

2022年11月1日 全7頁

ユーロ圏、22年7-9月期はプラス成長を維持

6四半期ぶりの低成長にとどまるも、土俵際の粘り腰を見せる

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏の2022年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%（年率換算+0.7%）となり、6四半期連続でプラス成長を維持した。もっとも、2022年1-3月期の同+0.6%、4-6月期の同+0.8%からは大幅に減速した。
- イタリアは前期比+0.5%と主要国の中で最も高い伸びとなったが、前期の同+1.1%から半減した他、フランスも前期の同+0.5%から同+0.2%に半減、スペインに至っては前期の同+1.5%から同+0.2%に急減速した。一方、マイナス成長が予想されていたドイツは同+0.3%と、前期の同+0.1%から加速した。このように、プラス成長を維持したユーロ圏経済だが、取り巻く環境は混沌としており、年末から2023年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。
- ロシアによるウクライナへの軍事侵攻に起因する要因がユーロ圏経済の重しになっている。エネルギーや食料品等生活必需品の価格高騰は個人消費の足を引っ張り、冬を前にしたエネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを大幅に押し下げ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強いている。
- 高インフレに対処するため、ECBは連続して政策金利を大幅に引き上げているが、インフレ率はECBの想定を上回り続けており、金融引き締め終了の目途は立っていない。金利の上昇は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、エネルギー対策で歳出が膨らむ政府部門の借入コストの増加につながる。

2022年7-9月期のGDP成長率は年率+0.7%に減速 ～ 主要国はプラス成長を維持

ユーロ圏の2022年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.2%(年率換算+0.7%)となり、10月28日にECBが発表した専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF)におけるコンセンサスの同▲0.08%を上回ったものの¹、2022年1-3月期の同+0.6%、4-6月期の同+0.8%からは大幅に減速した。引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻に起因する要因がユーロ圏経済の重しになっている。侵攻を機にエネルギーや食料品等生活必需品の価格が高騰したことが個人消費の足を引っ張る他、冬を前にしたエネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを大幅に押し下げ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強めている。また、ユーロ安の進行は財の輸出だけでなく、域外からの旅行需要を促し、特に観光関連産業のウェイトが大きい国ではインバウンド消費が期待される。その半面、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げるという副作用をもたらしている。高インフレに対処するため、ECBは7月に11年ぶりの利上げに踏み切った後、連続して政策金利を大幅に引き上げているが、インフレ率はECBの想定を上回り続けており、金融引き締め終了の目途は立っていない。そして、長短金利の上昇は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、エネルギー対策で歳出(イコール債務)が膨らむ政府部門の借入コストの増加につながる。7-9月期までプラス成長を維持したユーロ圏経済だが、取り巻く環境は混沌としており、年末から2023年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。

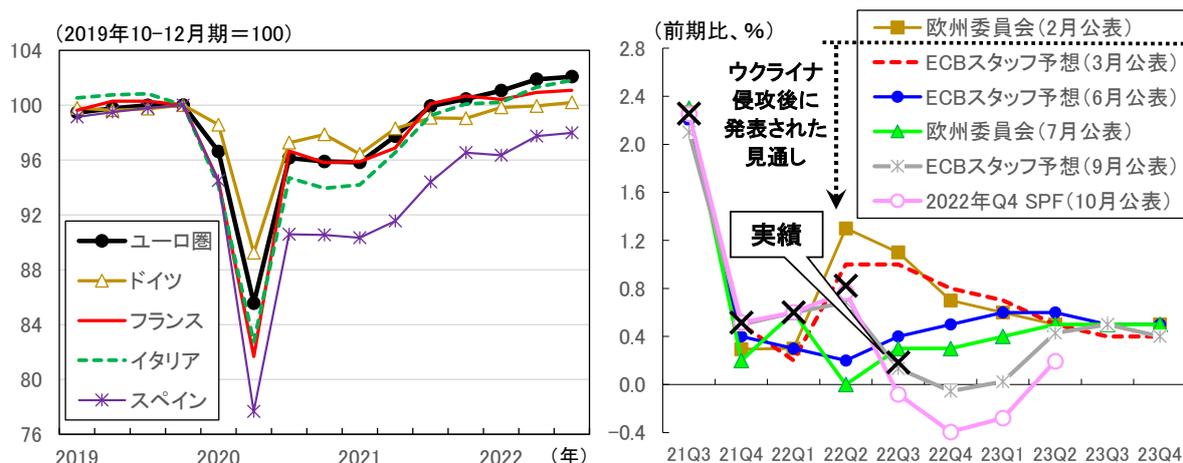
発表されたユーロ圏各国の7-9月期の成長率を見ると、イタリアが前期比+0.5%と比較可能な国の中では最も高い伸びを示し、次いでポルトガルとリトアニア(いずれも同+0.4%)が続く。ただ、イタリアは4-6月期の同+1.1%から半減した他、フランスも4-6月期の同+0.5%から同+0.2%に半減、スペインに至っては前期の同+1.5%から同+0.2%に急減速した。だが、ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツは同+0.3%と、主要国の中では例外的に4-6月期の同+0.1%から加速した。対照的に、ラトビア(同▲1.7%)やオーストリア(同▲0.1%)²、ベルギー(同▲0.1%)は前期から伸び率が大幅に減速してマイナス成長に陥った。

