

2021年10月20日 全12頁

欧州経済見通し スタグフレーションの影

迷彩服を着たサンタがガソリンだけでなく、プレゼントも運ぶ可能性

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- 欧州全体の新型コロナウイルス（以下、コロナ）感染状況が概ね横ばい状態にある中、英国など一部の国では、新規感染者が再び増加する傾向が見られる。もっとも、入院患者（重症者）や死亡者は総じて抑制されているため、ワクチン接種の対象範囲の拡大や追加接種で対応しており、行動制限の解除や経済正常化の流れは止まらない。
- 経済活動の正常化に伴って、欧州経済の見通しは上方修正が続いてきた。10月にIMFが発表した2021年の欧州全体の成長率予想もその例外ではない。だが、個別には下方修正の動きが見られ、その代表例がユーロ圏最大のドイツと、行動制限をいち早く解除した英国である。
- コロナ感染の影響も受けた供給サイドのボトルネックが長期化し、生産活動は停滞、価格は上昇している。加えて、エネルギー価格の高騰が、企業や家計の行動に影響を及ぼしており、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、スタグフレーションに陥るとみられる。ECBが想定するように、インフレ圧力の上昇は一時的の見極める必要があるが、総じて“一時的”状態が長期化かつ深刻化しているのが現実だ。
- 人手不足に直面する英国では、ガソリン・パニックに対応するため、軍にスタンドへの燃料輸送を担わせた。一方、世界規模のサプライチェーン問題は、輸送力不足や港湾での遅延によって増幅されており、ホリデー商戦を前にして、おもちゃ等の商品が店頭に並ばないリスクが懸念される。ホリデー商戦は小売業の重要な書き入れ時であり、売上が立たない企業、欲しい物が手に入らない消費者双方にとって、サプライチェーン問題の長期化は大きな痛手である。短期ビザの発給といった小手先の対応では限界があり、緊急事態であるとして、政府が軍におもちゃを運ぶことを要請するかもしれない。

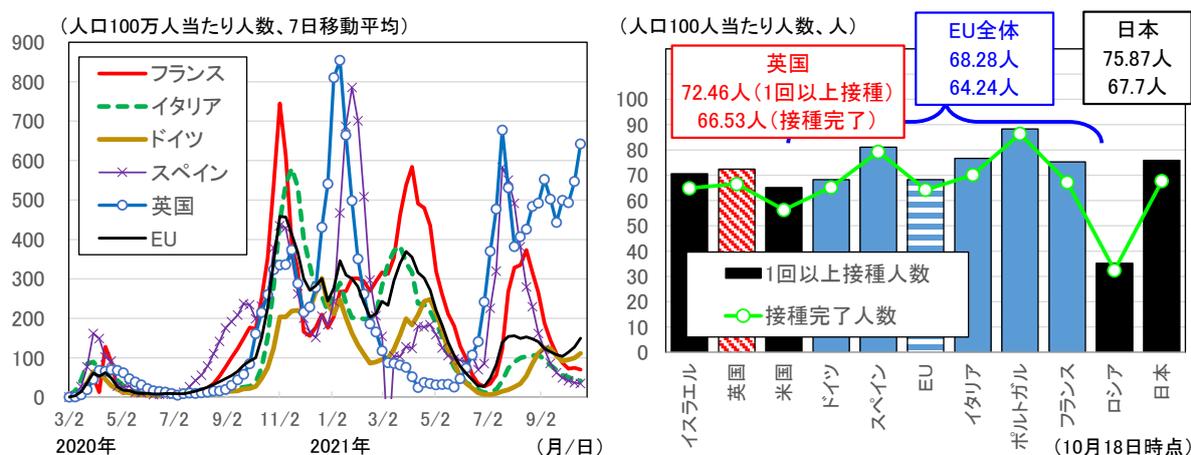
欧州のコロナ新規感染者は横ばいで推移 ～ 英国等、一部の国では再び増加傾向に

欧州における新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染状況は、8月半ば以降、横ばいで推移している。フランスやスペイン、イタリア、ポルトガルのようにコロナの新規感染者が低水準まで減っている国がある一方、英国やルーマニア等は再び増加傾向にある等、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である。もっとも、新規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では、8月末に「成人の7割のワクチン接種完了」という目標をクリアし、直近、EU/EEA30カ国ベースでは、ワクチン接種完了者は成人の74.7%（中央値）と上昇してきたが、最も高い国マルタ（91.7%）から最も低いブルガリア（23.5%）まで大きなばらつきが見られる（10月10日時点）。ワクチン接種未完了者に行動制限を課す等、事実上の接種義務化を図る動きが見られる。大陸欧州の中で対応が厳格なイタリアでは、10月15日より、労働者は、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・提示が求められ、仮に応じられない場合、働くことができず、罰金を科せられることになった。

英国（イングランド）は、ワクチン接種に注力しながら、経済の正常化を進めている¹。10月11日より、入国時に厳格な行動制限措置を課す対象レッドリストを50カ国超から7カ国に減らし、ワクチン接種完了者であれば入国後の対応が簡素になり、学校の秋季休暇期間にあたる10月24日からは安い簡便な検査方法も選択可能になる。もっとも、10月中旬に入って1日当たりの新規感染者数が4万人台と再び増加ペースが加速しており、偽陰性の疑いのある検査結果が多数判明したとも報道された。一方で、マスク着用が推奨されるロンドンの公共交通機関の中で、未着用者の割合が高まっているように個人的には感じられる。感染拡大のリスクが指摘される冬の到来を前に、政府が今一度コロナ感染対策を強化する場面が来るかもしれない。

図表1 欧州主要国の新規感染者数（左）とワクチンの接種状況 ～ 日本が英・EUを上回る（右）



（注）右図：英国・スペイン・フランスは10月17日、ポルトガルは10月11日時点。

（出所）Our World in Data 資料より大和総研作成

¹ スコットランドでは、10月から、大規模イベントやナイトクラブ等に入場する際にワクチンパスポートの提示が法的に求められるようになり、法的な義務付けを回避するイングランドとは異なる対応となっている。

