

2021年9月21日 全12頁

# 欧州経済見通し インフレの足音

## 一時的な上昇・景気足踏みか、それともスタグフレーションの前兆か

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 近藤 智也

### [要約]

- 新型コロナウイルス（以下、コロナ）感染状況が良くも悪くもならない中で、欧州各国は、経済の正常化を進めている。引き続き、国によって様相が異なっており、コロナ感染の先行きは不透明といえる。ワクチン接種の対象範囲の拡大や追加接種が始まると同時に、イタリアのように、ワクチン接種等の証明書の携帯・提示を義務付ける動きも出てきた。同様の動きが、欧州全体に広がるか注目されよう。
- コロナ感染の影響も受けた供給サイドのボトルネックにより、生産活動は停滞し、価格も上昇している。消費活動を含めて冴えないデータも多い。短期的には、年末にかけて景気減速とインフレ率上昇が共存するとみられる。ECB等が想定するように、インフレ圧力の上昇は一時的で2022年に入って鈍化するか、見極める必要があろう。
- 仮に“一時的”が想定以上に長期化してインフレ率上昇が持続した場合、マインド悪化を通じて実体経済の減速に拍車をかけて、いわゆるスタグフレーションに陥るリスクがある。現時点では、マインドの悪化は限定的で、高水準の中での調整という範囲である。特に企業マインドは堅調であり、消費者マインドの低下を注視すべきだろう。

## コロナ新規感染者は高水準のまま ～ 冬に備えて、ワクチン接種を促進する動き

感染力の強い新型コロナウイルス（以下、コロナ）変異株が広がり、6月末頃から欧州全体でコロナの新規感染者が増加したが、8月半ばで増加に歯止めがかかり、緩やかではあるが減少傾向にある。ただ、フランスやスペイン、ポルトガルのようにピークアウトして低水準まで減っている国、英国やギリシャのように高水準で推移する国、そして、ルーマニアやオーストリアのように8月下旬から増加傾向にある国等、国によって様相が異なっており、コロナ感染の先行きは引き続き不透明といえる。ただ、感染者が増えている国でも入院患者（重症者）や死亡者は総じて抑制されており、ワクチン接種の進展が効果を発揮していると考えられる。

EUは、「今年の夏の終わりまでに成人人口の7割のワクチン接種完了」を目標に掲げてきたが、フォン・デア・ライエン欧州委員長は8月末に目標に達したと発表し、更なる接種を呼び掛けた。確かに、EU/EEA30カ国ベースでは、ワクチン接種完了者は成人の71.3%（中央値）となっているものの、最も高い国アイスランド（90.5%）から最も低いブルガリア（21.4%）まで大きなばらつきが見られるのも事実である（9月12日時点）。

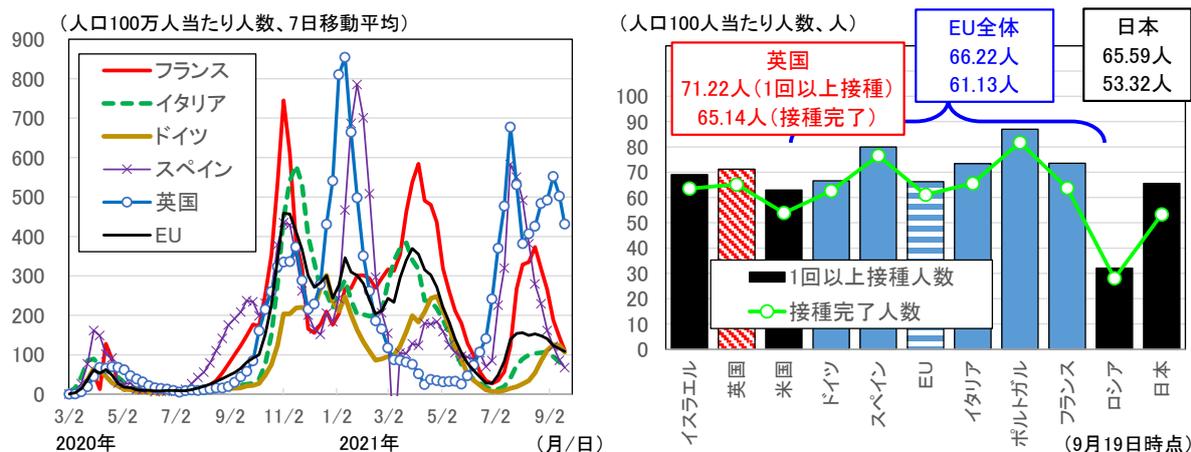
感染の再拡大やワクチン接種率の上昇が鈍くなったことを受けて、欧州各国は接種率の一段の引き上げに躍起になっており、ワクチン接種未完了者に行動制限を課す等、事実上の接種の義務化を図る政策を強化している。このような流れの中で、イタリアは、既に公共交通機関やイベント、娯楽施設への入場、屋内の飲食店を利用する際にワクチン接種完了や陰性証明等の情報が盛り込まれたグリーン証明書の携行・提示が必要になっているが、さらに、9月16日、自営業者を含めた労働者に対しても、グリーン証明書の携行・提示を義務付ける方針を発表した。これまで医療従事者等にワクチン接種を義務付ける国はあったものの、広範囲の者を対象とするのは新しい試みといえよう。

他方で、18歳未満の、より若年層へのワクチン接種を進める動きも広がっている。また、ワクチンの効果が時間経過と共に逡減する研究結果を踏まえて、欧州では再度の接種の必要性が議論されており、早い時点で接種した高齢者等への追加接種が計画されている。

英国（イングランド）ではワクチンパスポート導入をやめ、50歳以上や医療従事者への3回目の追加接種を9月20日から始めた他、ワクチン接種の対象をこれまでの16歳以上から、12～15歳も含めるとした。このように、ワクチン接種に注力する一方で、経済正常化を促進する動きも止めない。10月4日から海外渡航の規制（入国規制）を大幅に緩和する方針を発表した。具体的には、感染状況等に応じて各国を3色で分類する信号機システムから、従来と同じ厳しい隔離措置を伴うレッドリストの国とそれ以外の国に分ける（○か×かの二択）。後者の国からワクチン接種完了者が入国する場合、事前の検査や10日間の自己隔離は免除され、入国後の2回のPCR検査だけになる<sup>1</sup>（さらに10月末には、2日目の検査を安い簡便な方法に置き換えることができるようにするという）。簡素な対応になることで旅行需要が喚起されると、観光関連産業・旅行業界は歓迎している。