ユーロ圏全体としては、2021年10-12月期にコロナ禍前(2019年10-12月期、以下同じ)のGDP水準を超え、2022年7-9月期には2.1%上回っており、主要国では、イタリアとフランスがそれぞれコロナ禍前の水準を1.0%以上上回っている他、出遅れていたドイツが漸く(11四半期ぶりに)コロナ禍の水準に達し、唯一スペイン(同▲2.0%)が同水準を下回っている。

¹ 調査はEU域内に拠点を置く金融機関及び非金融機関の専門家を対象に実施され、9月30日から10月6日までに59人から回答があった(四半期ごとの短期見通しを回答したのは49人)。10月のSPFでは、2022年7-9月期に続いて、10-12月期は前期比▲0.39%、そして2023年1-3月期が同▲0.28%と三四半期連続のマイナス成長を専門家は見込んでいた。前回7月時点の、小幅ながらプラス成長が維持されるという見通しから、一段と下方修正されたことになる(向こう半年については同+0.2%から同▲0.3%へ)。ECBによると、回答者の86%が三四半期連続のマイナス成長、いわゆるテクニカルリセッションに陥ると予想しており、7月時点の約25%から大幅に上昇している。また、2022年全体では+3.01%成長と前回のSPFのコンセンサス(+2.80%)から上方修正される一方、2023年は+0.11%と前回から1.42%ptも引き下げられた(2024年は+1.64%成長、長期見通しは+1.4%とそれぞれ約0.1%pt下方修正)。

² 三四半期ぶりのマイナス成長となったオーストリアの需要項目を見ると、民間家計消費がプラスに転じたものの、2022年上半期は好調だった輸出が不振に陥ったことによる外需の大幅マイナス、そして三四半期連続で減少した総固定資本形成の負の影響の方が勝った。

図表1 ユーロ圏主要国の実質 GDP (左)、専門家等によるユーロ圏の景気見通し (右)



(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

主要国の中で需要項目が明らかになっているフランスとスペインは同じ成長率（前期比+0.2%）となったが、中身を見るとやや対照的である。2 四半期連続のプラス成長となったフランスの場合、需要項目別に見ると、輸入の増加によって外需寄与度が 3 四半期ぶりのマイナスに転じたものの、民間企業の設備投資や政府の最終消費の増加が貢献し内需（在庫を除く）が前期比+0.4%と4-6月期（同+0.2%）から加速したことでほぼ相殺された。従って、フランスのプラス成長は在庫要因の押し上げ寄与度とほぼ同じである。

家計消費は前期比+0.0%と横ばいにとどまり、後述するスペインの堅調さとは対照的な結果となった。フランス国立統計経済研究所（INSEE）によると、サービス支出は前期から大幅に減速したものの、同+0.2%とプラスを維持し、前期に続いて不振であった食品・エネルギーを含めた財の支出のマイナスを相殺した。サービス支出が大幅に減速した背景には、ホテルおよびレストランサービスの支出が前期の同+12.7%から同+0.6%に、輸送サービスが前期の同+6.3%から同+0.5%にそれぞれ鈍化した点が響いており、春先に顕在化した行動制限緩和のプラス効果が一巡したと考えられる。財の支出については、食品消費が 3 四半期連続で減少したが、石油製品と自動車購入の回復がマイナスを一部相殺した。