ユーロ圏経済

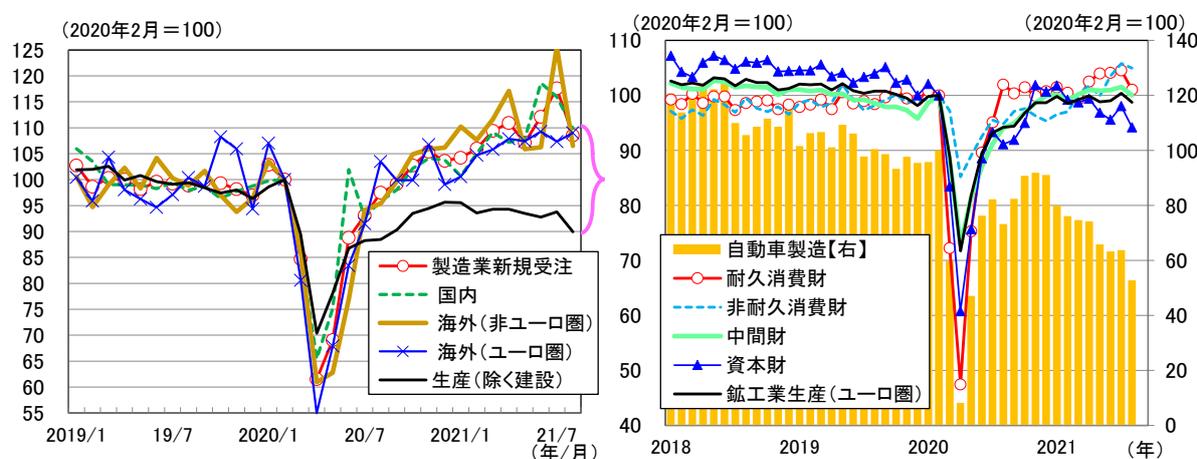
景気減速を示唆する経済指標が相次ぐ

8月のドイツの製造業受注は前月比▲7.7%と3ヵ月ぶりにマイナスに転じた。内訳を見ると、ドイツ国内(同▲5.2%)や海外(同▲9.5%)からの受注はともに減少したが、ユーロ圏内からの受注は同+1.6%と増加し、ユーロ圏外からの受注が同▲15.2%と大きく落ち込んだことが全体の足を引っ張った。6-7月にあった大型受注の反動減に加えて、自動車受注の大幅減が影響したとみられる。ボラティルに変動しているものの、新規受注はコロナ禍前(2020年2月)の水準を上回っている。

これに対して、8月のドイツの鉱工業生産(建設業を除く)は前月比▲4.1%と2ヵ月ぶりに減少し、コロナ禍前の水準の9割にとどまる。製造業は、同▲4.6%と再び減少し、今年に入って最大の減少率である。中でも、自動車やトレーラー等の生産は同▲17.5%と落ち込んだ(自動車に限ると▲27.8%と2020年3-4月のロックダウン時以来の大幅減となり、コロナ禍前の水準の約4割にすぎない)。財別では、消費財、中間財、資本財が揃って減少した。特に、資本財が同▲7.8%、耐久消費財が同▲6.9%と大きく落ち込んだ。消費財や中間財は、コロナ禍前の水準を3~4%下回る程度を維持しているが、資本財は2割近くも下回っており、設備投資の動向にはマイナス材料とみられる。ドイツ連邦統計庁によると、“生産者からは、中間財の供給不足によって生産が制約されていると引き続き報告が上がっている”という。自動車生産の大幅減も引き続き半導体不足が影響しているとみられる。

また、ユーロ圏の8月の鉱工業生産は前月比▲1.6%と3ヵ月ぶりに減少した。国別では、前述したドイツ以外に、マルタ(同▲6.3%)やエストニア(同▲4.1%)、スロバキア(同▲3.8%)が大きく減少した。主要4ヵ国ではフランス同+1.0%、スペイン同+0.1%、イタリア同▲0.2%と変化する中ではドイツの大幅減は顕著であり、ドイツの経済規模を考慮すると、8月のユーロ圏悪化の主因はドイツによるものといえる。

図表2 ドイツの製造業受注と鉱工業生産の推移(左)、ユーロ圏の鉱工業生産の推移(右)



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

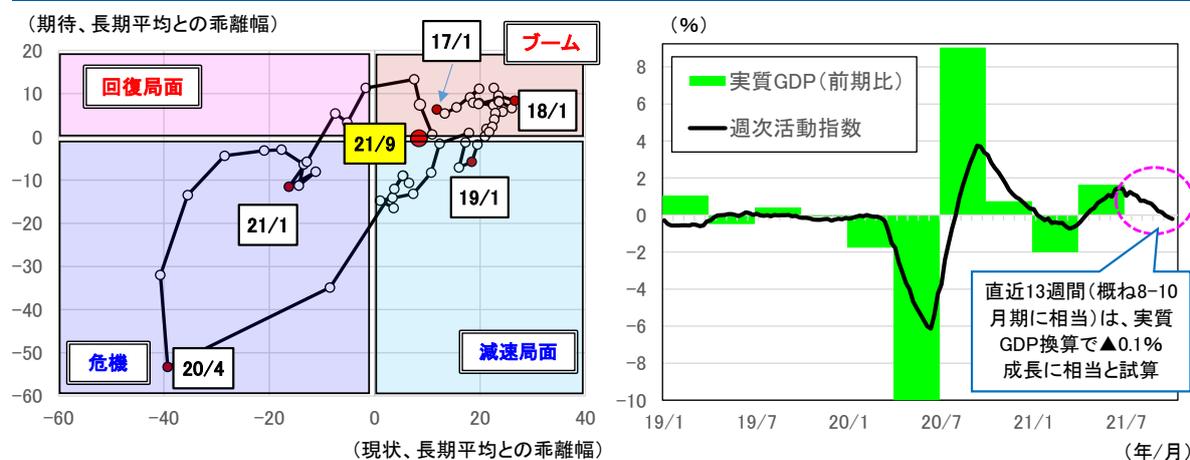
このように、新規受注と生産の関係は乖離したままで、原材料や部品不足等のサプライチェーン問題に直面し、受けた注文を対応しきれていない状態が続いている。結果として、受注残高は積み上がったままである（ドイツは2015年1月の統計開始以来の最高水準を更新）。受注残の存在は、企業がこの先一定水準の生産活動を続けられることを保証するものだが、過去に受けた注文が取り消されることが往々にしてある（その場合、取り消された当月の新規受注から減額される）。特に、ドイツの場合は海外からの受注が全体の7割を占めるため、後述する海外経済の変調には留意が必要であろう。

