

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：景気後退のリスクは残存

2023 年 2 月 1 日

（本レポートは *Not out of the woods yet* by Henry Cook の抄訳）

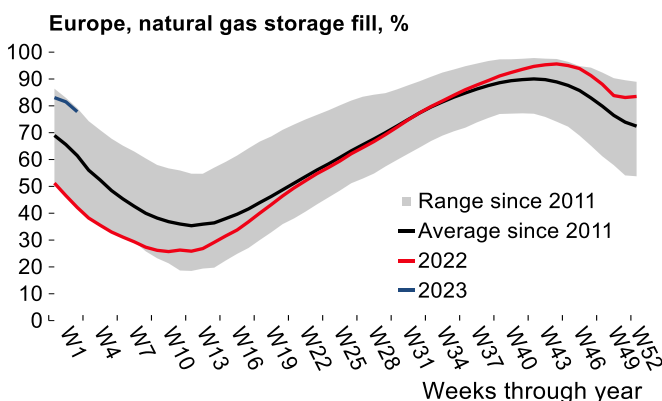
ユーロ圏経済は、深刻なエネルギー危機に陥る最悪のシナリオは回避し、ウクライナ紛争やパンデミックによるサプライチェーンの混乱も改善が続いている。景況感や冬場にかけて緩やかに改善し、足元では生産等の指標も改善を示している。もっとも、ユーロ圏経済は依然として景気後退リスクから脱していない。消費者は引き続き高インフレに直面し、ECB の金融引き締め効果もラグをもって経済を下押しするとみられる。各国の財政政策はエネルギー価格高騰の影響を和らげるものの、ユーロ圏経済は緩やかな景気後退に陥る公算が大きいとの見通しを維持する。

エネルギー危機のリスクは大きく低下

欧州経済は、警戒されていたような厳しい冬とはならず、比較的底堅く推移している。これは、エネルギー供給に係るリスクが大きく低下したことが背景にある。LNG 輸入の急増が奏功し、欧州の足元の天然ガス備蓄のバッファは例年になく厚い（第 1 図）。また、ガスの消費も抑制されている。EU は 2022 年 8 月から 2023 年 3 月まで、ガス消費量を過去 5 年間の平均比 15%削減するとの自主目標を掲げており、現時点で十分達成可能な状況だ。価格高騰がエネルギー需要を抑制したことや、各国政府の省エネ施策等が成果をあげたことに加え、昨秋が極めて温暖で暖房需要が低かったという幸運も重なった。EU の昨年 8 月から 11 月迄のガス消費量は、2021 年まで過去 5 年間の同期間平均に比べ 20%以上減少している（第 2 図）。

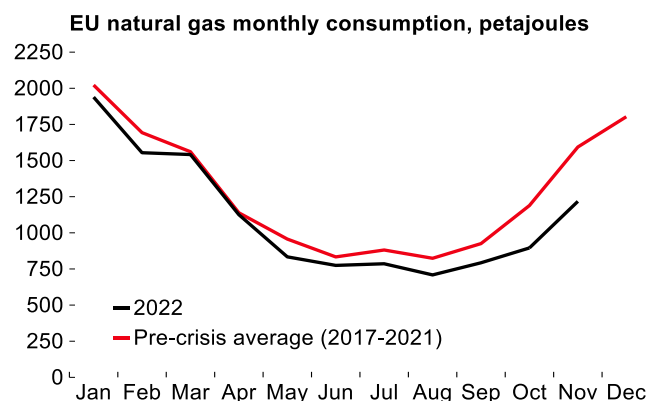
足元の気温は、過去平均をやや下回って推移しているものの、1 月の天然ガス価格は、2022 年のロシアのウクライナ侵攻以前の水準まで下落している。エネルギー価格下落により、ユーロ圏の経常収支は黒字に転じている（次頁第 3 図）。

第 1 図：欧州の天然ガス備蓄量の推移



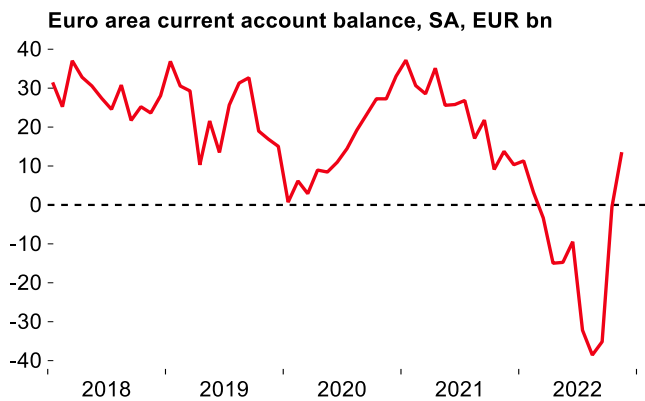
Source: GIE, MUFG Bank Economic Research Office