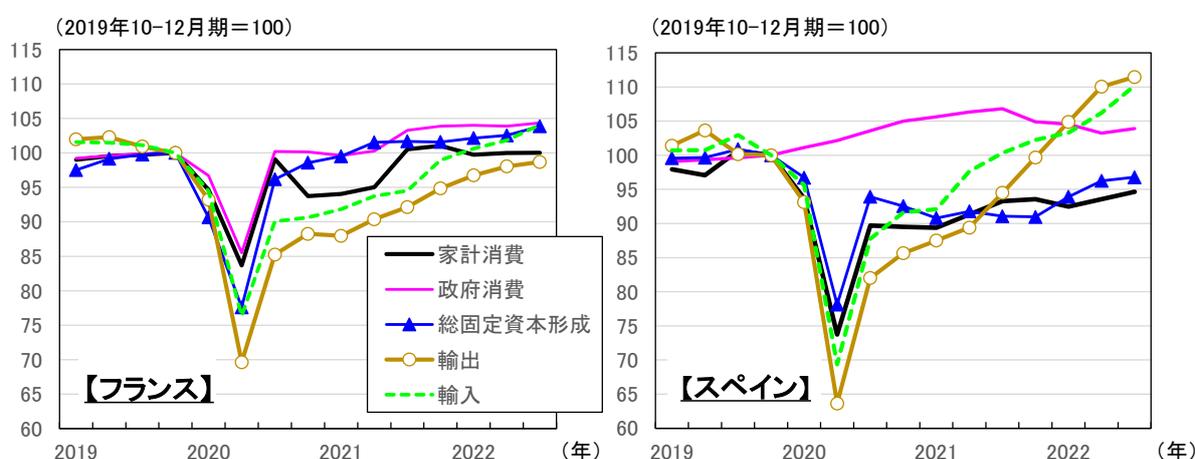
家計消費の低迷を補ったのが総固定資本形成であり、前期比+1.3%と5 四半期ぶりに高い伸びとなった。もっぱら民間企業の設備投資が寄与し、INSEEによると、特に、輸送機器や情報通信サービスの設備投資が好調だった。外需では、輸出は同+0.7%と前期から減速し、輸入が同+2.2%と加速したため、外需の前期比寄与度は▲0.5%pt と成長率を押し下げた。INSEEによると、輸出は、輸送サービスや情報通信サービスが不振だったが、輸送機器や資本財の増加が財輸出を押し上げた。輸入は、電力や資本財の増加、情報通信サービス等の増加が響いた。

一方、4-6月期から大幅に減速したスペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が前期比+1.1%と前期とほぼ変わらない伸び率で堅調に推移した他、政府の最終消費支出は4 四半期ぶりに増加する等、消費関連はむしろ前期から加速している。また、総固定資本形成は同+0.6%と前期（同+2.5%）から減速したが、在庫要因を含めた総資本形成は前期（同+0.8%）から同+1.4%に加速している。総固定資本形成のうち、機械機器・武器システム等が同+1.3%と2 四半

期ぶりに増加、知的財産生産物への投資も堅調に推移したが、住宅等の建設投資は前期（同+6.5%）の反動減で同▲0.1%と3四半期ぶりに減少した。ECBによる金融引き締めに伴う金利上昇の影響が、駆け込み需要の反動と共に顕在化した可能性もあり、今後の動向には注意が必要だろう。

外需に関しては、輸出が前期比+1.3%と9四半期連続のプラスだったものの、輸入が同+3.7%と輸出の伸びを上回ったため、外需の寄与度は5四半期ぶりのマイナスとなった。このように、内需の伸びは前期から加速したが、外需が足を引っ張ったために7-9月期全体では減速につながった。なお、スペイン統計局（INE）は、引き続き7-9月期もウクライナ侵攻に端を発する国際的な危機によって、エネルギー市場や国際貿易、価格の変化、人の流れ等に著しい歪みが生じているとして、今後の改定で大きく変化する可能性があるとして指摘している。

図表2 フランスとスペインの実質 GDP の需要項目の推移



(出所) INSEE、INE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

需要項目の詳細が明らかになっていないドイツは前期比+0.3%と、マイナスに落ち込むという市場予想（同▲0.2%）に反してプラス成長となるだけでなく、4-6月期の同+0.1%から加速した。ドイツ連邦統計局は、7-9月期の経済成長は主に民間消費支出の増加によると言及しており、例えば新車登録台数が同+13.4%と大幅に増えたこと等が寄与したと考えられる。また、ドイツ連邦統計局は、コロナ感染の継続やサプライチェーンの混乱、物価上昇、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況にもかかわらず、ドイツ経済は何とか持ちこたえていると現状を評価した。ドイツ政府は家庭・企業向けの様々な支援策を実施しようとしているが（但し、エネルギー価格支援はもっぱら2023年以降）、いずれの困難な状況も継続中であり、ECBの金融引き締めに伴う金利上昇という要因も加わって、これらの累積効果が10-12月期以降のドイツ経済を押し下げるだろう。