期待が剥落し、企業の景況感に陰り

9月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は117.8と2ヵ月ぶりに前月水準を僅かだが上回った。ユーロ圏19ヵ国のうち過半数の11ヵ国の景況感指数が前月から低下し、上昇したのは8ヵ国だった。景況感指数の4割を占める鉱工業の景況感や2割を占める消費者マインドが改善する一方、3割を占めるサービス業や、小売業は悪化した。国ごとにばらつきが見られるが、総じてサービス業や小売業の頭打ち感が鮮明になっている。だが、消費者のマインドは改善し大規模な支出に対する意欲は高まっている。また、雇用期待は約3年ぶりの高水準に上昇し、企業の採用意欲の強さを反映している。つまり、個人消費に直結する雇用環境は引き続き底堅い。

一方、ifo 経済研究所が発表した9月のドイツ企業景況感指数は3ヵ月連続で悪化し5ヵ月ぶりの低水準となった。現状認識が8ヵ月ぶりに低下し、先行き（半年先）の期待は3ヵ月連続で低下した。現状・期待が揃って悪化した。水準そのものは高水準を維持している。ただ、ifo 経済研究所が公表する基準（2005-2020年の長期平均からの乖離幅）で循環図を描くと、8-9月の結果は期待感が長期平均とほぼ並ぶ水準まで低下、“ブーム”と“減速局面”の境界線に位置している。ifo 経済研究所は、原材料と中間財の調達問題がドイツ経済にブレーキをかけ、製造業者はボトルネック型のリセッションに直面していると警戒する。

図表3 ドイツ企業の景況感【ifo】から見た循環図（左）、ドイツ週次活動指数の推移（右）



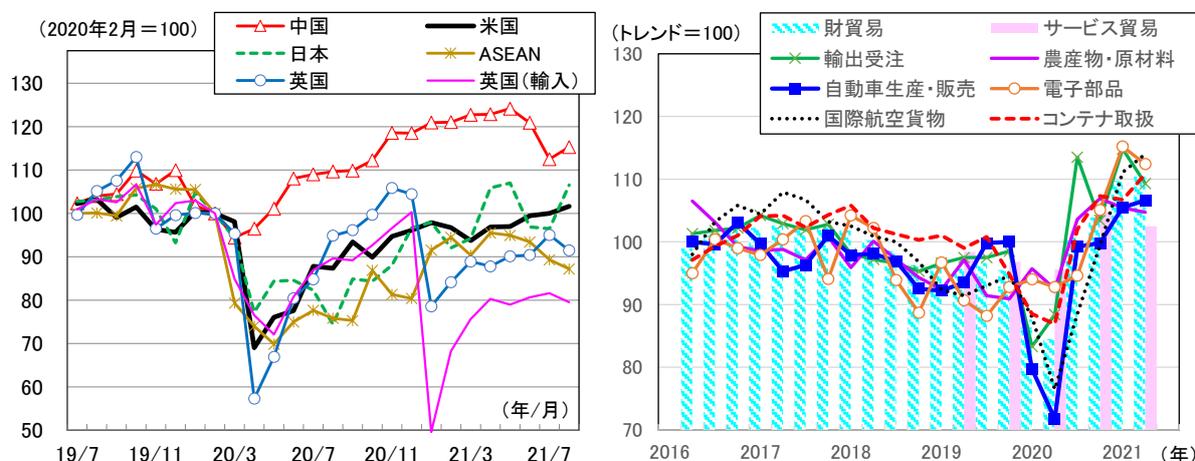
（出所）ifo 経済研究所、ドイツ連邦銀行資料より大和総研作成

また、ドイツ連邦銀行が公表する週次活動指数 Weekly activity index (WAI) ²によると、2021年第41週（10月11日-17日）の経済活動は5週間連続でマイナスとなっている。この値は、21年7月-10月の約3ヵ月間（厳密には7月19日から10月17日までの13週間）のGDP成長率が、21年4月-7月の約3ヵ月間比で▲0.1%になったことに相当するという。7月以降大きく減速しながらも、これまで何とかプラス成長を維持してきたが、今回の想定期間では、7月半ばに、記録的な豪雨によって西部で発生した大規模な洪水の影響が強く表れたとも考えられる。

もともと、欧州経済の標準シナリオの前提として、堅調な海外経済が想定されていた。つまり、コロナ禍からいち早く景気が回復した中国向けの輸出や、大型の景気対策等によって高成長を実現する米国経済の波及効果が欧州に及ぶと期待された。だが、中国経済は、不動産開発や電力不足など固有の問題によって、減速感が出ている。米国でも、インフラ投資を盛り込んだ経済対策は当初よりも小規模に、かつ成立も後ずれしている。また、欧米間の人の流れもコロナ禍の制限を受ける等、期待されていたほどの効果を上げていないとみられる。むしろ、海外要因が従来のプラス材料から下振れリスクへと変調する可能性がある。実際、ユーロ圏からの輸出動向を見ると、2000年春以降、堅調に推移していた中国向けの輸出は2021年6-7月にブレーキがかかり、8月は3ヵ月ぶりに増加に転じたものの、水準は低い。また、ASEAN向けの輸出も減速しているが、コロナ感染拡大による工場や港湾設備のストップも影響したとみられる。

コロナ禍からの正常化に伴って、昨年10-12月期以降、世界的に物の流れは活発になっているが、港湾設備を含めた輸送処理能力には限度があるため、スケジュールは遅れ、輸送費用も大幅に値上がりしているという。Drewry社によると、コンテナの輸送コスト（World Container Index）は2019年10月から2020年10月までの1年間で約2倍に、さらに2021年10月には前年比で約4倍に高まっている。特に、5月以降は、コロナ禍からの行動制限緩和が欧米を中心に進んだことから物の流れが一段と活発になり、コンテナ船の運賃も急騰している。9月後半に入って運賃上昇は一服しているが、非常に高水準であり、貨物輸送の需給はタイトなままである。

