

2022 年 2 月 18 日 全 12 頁

欧州経済見通し 欧州が直面するエネルギー危機

家計・企業の様々な負担が大幅に増える可能性

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

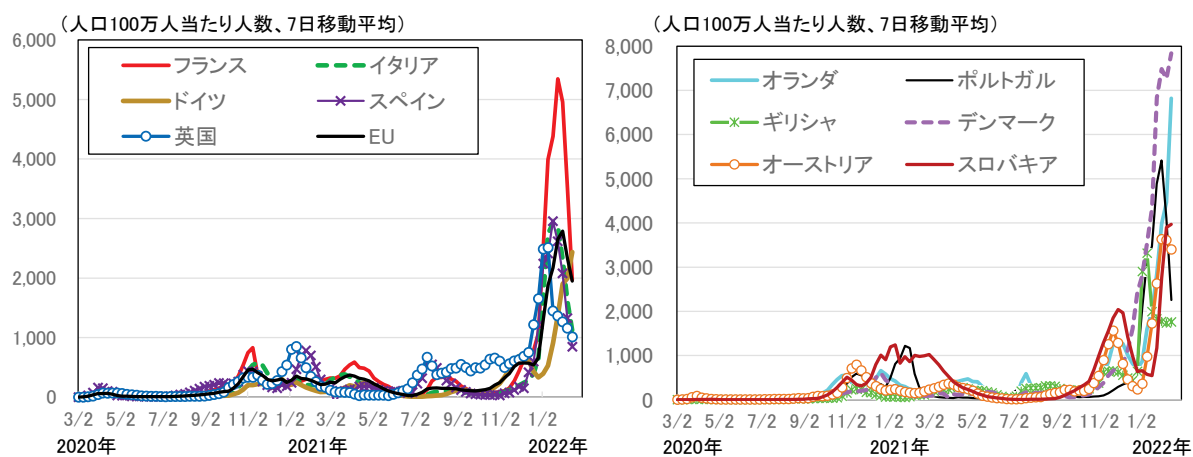
- 欧州各国では、オミクロン株の出現によって、新型コロナウイルス（以下、コロナ）の新規感染者が1月にかけて急増したが、新規感染者の推移に比べると、入院患者（重症者）・死亡者の水準は総じて抑制されている。2月に入って、新規感染者数はピークアウトしつつあり、各国は、感染者が高水準の中でも行動制限の緩和に動き出している。
- コロナ感染の拡大とインフレ圧力の高まりが重しとなり、1-3月期は総じて低成長にとどまるとみられる。加えて、地政学的要因が大きな下振れリスクとして不確実性を高めている。春に向けてウクライナを巡る緊張状態が和らいでいけば、インフレ圧力の一部が緩和し、4-6月期の景気加速への期待が高まっていくだろう。
- とはいえ、中央銀行の想定を上回るペースでインフレ率が高まっているのが現実である。ECBは、「2022年内は利上げなし」のスタンスからデータ次第の対応にシフトし、BOEは、追加利上げを視野に入れている。ただ、いずれも、過度な金融引き締めが景気回復を妨げる可能性を懸念している。
- 悩ましいのは、高インフレの主たる要因であるエネルギー価格の解釈だろう。企業や家計にとって身近な電気料金やガス料金の変化率は、各国でばらつきが見られる。電源構成やエネルギーの調達先、そして政府の関与の仕方等がそれぞれ異なることが背景にあり、一口に“エネルギー価格の高騰”といっても、国によって受け止め方が変わる。エネルギー価格の変化の差異はインフレ率のばらつきをもたらし、多種多様な国々がいる中でユーロ圏の金融政策を決定しなければならないECBは、どこに基準を置くか、慎重になるだろう。

新型コロナウイルスの感染は2月に入ってピークアウトしつつも、高水準のまま

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、感染力の強いオミクロン株の出現を受けて、新規感染者が1月にかけて急増した。引き続き、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おり、医療体制逼迫の懸念も限定的である。2月に入って、フランスやイタリア、スペイン、ベルギー等多くの国において、新規感染者数が減少に転じ、欧州全体でもピークアウトしつつある。もっとも、ドイツやデンマーク、オランダ等のように新規感染者が増えているケースも散見され、ピークアウトした国でも減少ペースが緩やかだったり、高水準で高止まりしたりしているのも現実である。