第 2 図：EU の天然ガス消費量の推移

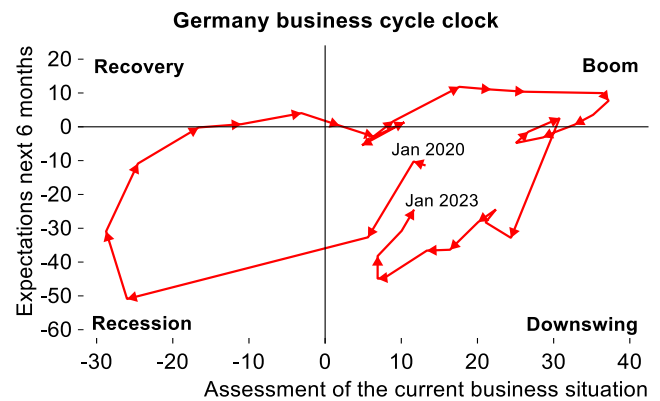


Source: Eurostat, MUFG Bank Economic Research Office

第3図：ユーロ圏の経常収支の推移



第4図：ドイツ IFO 指数のビジネスサイクルクロック

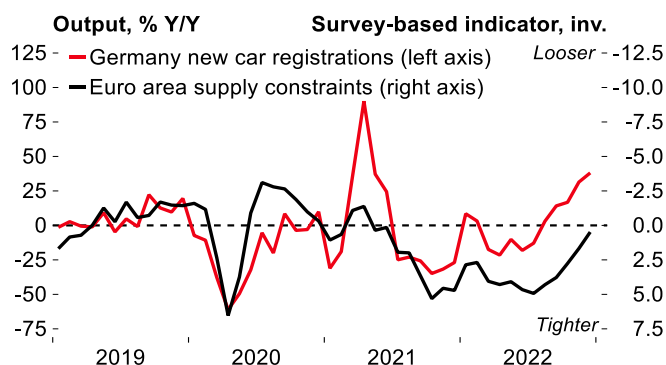


経済活動は予想外に底堅さを維持

停電やエネルギーの配給制導入といった最悪のシナリオは回避されることが明らかとなるにつれ、各種サーベイ調査の結果も改善している。ドイツの景況感指数によると、現時点では景気後退の段階にないことが示唆されている（第4図）。ユーロ圏の1月のPMI総合指数も、昨年6月以来初めて、好不況の境目を上回った。

生産等の統計は、昨年10-12月期の景気減速が予想より緩やかに止まったことを裏付けている。ユーロ圏の同10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%と、大方の予想に反してプラス成長を維持した。また、ユーロ圏の同11月の鉱工業生産は前月比+1.0%と堅調な伸びを示した。エネルギー価格高騰に直面する中、これまでのところ、多くの企業は生産性向上によって、より少ないエネルギーでも生産量を維持する余地が十分にあったようだ（長年ガス価格は低位安定していたため、これまでには生産性向上のインセンティブが欠けていた）。さらに、自動車をはじめいくつかの産業は、サプライチェーン改善の恩恵も受けている（第5図）。

第5図：ドイツ新車登録台数とユーロ圏の供給制約指数



第6図：ユーロ圏の企業景況感の推移



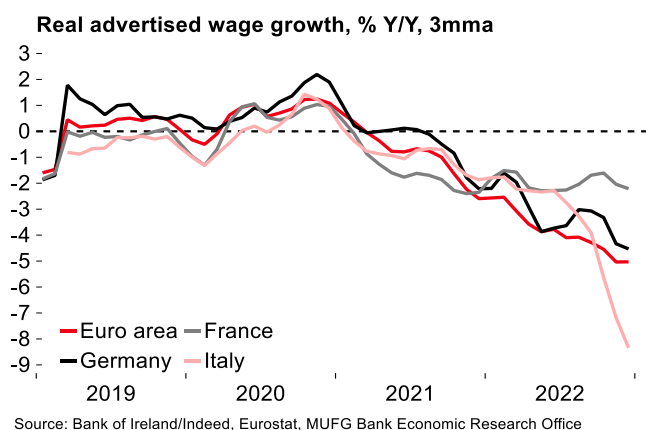
個人消費についてみると、財政政策（電力・ガス等の小売価格への上限設定、給付金、交通費助成など）はエネルギー価格高騰の影響を和らげている。昨年11月の小売売上高は、7、8月に見られた水準近くまで回復した。消費者マインドは、歴史的にみて非常に低い水準にあるものの、4ヵ月連続で改善し、ロシアのウクライナ侵攻以降でもっとも高い。

