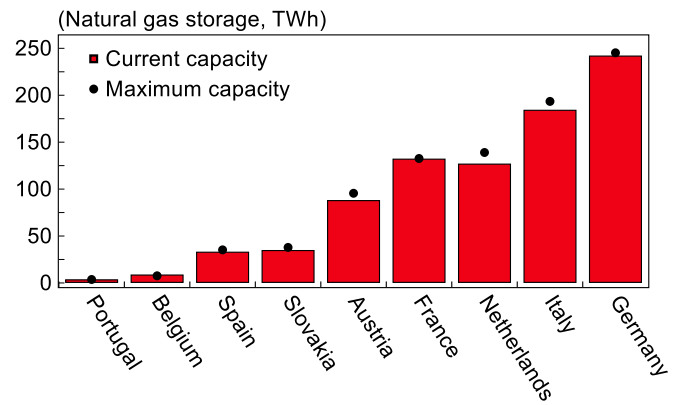
天然ガス備蓄の進展により短期的なリスクは低下

欧州経済は10-12月期に入り、いくつかの追い風が吹いている。天然ガス需要が夏の約2.5倍に増える暖房シーズンに突入したが、今年の秋は異例なほど温暖な気温で始まった(第1図)。また、夏場からのLNG輸入の増加と需要削減策の効果により、欧州各国の天然ガスは備蓄能力近くまで到達している(第2図)。いくつかの長期予測によると、今冬は例年より幾分寒くなる可能性がある。しかし、天然ガス備蓄のバッファの存在により、冬が異例なほど寒くならない限りは、欧州が停電や厳格なガス配給制度を導入するといった最悪の景気悪化シナリオは避けることができるであろう。

第1図：ドイツの月平均気温の推移

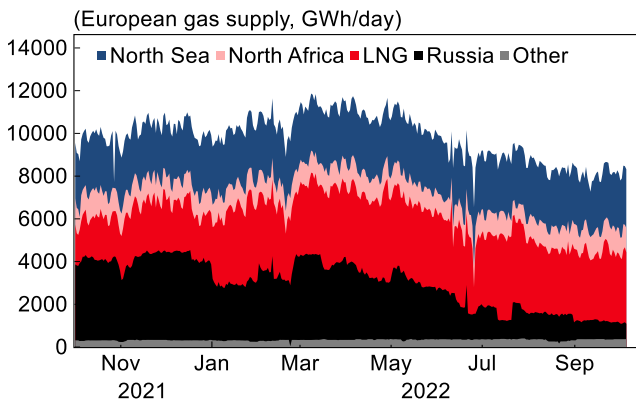


第2図：欧州各国の天然ガス備蓄能力と現在の備蓄量



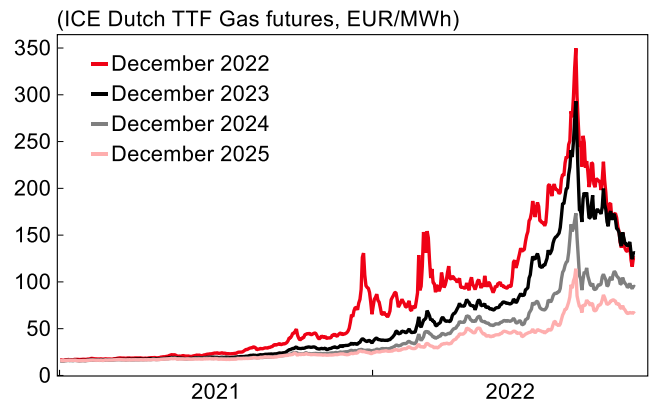
天然ガスの備蓄が進展していることから、注目は2023-24年の冬場へと移っている。欧州の今年上期の天然ガス備蓄は、ロシアからの調達に支えられていた(次頁第3図)。LNGの備蓄施設の建設を急いでいるものの、ロシアからの天然ガス供給無しに備蓄を首尾よく進めるのは高いハードルがある。期近物の天然ガス価格はここ数週間で急速に低下しているが、2年、3年先のガス価格はあまり変化がなく、コロナ禍前の水準を大きく上回った状態が続いている(次頁第4図)。こうした先物市場の動きから、欧州経済は当面、交易条件悪化によるマイナスの影響が続くことが示唆される。