図表4 ユーロ圏の主要輸出先（左）、世界貿易の傾向（右）



(注) 右図：折れ線グラフの系列は財貿易の構成項目。サービス貿易は半年に1度の調査。

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

² GDP と鉱工業生産の他、10 の統計（電力消費量や離着陸数、大気汚染度、クレジット決済など）で構成。なお、ドイツ連銀は、WAI は発展途上のもので常にリバイスしており、公式の予測ではないと念押ししている。

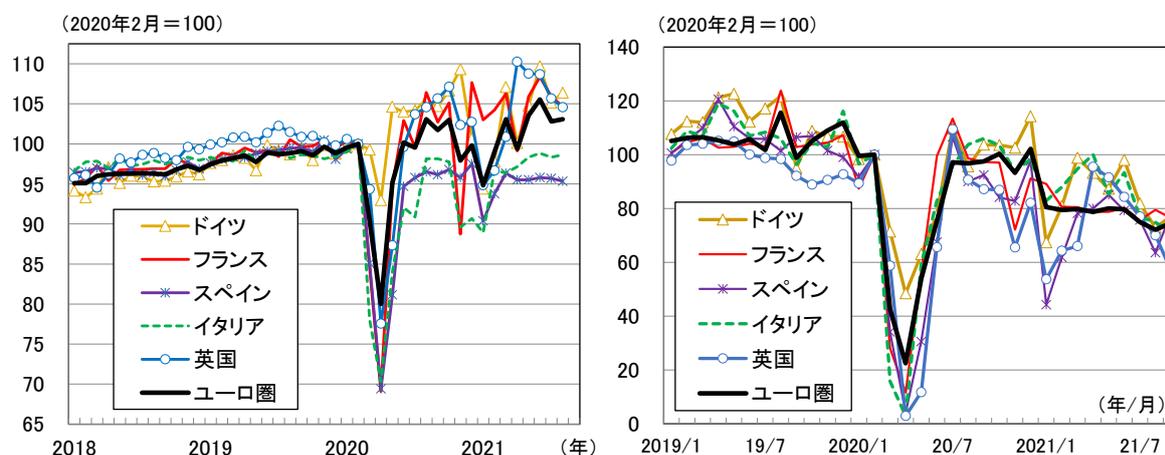
消費者の買いたい物が並んでいない可能性 ～ 新車登録台数はどの国も弱含む

8月のユーロ圏の実質小売売上（自動車を除く）は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに増加した。食品飲料・たばこは5ヵ月連続で減少したのに対して、対照的に、非食料（除く自動車燃料）は同+1.8%とプラスに転じた。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続いている。一方、インターネット・通信販売は同+9.0%と3ヵ月ぶりに増加し、コロナ禍前の水準を3割以上上回り、コロナ禍前からの拡大トレンドの延長上にある。揺り戻しはあるものの、コロナ禍で生じた構造変化は着実に消費者の支出パターンとして定着していると考えられる。小売売上を国別に見ると、マルタ同+2.7%、アイルランド同+2.5%、スロバキア同+2.0%等高い伸びを示す一方、エストニア同▲1.2%やフランス同▲1.2%、リトアニア同▲0.6%等は7月に続いて減少した。フランス以外の主要国では、スペインが減少、ドイツとイタリアが増加とばらつきが見られた。

コロナ禍前の主要国の消費動向は似通ったトレンドを辿ってきたが、ロックダウン等により、生活必需品を除く店舗の対面営業が制限されて、いずれの国も大なり小なり落ち込んだ。その後、ドイツやフランス、英国はいち早くコロナ禍前の水準を回復する一方、イタリアやスペインは横ばいでとどまっている。後者の場合、2020年春の落ち込みが大きかったことや、経済に占める旅行・観光関連産業の依存度が高い等の共通点が挙げられる。海外との渡航制限が一段と緩和されれば（受け入れ側の欧州だけでなく、出国する側の規制緩和も必須）、コロナ禍前の水準への回帰が視野に入るだろう。

一方、個人消費の中で一段と悪化しているのが自動車販売である。ユーロ圏の新車登録台数は、2021年に入ってからはほぼ横ばいで推移し、7-9月期はさらに弱含む。9月の登録台数は前月比+3.4%と3ヵ月ぶりに増加したが、コロナ禍前の水準を約25%も下回っている。7-9月期では前期比▲7.0%と3四半期連続で減少している。自動車販売の低迷はユーロ圏だけでなく、英国等非ユーロ圏の国でも広く見られる。半導体の供給不足によって自動車生産が大きく抑制され、消費者が購入したい自動車が店頭になという構図が続いている。

図表5 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

世界規模のサプライチェーン問題は、輸送力不足や港湾での遅延によって増幅されており、本格的なホリデー商戦を前にして、十分な量のおもちゃ等のクリスマス商品が店頭には並ばないリスクが懸念される。ホリデー商戦は小売各社にとって重要な書き入れ時であり、売上が立たない企業、欲しい物が手に入らない消費者双方にとって、サプライチェーン問題の長期化は大きな痛手である。