ユーロ圏は緩やかな景気後退に陥るとの見通しは不変

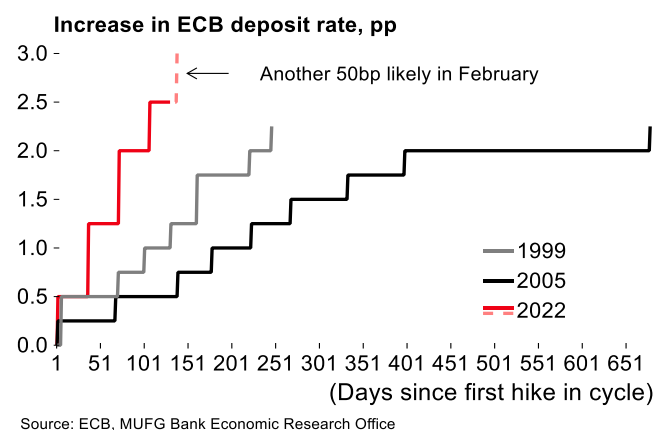
直近の経済指標は、冬にかけて暗かった見通しに比べると、実際は底堅いものであったが、それでもなお、景気後退が間近に迫っているとの見方とも一致する。また、今後の経済を下押しするであろう複数の要因が指摘される。まず、ユーロ圏のインフレ率は既にピークアウトし、今後も鈍化していく見込みだが、それでもなお、今後数ヵ月の間は家計の実質可処分所得に大きな下押し圧力がかかるであろう。ユーロ圏の昨年 7-9 月期の妥結賃金の伸びは前年比+2.9%であったが、同期間のインフレ率は同+9.3%であった。よりタイムリーな求人広告が示す賃金のデータによると、高インフレによる消費者への悪影響が今年に入っても続いていることが示唆される（第7図）。

鉱工業生産も、底堅さを維持できるかは疑問である。企業の受注残高は夏場にかけて極めて高水準の状態が続いていたが、徐々に解消され、足元では減少している（前頁第6図）。ドイツでは、昨年11月の製造業受注が前月比▲5.3%減少した。いくつかの分野における景気の底堅さは、エネルギー価格高騰によるマイナスの影響を相殺しているが、こうした状況は永続するものではないだろう。

第7図：求人広告における実質賃金の推移



第8図：ECBの政策金利の推移



金融政策の引き締めの影響も大きいであろう。今次の ECB の利上げサイクルは、開始のタイミングが遅かったとの指摘もあるが、利上げのスピードは非常に速い（第8図）。借入金利の上昇は、ラグを持って实体经济に影響を及ぼし続け、総需要を下押しするであろう。金融市場は ECB が今夏までに更に約 1.5%ポイント追加で利上げを行うと見込んでいる。

このため、ユーロ圏は引き続き景気後退に陥る公算が大きく、その程度は比較的浅いものに止まるであろう。各国における各種経済対策は、2023 年以降の需要を支えしよう（ドイツはエネルギー価格上限策を 2024 年 4 月まで導入）。経済対策導入のコストは大きく、ユーロ圏の財政赤字は 2022 年 4-6 月期に GDP 比 3.3%に拡大した。もっとも、エネルギー価格が 2023 年を通して低く止まり、政府が経済対策を行う余裕が更に生まれれば、景気下振れリスクはより低減するといえる。

2023 年後半にかけて外部要因の動向がより重要に

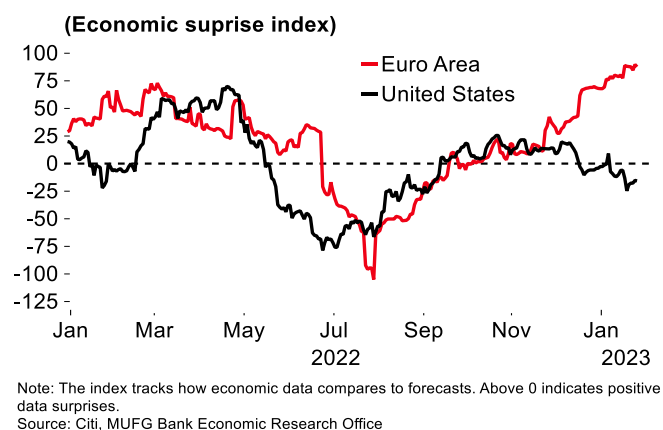
外部環境は引き続き欧州経済の見通しに大きな影響を及ぼす。これまで、天然ガスの高騰は欧州固有の問題であり、他の地域に比べて欧州経済はより下押しされていたが、足元の経済指標は（低い期待の裏返しもあり）事前予想を上回る結果が続いている。一方、米国の経済指標は、このところ予想よりも弱い結果が続いている

