

2021 年 11 月 19 日 全 13 頁

欧州経済見通し 三重苦に直面する厳しい冬

景気減速と高インフレ、加えてコロナ感染の再拡大に耐えられるか

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 2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（改定）は前期比+2.2%（年率換算+9.3%）と、2 四半期連続で高い成長となった。4-6 月期に続く米中の経済成長率を上回る強い結果であり、ワクチン接種の進展による新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染拡大抑制により、経済の正常化が本格的に進んだ。主要国では、フランスが個人消費を中心に高い成長となり、コロナ禍前の水準を僅かに下回る水準まで回復した一方、これまでフロントランナーだったドイツは前期に続いて 2%成長に届かなかった。
- 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、企業や家計の景況感・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状況に陥るとみられる。ECB が想定するように、インフレ圧力の上昇は一時的か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である。一方、大陸欧州よりも高いインフレ率に直面する英国では、BOE が、雇用環境を見極めた上で今後数ヵ月以内の利上げを示唆し、出口戦略（金融政策の転換）の点では ECB よりも一歩も二歩も進んでいる。
- 10 月半ば以降、欧州ではコロナの新規感染者が再び増加に転じており、増加ペースが加速している国を中心に、行動制限の再強化の動きが見られる。今後、行動制限措置の適用範囲や内容が拡大していけば、景気への影響が懸念される。各国政府や金融当局は、悩ましい状況に直面することになるだろう。

コロナ感染が再拡大 ～ 欧州各国は行動制限強化の一方、ワクチン接種の促進に躍起

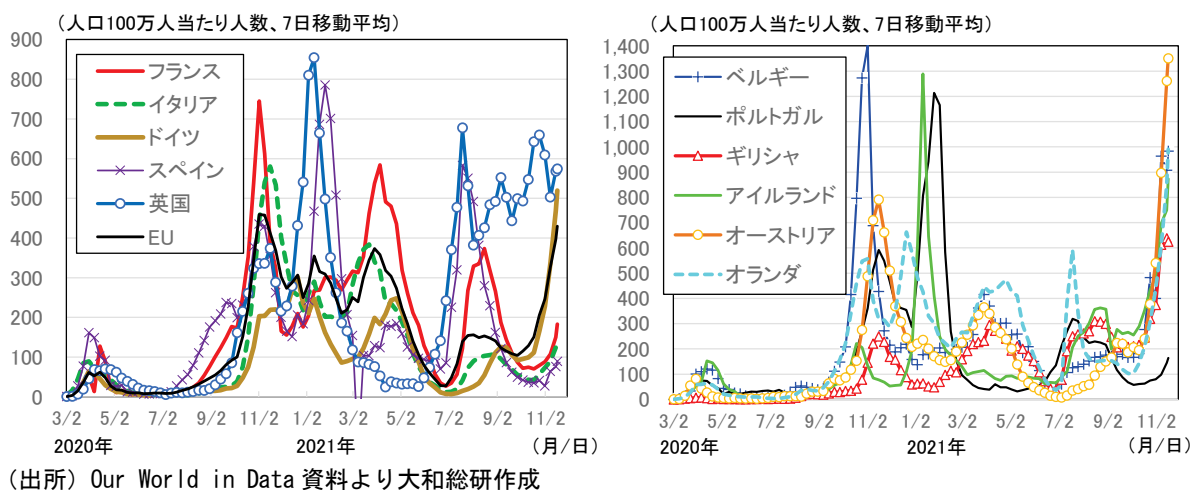
欧州における新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染状況は8月半ばで増加に歯止めが掛かり、横ばいで推移してきたが、10月半ば以降、コロナの新規感染者が再び急増している。もっとも、増加ペースは国によって大きく異なる。スペインやイタリア、ポルトガル、フランスのように新規感染者の増加ペースが比較的抑制されている国がある一方、ドイツやオーストリア、オランダなどでは急増し、各国の過去最高水準を記録している。EU全体でも、2020年11月上旬以来の高水準となっており、歯止めが掛かっていない状況である。

新規感染者の推移に比べると、入院患者（重症者）や死亡者の増加ペースは総じて抑制されているため、今冬の感染拡大は、これまでの拡大局面よりもそれほど深刻にならないのではと期待されている。しかし、ワクチンの未接種率が高い国や感染者が急増している国を中心に、ワクチン接種の対象範囲の拡大や追加接種に躍起になっている。同時に、欧州各国では、全国的なロックダウンを回避しつつも、行動制限措置の再強化の動きが出始めていることも事実だ。

具体的には、オーストリアでは、ワクチン未接種者は既に娯楽施設やレストラン、美容院へのアクセスが制限されていたが、11月半ばから期間限定で、ワクチン未接種者は例外的な事項を除いて外出を制限される措置が取られた。また、オランダは、店舗の営業時間制限や公共の場でマスク着用の義務化、スポーツイベントの無観客実施、飲食店等の入店時の証明書の提示など部分的なロックダウンを実施している。一方、相対的に感染率が低いフランスは、感染率の高い他国からの感染流入を防ぐために、国境での検査要件を厳格化する対応を実施している。

このように、ワクチン接種未完了者をターゲットに行動制限を課す等、事実上の接種義務化を図る動きが広がっている他、程度の差はあれ、自由な行き来を制限するなど内に籠る対応が取られている。コロナ感染の先行きは、欧州経済にとって不透明要因の1つであり、感染拡大のリスクが指摘される本格的な冬の到来を前に、欧州各国政府は、一段と厳しい対策を導入する可能性がある。