<sup>1</sup> 但し、ワクチン未接種者は入国前を含めた3回の検査と10日間の自己隔離が必要である。

図表1 欧州主要国の新規感染者数（左）とワクチン接種の進展状況（右）



(注) 右図：英は9月18日、スペイン・日は9月16日、仏は9月15日、ポルトガルは9月14日時点。

(出所) Our World in Data 資料より大和総研作成

## ユーロ圏経済

### 4-6 月期の GDP 成長率は前期比+2.2%と上方に改定

ユーロ圏の2021年4-6月期の実質GDP成長率確報値は速報段階の前期比+2.0%（年率+8.2%）から同+2.2%（年率+9.2%）に上方修正された。需要項目別に見ると、個人消費が同+3.7%と3四半期ぶりのプラスに転じて景気の牽引役になり、政府最終消費支出の増加（同+1.2%）が続く。企業の設備投資も同+1.1%と2四半期ぶりに増加したが、在庫変動がマイナスに寄与したため、総資本形成全体では、経済成長に対してほぼニュートラルとなった。また、輸出入ともに伸び率が加速し、外需の寄与度は辛うじてプラスを維持した。国別では、アイルランド（同+6.3%）、ポルトガル（同+4.9%）、ラトビア（同+4.4%）、エストニア（同+4.3%）等が4%を超える高い成長を示す一方、マルタ（同▲0.5%）、キプロス（同+0.2%）、リトアニア（同+1.0%）等1%以下の低成長となった国もあり、ユーロ圏内における成長のばらつきが大きい。主要4カ国では、フランスが同+0.9%から同+1.1%に、ドイツが同+1.5%から同+1.6%にそれぞれ上方修正され、高成長だったイタリアとスペインは速報段階から変わらなかった。

上方修正されたとはいえ、ドイツ経済は、依然としてコロナ禍前（2019年10-12月期）の水準を3.3%下回っている。家計消費支出は前期比+3.2%と3四半期ぶりにプラスに転じたものの、過去2四半期の落ち込みに比べると反動は限定的で、主要4カ国の中で最も個人消費の回復が遅い。総固定資本形成は2四半期ぶりに増加し、ほぼコロナ禍前の水準に戻ったが、フランスやイタリアに比べると回復力は限定的で、消費の弱さを補うには不十分といえよう。

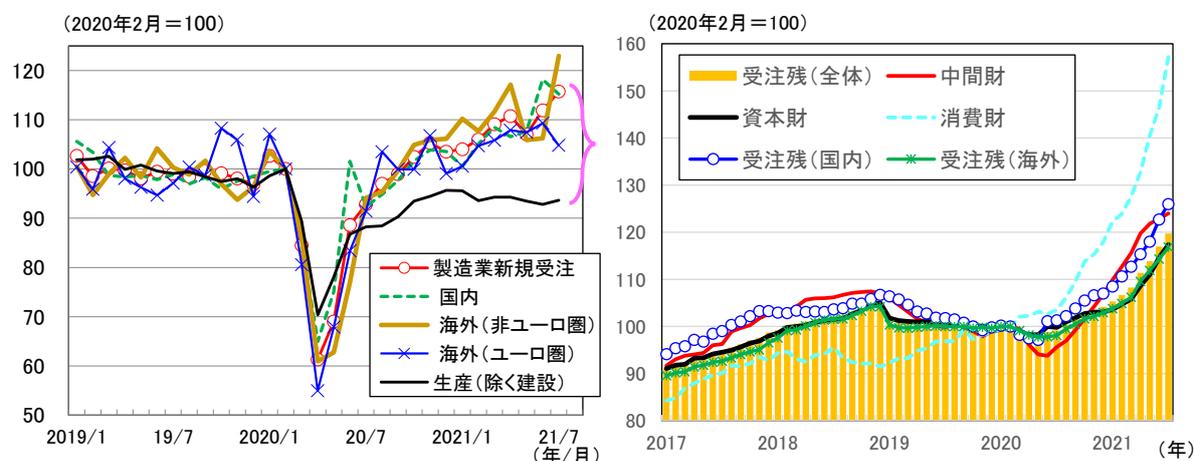
7月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+1.5%と3ヵ月ぶりに増加し、初めてコロナ禍前（2020年2月）の水準を上回った。ただ、受注動向と比較すると動きは鈍く、ユーロ圏の受注と生産の乖離は一段と広がった。カテゴリー別では、消費財が引き続き好調であり、加えて資本財が3ヵ月ぶりにプラスに転じたが、エネルギーの減少が全体のプラス幅の一部を相殺した。主要国が揃って増加する中、ドイツも同+1.0%と4ヵ月ぶりに増加した。ドイツの鉱工業生産の中身を見ると、中間財が2ヵ月連続で減少したが、消費財と資本財が増加した。依然として自動車の

生産は同▲0.6%と7ヵ月連続で減少し、コロナ禍前の水準を4割も下回ったままである。

7月のユーロ圏の製造業受注は前月比+3.8%と2ヵ月連続で増加し、特に海外からの受注が同+4.5%と大幅に増えた。ドイツの製造業受注は同+3.4%と2ヵ月連続で増加し、過去最高水準を更新した。内訳を見ると、ドイツ国内(同▲2.5%)やユーロ圏内(同▲4.1%)からの受注が減少したが、ユーロ圏外からの受注が同+15.7%と大幅に増加したことが牽引役となった。急増したユーロ圏外について、ドイツ連邦統計庁によると、6月に続いて造船セクターからの大規模な受注があったことが影響しており、7月は海外からの船舶の受注が急増した。輸送機器のうち、自動車に関しては内外ともに受注が落ち込んだが、船舶や鉄道等の受注増が補った。

引き続き、ドイツ製造業はサプライチェーン問題に直面しており、コロナ感染が拡大する東南アジアでは移動制限が強化されたために、原材料・部品等の生産がストップし港湾施設での輸送スケジュールに遅れが生じ、遠く欧州の地での製造業の生産調整(工場の稼働停止)の長期化を余儀なくされている。一方、受注残高はコロナ禍前よりも約2割高くなっている(2015年1月の統計開始以来の最高水準)。財別に見ると、消費財が大幅に積み上がり、中間財、資本財の順番になっており、川下ほど注文が滞っている。消費者が欲する商品がなければ、コロナ禍で先送りされた過剰貯蓄の消費としての顕在化も、期待ほど高まらない可能性がある。また、資本財の受注残の解消が後ずれすると、企業は計画通りに設備投資が実施できず、経営戦略の見直しも迫られるかもしれない。

図表2 ドイツの製造業受注・生産の推移(左)、製造業受注残(右)



(出所) ドイツ連邦統計庁、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 企業の景況感に頭打ち感 ~ 期待の剥落、製造業よりもサービス業の動向に注目