ECBの想定を上回るインフレ率 ~ 一段の上昇が見込まれる中でPEPP後に関する意見は多様に

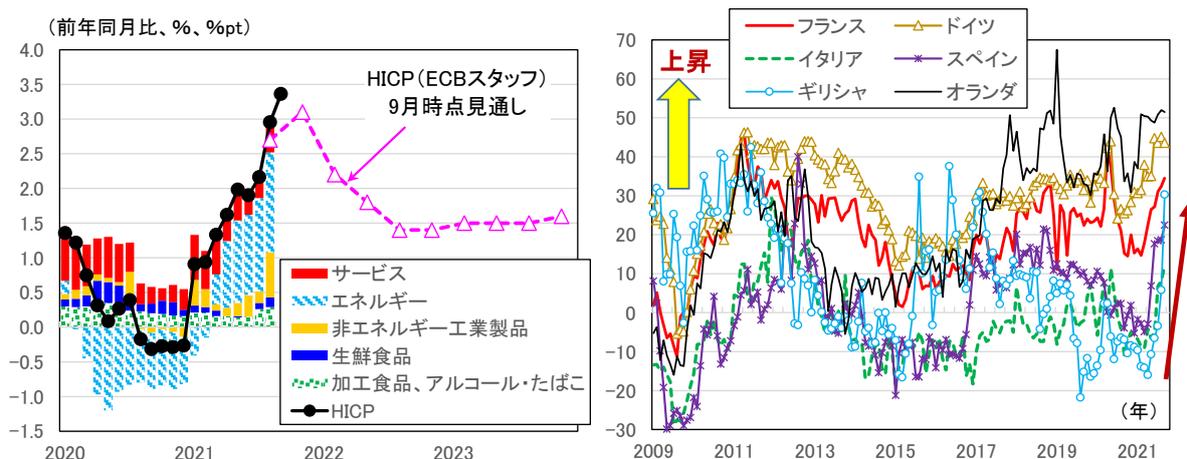
9月のユーロ圏CPI(HICP)は前年比+3.4%に跳ね上がり、2008年9月以来の高い伸びとなった。具体的には、エネルギー価格が同+17.4%と8月(同+15.4%)からさらに加速した他、サービスも8月の同+1.1%から同+1.7%にアップした。一方、非エネルギー工業製品は同+2.1%と前月から減速した。国別では、エストニアやリトアニア(いずれも同+6%超)、スロバキア(同+5.1%)と高い国から、マルタ(同+0.7%)やポルトガル(同+1.3%)、ギリシャ(+2.1%)と低い伸びの国まで広範囲に分布している。主要国では、ドイツが同+4.1%、スペイン同+4.0%が4%を超える一方、フランス同+2.7%とイタリア同+2.9%と二極化した。引き続き、域内でばらつきが見られるものの、全般的にインフレ率が高まっているのは事実であり、消費者のインフレ期待については、むしろこれまで低かった南欧の国々で急上昇が見られる。

8月のユーロ圏の生産者物価指数(PPI)はエネルギー部門(前年比約3割増)や中間財(同+14.2%)が大きく押し上げて、同+13.4%と高い伸びを示した。国別では、アイルランド(同+54.8%)やベルギー(同+23.9%)、エストニア(同+22.3%)等が大幅増となる一方、マルタやスロベニア、スロバキアのような同一桁台、主要国でもフランスやドイツは同10%台とCPI以上に域内でばらつきが見られる。このままエネルギー価格の上昇が続けばインフレ圧力を高め、生産活動の抑制(コストが高騰し採算性の悪化から減産へ)につながる他、家計においても、生活必需品であるエネルギー料金の高騰によってそれ以外の支出が限られ、景気回復の勢いが削られる恐れが出てこよう。

7-9月期のCPIは前年同期比+2.8%となり、ECBが9月に公表したインフレ見通し(7-9月期で同+2.7%)をやや上回った。これまでのCPIとPPIの関係を踏まえると、CPIは、同10%超となったPPIに追随して同4%近くまで上昇する可能性がある。従って、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同2%を下回るというECBの予想は修正を余儀なくされるだろう。

後述するイングランド銀行(BOE、英中銀)が金融政策の柔軟な変更に対応できるように、立ち位置を変えているのに対して、ECBは、タカ派とせめぎあいながらも、ラガルド総裁を中心に引き締めに慎重な現状維持の待ちの姿勢である。物価上昇が一時的で、英国に比べると大陸欧州の労働市場にはスラックがあるため、賃金上昇圧力は高まらないという認識があるのかもしれない。確かに、7月に公表した金融政策に関する戦略レビューで、インフレ目標2%からの「一時的な期間のほどほどの上振れ」を容認する姿勢を明確にしており、現状及び目先のインフレ率はECBの許容範囲内かもしれない。ただ、インフレ見通しがそこから逸脱する方向で見直される時、許容範囲の明確な基準がない以上、ECBによる丁寧な説明が求められよう。

図表6 ユーロ圏のインフレ率【HICP】の要因分解（左）、欧州各国の消費者のインフレ期待（右）



(注) 右図：インフレ期待は、今後12ヵ月の消費者の物価見通しに関するDI（上昇-下落）。

(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会、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、7-8月は鈍化が鮮明に

英国の8月のGDPは前月比+0.4%と2ヵ月ぶりにプラスに転じ、コロナ禍前を0.8%下回る水準まで回復してきた。ただ、7-8月の月次GDPは4-6月期比で+1.3%にすぎず、4-6月期の+5.5%から大幅に減速した。仮に9月が前月比3%超にならないと、8月にBOEが発表した見通し（7-9月期：前期比+2.4%程度）には届かない計算だ。9月には従来から懸念されていたトラックドライバー等の人手不足に加えて、天然ガス等のエネルギー価格の高騰やガソリンの一時的な供給不足も生じ、ビジネス活動が制約を受ける場面が増えたために、高成長の実現は難しいだろう。

8月は、行動制限措置がフルになくなった最初の月であり（イングランドでは7月19日から最終ステップに移行）、外食・宿泊や芸術娯楽レクリエーションが大きく押し上げた。逆に保健衛生は最大のマイナス寄与（前月比▲0.42%pt）になったが、これはコロナの新規感染者の減少を受けたウイルス検査活動の縮小やワクチン接種が一巡したことによるペースダウンを反映したものであり、ポジティブに解釈していいだろう。また、供給サイドのボトルネックの影響が反映された面もある。ONS（英国国家統計局）によると、半導体不足の状況が緩和されたために、製造業が3ヵ月ぶりにプラスに転じた。8月の自動車製造は前月比+6.6%と3ヵ月連続で増加しているが、コロナ禍前の水準を依然として約2割下回っており、9月に入っても英国の新車登録台数は明確には上向いていない。一方、鉄鋼やコンクリート、木材、ガラス等の建設資材の調達の遅れや価格上昇に直面している建設業は2ヵ月連続で減少した。

なお、調査会社 YouGov が10月に公表した世論調査によると、過半数がここ数週間で品不足を実感する一方、約4割は経験していないと回答した。1ヵ月前の調査とほぼ同じ結果だが、7-8月からは着実に割合が高まっており、品不足の状況は広がっている。年齢別では、50-64歳が約6割と最も品不足を目にしているのに対して、18-24歳の若年層は約4割にとどまっている。

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

ミスマッチも手伝って、英国の雇用環境のタイト化が進む ～ BOE の政策判断を前倒し

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った。

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。だが、ベイリー総裁や 2 名の副総裁を含めて、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半数を占めることが明らかになっており、政策判断を先送りした ECB に比べると、BOE の出口戦略（金融政策の転換）の点では一歩も二歩も進んでいる。