図表1 欧州各国のコロナ新規感染者数 ～ 各国で深刻度が異なる



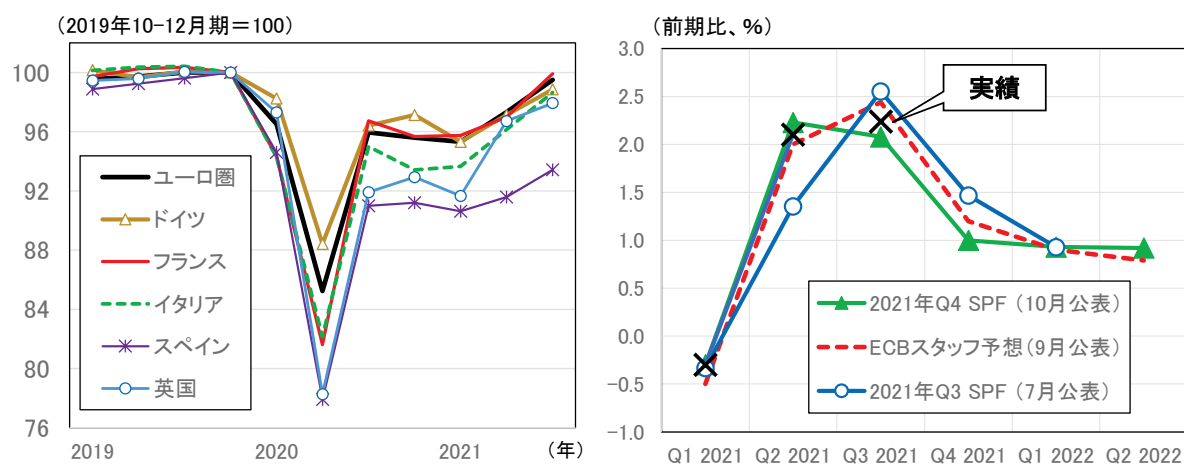
ユーロ圏経済

2021 年 7-9 月期の GDP 成長率は年率+9.3%と、2 四半期連続の高成長

ユーロ圏の 2021 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（改定）は前期比+2.2%（年率換算+9.3%）となり、事前の予想と概ね同じ結果となった¹。コロナ禍前の水準（2019 年 10-12 月期）を 0.5%と僅かに下回る程度まで回復し、ワクチン接種の進展によるコロナの感染拡大抑制により、経済の正常化が本格的に進んだ。6 月末には、欧州の多くの国が一部制限を残しながらも経済活動の正常化を進展させ、また、国内・域内だけでなく、海外との人の移動も正常化に向かった。つまり、7-9 月期はほぼ 1 四半期を通じて、コロナ禍前に近い状態であったといえる。

4-6 月期（前期比+2.1%）に続いて 7-9 月期も、ユーロ圏は米国（同+0.5%）や中国（同+0.2%）を大きく上回る高成長を記録した。だが、10 月以降、エネルギー価格等の高騰を受けて欧州のインフレ率は大幅に上昇しており、企業の生産活動や家計の消費行動に影響を与え、各々の景況感も低下傾向が見られる。欧州経済はコロナ禍前の水準を超えた後は、米国同様に減速する可能性が高い。実際、SPF によると、10-12 月期以降の成長率は同+1%前後に半減すると予想されている。さらに、コロナの新規感染者の増加ペースが加速している点は、欧州経済の先行きを見通す上で、不透明要因の 1 つとして留意する必要があるだろう。

図表 2 欧州主要国の実質 GDP（左）、専門家等による景気見通し（右）



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

各国の 7-9 月期の成長率を見ると²、オーストリアが前期比+3.3%と最も高い伸びを示し、フランスが同+3.0%、ポルトガルが同+2.9%、イタリアが同+2.6%とユーロ圏全体を上回る成長率となった。ユーロ圏主要国の中ではスペインが同+2.0%、ドイツは同+1.8%となり、好調なフランスやイタリアに比べると見劣りする。また、年央までにコロナ禍前の水準を上回っていたリトアニア（前期比で横ばい）やラトビア（同+0.3%）は低成長にとどまった。この結果、オーストリアとベルギーがコロナ禍前の水準を回復した仲間に加わった。また、主要国の中

¹ 例えば、ECB が発表した EU 域内の専門家への調査（SPF）では前期比+2.08%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、2021 年 7-9 月期は年率+9.1%」（大和総研レポート、2021 年 11 月 1 日）を参照。

² ユーロ圏 19 カ国のうち 6 カ国の 7-9 月期の成長率がまだ公表されていないが、未公表の国の中ではアイルランドやエストニア、ルクセンブルク、ギリシャは年央までにコロナ禍前の水準に達している。

ではフランスが 0.1% 下回る水準まで回復した一方、ドイツは 1.1%、イタリアは 1.4%、スペインは 6.6% それぞれコロナ禍前の水準を下回り、依然としてスペインが出遅れている格好だ。

GDP 需要項目別内訳が発表されているフランスとスペインを見ると、フランスの場合、特にホテルやレストランサービスの支出が大幅に増加して家計消費が景気回復を牽引したが、総固定資本形成は 5 四半期ぶりにマイナスに陥った。企業の設備投資の鈍さが目立ち、供給サイドのボトルネックの影響が強いとみられる。対照的に、スペインでは、家計消費が 2 四半期ぶりにマイナス成長となる一方、総固定資本形成は景気を下支えした。消費のマイナスは 4-6 月期の高成長の反動という側面もあるだろうが、コロナ禍前を約 8% 下回っており、フランスを除く主要国はいずれも個人消費の回復力が弱い（4-6 月時点でドイツやイタリアも 7~8% 下回っていた）。そして、フランス・スペインともに外需の寄与度はプラスに転じた。フランス国立統計経済研究所によると、依然として海外からの観光客が大きく減ったままであるため、輸出はコロナ禍前の水準を 7% も下回っている（海外観光客のインバウンド消費は輸出にカウント）。両国ともコロナ禍前は世界中から多くの観光客が訪れる国であり（2019 年、フランスが世界第 1 位、スペインが第 2 位）、輸出にはまだ伸びる余地がある。また、需要項目が未公表のドイツは、前期に続いて成長率が +2% を上回らなかったが、主に家計消費の増加が牽引役になったとみられる。フランスに続く高い伸びとなったイタリアの場合、内需の中の在庫変動と外需がプラスに寄与したと当局は言及しており、他国のような個人消費に対する指摘がなかった。

景気減速を示唆するデータが揃う

主要国の中で最も低成長だったドイツの状況を確認すると、9 月のドイツの製造業受注は前月比 +1.3% と 2 ヶ月ぶりに増加に転じたが、8 月分の下方修正（同▲7.7%→同▲8.8%）を加味すると弱いという評価になろう。ただ、ドイツ連邦統計局によると、船舶や航空機など大型受注の変動の影響を受けており、大型受注を除いたベースでは同 +0.2% とほぼ横ばいで推移している。全体の内訳を見ると、ドイツ国内向けの受注が 3 ヶ月連続で減少しコロナ禍前（2020 年 2 月）の水準まで低下したが、海外からの受注が増加に転じて国内のマイナスを相殺した。プラスに転じた海外も、ユーロ圏内からの受注減をユーロ圏外からの増加が補った。