8月のユーロ圏の景況感指数(総合、欧州委員会発表)は117.5と7ヵ月ぶりに前月水準を下回った。ユーロ圏19カ国のうち過半数の12カ国の景況感指数が前月から低下し、改善したのは6カ国にとどまった(1カ国が横ばい)。景況感指数の4割を占める鉱工業の景況感(9ヵ月ぶり)や3割を占めるサービス業(7ヵ月ぶり)、2割を占める消費者マインド(2ヵ月連続)が揃って悪化した。経済活動の正常化が進んできた中で、部品不足等の供給サイドの問題や感染の拡大がマイナスに寄与した可能性がある。ただ、いずれも高水準で推移する中での調整であ

り、トレンドが変わったとまではいえないだろう。また、雇用期待は2018年11月以来の高水準に上昇し、欧州委員会によると、建設や小売、サービス業の採用計画の改善が牽引している。このように、企業の採用意欲は強く、堅調な雇用環境が景気を下支えするとみられる。他方で、企業にとっては、人手不足が賃金上昇を通じて、収益環境を圧迫する一因になる恐れがある。

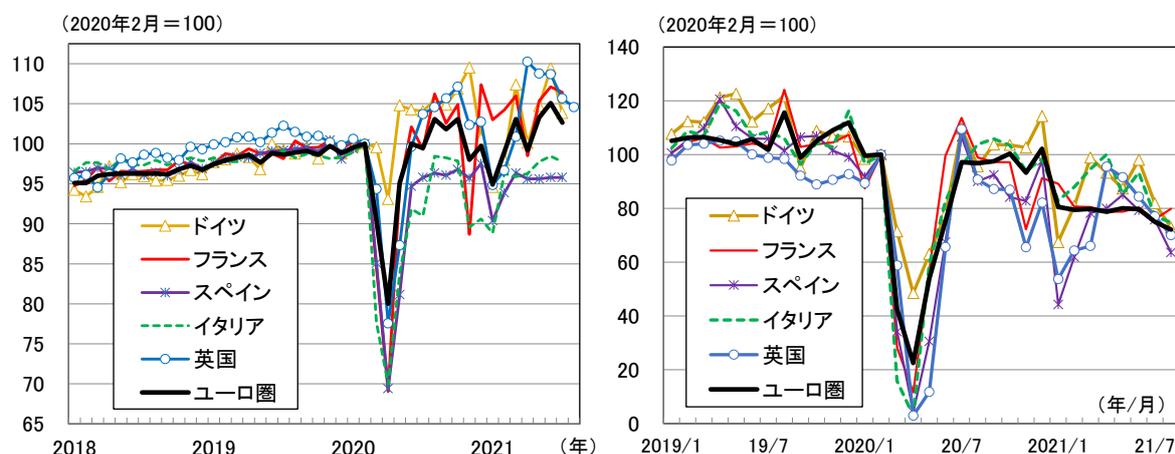
足もとのインフレ率上昇を受けて、企業の販売価格の見通し（今後3ヵ月）は上昇傾向が続いている。鉱工業と小売業が上昇、ともに過去最高を更新しており、企業の値上げ計画がインフレ圧力を高める可能性がある。一方、サービス業は高水準ながらも、前月から小幅低下し、業種によってコスト上昇圧力が異なるようだ。

### 個人消費は総じて停滞 ～ 新車登録台数は減少傾向

7月のユーロ圏の小売売上は前月比▲2.3%と3ヵ月ぶりに減少した。食品飲料・たばこは4ヵ月連続で減少し、非食料（除く自動車燃料）も同▲3.5%とマイナスに転じた。中でもインターネット・通信販売は同▲7.3%と6月に続いて大きく落ち込み、2ヵ月間で1割低下した。とはいえ、コロナ禍前の水準を25%上回っており、コロナ禍前からの拡大トレンドの延長上にあるといえよう。行動制限の緩和によって、巣ごもりから実店舗での買い物に、財購入からサービス支出へ、そして家の中の食事からレストラン・カフェでの飲食へと揺り戻しが前月に続いて生じたと考えられる。国によってばらつきがあり、アイルランド同▲5.9%、ドイツ同▲4.5%、オーストリア同▲3.9%等が大きく落ち込む一方、マイナスを回避した国は僅かだった。

減少率が大きかったドイツの場合、過去2ヵ月分が高かったことの反動もあろうが、7-9月期のスタートで躰いた格好だ。ドイツ連邦統計庁は、比較対象となる6月の小売売上が、ドイツ全土でコロナ感染が減少し、連邦政府の緊急ブレーキの解除によって、高い伸びとなったことに留意する必要があると指摘する。また、月半ばに西部で発生した洪水の悪影響もあったとみられる。記録的な豪雨によって大規模な洪水が発生した地域の多くにおいて、小売売上は減少した。一方で、ユーロ圏の新車登録台数は2021年に入ってから概ね横ばいで低迷し、コロナ禍前の水準を約2割下回ったままである。依然として、半導体の供給不足が自動車生産を抑制し、新車販売も低迷しているという構図は解消されていない。

図表3 欧州各国の実質小売売上高（除く自動車）（左）、新車登録台数の推移（右）



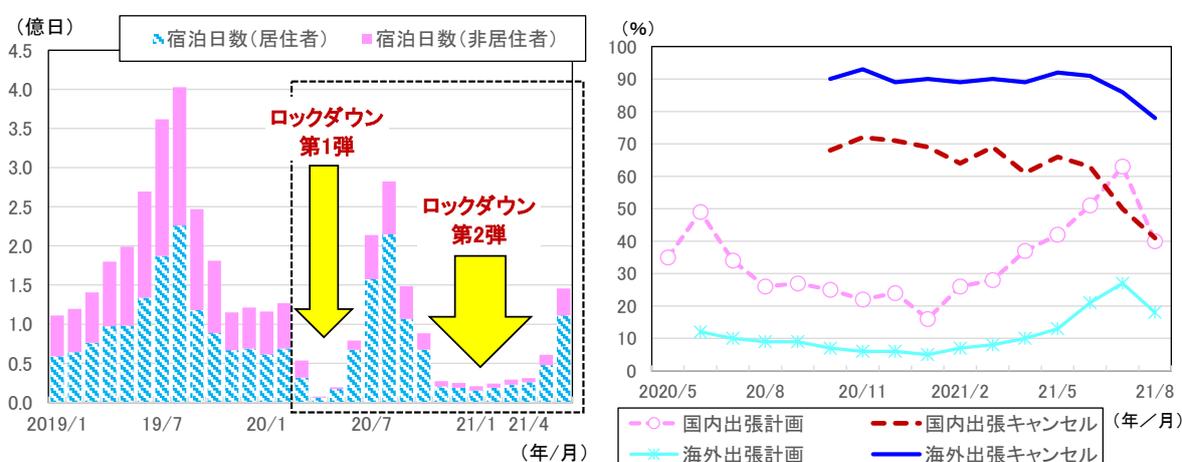
(出所) Eurostat、ECB、ONS（英国国家統計局）、Haver Analytics 資料より大和総研作成