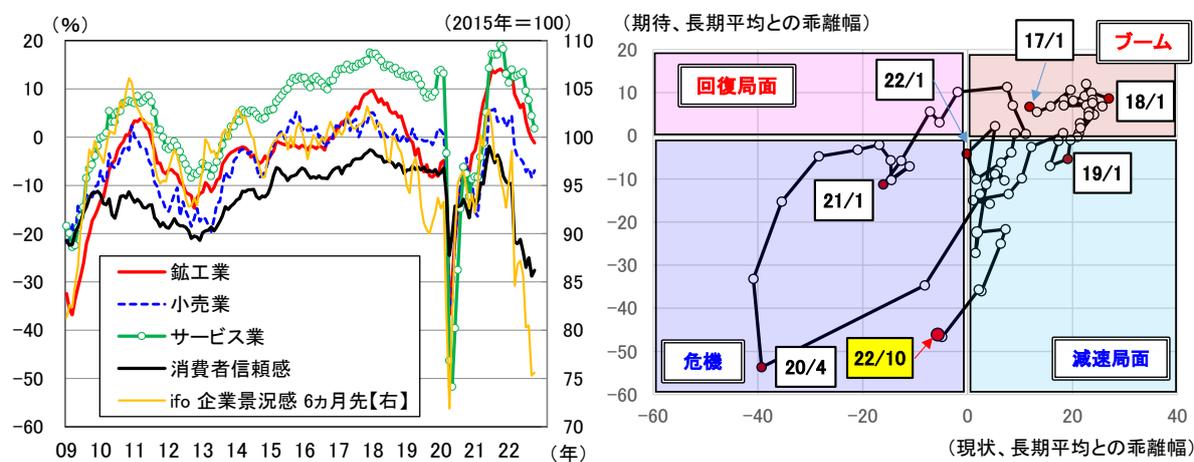
また、高い成長率を記録したイタリアは、イタリア国家統計局によると、7-9月期は農林水産業と鉱工業の両方が減少する一方、サービス業が増加したという。また、需要項目別に関しては、内需（在庫変動等）がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になったと前期と同じトレンドが続いていることを示唆した。

年末に向けての展望 ～ 焦点はマインド悪化に歯止めがかけられるか

10月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は92.5と8ヵ月連続で低下し、ウクライナ侵攻以降、悪化が止まらない。統計開始以来最低を更新してきた消費者マインドが一旦下げ止まったのに対して、企業の景況感は業種によってばらつきが見られる。小売業（マイナス幅が縮小）と建設業（小幅改善）がポジティブに変化したのに対して、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業の景況感悪化は止まらない。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化、さらには世界経済の減速傾向や金融政策の引き締め（金利上昇）がユーロ圏全体の企業経営者や消費者のマインドの重しになっているとみられる。

主要国の中で8ヵ月間の累積悪化幅が最も大きかったのがドイツである。ifo 経済研究所が発表した10月のドイツ企業の景況感指数は84.3と前月（84.4）からほぼ横ばいになった。ビジネス環境の現状認識は前月から0.4ポイント、5ヵ月連続で低下する一方、先行き（半年先）の見通しは0.3ポイントと僅かだが、2ヵ月ぶりに改善した。もっとも、ifoは、“期待値は改善したが、今後数ヵ月間に対する不安は残っている。ドイツ経済は厳しい冬に直面している”と指摘する。長期平均からの乖離幅で描かれる循環図においても、9月以降、「減速」局面から「危機」局面にシフトしている。今後、慎重なマインドを覆すほどのインパクトのある事態が生じない限り、現状認識は、先行きの見通しを後追いしていくと予想され、「危機」のフェーズが長期化する可能性がある（コロナ禍の際には「危機」局面から脱するのに12ヵ月間を要した）。

図表3 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインド（左）、ドイツ企業の景況感から見た循環図（右）



（出所）Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ECB は 3 回連続で大幅な利上げを実施 ～ インフレ率は過去最高を更新