直近のインフレ率実績は BOE の想定³をやや上回り、今後エネルギー価格の高騰が消費者に転嫁されていくと見込まれることから、11 月 4 日に公表される物価見通しは一段と引き上げられる公算が大きい⁴。もっとも、ベイリー総裁の“インフレリスクが高まれば政策対応する”との直近の発言を受けて、市場では年内の利上げをも織り込む動きになっているが、いささか行き過ぎだろう。景気が BOE の想定を下回り、インフレは想定を上回るというスタグフレーション的な状態が生じている現状では、慎重な判断が求められよう。

引き続き、英国の雇用環境は大きく改善している。9 月の被雇用者数は前月差+20.7 万人と 10 ヶ月連続で増加し（この間の累積増は約 109 万人）、コロナ禍前の水準を初めて上回り、過去最高を更新した。コロナ禍で実施されてきた政府による賃金補償対策が 9 月末で終了するため失業が一時的に増えるとの懸念はあるものの、企業の採用意欲が強く、むしろ人手不足感が強

³ 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。

⁴ BOE の金融政策委員会の結果は、年内は 11 月 4 日と 12 月 16 日の 2 回公表される予定であり、2022 年は 2 月 3 日が初回である。

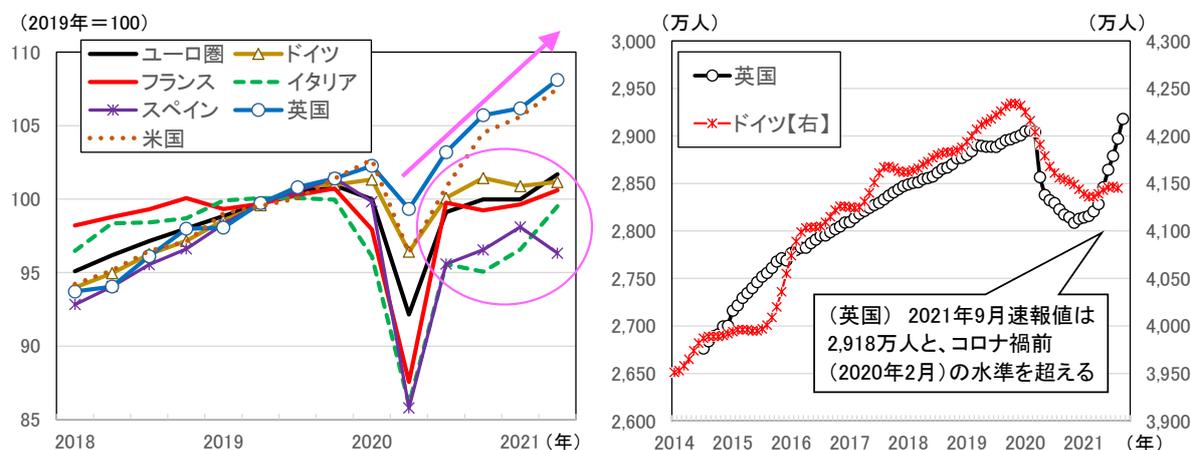
調されている。実際、7-9月（3ヵ月移動平均）の求人件数は110.2万件とコロナ禍前（2019年12-2020年2月期）の水準81.1万件を大幅に上回っている。

雇用環境のタイトさは賃金に反映され、6-8月（3ヵ月移動平均）の平均週間賃金（ボーナスを含む）上昇率は前年同期比+7.2%と2ヵ月連続で鈍化したものの（5-7月までは前年がマイナスだったことの反動もあっただろう）、高い伸びを記録している。ロックダウンが直撃した前年同期の賃金水準が低かったことによって統計にノイズ（ベース効果）や、働いている人の産業構成比率の違い（低賃金の業種で働く人が少ないと、平均賃金は高めに出去しまう）などの様々な歪みが影響しているとみられる。ONSによると、ベース効果は、一部の業種等では縮小傾向にあるものの、製造、卸小売、外食・ホテル等では引き続き見られるという。

このように、雇用者数はコロナ禍前を上回ったが、求人件数の増加は止まらず、企業の採用意欲・人手不足感の強さを反映している。一方で、経済正常化とともに、コロナ禍で実施されてきた緊急対応措置（ユニバーサル・クレジットの上乗せ支給の終了や一時休業者に対する賃金補償の終了等）が縮小されていく。この過程で労働需給が緩む可能性が指摘されるが、労働の流動化を促すよりも、支援策がなくなりエネルギーコスト上昇の打撃を受ける低所得者層の生活困窮に専ら焦点が当たっている。

コロナ禍での職業訓練が難しかったこともあり、労働需給のミスマッチ（求職者は多いものの、スキル不足等、企業が求める水準を満たす人材がいらない）を解消するには時間がかかると予想される。政府は10月4日に既存の雇用対策Plan for Jobsを5億ポンド拡充すると発表した。現在直面している問題に対し即効性があるか不透明である。短期的にミスマッチを解消するには、大陸欧州など国外から即戦力を採用する方法が手っ取り早い。Brexitを否定する側面もあるため、英国政府は、大型輸送トラック（heavy goods vehicle, HGV）のドライバーや食品加工の労働者を対象に短期ビザを発給する等、小手先の対応にとどめている。英国政府の基本的な姿勢は、国外からは一定規模の高度人材の流入に限定し、職業訓練や企業の労働代替型の設備投資を促す等専ら国内における対応によって、構造的な人手不足の解消に努めるというものである。中長期的にみれば王道の対策だろうが、短期的な効果は期待できない。

図表8 大陸欧州（ドイツ）と英国の雇用環境の相違 ～ 名目雇用者報酬（左）、雇用者数（右）



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

短期的にも、景気減速とインフレが共存するスタグフレーションに

10月12日にIMFが発表したWorld Economic Outlookによると、世界全体の2021年の経済成長率は+5.9%と7月時点よりも0.1%pt下方修正された。その理由として、IMFはサプライチェーンの混乱や7-9月期の個人消費の鈍化を挙げている。ユーロ圏全体では、2021年の経済成長率は、7月時点から0.4%pt引き上げられて+5.0%が見込まれている。主要国の中では、フランスやイタリアが上方修正される一方、ドイツは0.5%pt下方修正され、スペインも0.5%pt引き下げられた⁵。このように、主要国の中で判断が分かれる一方、ユーロ圏全体が上方修正となったのは、主要国以外の国々（全体の約25%に相当）が上方修正されたためと考えられる。また、英国も0.2%pt引き下げられて、BOE等が見込んでいた+7%超の成長が実現する確度は下がった。高成長がBOEの金融政策の方針変更の根拠の一つになった場合、景気見通しの慎重化とインフレの高まりの間どのようにバランスを取るのか注視される。