コロナ禍で支出する機会が限られ繰り返されてきた家計の購買力が、制限緩和や経済活動の再開に伴って徐々に顕在化し、対面が中心のサービスや人の自由な移動が前提の旅行需要などに広がっていくだろう。ユーロ圏における延べ宿泊日数は、コロナ禍の2020年全体では前年の半分以上に落ち込み、2021年に入っても低迷したままだが、各国の行動制限が緩和された6月から増加傾向にある。ただ、海外からの人の移動の場合、旅先である受け入れ国の緩和だけでは人は動かず、帰国時の要件も緩和される必要がある。宿泊日数の半分近くを占める非居住者が順調に回復するかは不透明であり、当面は域内・国内の移動がメインとなるだろう。国連世界観光機関と国連貿易開発会議が6月末に公表した報告書では、世界の観光産業がコロナ禍前の水準に回復するのは2023年と予想している。

一方、ビジネス利用客の回復は、企業のビジネスモデルに変化が見られることから、コロナ禍前の姿に戻るには一層時間を要するとみられる。コロナ禍で強いられた在宅勤務は新しい働き方として一定の市民権を得て、在宅勤務を考慮した勤務体制やビジネスモデルの構築が進んだ。つまり、ワクチン接種が進んだ後でも、オフィス勤務と在宅勤務の併用が一般的になりつつある。また、物理的な移動を伴うビジネス出張は、在宅勤務下で普及したビデオ会議等の活用で代替され、経済の正常化が進んでもその必要性は低下したままである。移動時間がかからない等の効率性や出張費等のコストの問題、さらには航空機等の利用を控えてCO<sub>2</sub>排出量削減に取り組む企業としての姿勢など様々な要因が、ビジネス旅行支出の回復を遅らせるとみられる。このようなビジネスの構造変化は、航空業界や旅行業界の経営に大きな打撃となる。活路は、業務の効率向上で余暇時間が増えた人々の旅行ニーズの喚起と、いかにそれを取り込めるかになるだろう。

GBTA(Global Business Travel Association)が実施している調査によると、海外出張は、国内出張に比べて近い将来に予定されている割合が低く、直近でも約8割がキャンセルになっている。状況は少しずつ改善しているものの、海外出張はそもそも計画されておらず、しかも実際に実行される確率が低いのが現状である。もっとも、欧州に拠点を置く企業は、他の地域の企業に比べると足もとで海外出張計画に積極的になりつつある。

図表4 ユーロ圏の延べ宿泊日数の推移（左）、世界のビジネス利用客の動き（右）



(注) 左図：2020年1月以降は推定値。

右図：対象は世界中の企業。出張計画は近い将来（今後1-3カ月のうち）に予定している。

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

## ECBは買入のペースダウンを発表するも、他の政策判断は先送り ~ インフレ見通しは引き上げ

8月のユーロ圏CPI(HICP)は前年同月比+3.0%と2011年11月以来、約10年ぶりの高い伸びとなった。前年比寄与度の内訳は、エネルギー+1.44%ptと大きくインフレ率を押し上げており、非エネルギー生産財+0.65%pt、食品・アルコール・たばこ+0.43%pt、サービス+0.43%ptと続く。8月の高い伸びの約5割はエネルギー価格上昇によるものだが、それ以外の項目も着実に高まっている。特に、生活必需品であるエネルギーや食品等の価格上昇は家計の負担感を増し、これらの支出のウェイトが大きい低所得層ほどその傾向が強まろう。また、コアベース(エネルギー、食品、アルコール飲料・たばこを除く)では前年同月比+1.6%に加速し、2012年7月以来の高い伸びだった。国別では、エストニアやリトアニア(いずれも同+5.0%)、ベルギー(同+4.7%)、ラトビア(同+3.6%)と高い一方、マルタ(同+0.4%)やギリシャ(+1.2%)、ポルトガル(同+1.3%)とユーロ圏全体の半分以下の低い伸びの国まで広範囲に分布している。主要国4カ国では、ドイツが同+3.4%、スペイン同+3.3%が3%超、フランス同+2.4%とイタリア同+2.5%と二極化した。

ECBは、9月9日に開催された金融政策理事会で従来の量的緩和策の枠組みを維持した。つまり、政策金利は据え置かれ、フォワードガイダンスやPEPP(少なくとも2022年3月末まで上限1.85兆ユーロの純買入、少なくとも2023年末までの残高維持のための再投資)等は変更なしとサプライズはなかった。一方、市場の関心が高かったPEPPに基づく資産買入に関する方針については、純資産買入を過去2四半期よりも適度に低いペースにしても、良好な資金調達条件を維持できると判断したとして、半年前に示した方針(かなり速いペースで買い入れる)から幾分ペースダウンすることを明らかにした。

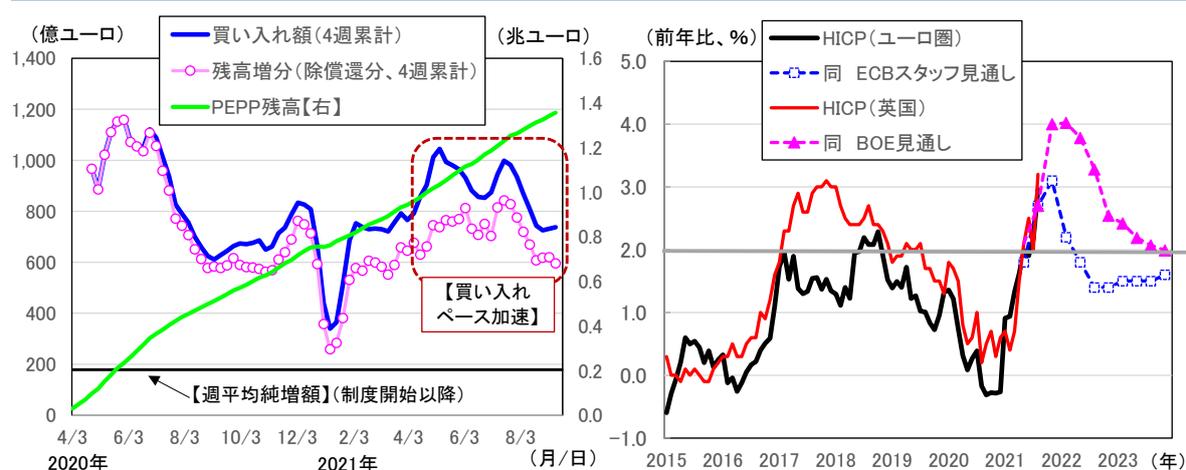
今後の具体的な出口戦略としては、まず①PEPPの買入スペースをどうするか。②現行の取り決め(1.85兆ユーロ・2022年3月)に従ってPEPPを終了させるか。ハト派の中には、コロナ感染という不透明さから恒久化を模索する動きもあったが、経済活動の正常化やインフレ率上昇を背景に、緊急措置であるPEPPの終了がコンセンサスになっている。そして、③PEPP終了後、コロナ禍前からあった通常の資産購入プログラムAPPを、ECBの政策目標であるインフレ率を目標の2%で安定させるためにどのように修正していくかが焦点になろう。①は別にして、②と③は急いで決める必要はなく、年内時間をかけて議論すればいいという見解がECBメンバーから上がっていたが、実際、9月の結果は、①目先のPEPPの買入規模をペースダウンさせる一方、②PEPPの最終的な決着や③その後の対応の判断は先送りするという妥協案となった。