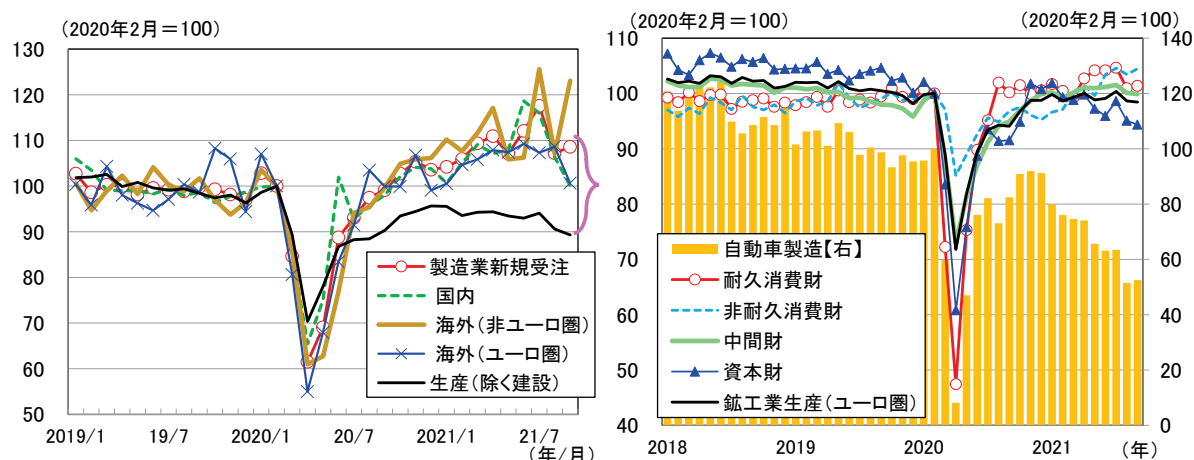
一方、9 月のドイツの鉱工業生産（建設業除く）は前月比▲1.4% と 2 ヶ月連続で減少し、2021 年に入ってマイナスは 6 ヶ月目である。製造業は同▲1.5% と 2 ヶ月連続で減少した。前月に同▲18.9% と大きく落ち込んだ自動車やトレーラー等の生産は同 +2.1% とプラスに転じたが、コンピュータ・電気機器や金属製品、データ処理装置、化学・医薬品等の広範な減少が足を引っ張った。自動車やトレーラー等にしてもコロナ禍前の水準の約 4 割減のままであり、下げ止まって増加に転じたと判断するには、9 月の反発は限定的だ。

このように、新規受注と生産の乖離した関係は変わらず、受けた注文を対応しきれていない状態が続いている。内外からの受注残高は引き続き高水準であることから、鉱工業生産の見通しはポジティブである。具体的には、資本財の受注残高は 10.5 ヶ月分（＝受注残÷過去 12 ヶ月の平均売上）、中間財は 3.8 ヶ月分、消費財は 3.2 ヶ月分となっている。だが、部品不足等のサプライチェーン問題が解決しなければ設備稼働率は低迷したままで、ドイツ経済の成長には結

びつくには時間がかかるだろう。

ユーロ圏の生産と新規受注も、ドイツと同様の傾向が見られた。ユーロ圏の9月の製造業受注が前月比+1.5%となったのに対して、鉱工業生産は同▲0.2%と減少した。消費財は耐久・非耐久ともに増加したが、資本財や中間財の落ち込みが大きい。国別ではドイツの他に、オーストリア（同▲3.0%）やスロバキア（同▲1.6%）が大きく減少した一方、エストニア（同+5.3%）やリトアニア（同+4.3%）、ベルギー（同+3.7%）は高い伸びを示した。主要国ではドイツとフランス（同▲1.3%）が減少し、スペインとイタリアは小幅なプラスと明暗が分かれた。ユーロ圏の過半数の国で増加したが、ドイツ・フランスというユーロ圏の2大国の減少が響いた。

図表3 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) ドイツ連邦統計局、Eurostat、Haver Analytics 資料より大和総研作成

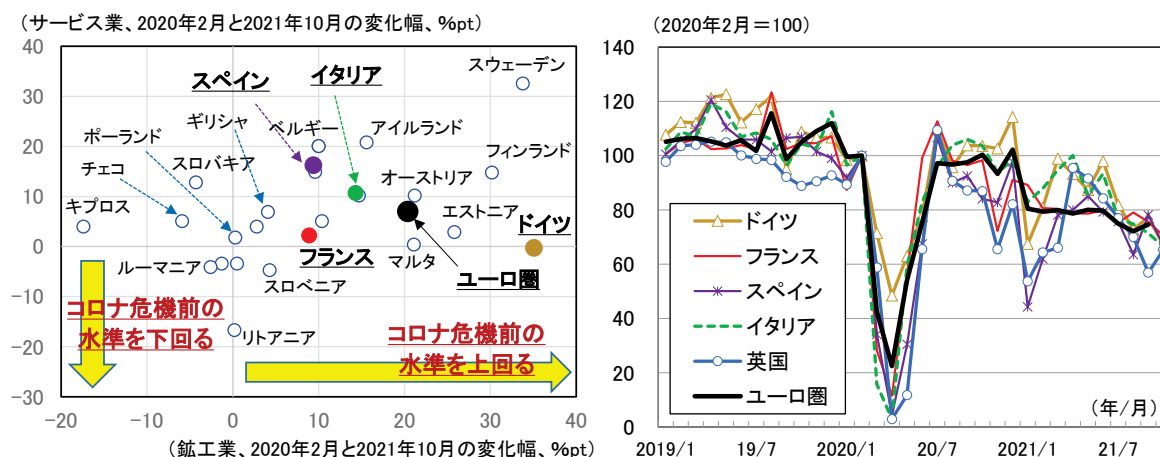
10月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は118.6と2ヵ月連続で前月水準を上回った。ユーロ圏19カ国のうち過半数の11カ国の景況感指数が前月から上昇し、低下したのは8カ国だった。景況感指数の4割を占める鉱工業や3割を占めるサービス業や、小売業などが改善する一方、全体の2割を占める消費者マインドのみが悪化した。景況感が低下した1カ国がドイツであり、他の主要国に比べて低迷が続いている。中身を見ると、サービス業や建設業の景況感が改善するものの、鉱工業や小売業、消費者マインドが悪化した。ifo経済研究所のドイツ企業景況感も6月をピークに4ヵ月連続で悪化し、現状認識・先行き（半年先）の期待ともに悪化した。ifo経済研究所は、先行きへの懐疑的な見方が強まっており、供給問題は企業によって頭の痛い問題で製造業の設備稼働率は低下していると言及した。

高インフレに直面する個人消費 ～ コロナ禍のホリデー商戦の行方

9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、市場予想に反して再びマイナスに落ち込んだ。食品飲料・たばこは同+0.7%と半年ぶりに増加したが、対照的に、非食料（除く自動車燃料）は同▲1.5%とマイナスに転じた。インターネット・通信販売は同▲1.4%と減少したが、コロナ禍前の水準を3割上回り、コロナ禍前からの拡大トレンドの延長上にあるとみられる。また、行動制限の解除によって、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・カフェでの飲食への揺り戻しという大

きな構図は変わっていないと考えられる。国別に見ると、ユーロ圏のうち約 2/3 に相当する 12 カ国がプラスであり、マイナスとなったのはドイツ (同▲2.5%)、フィンランド (同▲1.9%)、オランダ (同▲1.2%)、マルタの 4 カ国にすぎない。企業活動に続いて、個人消費の面においても、ドイツの大幅減が足を引っ張った格好である。

図表 4 欧州各国の企業景況感(業種別)～コロナ禍前との変化(左)、新車登録台数の推移(右)