もともと、現時点でのIMFの評価は需要発現のタイミングの後ずれである。ドイツや英国、スペインのいずれも2021年下方修正、2022年上方修正の組み合わせとなっており、2022年末の経済水準は概ね従来の見方と変わらない⁶。従って、足もとのインフレの影響も目先のスタグフレーションの現象も一時的で、短期間で終息すると見込まれているが、果たして思惑通りに進むか、留意する必要があるだろう。

図表9 様々な見通し ～ これまでの上方修正一辺倒の動きから、国によっては下方修正も

実質GDP 成長率(%)	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2020年	2021年	2022年															
OECD (21年5月)	▲6.7	4.3	4.4	▲9.8	7.2	5.5	▲5.1	3.3	4.4	▲8.2	5.8	4.0	▲8.9	4.5	4.4	▲10.8	5.9	6.3
欧州委員会 (21年7月)	▲6.5	4.8	4.5	-	-	-	▲4.8	3.6	4.6	▲7.9	6.0	4.2	▲8.9	5.0	4.2	▲10.8	6.2	6.3
IMF (21年7月)	▲6.5	4.6	4.3	▲9.8	7.0	4.8	▲4.8	3.6	4.1	▲8.0	5.8	4.2	▲8.9	4.9	4.2	▲10.8	6.2	5.8
BOE (21年8月)	▲6.5	4.5	5.0	▲9.8	7.4	5.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ECB (21年9月)	▲6.5	5.0	4.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OECD (21年9月)	▲6.5	5.3	4.6	▲9.8	6.7	5.2	▲4.9	2.9	4.6	▲8.0	6.3	4.0	▲8.9	5.9	4.1	▲10.8	6.8	6.6
IMF (21年10月)	▲6.3	5.0	4.3	▲9.8	6.8	5.0	▲4.6	3.1	4.6	▲8.0	6.3	3.9	▲8.9	5.8	4.2	▲10.8	5.7	6.4

(出所) IMF、OECD、欧州委員会、BOE、ECB 資料より大和総研作成

⁵ OECD (21年9月)では、2021年のスペインは高い成長が見込まれたが、OECDが見通しを公表した直後に、スペイン国家統計局は4-6月期の成長率を速報段階の前期比+2.8%から同+1.1%に大幅に下方改定した。この結果、年末までにコロナ禍前の水準を回復するという政府見通し(2021年+6.5%)やOECD、そしてスペイン中銀の同+6.3%の実現は不透明になっている。具体的な下方改定の内容としては、サービスや製造業の最終売上高や民間消費の改定が反映され、小売や外食、運輸等の部門は当初のプラス成長見込みから、一転してマイナス成長に落ち込んだ。コロナ禍で経済統計が歪んでおり、実態を正確に把握できていない可能性がある。

⁶ ifo 経済研究所などドイツの5つの研究所が共同で発表した経済予測(国からの委託)によると、2021年の成長率予想を2.4%と4月時点の3.7%から1.3%ptも引き下げ、他の国際機関と比較しても(図表9参照)、かなり慎重な見通しといえる。逆に、2022年は3.9%から4.8%に上方修正されたが、2021年のマイナス分を相殺するには不十分である。また、共同予測では、接触型活動が完全にコロナ禍前の状態に戻るには時間がかかり、引き続き供給の一時的なボトルネックが製造業を圧迫するとみている。注目のインフレについては、気候変動対策によって価格が上昇する他、人手不足が想定よりも強い賃金上昇につながる可能性や、過剰貯蓄が過度に支出に回ればインフレを加速させるリスクがあると見及している。