(第9図)。米国の景気後退確率は急速に上昇している(第10図)。今後、米国経済が停滞すれば、ユーロ圏経済の回復を遅らせるものとなるだろう。

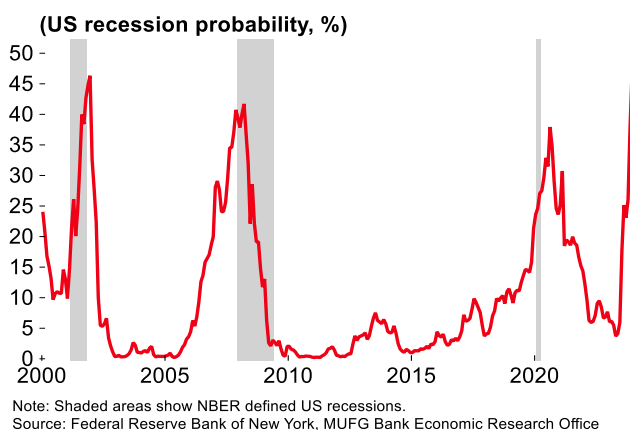
一方、中国の状況は相対的に好ましいものといえる。ゼロコロナ政策撤廃後の感染拡大は、経済活動停止には至らないとの見方が強まっている。サプライチェーンの改善が進めば、欧州の製造業にとって追い風となるであろう。中国におけるペントアップ需要と累積貯蓄は、欧州への観光客の流れを加速させるとみられる一方(第11図)、旅行サービスの価格上昇はインフレ率を押し上げる可能性もある。

中国のゼロコロナ政策撤廃によるもう一つの重要な観点は、エネルギー供給の構図である。欧州にとって、ロシアのパイプライン経由の天然ガス無しに備蓄を進めることは、依然として大きな課題である。中国のゼロコロナ政策撤廃により、LNGを巡る競争はより激しくなると予想される(第12図)。この点で、欧州がエネルギー危機を脱したというのは時期尚早であろう。

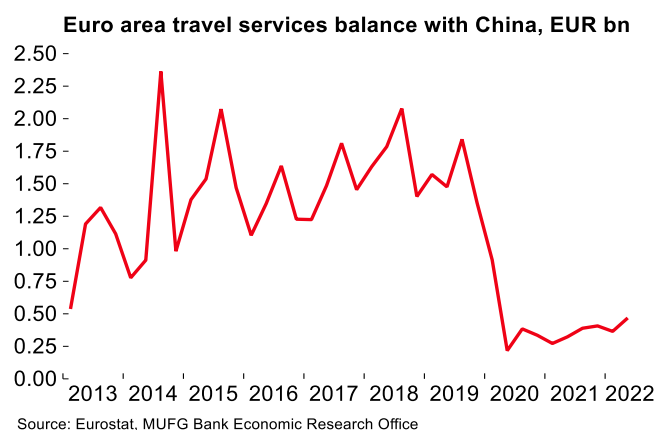
第9図：ユーロ圏と米国のサプライズインデックスの推移



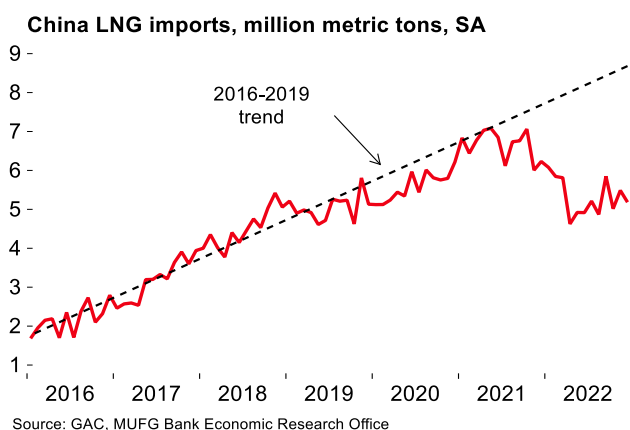
第10図：米国の景気後退確率の推移



第11図：ユーロ圏の対中国旅行収支の推移



第12図：中国のLNG輸入量の推移



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さ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。