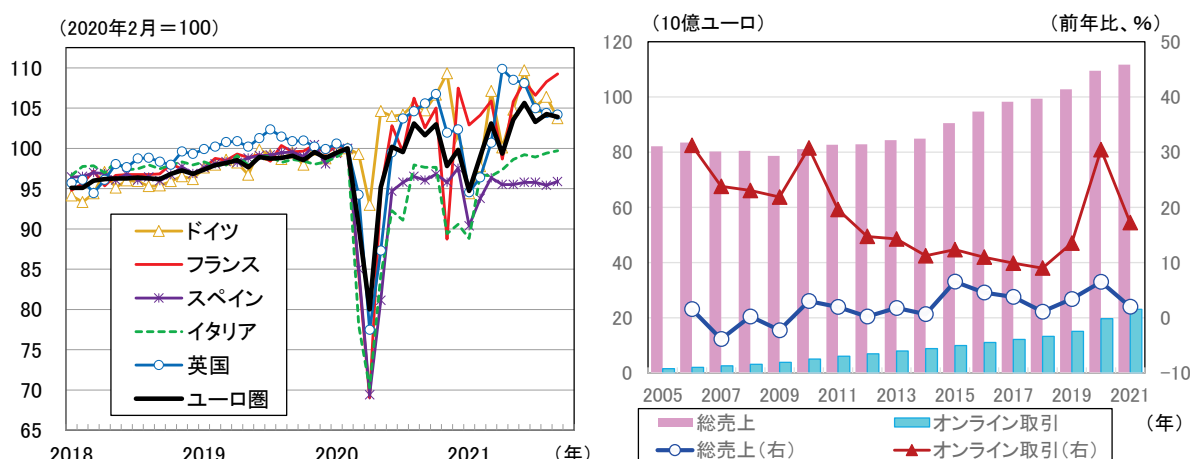


供給サイドのサプライチェーン問題が解決されない中で、10月以降、エネルギー価格の高騰やコロナの新規感染者の増加（＋各国政府による部分的な行動制限）という要因が加わっている。これらの要因は消費者マインドに影を落とし、家計は支出に慎重になるとみられる。価格上昇によって実質小売の伸び率は鈍化し、生活必需品のエネルギー支出が増えれば、所得が伸び悩む（あるいは貯蓄が不十分な）家計は、その分エネルギー以外の支出を節約せざるを得ない。

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、ホリデー商戦の本格化を前にして、十分な量のクリスマス商品が店頭・オンラインに並ぶのか懸念される。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同問題の長期化は大きな痛手である。

ドイツ小売業協会（HDE）が発表した今年のホリデー商戦（11-12月の売上を対象）見通しによると、前年比＋2%と2020年の＋6.5%から伸び率が鈍化すると見込まれている。11-12月の売上が年間売上に占める比率は、家電や時計/ジュエリー、本等では23%台と高い。コロナ禍では、非接触型のサービスが大幅に増加したが、ホリデー商戦でもオンライン取引は同＋17.3%と高い伸びを示し、ホリデー商戦全体の2割を超えると予想される（15年前のシェアは2%台にすぎなかった）。また、顧客がいつクリスマスプレゼントを購入し始めるかという質問に対して、11月～12月初めという回答が全体の6割を占めている。今後の政府の行動制限次第では、実店舗だけで営業する小売店とオンライン取引にも注力している小売店のホリデー商戦の行方は、明暗が分かれるかもしれない。実際、HDEは、2021年のホリデー商戦の追い風になる要因としては、安定した労働市場、収入の増加、高い貯蓄を挙げる一方、リスクとしては、コロナ感染者の増加、供給のボトルネック、インフレ懸念を指摘する。

図表5 欧州各国の実質小売売上高【除く自動車】(左)、ドイツのホリデー商戦見通し(右)



(注) 左図：2021年はHDE発表の見通し。

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

一段と上昇する欧州のインフレ率 ～ 消費者のインフレ予想は、ECBの見方と軌を一にする

10月のユーロ圏CPI(HICP)は前年比+4.1%と2008年7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+23.7%と9月(同+17.6%)から一段と加速した他、サービスも9月の同+1.7%から同+2.1%に上昇した。一方、非エネルギー工業製品は同+2.0%、食品、アルコール・たばこは同+2.0%とそれぞれ前月から0.1%pt減速した。エネルギー価格の高騰が物価全体を押し上げている状況は変わらないが、コアHICP(エネルギーや食品、アルコール・たばこを除く)で見ても、同+2.0%とECBのインフレ目標2%に達し、2008年3月以来の高い伸びとなった。エネルギー価格だけが上昇しているとは言い切れない現状になっている。

国別では、リトアニア(前年比+8.2%)やエストニア(同+6.8%)、ラトビア(同+6.0%)と高い国から、マルタ(同+1.4%)やポルトガル(同+1.8%)、ギリシャ・フィンランド(同+2.8%)と低い伸びの国まで広範囲に分布している。主要国では、スペインが同+5.4%(1992年9月以来の上昇率、但し、国内基準のCPI)、ドイツが同+4.6%(1993年8月以来、同じ)とユーロ圏全体を上回る一方、フランスとイタリアがそれぞれ同+3.2%と相対的に低い伸びだ。引き続き域内でばらつきが見られるが、全般的にインフレ率は着実に高まっている。また、消費者のインフレ期待に関しては、先行して上昇したドイツやオランダ等が高止まりする中、これまで低かった南欧の国々で急速に高まっており、各国間のばらつきは縮小しているといえよう。

もっとも、ECBの調査によると、消費者のインフレ見通しは、目先は3%まで上昇するものの、2022年には2%に鈍化するという見通しであり、ECBの見方と大きな相違はない。ただ、短期的には、エネルギー価格が高止まりすれば生産活動の抑制(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がれる恐れが出てこよう。

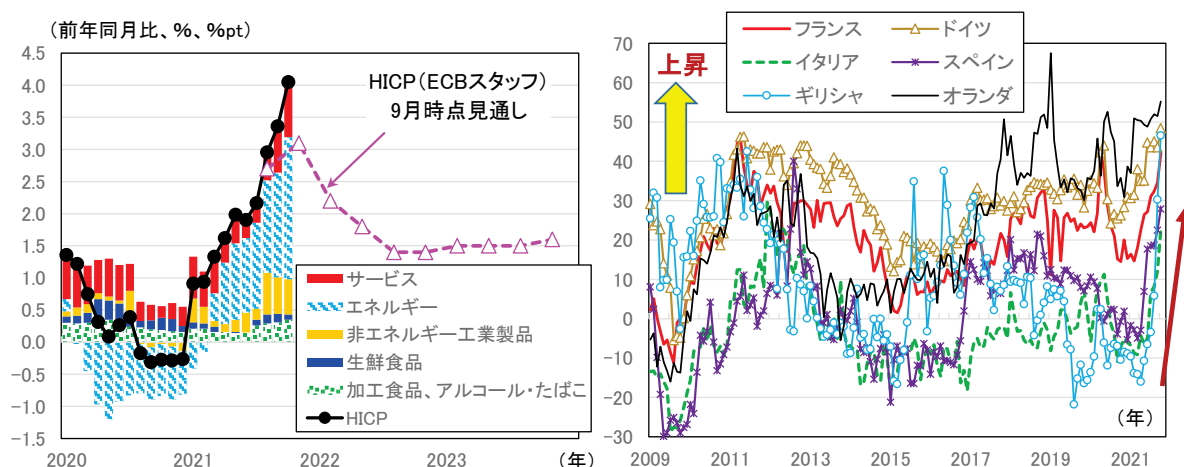
10月28日に開催されたECBの金融政策理事会では、従来の金融政策の枠組みが維持され、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、来年には物価圧力が緩和するという従来の見通しを踏襲した。11月半ばの欧州議会公聴会でも、ラガルド総裁は、現時点でインフレ抑制のために金融