なお、9月の会合前に実施された市場関係者等への金融政策に関する調査によると<sup>2</sup>、市場コンセンサス(Median、以下同じ)は次のECBのアクションは利上げと予想し、そのタイミングは対象金利によって異なるが、2024年末から2025年央にかけて10-25bpの利上げを見込んでおり、3ヵ月前の調査に比べると利上げが半年ほど先送りされた格好だ。同様に、マイナス金利(預金ファシリティ金利)を脱する時期も後ずれして2026年と予想し、利上げペースは非常に緩慢である。PEPPの行方については、2021年10-12月期から買入規模がペースダウンし2022年3

<sup>2</sup> 今回の Survey of Monetary Analysts は 8月23-27日に実施、26の機関が回答。

月末で純買入が概ね終了、その後は 2023 年末まで残高が維持されるのがコンセンサスである。2024 年以降に削減と想定されているが、削減幅は 2024-25 年で年 100 億ユーロ未満にすぎず、概ね再投資継続が見込まれている。従って、PEPP が存在しなかったコロナ禍前の状況に戻るには相当な期間を要する。また、PEPP 後の対策として注目される APP は、2022 年 4-6 月期から買入ペース（現在は月 200 億ユーロ）が一時的に 1.5~2 倍に増額すると予想されている。なお、このような金融政策を見込むコンセンサスのインフレ見通しは、9 月時点の ECB 予想よりも低い水準（2%台後半）でピークアウトして、鈍化するというものだった。

図表 5 PEPP の進捗状況（左）、ユーロ圏・英国のインフレ率 [HICP 上昇率] の見通し（右）



(注) 右図：ユーロ圏は9月時点のECBスタッフ見通し、英国は8月時点見通し（市場予想の政策金利を前提）。  
(出所) ECB、Eurostat、BOE、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### ドイツの総選挙では、どのような組み合わせの連立政権が発足するかが注目される

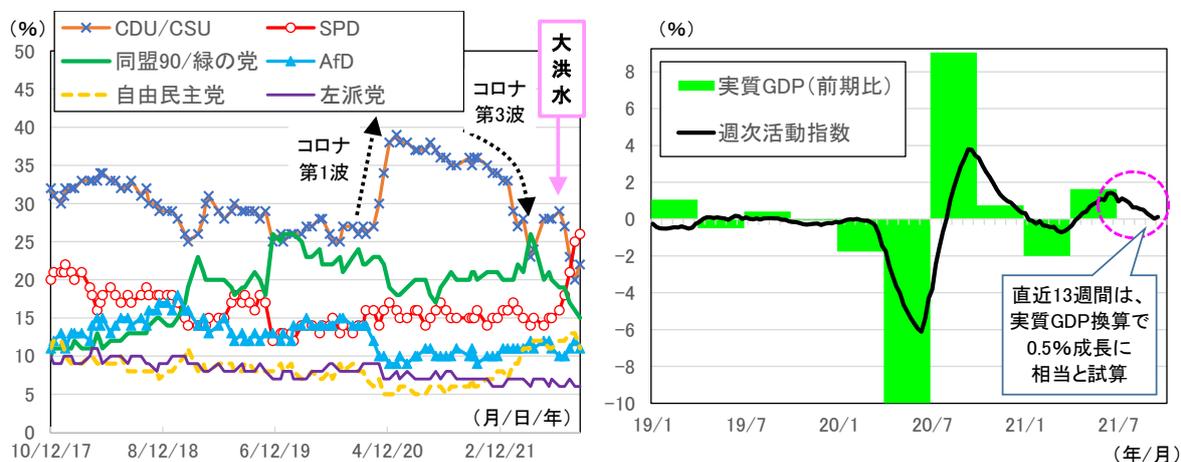
4年間の任期満了を受けて、9月26日にドイツ連邦議会の総選挙が予定されている。16年間トップだったメルケル首相が引退を表明しており、次のリーダーを決める選挙となる<sup>3</sup>。前回2017年の総選挙ではCDU/CSU、SPDともに得票率を減らして多党化に拍車をかけた。直近の世論調査がそのまま得票率に反映されると仮定すれば、メルケル首相の与党であるCDU/CSUは戦後最低の得票率になる公算が大きい一方、SPDは史上最低の得票率だった前回から改善するものの、全体の1/4にすぎず、シュレーダー政権（1998年10月～2005年11月）時の約4割にはほど遠い。また、2大政党の合計得票率は1950年代から2000年代初めまで平均8割超だったが、メルケル政権下では低下傾向を辿り、前回は53.5%と辛うじて過半数を維持した。今回は初めて5割を割り込む可能性があり、前回以上に各政党間の差が縮小する分散化が進むとみられる。

このように、現時点では3割を超す支持率を集めている政党はなく、連立政権の樹立が現実視される中でいくつかの組み合わせが想定されることから、連立協議は長期化するだろう。実際、過去の総選挙から政権発足までに要する期間は概ね1ヵ月、長くて2ヵ月だったが、メルケル政権になってから第1党と第2党による大連立が一般化し（16年の任期中12年間はCDU/CSU

<sup>3</sup> ドイツは日本に比べると長期政権となる傾向があり、戦後の首相経験者数はメルケル首相で8人目（90年の東西ドイツ統一以前は西ドイツの首相でカウント）、それに対して、戦後日本は菅首相で34人目と、ドイツの4倍以上にのぼる。

