



冬場を迎える欧州：欧州エネルギー危機に関する懸念点を検証する

本稿は、PGIM フィクスト・インカム欧州チーフ・エコノミストである Katharine Neiss、および欧州投資適格債クレジット・リサーチ・チームの Tatiana Spineanu が 9 月 29 日に執筆した Q&A 方式のブログ “Winter is Coming: A Q&A on Europe's Energy Crisis” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

ロシア産ガスの供給が減少する中、欧州はどのように対応しているか？

欧州は短期間で天然ガスの供給元を大幅に多様化させており、とりわけ液化天然ガス（LNG）の輸入量を急増させている。但し、LNG は世界的にも供給上の制約があることから、これが持続可能な解決策になるとは考えにくい。現時点で欧州の天然ガス貯蔵量は目標の 80% に達しているとは言え、今冬の総需要量を満たす水準からは依然として程遠い。

LNG の輸入に課題がある中、エネルギーの長期安定供給のために欧州にはどのような代替手段があるか？

再生可能エネルギーへの転換が有力な解決策となるが、これが天然ガスを代替するまでには長い年月が必要とされる。また、欧州が掲げる温室効果ガス排出量ネット・ゼロの目標には逆行するものの、石油/石炭の継続使用や原子力発電所の閉鎖期限延長も代替手段となる。概して、今後のエネルギー転換は、ロシア産エネルギー依存からの脱却計画である「リパワーEU」に基づいた財政パッケージによって賄われる必要がある。

エネルギーの供給不足は、欧州および世界経済にどのような影響を与えるか？

欧州では、エネルギーの供給不足がインフレ高騰の主要因となっている。今後、産業用ガスの配給制度が導入された場合には工業生産が低迷する他、インフレ高騰に伴う実質所得の低下を背景とした個人消費の減退も見込まれ、個人や企業の景況感悪化が GDP 成長率を更に押し下げると考えられる。PGIM フィクスト・インカムでは 2023 年のユーロ圏の GDP 成長率をマイナス 1.4%と予想している。欧州ではエネルギー価格の上限設定が検討されているが、これはエネルギー転換を阻害するものであり、エネルギー不足の問題を根本的に解決するものではない。また、EU の景気後退に伴って同地域と経済的な繋がりの深い北アフリカや東欧諸国の輸出が減速するだろう。また、ユーロ安を通じた米ドル需要の高まりが、新興国にとって痛手となり得る。一方、エネルギーの代替調達先が模索される中で、アルジェリアやアゼルバイジャンなど一部の新興国の重要性が増す可能性がある。

エネルギー危機は欧州経済にどの程度深刻な影響を与えるか？

ロシア・ウクライナ紛争の開始前には、ユーロ圏の GDP は 2023 年末までにコロナ禍前の水準を 5%程度上回ると予想していたが、現時点ではコロナ禍前の水準への回帰に留まると予想している。よって、エネルギー危機によってユーロ圏の GDP は 5%程度押し下げられると考えられる。

欧州金融市場にはどのような影響があるか？

エネルギー不足を背景に、PGIM フィクスト・インカムでは欧州のインフレ率を 2022 年末は 8.4%、2023 年末は 2.8%になると予想している。こうした高インフレに対処するために欧州中央銀行（ECB）は年末までに政策金利を 1.5%まで引き上げ、その後は PGIM フィクスト・インカムが考える中立金利の上限である 2.0%をやや上回る水準でピークを打つと考えられる。こうした厳しい経済見通しは既に市場に織り込まれており、年初来でユーロ・ストックス 50 指数は 20%下落、ユーロは対米ドルで 13%下落、欧州投資適格債とハイイールド債のスプレッドはそれぞれ 108bps と 244bps 拡大している。今後の見通しを巡る不確実性は高く、冬場の天候とロシア・ウクライナ紛争の動向に大きく左右されるであろう。

マージン・コールの増加や流動性の低下は、欧州銀行セクターにどのような影響を及ぼすか？

欧州では、エネルギー価格の高騰を背景に、電力会社を中心に行うヘッジ取引を巡って大規模なマージン・コールが発生している。欧州銀行は同市場の主要な参加者ではないことから、こうした大規模なマージン・コールの直接的な影響は限定的だと思われる。また、ドイツやスウェーデンなど欧州各国の政府は、電力会社をはじめとするエネルギー関連企業に対して追加証拠金に対応するための流動性を供給するなど、支援策を講じている。このため、信用事由が発生したとしても中小事業者に限定されることが予想され、欧州銀行セクターのバランスシートを大きく損なうことはない。PGIM フィクスト・インカムは考える。なお、欧州の銀行システムを俯瞰すれば、エネルギー関連企業への融資残高は全体の 1.3%を占めるに過ぎない。

欧州の銀行や政府機関のデフォルトは想定されるか？

PGIM フィクスト・インカムでは想定していない。高インフレと景気後退がマイナス材料となる可能性はあるものの、足元で欧州銀行セクターは十分な資本を有しており、金利が上昇する中で収益性には改善の兆候が見られるほか、流動性についても過去最高の水準を維持している。また、欧州銀行のバランスシートにはコロナ禍に積み上げた予防的な貸倒引当金が引き続き計上されており、今後のデフォルトに対するクッションとなり得る。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2022 年 9 月 29 日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した“Winter is Coming: A Q&A on Europe's Energy Crisis”をPGIMジャパン株式会社が要約したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ93523