引き締め政策を実施すれば、景気回復は覚束なくなる恐れがあるとして、フォワードガイダンスで定める利上げのための条件が 2022 年に満たされる可能性は非常に低い (very unlikely) と言及した。

イングランド銀行 (BOE、英中銀) が、今後数ヵ月先の利上げの可能性を示唆したのとは対照的に、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待ちの姿勢を鮮明にしている。背景には、英国以上に大陸欧州の労働市場にはスラックがあるため、賃金上昇圧力はそれほど高まらない (つまり、インフレ率上昇につながる二次的効果のリスクは限定的) という認識があるのだろう。また、ECB による利上げは 2011 年 7 月まで遡ることになるが、その僅か 4 ヶ月後には ECB は利下げに転じる状況になった (2008 年 7 月の利上げでも 3-4 ヶ月後に金融緩和を迫られた)。そのような苦い経験を繰り返したくないという思いも、利上げに慎重にさせているのかもしれない。

SPF で示された 2021 年から 2023 年にかけてのインフレ (HICP) 見通しでは 2021 年の 2.3% に続いて、2022 年も 1.9% とインフレ目標の 2% に近い水準が見込まれている。2022 年にかけてインフレ率が鈍化するという姿そのものは変わらないが、鈍化するペースは従来の予想よりも緩やかになり、2% を上回る “一時的” 状態が長期化かつ深刻化しているのが現実である。

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 ヶ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

10-12 月期以降、景気減速へ ～ インフレ圧力の高まりが重しに

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、企業や家計の景況感や行動に影響を及ぼしている。コスト上昇に対して、企業は、いかにコストを販売価格に転嫁できるか、あるいはコストを吸収できるだけの生産性向上を実現できるかで、収益性を確保しようとする。一方、消費者は、企業が引き上げてきた販売価格を受け止めるしかなく、個人消費の水準を維持するには賃金上昇が鍵となろう。ただ、コスト上昇に直面する企業が、タイムラグなしに従業員の賃金を引き上げるとは想定しづらく、家計は消費支出の選択を迫られるだろう。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状況に陥るとみられる。

11月11日に欧州委員会が改定した経済見通しでは、2021年のユーロ圏の成長率を5.0%と予想し、5月時点から0.7%pt、7月時点から0.2%pt上方修正された。コロナ禍から経済の正常化が進展し、4-6月期、7-9月期と個人消費を中心に堅調に景気が拡大した実績を踏まえたと思われる。もっとも、国によって状況は異なり、5月時点の予想と比較すると、フランスやイタリアは想定を上回る成長が見込まれる一方、期待外れとなったドイツやスペイン等は引き下げられた。合わせて、2022-2023年の見通しも欧州委員会から示され、2022年のユーロ圏の成長率は4.3%と、7月時点から0.2%pt下方修正された（但し、2022年末に達する経済水準は従来の想定よりも引き上げられた）。国別では、フランスとイタリアが上方修正された他、ドイツは需要発現のタイミングが後ずれして2022年末の仕上がりの姿は従来通りとなる中で、スペインは、出遅れ感が鮮明になっている。2021-22年ともに予想成長率が引き下げられ、コロナ禍前の水準に戻るのは2023年1-3月期と、従来の見方から半年ほどの後ずれする見込みである。

スペインの景気回復が遅れている要因には、個人消費の低迷やエネルギー価格の高騰、EU復興基金（NGEU）の稼働の遅れ等が挙げられる。スペインでも、過剰貯蓄（2020年～2021年4-6月期までの累計）は514億ユーロにのぼり、2019年の家計消費支出の7.2%に相当する（当社試算）。ただ、イタリアの11.1%やフランスの10.8%、ドイツの9.7%（ユーロ圏全体では10.2%）よりも見劣りし、しかも他の国が2021年4-6月期に一段と過剰貯蓄を積み上げたのに対して、既にスペインは4-6月期から貯蓄を取り崩して支出に回している。これは、スペインの場合、今後の消費（すなわち経済成長）を押し上げる余力が乏しい可能性を示唆する。

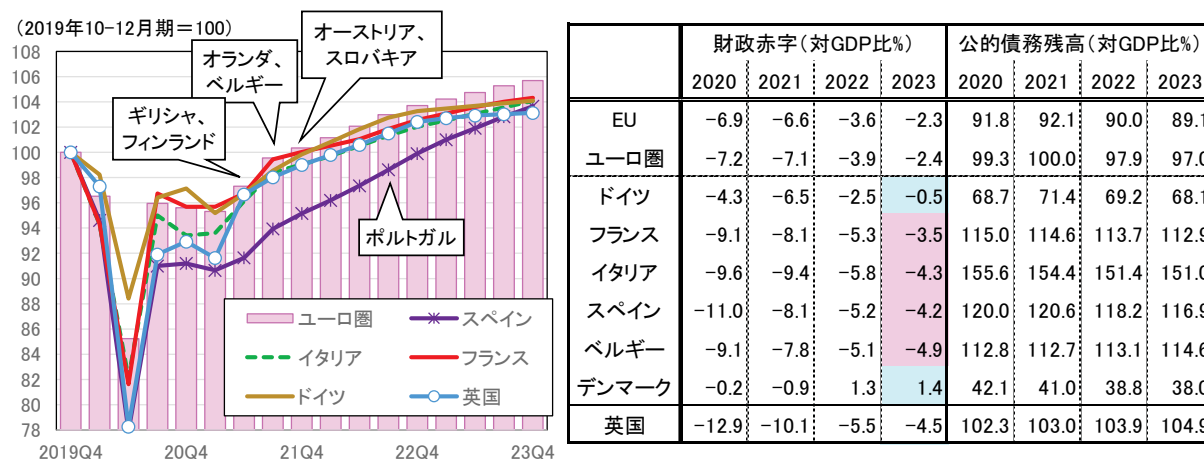
また、ドイツ自身（ドイツ連邦経済エネルギー省）が、今後も工業部門は長期化する供給のボトルネックの影響を受け、活動を抑制される一方、コロナ禍の行動制限解除によってサービス部門が回復しており、工業部門の落ち込みを相殺すると見込んでいる。そして、2022年になれば、ボトルネックが徐々に解消されて成長も大幅に加速すると予想している。だが、足元ではコロナ感染が急拡大しており、行動制限が再強化されてサービス部門が影響を被ることになれば、ドイツ政府の成長シナリオは修正を余儀なくされよう。この点はドイツに限らず、欧州各国に当てはまる共通の要因であり、今後の行動制限の広がりを見守っていく必要がある。