第3図：欧州の天然ガス調達の推移



Source: ENTSOG, MUFG Bank Economic Research Office

第4図：欧州天然ガス価格の推移（オランダ TTF、限月別）



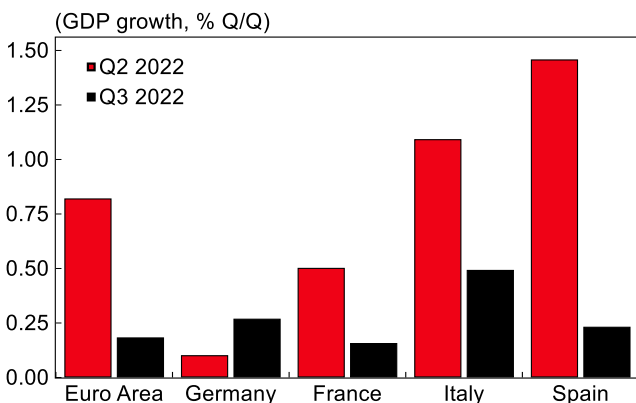
Source: ICE, MUFG Bank Economic Research Office

景気後退入りは不可避の公算

7-9 月期のユーロ圏の実質 GDP は前期比+0.2%と、事前予想を上回りプラス成長を維持した。コロナ禍後のペントアップ需要が続き、ドイツ（同+0.3%）、イタリア（同+0.5%）が底堅い伸びを示した（第5図）。また、サプライチェーンの停滞が改善したことで自動車産業が持ち直したことも、景気を下支えした。

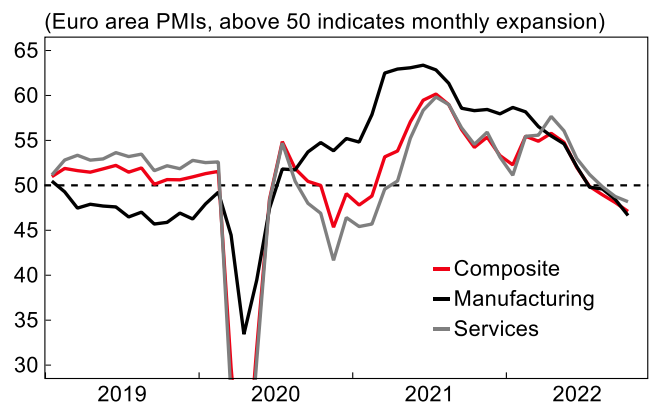
いくつかのポジティブな材料はあるものの、7-9 月期の僅かなプラス成長をもってしても、今後の景気の先行きの見方は不変だ。ユーロ圏経済は減速しており、景気後退に陥る公算が大きい。直近公表されたサーベイでも、厳しい先行きが示唆される。ユーロ圏の総合 PMI は拡大・縮小の境目を下回り（第6図）、各国のサーベイにおいても、製造業がエネルギー価格高騰による下押し圧力を強く受けていることが窺われる。エネルギーやガスへの依存度の大きい産業ほど生産削減を余儀なくされ、下押し圧力は強まるであろう。