と SPD による大連立)、政権発足のための協議期間が長期化し、メルケル第4次政権が発足したのは総選挙実施から約半年後であった<sup>4</sup>。明確な方針が定まらない状態が長期化することは、経済運営の観点からもリスク要因として認識されるだろう。

図表6 ドイツの各政党の支持率の推移（左）、ドイツ週次活動指数（右）



(出所) Infratest dimap、ドイツ連邦銀行、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 英国経済

### 4-6 月期の高成長の後、7 月は勢いが鈍化

4-6 月期の英国経済は、個人消費が牽引役となって、ユーロ圏のみならず、米中などを含めた世界の中で高成長を実現した。ただ、7 月以降は消費関連を中心に動きが鈍くなっている。同時に、堅調な需要だけでなく、サプライチェーン問題や実質的な EU 離脱がもたらす構造要因等が相まって、供給サイドからもインフレ圧力を高める動きが見られる。上昇するコストを企業が自らの経営努力で吸収するのか、それとも消費者への転嫁でしのごのか、注目される。

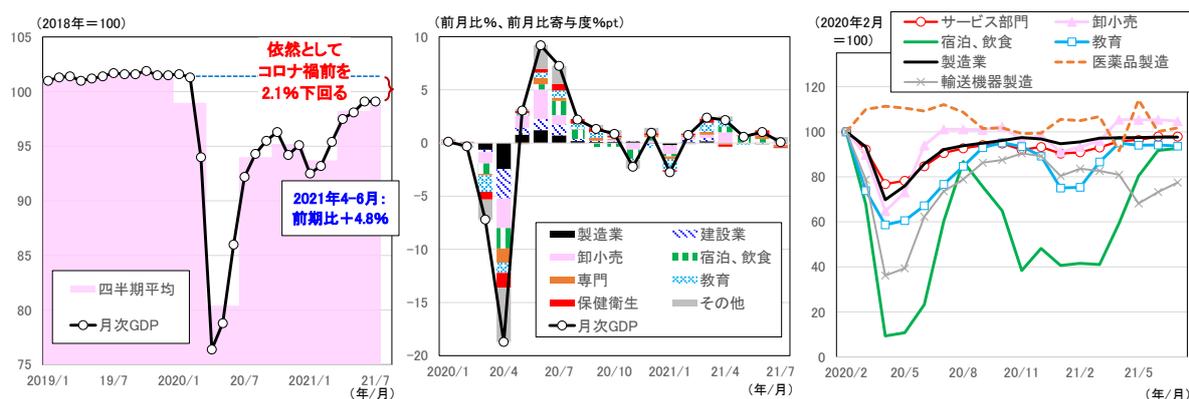
英国の7月のGDPは前月比+0.1%と6ヵ月連続で増加し、コロナ禍前(2020年2月)を2.1%下回る水準まで回復してきた。ただ、事前予想を下回り、ここ半年でも最も低い伸びにとどまった。3月以降の段階的な行動制限解除の過程で大幅増となった月もあったが(3-4月は2%超)、7月はほぼ制限がなくなったにもかかわらず、感染拡大でむしろ伸びしろが限定的だった形である。具体的には、コロナ感染拡大に伴って、自己隔離を余儀なくされた労働者が増加し、生産活動や対面サービス活動等が、部分的・一時的にストップする事態が生じた。

鉱業を中心に生産部門は増加したが、建設業のマイナスが相殺した。サービス部門全体では横ばいで推移した。サービス部門のうち、情報通信、金融保険、芸術娯楽レクリエーション等がプラスに寄与した。前月比+9.0%と高い伸びとなった芸術娯楽レクリエーションは、7月19日から行動制限措置が最終ステップに移行し、ソーシャルディスタンス等が解除されたため(人数制限の解除)、スポーツクラブや遊園地、屋外イベント等の活動が押し上げた。また、情報通信は、コンピュータプログラミングやコンサルティングが寄与した。対照的に、専門・科学・技

<sup>4</sup> 第3次政権発足には約3ヵ月要したが、大連立ではなかった第2次政権から枠組みが変わったため、協議に時間がかかったみられる。

術サービスは同▲2.3%と減少したが、広告や法務活動の減少が響いた。ONS（英国国家統計局）によると、法務活動や不動産活動のマイナスは、住宅取得に関する減税措置が6月までで終わり（駆け込み購入の終了）、7月に入ってその反動が顕在化した。一方、生産部門は、メンテナンスのために一時的に閉鎖されていた油田生産が再開したことで鉱業等が押し上げた。また、建設業も同▲1.6%と4ヵ月連続で減少した。建設資材（鉄鋼やコンクリート、木材等）の調達に滞ったことによる価格高騰が、建設業のマイナスの主因である。製造業はほぼ横ばいとどまったが、企業が求める能力の人材が不足して、生産が滞った一面もあるとみられる。

図表7 月次GDP ~ 推移（左）、前月比の要因分解（中）、業種別コロナ禍前との比較（右）



（出所）ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

8月の小売売上高は前月比▲0.9%と4ヵ月連続で減少した。市場のプラス予想に反し、行動制限の緩和によって大幅増（同+9.3%）となった4月分の約6割を4ヵ月間で相殺した形である。小売売上の約4割を占める食品飲料は同▲1.2%と2ヵ月連続で減少したが、ONSによると、行動制限のさらなる緩和によってレストランやバーでの飲食が一段と盛んになったことから、スーパー等の食品・飲料の売上が減ったとみられる。同時に、非食品飲料の売上也同▲1.0%と3ヵ月連続で減少した。スポーツ用品やコンピュータの落ち込みが響いた。対照的に、自動車燃料（同+1.5%）は、人々が旅行で活発に動いたことを反映している。

## 8月のインフレ率はBOEの想定を上回る ~ BOEはECBよりも一歩先に政策判断をする可能性

8月のCPI（HICPベース）は前年同月比+3.2%、エネルギー、食品、アルコール飲料・たばこを除くコアでも同+3.1%となり、いずれも7月から上昇幅が1.2~1.3%ptも拡大した。ONSによると過去にない上昇幅ではあるが、特殊要因が作用した可能性があるという。つまり、昨年8月は、政府の期間限定の外食支援策「Eat Out to Help Out」によってレストランとカフェでの飲食サービス価格が割り引かれて（VATが20%から5%に引き下げ）、インフレ率が一時的に押し下げられた。その反動が表面化した格好である。「Eat Out to Help Out」の割引がなければ、2021年8月のインフレ率は0.3%pt引き下げられたという。また、輸送が8月の最大の押し上げ要因であり、主にガソリン価格上昇が寄与した。引き続き、コロナ禍で人々が公共交通機関の代替手段としてニーズが高まったために、中古車価格が上昇した。通常、中古車価格は4月~8月にかけて横ばいで推移するパターンだが、ONSによると、2021年は4月から8月の間で2