10月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+10.7%（速報）となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新した³。9月に続いて10月も、ECBスタッフのインフレ見通し（9月時点で、2022年後半のインフレ率は同+9.1%～+9.2%で推移すると予想）を大きく上回っている。要因分解すると、エネルギー価格の上昇（同+41.9%）がインフレ率を押し上げる最大の要因で

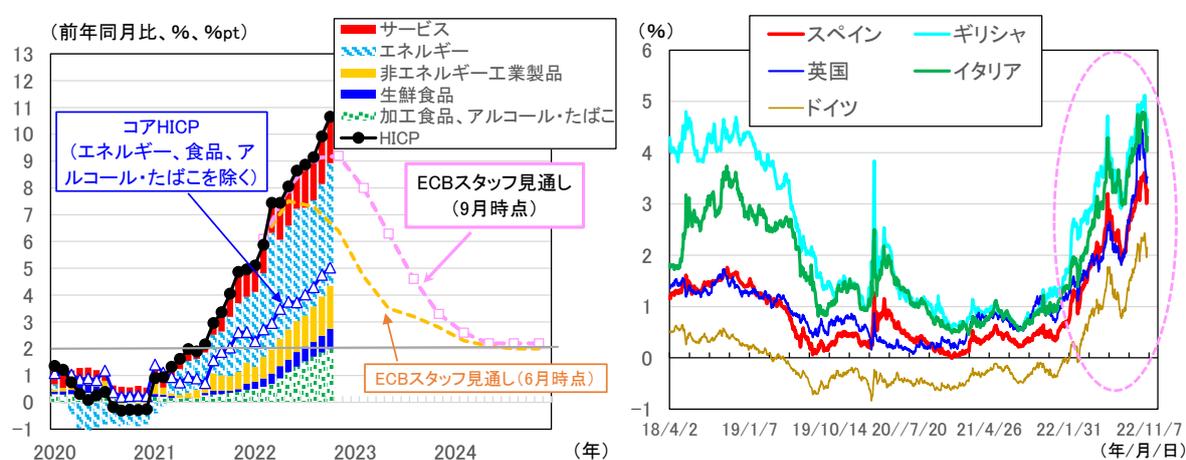
³ ECBが公表する季節調整済みで計算した10月の前月比は+1.4%と7ヵ月ぶりに高い伸びとなり、同+0.6%～同+0.8%のレンジで推移した5～8月から加速している。

あり、寄与度は全体の約4割を占める。川上に当たるユーロ圏の原材料価格（エネルギー）の前年比上昇率は鈍化しているが、川下のCPIまで波及するには時間がかかっている。また、加工食品、アルコール・たばこ、そして賃金動向に影響を及ぼすサービス価格の寄与度も拡大した。また、10月のコアHICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+5.0%と過去最高を更新し、こちらでもECBの見通し（2022年全体：+3.9%）を上回っているとみられる。

国別のHICPの伸びを見ると、エストニアの前年比+22.4%を筆頭にリトアニア（同+22.0%）、ラトビア（同+21.8%）、オランダ（同+16.8%）等のインフレ率が高いが、9月よりも小幅ながら伸び率が鈍化した。一方、フランス（同+7.1%）やスペイン（同+7.3%）、マルタ（同+7.5%）等は上昇率の低いグループだが、総じて高いグループとの乖離幅は縮小している。主要国の中では、イタリア（同+12.8%）とドイツ（同+11.6%）が2桁を超える高い伸びとなった。なお、ドイツの場合、天然ガス供給や地域暖房にかかるVAT（付加価値税）が19%から7%に引き下げられており、恐らく（probably）10月分のインフレ率を押し下げる効果があるとドイツ連邦統計局は指摘しているが、10月の速報を見る限り、影響は限定的のようだ。

ECBは10月27日に開催された金融政策理事会で政策金利を75bp引き上げることを決定し、7月の50bp、9月の75bpに続く大幅な利上げとなった。また、ラガルド総裁は記者会見で、次回12月の理事会において、資産買入れによって積み上がったままのポートフォリオ削減に関する議論を行い、重要な原則を決定する予定であると言及した。市場では、ラガルド総裁の発言や声明文の文言の表現の変化等から、今後の利上げペース減速の可能性も指摘されている。具体的には、10月を含めた3回の大幅な利上げによって金融政策の緩和的な状態の解除がかなり進展しているという認識を示した上で、9月の声明文で登場した“今後数回（several）の理事会で利上げを継続する”が削除されて、“さらに金利を引き上げるだろう”に変更された点等である。ただ、前述したように、肝心のインフレ率はECBの想定を上回って推移しており、12月に示されるECBのインフレ見通しは再度引き上げられる可能性が高い。従って、ECBはインフレを抑制するために2022年末から2023年春にかけて利上げを継続する一方、ユーロ圏全体の景気悪化に配慮して、利上げのペースダウンを判断するという難しい対応を迫られることになる。