図表 10 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%	-39.2%	60.7%	-1.5%	-1.2%	8.7%	5.6%	4.0%	4.2%	3.2%	2.9%	2.6%	-6.5%	4.7%	4.1%
家計消費支出	-16.2%	-42.3%	71.6%	-12.1%	-8.8%	14.5%	11.6%	7.1%	5.3%	4.0%	3.0%	2.4%	-8.0%	2.9%	6.2%
政府消費支出	-0.4%	-10.7%	24.0%	3.1%	-1.9%	5.0%	4.1%	1.7%	0.8%	0.4%	0.2%	0.2%	1.3%	3.6%	1.4%
総固定資本形成	-16.4%	-58.2%	68.1%	11.1%	-0.2%	4.5%	8.5%	6.6%	6.1%	4.1%	4.3%	3.6%	-7.3%	5.0%	5.6%
輸出等	-13.6%	-56.3%	83.7%	18.0%	4.5%	11.1%	7.4%	4.6%	5.4%	5.5%	5.8%	5.5%	-9.4%	10.0%	5.9%
輸入等	-11.1%	-59.5%	55.6%	20.5%	4.2%	11.8%	9.7%	8.2%	6.1%	5.7%	5.6%	5.0%	-9.3%	8.2%	7.1%
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%	14.2%	2.8%	4.2%	5.6%	4.3%	3.6%	3.2%	-6.5%	4.7%	4.1%
家計消費支出	-3.7%	-16.2%	-4.5%	-7.6%	-5.6%	12.1%	0.6%	5.7%	9.6%	7.0%	4.9%	3.7%	-8.0%	2.9%	6.2%
政府消費支出	1.0%	-2.0%	2.7%	3.3%	2.9%	7.1%	2.5%	2.2%	2.9%	1.7%	0.8%	0.4%	1.3%	3.6%	1.4%
総固定資本形成	6.4%	-20.3%	-4.0%	-10.1%	-6.1%	18.2%	5.9%	4.8%	6.4%	6.3%	5.3%	4.5%	-7.3%	5.0%	5.6%
輸出等	-3.0%	-21.1%	-8.8%	-4.9%	-0.2%	26.0%	10.2%	6.9%	7.1%	5.7%	5.3%	5.5%	-9.4%	10.0%	5.9%
輸入等	2.8%	-20.7%	-9.6%	-9.3%	-5.7%	21.6%	11.4%	8.4%	9.0%	7.5%	6.4%	5.6%	-9.3%	8.2%	7.1%
鉱工業生産 (除く建設)	-5.7%	-20.1%	-6.7%	-1.3%	3.1%	22.5%	6.0%	2.6%	3.9%	5.0%	5.1%	4.1%	-8.5%	8.0%	4.5%
実質小売売上高	-1.2%	-6.7%	2.6%	1.3%	2.4%	12.0%	1.9%	5.4%	7.3%	6.0%	4.9%	4.3%	-1.0%	5.3%	5.6%
消費者物価	1.1%	0.2%	-0.0%	-0.3%	1.1%	1.8%	2.8%	3.4%	2.5%	1.9%	1.8%	1.7%	0.3%	2.3%	2.0%
生産者物価	-1.7%	-4.5%	-2.7%	-1.7%	2.1%	9.2%	13.0%	5.6%	2.3%	1.2%	0.5%	1.9%	-2.6%	7.4%	1.4%
失業率	7.3%	7.6%	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%	7.6%	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.9%	7.9%	7.6%
10億ユーロ															
貿易収支	70.2	26.7	62.3	75.5	69.3	38.5	68.7	60.9	59.9	62.5	62.9	64.6	234.8	237.4	249.9
経常収支	24.4	24.0	73.8	90.8	105.5	65.6	84.1	77.3	76.7	77.1	78.6	80.8	212.9	332.6	313.2
財政収支	-87.5	-320.4	-187.0	-234.7	-215.2								-820.2	-910.6	-452.3
独 国債10年物 (期中平均)	-0.41%	-0.45%	-0.47%	-0.57%	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.13%	-0.10%	-0.05%	-0.05%	-0.05%	-0.48%	-0.28%	-0.06%
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 (10月19日時点)。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 11 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	-10.4%	-58.1%	90.2%	4.5%	-5.3%	23.9%	5.5%	4.1%	3.3%	3.1%	2.7%	1.9%	-9.7%	6.9%	4.7%
家計消費支出	-9.9%	-59.6%	106.7%	-6.9%	-16.5%	32.0%	11.9%	6.7%	4.1%	3.5%	3.2%	3.0%	-10.5%	4.4%	6.7%
一般政府消費支出	-11.6%	-54.1%	87.1%	20.6%	8.3%	36.7%	2.2%	1.2%	1.1%	0.1%	0.5%	0.5%	-6.3%	15.5%	2.8%
総固定資本形成	-10.0%	-57.6%	99.6%	19.0%	-11.5%	3.4%	5.5%	5.0%	5.0%	6.0%	5.5%	5.5%	-9.1%	4.8%	5.2%
輸出等	-45.7%	-36.6%	-1.9%	28.1%	-28.3%	27.3%	14.1%	6.6%	5.2%	5.0%	4.5%	4.2%	-14.7%	-0.2%	7.5%
輸入等	-24.0%	-64.2%	76.0%	69.0%	-38.6%	10.1%	25.5%	10.2%	7.7%	6.5%	6.8%	6.4%	-16.8%	3.1%	9.9%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-2.2%	-21.4%	-8.1%	-7.1%	-5.8%	23.6%	6.6%	6.5%	8.9%	4.0%	3.3%	2.8%	-9.7%	6.9%	4.7%
家計消費支出	-2.7%	-23.1%	-7.5%	-8.5%	-10.3%	20.7%	3.5%	7.1%	13.2%	6.5%	4.4%	3.4%	-10.5%	4.4%	6.7%
一般政府消費支出	-0.9%	-18.1%	-4.3%	-2.2%	2.9%	35.2%	16.2%	11.2%	9.3%	1.1%	0.7%	0.5%	-6.3%	15.5%	2.8%
総固定資本形成	-4.4%	-21.6%	-7.9%	-2.4%	-2.8%	21.4%	3.5%	0.4%	4.7%	5.4%	5.4%	5.5%	-9.1%	4.8%	5.2%
輸出等	-5.8%	-14.4%	-19.1%	-18.9%	-13.1%	3.5%	7.5%	2.7%	13.0%	7.6%	5.3%	4.7%	-14.7%	-0.2%	7.5%
輸入等	-16.1%	-28.1%	-17.7%	-5.1%	-10.1%	19.1%	9.4%	-1.7%	13.2%	12.2%	7.8%	6.8%	-16.8%	3.1%	9.9%
鉱工業生産	-4.4%	-19.6%	-5.8%	-3.4%	-1.4%	20.6%	3.8%	5.4%	9.5%	4.6%	4.0%	3.0%	-8.3%	6.5%	5.2%
実質小売売上高	-2.0%	-12.5%	3.1%	3.7%	-0.9%	23.9%	1.9%	4.4%	9.9%	8.1%	6.6%	6.0%	-1.9%	6.8%	7.6%
消費者物価	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	2.1%	2.8%	4.1%	4.2%	3.8%	3.0%	2.5%	0.9%	2.4%	3.3%
生産者物価 (出荷価格)	0.3%	-1.9%	-1.7%	-0.7%	1.0%	4.2%	5.7%	6.0%	4.3%	3.3%	1.9%	1.0%	-1.0%	4.2%	2.6%
失業率	4.0%	4.1%	4.8%	5.2%	4.9%	4.7%	4.5%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.7%	4.6%
10億英ポンド															
貿易収支	-31.1	-15.3	-34.0	-48.4	-38.8	-32.6	-36.1	-37.5	-38.5	-39.2	-40.2	-41.2	-128.7	-145.0	-159.1
経常収支	-14.9	-6.2	-9.5	-25.3	-8.9	-8.6	-17.9	-19.1	-20.0	-20.6	-21.5	-22.4	-55.9	-54.4	-84.5
財政収支	3.5	-131.5	-76.0	-64.8	-44.0	-64.1	-45.0	-25.0	-35.0				-268.8	-178.1	
国債10年物 (期中平均)	0.60%	0.30%	0.25%	0.34%	0.61%	0.87%	0.71%	1.10%	1.20%	1.25%	1.20%	1.10%	0.37%	0.82%	1.19%
政策金利 (未値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.10%	0.10%	0.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (10月19日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研