

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

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

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ロンドン駐在

ユーロ圏：個人消費は景気後退を示唆

2023年2月8日

(本レポートは *The start of the consumer recession?* by Henry Cook の抄訳)

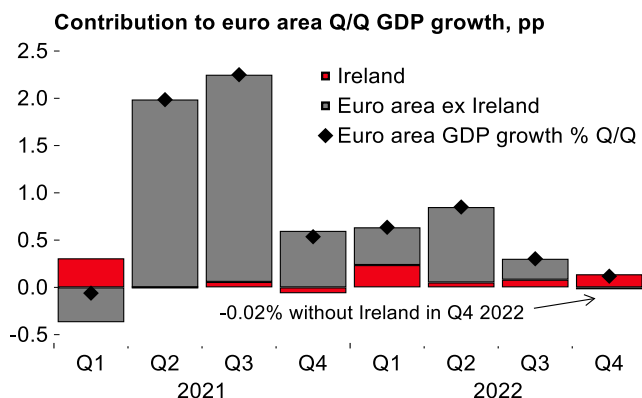
直近の GDP 統計 (速報値) によると、昨年のユーロ圏経済はテクニカル・リセッションを回避したようだ。しかし、個別国の統計では個人消費の落ち込みが窺われ、家計は明らかに高インフレの影響を受けている。エネルギー価格の下落により、家計の負担は軽減される見込みであるものの、ECB は利上げ継続の姿勢を示しており、金融引き締めの影響が強まるにつれて需要は下押しされる展開となろう。

テクニカル・リセッションは回避も、個人消費は落ち込んでいる

ユーロ圏の 2022 年 10-12 月期の実質 GDP (速報値) は前期比+0.1%とわずかに拡大し、テクニカル・リセッションは辛うじて回避したとみられる。もっとも、アイルランドが同+3.5%と大幅に拡大しており (同国は多国籍企業が集積し、統計上の歪みが生じやすい)、これを除けば実質的にはゼロ成長であった (第 1 図)。

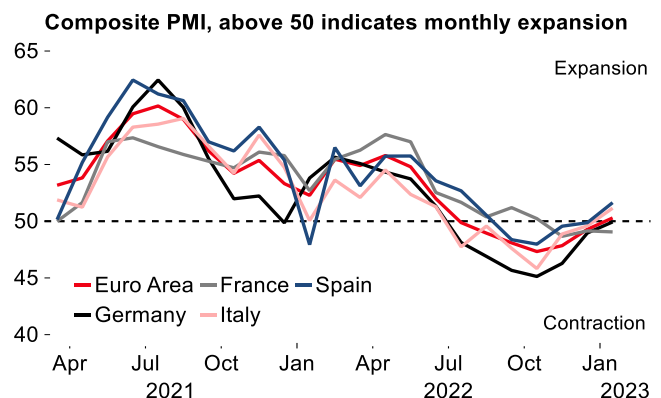
主要国では、ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツが同▲0.2%、イタリアは同▲0.1%のマイナス成長であった。また、フランスは同+0.1%、スペインは同+0.2%と小幅のプラス成長に止まった。これは各国の景況感指数が、足元はやや持ち直しているものの、拡大と縮小の節目に位置していることと一致する (第 2 図)。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率とアイルランドの寄与度



Source: Eurostat, MUFG Bank Economic Research Office

第 2 図：ユーロ圏主要国の総合 PMI の推移



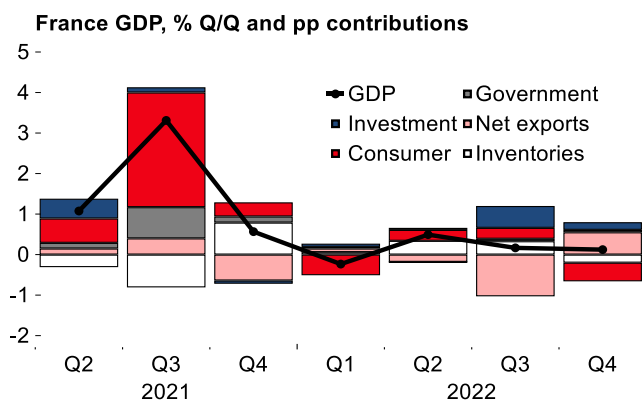
Source: IHS Markit, MUFG Bank Economic Research Office

ユーロ圏の実質 GDP の需要項目別の内訳は現時点で未公表だが、個別国の統計から推測すると、実質所得の減少により個人消費が下押しされた一方、外需の改善がこれを相殺したとみられる。