欧州各国はコロナ禍対策として様々な財政措置を実施してきたが、その結果として2020年以降の財政赤字は膨らみ、債務残高も増加している。ただ、2021年の経済成長率が当初の見込みよりも高まったことから、欧州委員会が示した財政見通しによると、名目GDP比の財政赤字や債務残高は、ドイツ等一部の国を除いて前年より縮小する見込みである。欧州委員会は、財政規律要件（EU加盟国は年次の財政赤字をGDP比3%以下に抑え、公的債務残高の上限を同比60%以下にする必要がある）を2020年から適用しておらず、2022年まで適用を見送っている。

2021年6月には2023年からの適用再開の方針を決定し、11月8日に開催されたユーロ圏財務相会合では、再適用に向けて財政規律ルール改正の議論がスタートした。欧州委員会の財政見通しを見ると、儉約国を中心に楽に再適用をクリアする国がある一方、イタリアやスペイン、フランス等のように2022～23年時点の財政赤字（GDP比）が4～5%と予想されている国では、相応の財政再建努力が必要になるだろう。合意形成に向けて課題は多いが、依然としてコロナ

禍からの経済正常化の過程であるという現状を踏まえて、“経済成長を妨げないようにする”ということがキーワードになろう。この点は、金融政策の議論でも共通の認識になっているものとみられる。さらに、直近では、気候変動対策に支出が増えることが想定される中で、どのように財政健全化と折り合いをつけていくかも議論のテーマになろう。

図表 7 欧州各国の景気回復経路（左）、財政見通し（右）



(注) 左図：四角の吹き出しの中の国名は、どのタイミングでコロナ禍前の水準に達するかを示している。

(出所) 欧州委員会資料より大和総研作成

英国経済

7-9 月期の経済成長率は前期比+1.3% ～ 前期から大幅に減速

英国の 7-9 月期の成長率は前期比+1.3%（年率+5.1%）と 2 四半期連続のプラス成長となったものの、4-6 月期の同+5.5%から大幅に減速した。BOE が 11 月初めに公表した見通しで示した想定、同+1.5%をやや下回った。依然としてコロナ禍前の水準を 2.1%下回っており、大陸欧州の主要 4 カ国と比べて、スペインを除く 3 カ国よりもマイナス幅が大きい。

需要項目別では、個人消費（非営利除く）が前期比+2.0%と 4-6 月期から鈍化したものの、2 四半期連続で増加し最大の牽引役になった（寄与度は+1.14%pt と全体の 9 割以上を占める）。ほぼ全ての行動制限措置が解除されたことから、人々の移動は一段と活発になり、レストランやホテルへの支出、輸送関連が前期に続いて最大の牽引役となった。ただ、依然として個人消費はコロナ禍前の水準を 4.4%も下回っており、回復途上である。政府消費は同+0.9%増加したが、ONS（英国国家統計局）によると、コロナ感染状況が落ち着き、控えられてきたコロナ以外の医療活動が再開され医療サービスが増加したことが寄与したという。一方、同+0.8%と 2 四半期連続で増加した総固定資本形成は、政府投資が同+4.3%と増加した点が大きく、企業の設備投資の増加幅は限定的だった。また、ONS によると、世界規模のサプライチェーン問題が在庫変動に影響を及ぼした。外需は、輸入が堅調に増加した一方、輸出が 2 四半期ぶりに減少したため、3 四半期ぶりのマイナス寄与度となった。輸出に関しては、機械・輸送機器、原材料等の財の輸出が減少し、夏のホリデーシーズンと国際的な移動制限の緩和を反映して、旅行サービスの輸入が増加した（英国から海外への旅行者の増加は、サービス輸入に計上される）。

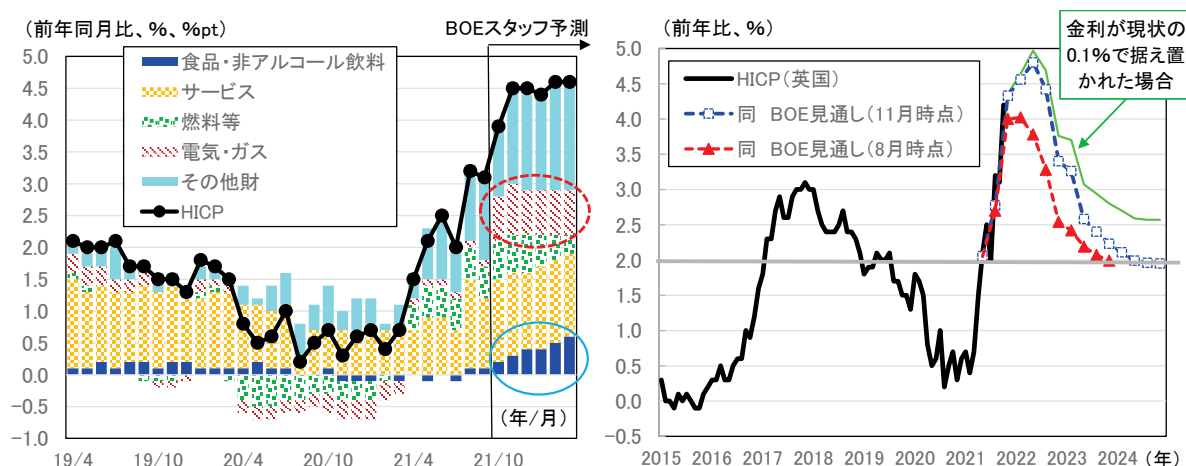
英国のインフレ率は、BOE の想定を上回るペースで進む

BOE による従来のインフレ見通し（8 月時点）は、2021 年 10-12 月期から 2022 年 1-3 月期にかけて前年比+4.0%まで上昇し、その後ピークアウトして、2023 年 10-12 月期にはインフレ率が同+2.0%まで鈍化するというものだった。11 月の改定では、インフレ率は引き続き上昇し、2022 年 4-6 月期には同+4.8%に達するという見通しに引き上げられた。その後、インフレ率は鈍化するものの、3%を下回るのは 2023 年 4-6 月期、2%になるのは 2024 年 4-6 月期と、従来の見通しに比べると半年ほど後ずれする想定である。BOE の見通し後に発表された実際のインフレ率を確認すると、10 月の CPI（HICP ベース）は前年比+4.2%と BOE の新たな想定³をもやや上回り、2011 年 12 月以来の高い伸びとなった。電力やガスなどのエネルギーコストの上昇が物価全体を押し上げたとみられる。