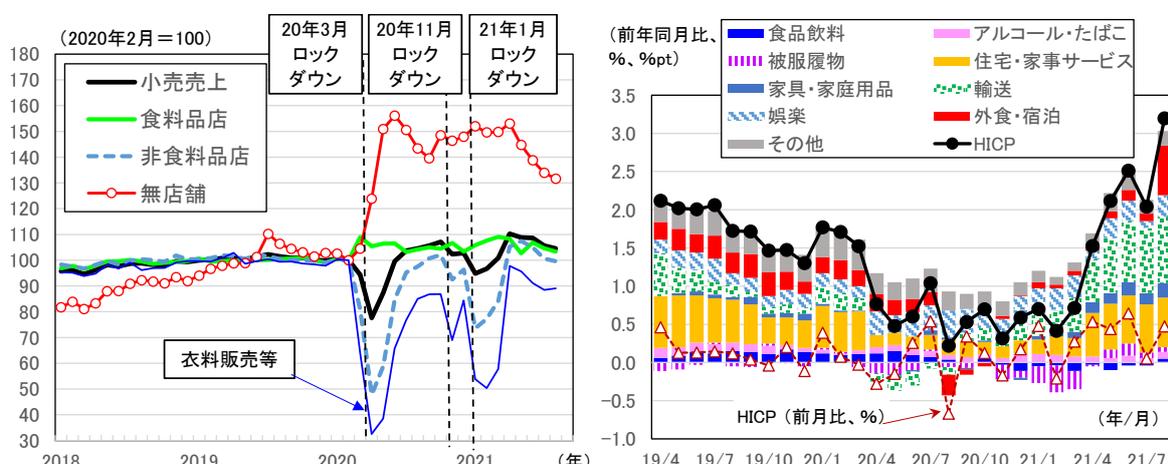
割近くも中古車価格が上昇している。半導体不足で新車の供給が限定される中、消費者のニーズが中古車に向かったという。

なお、英国では、9月に入ってからガス価格が急騰している。もともと、昨年末からのエネルギー価格の上昇傾向を受けて、ガス料金や電気料金が見直されて利用者の負担が増える旨が通知されていた。ここもとの急騰により、ガスを利用する企業活動や家計に大きな打撃になる恐れがあるとクローズアップされている。価格急騰の端緒は英国内の送電設備火災とされるが、環境問題に対処するための脱炭素化の流れの中で、石炭や石油から天然ガスに需要がシフトし、暖房需要が高まる冬を前に価格が押し上げられてきた。構造的なシフトを考えると、価格が大幅に調整するとは想定しにくい。

BOEが8月に公表した見通しでは、年後半以降のインフレ率は、前年がコロナ禍の影響で押し下げられた反動（ベース効果）に加えて、エネルギー価格の上昇によって高まっており、2021年10-12月期から2022年1-3月期にかけて前年同期比+4.0%（間接税の影響を除くと約3%）と2%を大きく上回る水準に達すると見込まれる。その後は一連の押し上げ要因が剥落するとして、インフレ率上昇は徐々に鈍化していくという想定である。ただ、ECBが9月に公表したインフレ見通しは、6月時点から大幅に引き上げられたとはいえ、2021年10-12月期の同+3.1%でピークアウトし、2022年半ばにはインフレ目標の2%を下回る（参照：前掲図表5右）。

ECB（2%超は1年未満）に比べると、BOEの描くインフレ率の軌道は大幅かつ2年半と長期にわたって2%を上回る（間接税の影響を除いても2023年は2%超と見込む）。さらに、8月のCPIはBOEのインフレ見通し<sup>5</sup>をやや上回る上昇率となり、足もとのインフレ加速が一時的な現象かどうか、あるいはインフレ判断を一段と引き上げる必要があるか、BOEは慎重に見極める必要があるようだ。政策変更を検討するための最低限の環境が整ったと考えるメンバーがベイリー-BOE総裁や両副総裁を含めて半数を占めることが明らかになり、政策判断を12月等に先送りしたECBに比べると、BOEの出口戦略（金融政策の転換）の点では一歩進んでいる感じである。