パンデミック下で累積した貯蓄とペントアップ需要が個人消費を下支えたため、家計の実質所得減少による影響がいつから表れたのかを推し量るのは難しいが、足元の個人消費は明らかに減少している。2022 年 10-12 月期の GDP 統計上の実質個人

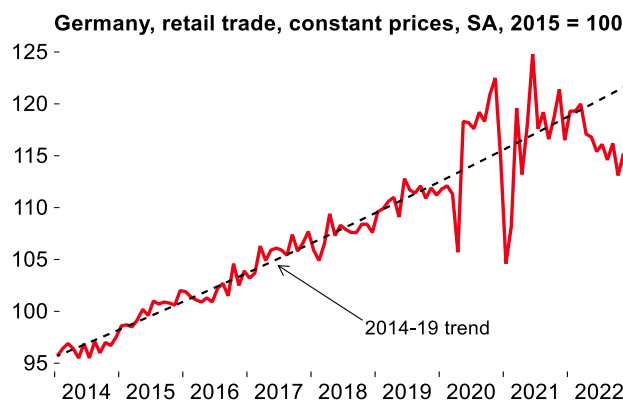
消費は、フランスで前期比▲0.9%（第3図）、スペインで同▲1.8%と夫々縮小した。ドイツの実質 GDP の内訳は未公表だが、統計元は個人消費について「前半四半期より縮小した」と言及しており、12月の小売売上高も前月比▲5.3%と減少した（第4図）。

第3図：フランスの実質 GDP の推移



Source: INSEE, MUFG Bank Economic Research Office

第4図：ドイツの小売売上高の推移



Source: Destatis, MUFG Bank Economic Research Office

一方、外需は回復している。エネルギーの卸売価格がここ数ヶ月で著しく低下し、ガス消費削減の取り組みも進展した。また、サプライチェーンの問題も改善し、製造業の活動は底堅かった。この結果、純輸出（輸出－輸入）はユーロ圏の実質 GDP の押し上げに寄与したとみられる。

先行き、エネルギー価格が再び高騰することがなければ、中国のゼロコロナ政策の解除は海外需要の拡大及び供給制約問題の改善を促し、2023年を通じて純輸出は拡大基調が続くであろう。しかし、個人消費を取り巻く環境が急速に改善するのは見込みがたい。実質所得の伸びはマイナス圏にあり、ECBの金融引き締めが家計の需要を下押しするとみられる。ユーロ圏の2022年10-12月期の実質 GDP は、内需においては景気後退の始まりを示唆しているといえよう。

インフレ率はピークアウトの公算

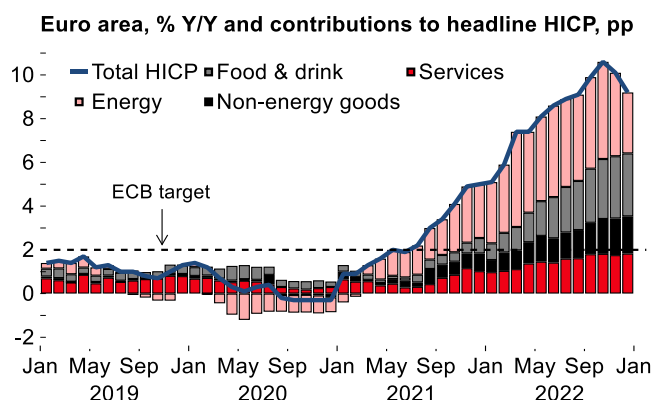
ユーロ圏の1月の消費者物価指数（速報値）は前年比+8.5%と、昨年12月の同+9.2%から鈍化した（次頁第5図）。これはエネルギー価格の下落によってもたらされたものである（ただし、ドイツの計数が未公表のために織り込まれておらず、確報段階では大きな改定が行われる可能性がある）。一方、コア指数は年次改定の影響で伸びが加速する可能性が指摘されていたものの、実際は前年比+5.2%と前月から横ばいであった。

先行きについては、ユーロ圏のインフレ率は2023年後半にかけて急速に鈍化する可能性が高まっている。昨年高騰したエネルギーや食料品の影響が剥落し、家計の負担も軽減される見込みである。天然ガスの卸売価格はここ数ヶ月で急速に下落し（次頁第6図）、食料品の国際価格も下落している。加えて、サプライチェーンの制約も改善しつつあり、中国のゼロコロナ政策の撤廃によって更に改善が進展する可能性がある。