図表4 ユーロ圏のインフレ率の推移（左）、欧州各国の長期金利の推移（右）



(注) 左図：直近2022年10月分の要因分解は大和総研試算。右図：10年国債利回り。

(出所) Eurostat, ECB, Refinitiv, Haver Analytics 資料より大和総研作成

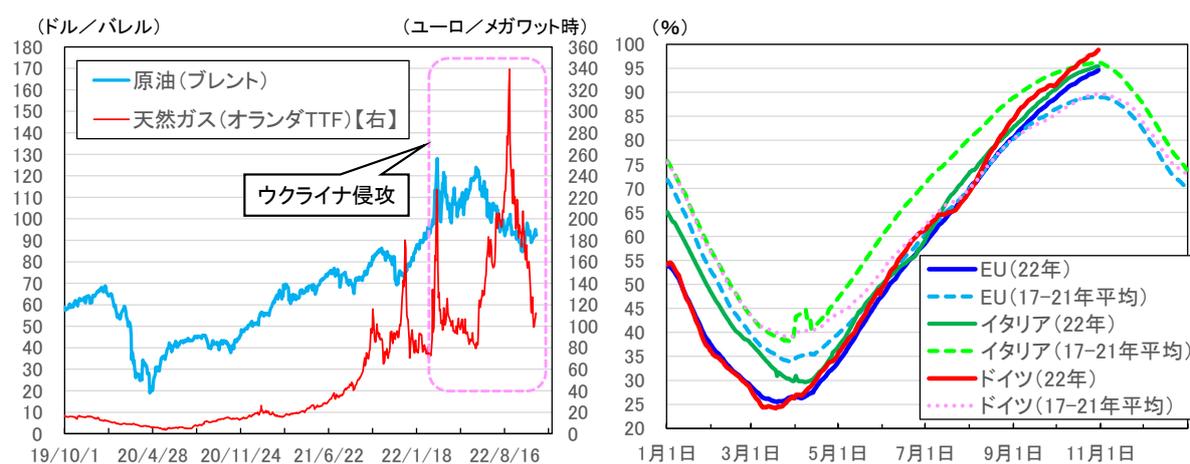
前述したドイツの例のように、欧州各国がエネルギー価格高騰対策の一環として実施あるいは予定している、家庭向けの補助金支給や税率引き下げ等の支援策は CPI の伸び率抑制に寄与すると考えられる。また、EU で検討されているガス価格の上限設定や共同購入等の計画は、議論の進展とともに市場価格を押し下げている。

もともと、市場価格との差額は政府の財政負担となるため、極端なケースでは、英国のような金利高騰を招き、公的・民間部門の借入コストが増えて景気悪化につながるリスクがあり、支援措置はあくまで一時的・限定的なものといえよう。また、EU のガス価格を押し下げる試みはかえってガスの需要（消費量）を増やしてしまう可能性が指摘されている他、安値を嫌って域外からのエネルギー供給が滞ることも想定される⁴。結果的にエネルギー市場の需給が逼迫し、価格上昇圧力を高めてしまう恐れがある。需要超過の状況において、需要サイドが価格をコントロールしようとする試みは困難を伴う点に留意すべきだろう。

EU は、供給制約のもとで生産活動や国民生活への打撃を回避すべく、対応に追われている。ドイツをはじめとする EU 各国は、冬の到来に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、10月30日現在の EU の貯蔵率は 94.7% となっている（より高い最終目標を設定しているドイツの貯蔵率は 98.8% まで上昇）。今後は暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、貯蔵率の低下度合いが注目される。

また、天候という不確実要因に大きく左右される点を考慮する必要がある。短期的には気温が平年よりも高めに推移するとみられ、ガス価格下落の一因になっている。ただ、欧州中期予報センターからは、12月から1月にかけて寒波が襲来する確率が高まるという予報も示されており、仮に厳しい冬が迫れば、暖房需要の増加という連想から市場価格は上昇に転じよう。

図表 5 原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⁴ 同時に、域内のエネルギー（電力）が、高値で購入しようとする域外に流出することを阻止する対応も求められる。