BOE の特徴として、金融市場が見込む金利見通しを前提にするケースと、現行での金利据え置きを前提にするケースで 2 種類の景気・インフレ見通しを発表し、前者のケースがメインの前提になっている。近い将来の金利据え置きが想定されていた時には、両ケースはほとんど乖離が見られなかったが、今回のように、2022 年末にかけて政策金利が 1%に引き上げられると市場が見込んでいるため、金利据え置きのケースとは大きく異なる姿が描かれている。

金利据え置きの場合、インフレ率は現状から一段と上昇し、2022 年 4-6 月期には前年比+5.0%に達すると BOE は予想する。その後も 3%を下回る時期は 2023 年 7-9 月期に後ずれし、予測期間の終盤 2024 年になっても同+2.6%と高水準でとどまると見込む。つまり、現状の政策金利のままでは、インフレ目標 2%に向かってなかなか収斂せず、BOE としても看過できないといえよう。一方、大幅な利上げを織り込む金融市場の見方を前提にした景気・インフレ見通しは、金利据え置きケースよりもインフレ率が 0.5~0.6%pt ほど低く、予測期間の終盤（2024 年）にはインフレ率は 2%を下回る予想になっている。これは、現行の市場の金利予想では利上げ幅が過大であり、過度な利上げが景気を冷やし、インフレ率を押し下げる可能性を示唆する。

図表 8 英国の HICP の要因分解（左）、BOE のインフレ率 [HICP 上昇率] の見通し（右）



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

³ BOE スタッフによる推計は、10 月に前年比+3.9%に加速し、11 月から 2022 年 3 月にかけて同+4.5%前後で推移するというものである。

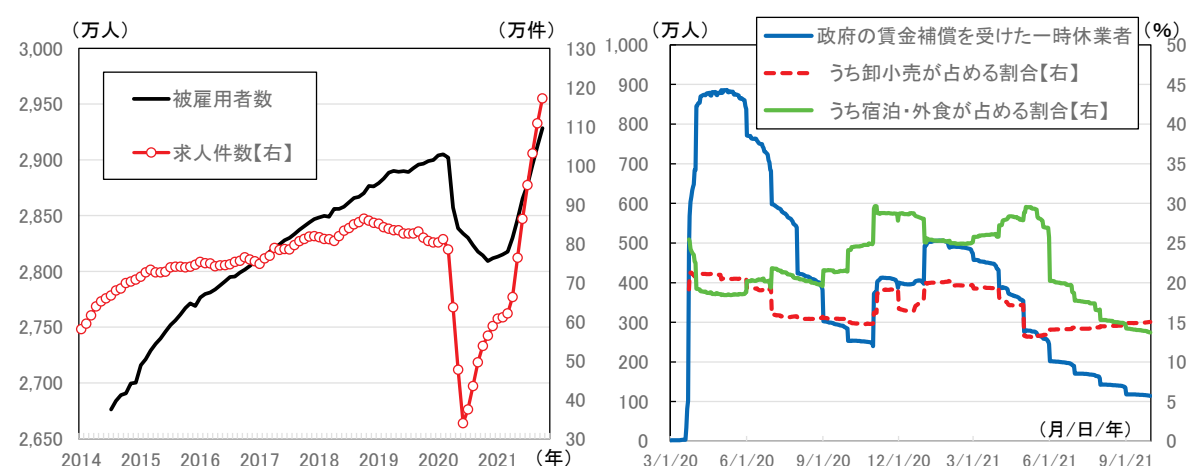
“数ヵ月先”の利上げを視野に入れる BOE ～ 政策判断を左右する労働市場の行方

BOE は、11 月 4 日の金融政策委員会で政策金利の据え置きと資産買入れプログラムの現状維持を決定した。事前のバイリー総裁をはじめとするメンバーの発言を受けて、利上げを織り込んでいた市場は見事に裏切られた格好になったが、バイリー総裁は、利上げを見送った理由として、一時休業者向けの賃金補償策が 9 月末で終了した後の労働市場の動向を挙げた。そして、特に労働市場が BOE の想定通りに推移するならば、今後数ヵ月で利上げが必要になるとも、声明文で明記した。当然ながら、BOE が示す景気見通しは、BOE 自身が確度の高いと見込む標準シナリオに他ならず、“想定通りならば”というのは、近い将来の利上げの可能性が高いことを示唆している。

引き続き、英国の雇用環境は大きく改善している。10 月の被雇用者数は前月差+16.0 万人と 11 ヶ月連続で増加し（この間の累積増は約 119 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。また、8-10 月（3 ヶ月移動平均）の求人件数は 117.2 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おり、企業の採用意欲は強い。ただ、ONS は、政府の賃金補償制度終了によって失職した人は今後数ヵ月の統計に反映されるとの見方を示している。つまり、短期間では影響が判明しないことになり、単月の結果で判断するのではなく、BOE の想定する期間とも一致する“数ヵ月”分のデータを待つのは整合的であろう。

一般的に、失業率の低下が労働参加率の停滞（あるいは緩やかな上昇）を伴う場合、必ずしも雇用環境が改善しているとは言いきれない。労働参加率の伸び悩みの背景としては、本来であれば今後数年間にわたって実施される予定だった退職の一部が、コロナ禍によって前倒しで顕在化した可能性がある。この場合、経済が正常化しても労働市場に戻ってこない。また、コロナの新規感染者が高水準で続いているために、感染者自身だけでなく、健康不安や感染者への対応から多くの人が何らかの行動制約を受けている恐れがある。従って、コロナ禍による労働市場の構造変化にも留意してデータを読み解く必要があるだろう。