第5図：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率



Source: Eurostat, MUFG Bank Economic Research Office

第6図：ユーロ圏の PMI の推移



Source: IHS Markit, MUFG Bank Economic Research Office

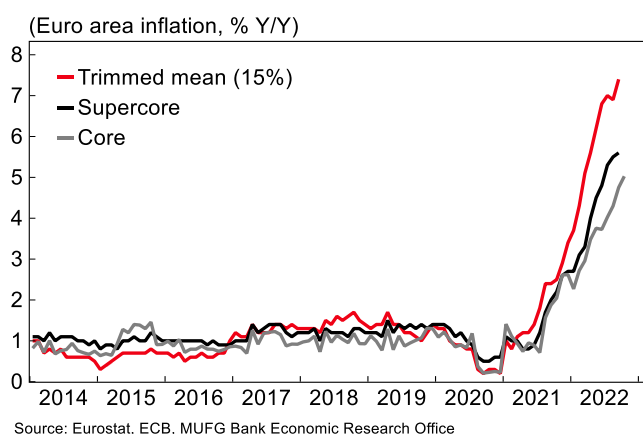
ユーロ圏の10月のインフレ率は速報値で前年比+10.7%に達している。加えて、エネルギー・食料品等を除いたコアインフレ率、需給ギャップとの連動性が高い品目を集計したスーパーコアインフレ率、価格変動の大きい品目を除外する刈り込み平均インフレ率がいずれも一段と加速するなど、基調的なインフレ圧力も強まっている（次頁第7図）。各種商品価格の上昇は落ち着き、供給制約問題も緩和に向かっ

ているものの、生産者物価や各種サーベイからは更なる価格上昇が示唆され、ヘッドラインのインフレ率は一段と高まる可能性がある。

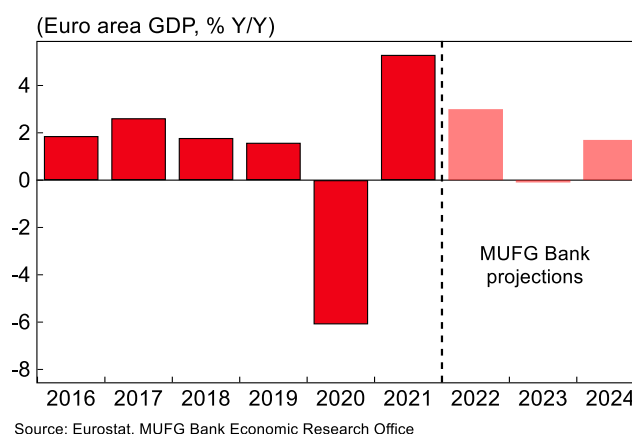
2023年通年のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比約+5.5%になると見込まれる。これは家計への下押し圧力が来年も続くことを意味している。ユーロ圏の労働市場は依然として強く、各種サーベイや労使交渉の結果からは名目賃金の上昇が示唆されるものの、実質賃金の伸びは引き続きマイナスが続くと予想される。

ECBによる金融引き締め継続も景気の下押し要因となる見込みだ（10月のECB理事会ではハト派姿勢への転換も示唆されたが、高いインフレ率と事前予想を上回る7-9月期の実質GDP成長率は、タカ派寄りの議論を後押しするだろう）。7-9月期の銀行貸出調査では、貸出スタンスが顕著に厳格化したことが示されており、これは家計の支出や企業の投資判断の大きな逆風になるであろう。最近の英国での一連の出来事は、今次の新たな金利上昇局面に対して、金融市場が脆弱であることも示している。

第7図：ユーロ圏のインフレ率の推移



第8図：ユーロ圏の実質GDPの推移



このため、短期的には、エネルギー供給についていくつか明るい兆候があるにもかかわらず、ユーロ圏経済は広範な逆風に直面し、景気後退に陥る公算が大きい。問題はどの程度経済が落ち込むかだ。

ガス備蓄のバッファがあることに加え、ここ数ヶ月で導入された経済対策（最も大きいものはドイツ）により、冬期が厳しい寒さになったとしても、深刻な景気後退は避けられよう。よって、景気後退は緩やかなものに止まる公算が大きい。具体的には、ユーロ圏の2023年通年の実質GDPは、小幅なマイナス成長に止まるとみている（ドイツとイタリアは、天然ガスへの依存度の高さからマイナス幅は相対的に大きくなる見込み）。他方、ユーロ圏においてエネルギーを巡る困難は中期的に続き、その後の景気回復も緩やかなものに止まる見込みだ（第8図）。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。