図表8 実質小売上の推移（左）、CPIの要因分解（右）



(注) 右図：棒グラフの寄与度分解は帰属家賃を含むベース。

(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

<sup>5</sup> BOE スタッフによる推計は一旦7月に前年比+2.1%に鈍化し、8-9月は同+3.0%に再加速するというもの。

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2020				2021				2022				2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-13.2%	-39.1%	60.9%	-1.7%	-1.1%	9.2%	5.2%	3.8%	4.2%	3.3%	2.9%	2.5%	-6.5%	4.7%	4.1%
家計消費支出	-16.0%	-42.4%	71.6%	-11.8%	-8.2%	15.8%	10.8%	6.6%	5.4%	4.0%	3.0%	2.4%	-8.0%	3.2%	6.1%
政府消費支出	-0.4%	-10.5%	24.3%	2.8%	-1.9%	5.0%	3.5%	1.6%	0.8%	0.4%	0.2%	0.1%	1.4%	3.5%	1.3%
総固定資本形成	-16.9%	-58.4%	68.4%	11.5%	-0.8%	4.6%	8.3%	5.7%	6.1%	4.1%	4.3%	3.6%	-7.5%	4.9%	5.4%
輸出等	-13.8%	-56.0%	84.6%	17.4%	2.7%	9.0%	6.8%	4.9%	5.4%	5.5%	5.8%	5.5%	-9.3%	9.0%	5.8%
輸入等	-10.7%	-59.5%	56.2%	20.6%	1.8%	9.4%	9.7%	8.0%	6.1%	5.6%	5.5%	5.0%	-9.2%	7.2%	6.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-3.0%	-14.5%	-4.0%	-4.4%	-1.2%	14.3%	2.8%	4.2%	5.6%	4.1%	3.6%	3.2%	-6.5%	4.7%	4.1%
家計消費支出	-3.7%	-16.2%	-4.5%	-7.5%	-5.4%	12.6%	0.9%	5.9%	9.6%	6.7%	4.8%	3.7%	-8.0%	3.2%	6.1%
政府消費支出	1.1%	-1.9%	2.9%	3.3%	2.9%	7.1%	2.3%	2.0%	2.7%	1.6%	0.8%	0.4%	1.4%	3.5%	1.3%
総固定資本形成	6.1%	-20.5%	-4.2%	-10.2%	-6.2%	18.2%	5.8%	4.4%	6.2%	6.1%	5.1%	4.5%	-7.5%	4.9%	5.4%
輸出等	-3.0%	-21.0%	-8.6%	-4.8%	-0.5%	24.8%	8.9%	5.8%	6.5%	5.6%	5.4%	5.5%	-9.3%	9.0%	5.8%
輸入等	2.9%	-20.7%	-9.4%	-9.2%	-6.1%	20.4%	10.2%	7.2%	8.3%	7.4%	6.3%	5.6%	-9.2%	7.2%	6.9%
鉱工業生産（除く建設）	-5.7%	-20.1%	-6.7%	-1.3%	3.1%	22.4%	3.0%	4.9%	6.8%	4.8%	4.1%	3.6%	-8.5%	7.8%	4.8%
実質小売売上高	-1.3%	-6.8%	2.6%	1.2%	2.4%	11.8%	2.9%	5.4%	7.3%	5.8%	4.8%	4.3%	-1.0%	5.5%	5.5%
消費者物価	1.1%	0.2%	-0.0%	-0.3%	1.1%	1.8%	2.9%	3.0%	2.1%	1.7%	1.5%	1.5%	0.3%	2.2%	1.7%
生産者物価	-1.7%	-4.5%	-2.7%	-1.7%	2.1%	9.2%	9.0%	5.1%	2.5%	1.5%	1.3%	1.4%	-2.6%	6.3%	1.6%
失業率	7.3%	7.6%	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%	7.7%	7.7%	7.6%	7.7%	7.6%	7.7%	7.9%	7.9%	7.6%
10億ユーロ															
貿易収支	70.2	26.8	62.2	75.5	69.3	38.8	70.5	62.9	61.5	63.8	65.2	66.6	234.7	241.5	257.1
経常収支	57.3	26.5	68.0	87.4	102.5	58.3	83.7	78.0	77.3	78.2	79.8	82.0	239.1	322.4	317.3
財政収支	-87.5	-320.4	-187.0	-234.7	-215.2								-819.5	-910.7	-452.2
独 国債10年物（期中平均）	-0.41%	-0.45%	-0.47%	-0.57%	-0.42%	-0.22%	-0.38%	-0.32%	-0.29%	-0.24%	-0.20%	-0.20%	-0.48%	-0.33%	-0.23%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（9月20日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表10 英国経済・金利見通し

	2020				2021				2022				2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-10.9%	-57.9%	87.1%	5.2%	-6.2%	20.7%	8.7%	6.3%	3.5%	2.6%	2.2%	1.6%	-9.8%	6.7%	5.1%
家計消費支出	-10.1%	-60.6%	105.3%	-6.5%	-17.2%	32.5%	12.2%	8.9%	4.5%	3.4%	3.2%	3.0%	-10.6%	4.3%	7.3%
一般政府消費支出	-7.2%	-53.1%	79.6%	29.4%	6.2%	26.5%	2.4%	1.8%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%	-6.5%	14.4%	2.4%
総固定資本形成	-4.5%	-60.4%	100.4%	18.7%	-6.8%	-2.1%	5.5%	5.5%	6.0%	6.0%	4.8%	4.4%	-8.8%	4.7%	5.1%
輸出等	-48.1%	-34.3%	-1.9%	23.7%	-21.5%	16.9%	14.4%	7.7%	5.5%	5.0%	4.5%	4.2%	-16.4%	0.1%	7.3%
輸入等	-25.8%	-61.9%	73.6%	52.7%	-44.1%	28.4%	26.5%	10.8%	8.1%	6.8%	7.2%	6.5%	-17.8%	2.2%	11.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-2.2%	-21.4%	-8.5%	-7.3%	-6.1%	22.2%	6.7%	6.9%	9.6%	5.2%	3.6%	2.5%	-9.8%	6.7%	5.1%
家計消費支出	-2.3%	-23.0%	-7.9%	-9.2%	-11.0%	20.5%	3.6%	7.6%	14.1%	7.2%	5.0%	3.5%	-10.6%	4.3%	7.3%
一般政府消費支出	-0.4%	-19.5%	-6.0%	0.3%	3.7%	32.9%	15.5%	8.8%	7.5%	1.4%	0.8%	0.4%	-6.5%	14.4%	2.4%
総固定資本形成	-2.5%	-21.8%	-8.2%	-2.6%	-3.2%	21.4%	3.4%	0.4%	3.7%	5.7%	5.6%	5.3%	-8.8%	4.7%	5.1%
輸出等	-7.9%	-16.5%	-21.0%	-19.8%	-11.0%	2.7%	6.8%	3.1%	11.0%	8.1%	5.6%	4.7%	-16.4%	0.1%	7.3%
輸入等	-16.9%	-28.3%	-18.9%	-7.0%	-13.3%	17.4%	8.5%	0.1%	18.1%	12.8%	8.2%	7.1%	-17.8%	2.2%	11.3%
鉱工業生産	-4.4%	-18.9%	-5.4%	-3.2%	-1.6%	18.3%	4.8%	5.0%	7.1%	3.7%	2.4%	1.5%	-8.0%	6.1%	3.6%
実質小売売上高	-2.0%	-12.5%	3.1%	3.7%	-0.9%	23.9%	1.8%	7.2%	11.6%	6.9%	5.3%	4.3%	-1.9%	7.5%	6.9%
消費者物価	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	2.1%	2.7%	3.7%	3.7%	3.3%	2.9%	2.2%	0.9%	2.3%	3.0%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	-1.9%	-1.7%	-0.7%	1.0%	4.2%	5.5%	3.9%	2.8%	1.6%	1.3%	1.1%	-1.0%	3.6%	1.7%
失業率	4.0%	4.1%	4.8%	5.2%	4.9%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.4%	4.5%	4.8%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-30.2	-14.0	-31.9	-43.3	-29.9	-32.8	-35.8	-37.0	-38.2	-39.0	-40.2	-41.3	-119.4	-135.5	-158.6
経常収支	-19.1	-14.3	-14.3	-26.3	-12.8	-17.8	-21.3	-22.4	-23.3	-24.0	-25.0	-25.9	-73.9	-74.2	-98.1
財政収支	3.3	-117.0	-70.1	-61.2	-40.9	-65.5	-45.0	-25.0	-35.0				-245.0	-176.3	
国債10年物（期中平均）	0.60%	0.30%	0.25%	0.34%	0.61%	0.87%	0.70%	0.75%	0.80%	0.88%	0.92%	0.95%	0.37%	0.73%	0.89%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（9月20日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研