図表 9 大幅に増加する雇用者数と求人件数（左）、BOE が注視する一時休業者の行方（右）



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

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%	9.3%	2.4%	3.9%	3.0%	2.8%	2.3%	-6.5%	5.1%	4.1%
家計消費支出	-16.2%	-42.3%	71.6%	-12.1%	-8.8%	14.5%	14.1%	4.1%	4.6%	3.7%	2.8%	2.3%	-8.0%	3.0%	5.6%
政府消費支出	-0.4%	-10.7%	24.0%	3.1%	-1.9%	5.0%	5.4%	2.0%	1.6%	0.4%	0.2%	0.1%	1.3%	3.8%	1.8%
総固定資本形成	-16.4%	-58.2%	68.1%	11.1%	-0.2%	4.5%	10.4%	6.1%	5.9%	4.1%	4.2%	3.6%	-7.3%	5.2%	5.7%
輸出等	-13.6%	-56.3%	83.7%	18.0%	4.5%	11.1%	10.4%	4.5%	5.3%	5.6%	5.9%	5.3%	-9.4%	10.3%	6.2%
輸入等	-11.1%	-59.5%	55.6%	20.5%	4.2%	11.8%	9.2%	8.3%	6.1%	5.7%	5.6%	5.1%	-9.3%	8.1%	7.0%
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%	3.7%	4.7%	6.0%	4.6%	3.0%	3.0%	-6.5%	5.1%	4.1%
家計消費支出	-3.7%	-16.2%	-4.5%	-7.6%	-5.6%	12.1%	1.2%	5.5%	9.2%	6.5%	3.8%	3.3%	-8.0%	3.0%	5.6%
政府消費支出	1.0%	-2.0%	2.7%	3.3%	2.9%	7.1%	2.9%	2.6%	3.5%	2.3%	1.0%	0.6%	1.3%	3.8%	1.8%
総固定資本形成	6.4%	-20.3%	-4.0%	-10.1%	-6.1%	18.2%	6.4%	5.1%	6.7%	6.6%	5.1%	4.5%	-7.3%	5.2%	5.7%
輸出等	-3.0%	-21.1%	-8.8%	-4.9%	-0.2%	26.0%	10.9%	7.6%	7.8%	6.4%	5.3%	5.5%	-9.4%	10.3%	6.2%
輸入等	2.8%	-20.7%	-9.6%	-9.3%	-5.7%	21.6%	11.3%	8.3%	8.9%	7.4%	6.4%	5.6%	-9.3%	8.1%	7.0%
鉱工業生産（除く建設）	-5.6%	-20.0%	-6.6%	-1.2%	3.1%	22.5%	5.6%	5.8%	7.6%	5.6%	3.5%	3.5%	-8.4%	8.7%	5.0%
実質小売売上高	-1.2%	-6.7%	2.6%	1.3%	2.4%	12.0%	2.4%	5.3%	7.1%	5.8%	4.4%	4.1%	-1.0%	5.4%	5.3%
消費者物価	1.1%	0.2%	-0.0%	-0.3%	1.1%	1.8%	2.8%	3.4%	2.8%	2.3%	1.9%	1.6%	0.3%	2.3%	2.1%
生産者物価	-1.7%	-4.5%	-2.7%	-1.7%	2.1%	9.2%	13.9%	12.5%	8.9%	5.5%	0.1%	0.2%	-2.6%	9.4%	3.6%
失業率	7.3%	7.6%	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.4%	7.9%	7.8%	7.3%
10億ユーロ															
貿易収支	69.7	26.8	63.1	75.3	69.1	37.3	29.0	68.4	67.1	70.0	71.2	72.9	234.9	203.8	281.2
経常収支	24.4	24.0	73.8	90.8	105.5	65.6	96.1	86.3	85.3	86.2	88.7	90.8	212.9	353.5	351.0
財政収支	-82.4	-323.0	-183.9	-230.8	-209.3	-207.3							-820.2	-913.6	-453.7
独 国債10年物（期中平均）	-0.41%	-0.45%	-0.47%	-0.57%	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.25%	-0.20%	-0.15%	-0.15%	-0.15%	-0.48%	-0.31%	-0.16%
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（11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%	5.1%	3.9%	3.2%	3.1%	2.4%	1.7%	-9.7%	6.9%	4.5%	
家計消費支出	-9.9%	-59.6%	106.7%	-6.9%	-16.5%	32.0%	8.3%	6.5%	4.1%	3.5%	3.2%	3.0%	-10.5%	3.9%	6.2%	
一般政府消費支出	-11.6%	-54.1%	87.1%	20.6%	8.3%	36.7%	3.6%	1.3%	1.0%	0.1%	0.4%	0.4%	-6.3%	15.7%	3.0%	
総固定資本形成	-10.0%	-57.6%	99.6%	19.0%	-11.5%	3.4%	3.3%	5.0%	5.0%	6.0%	5.5%	5.5%	-9.1%	4.6%	5.0%	
輸出等	-45.7%	-36.6%	-1.9%	28.1%	-28.3%	27.3%	-7.3%	5.4%	5.1%	5.0%	4.4%	4.0%	-14.7%	-2.9%	4.6%	
輸入等	-24.0%	-64.2%	76.0%	69.0%	-38.6%	10.1%	10.3%	10.1%	7.7%	6.5%	6.8%	6.4%	-16.8%	1.4%	8.2%	
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%	6.4%	8.7%	3.8%	3.2%	2.6%	-9.7%	6.9%	4.5%	
家計消費支出	-2.7%	-23.1%	-7.5%	-8.5%	-10.3%	20.7%	2.7%	6.2%	12.2%	5.6%	4.3%	3.4%	-10.5%	3.9%	6.2%	
一般政府消費支出	-0.9%	-18.1%	-4.3%	-2.2%	2.9%	35.2%	16.6%	11.7%	9.7%	1.5%	0.7%	0.5%	-6.3%	15.7%	3.0%	
総固定資本形成	-4.4%	-21.6%	-7.9%	-2.4%	-2.8%	21.4%	3.0%	-0.2%	4.2%	4.8%	5.4%	5.5%	-9.1%	4.6%	5.0%	
輸出等	-5.8%	-14.4%	-19.1%	-18.9%	-13.1%	3.5%	2.1%	-2.8%	6.9%	1.9%	5.0%	4.6%	-14.7%	-2.9%	4.6%	
輸入等	-16.1%	-28.1%	-17.7%	-5.1%	-10.1%	19.1%	6.0%	-4.8%	9.5%	8.6%	7.8%	6.8%	-16.8%	1.4%	8.2%	
鉱工業生産	-4.4%	-19.6%	-5.8%	-3.4%	-1.4%	20.6%	3.8%	6.9%	8.9%	4.7%	4.1%	3.6%	-8.3%	6.9%	5.3%	
実質小売売上高	-2.0%	-12.6%	3.0%	3.3%	-1.1%	23.5%	-0.1%	7.3%	11.4%	6.9%	6.1%	5.5%	-2.1%	6.9%	7.4%	
消費者物価	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	2.1%	2.8%	4.2%	4.4%	4.6%	3.6%	2.8%	0.9%	2.4%	3.8%	
生産者物価（出荷価格）	0.3%	-1.9%	-1.7%	-0.7%	1.0%	4.2%	6.1%	7.9%	7.8%	6.9%	4.2%	2.1%	-1.0%	4.8%	5.2%	
失業率	4.0%	4.1%	4.8%	5.2%	4.9%	4.7%	4.3%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.5%	4.6%	4.3%	
10億英ポンド																
貿易収支	-31.1	-15.3	-34.0	-48.4	-38.8	-32.6	-42.3	-40.5	-41.5	-42.2	-43.2	-44.3	-128.7	-154.2	-171.2	
経常収支	-14.9	-6.2	-9.5	-25.3	-8.9	-8.6	-19.1	-21.6	-22.6	-23.2	-24.1	-25.0	-55.9	-58.2	-94.9	
財政収支	3.8	-129.9	-74.6	-63.5	-42.6	-61.2	-42.4	-25.0	-35.0				-264.1	-171.1		
国債10年物（期中平均）																
	0.60%	0.30%	0.25%	0.34%	0.61%	0.87%	0.71%	1.03%	1.15%	1.25%	1.20%	1.10%	0.37%	0.81%	1.18%	
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（11月19日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研