但し、ユーロ圏の消費者物価はエネルギー価格の動向に大きく左右されるため、見通しも急激に変化し得る。また、各国政府が行っているエネルギー価格高騰に対する支援策の影響も、インフレ率の推移を大きく変えうる。ECBの金融引き締めがどの程度ラグを持ってインフレに効果を及ぼすかを推測するのも難しい。このため、

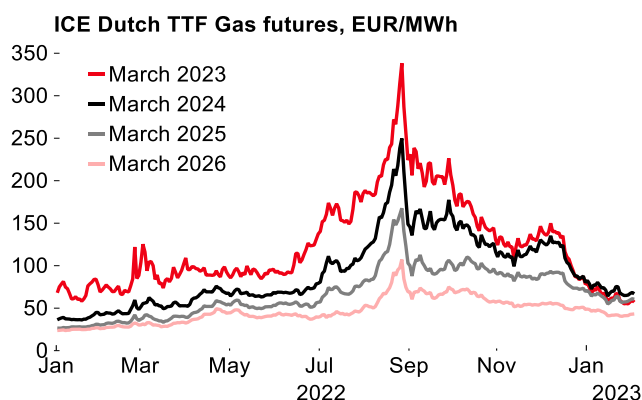
インフレ率はピークアウトした公算が大きいものの、今後の見通しは引き続き不透明感が強い。

第5図：ユーロ圏の消費者物価指数の推移



Source: Eurostat, MUFG Bank Economic Research Office

第6図：欧州天然ガス（オランダ TTF）の先物価格の推移

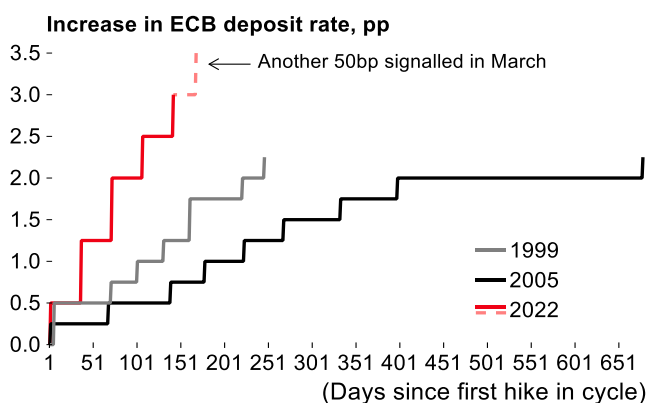


Source: ICE, MUFG Bank Economic Research Office

ECB は引き続き利上げを継続する見込み

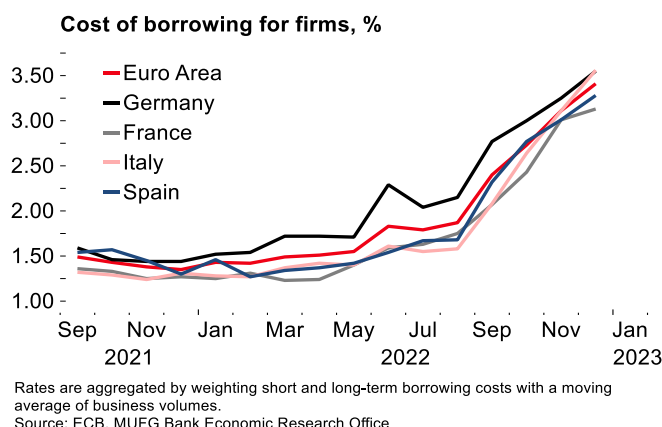
ECBは、昨年12月会合に続いて2月会合で0.5%ポイントの利上げを決定し、預金ファシリティ金利は2.5%となった。昨年7月に利上げを開始して以降、累計で3.0%ポイントの利上げを実施したことによる（第7図）。ECBは、次回3月会合でも0.5%ポイントの利上げを示唆しており、預金ファシリティ金利は3.0%に達する公算が大きく、5月会合でも0.25%ポイントの利上げを行うとの織り込みも強まっている。この間、金融引き締めの実体経済に対する影響が強まるにつれて（第8図）、需要は下押しされる展開となろう。

第7図：ECBの政策金利の推移



Source: ECB, MUFG Bank Economic Research Office

第8図：ユーロ圏主要国の企業の借入金利の推移



Rates are aggregated by weighting short and long-term borrowing costs with a moving average of business volumes.
Source: ECB, MUFG Bank Economic Research Office

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、宜しくお願ひ申し上げます。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。