多くの国が制限措置の緩和に踏み出しており、昨年12月半ばに欧州の中で厳格なロックダウンを導入したオランダは、1月下旬にレストランやバー、芸術・娯楽関連等全ての施設の営業が許可された。また、感染率の高いデンマークでは、2月初めより国内の規制が撤廃され、ワクチン接種証明の提示義務もなくなった。スウェーデン等でも同様の動きが広がっており、主要国の中で感染抑制が遅れているドイツも、段階的な規制緩和の方針を示した。具体的には、ワクチン接種者だけに限られていた生活必需品以外の小売店への入店が全ての人に可能となり、3月初めからは、ワクチン未接種者でも陰性証明を提示することでレストラン等において飲食できる。そして3月下旬には大部分の規制が撤廃される。ただ、公共交通機関や屋内でのマスク着用義務は継続し、ワクチン義務化を目指す方針も残る。マスク着用義務も撤廃した英国等他の国に比べると、規制緩和のスピードは緩やかである。

図表1 欧州各国のコロナ新規感染者数 ～ 国によって状況は異なるが、高水準である点は共通



ユーロ圏経済

2021年10-12月期のGDP成長率は年率+1.2%と、過去2四半期から大幅に減速

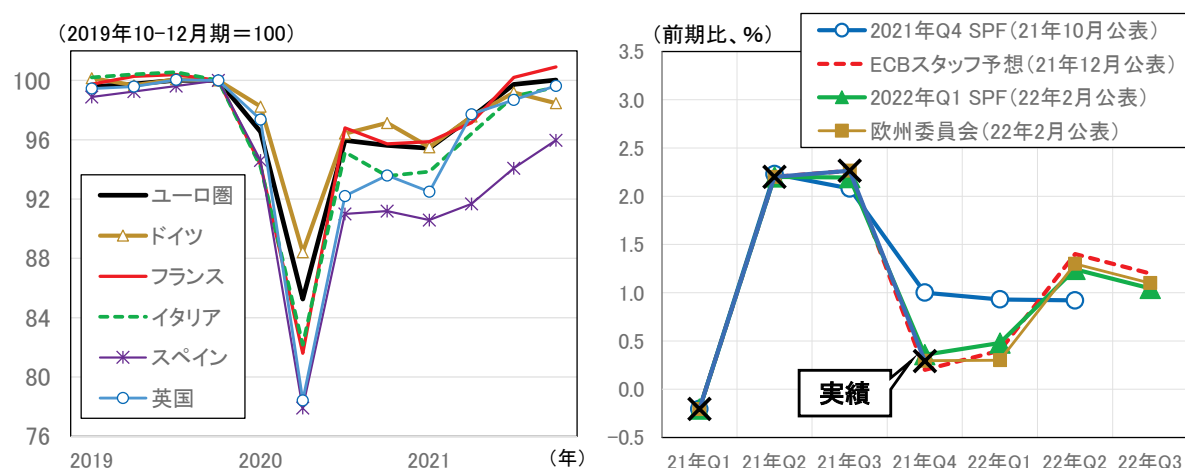
ユーロ圏の2021年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.2%）となり、事前の予想と概ね同じ結果となった¹。3四半期連続でプラス成長を維持したが、過去2四半期

¹ 例えば、ECBによるEU域内の専門家への調査（SPF）では前期比+0.36%と予想されていた。

の前期比+2%台の成長に比べると大きく減速した。ユーロ圏全体としては、2年ぶりにコロナ禍前（2019年10-12月期）のGDP水準を上回った。コロナ感染者が急増し、再び欧州各国が何らかの行動制限措置の導入を余儀なくされた点が、個人消費を中心に景気回復の重しになった。また、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生産活動の停滞を長期化させ、エネルギー価格の高止まりによってコスト負担が増し、企業や家計の活動を鈍らせた。

ユーロ圏各国を見ると、スペインが前期比+2.0%と最も高い伸びを示し、逆に、オーストリアが過去2四半期連続の約4%成長から一転して同▲2.2%と大幅なマイナス成長を記録した。スペイン以外の主要国では、ドイツが同▲0.7%と3四半期ぶりにマイナスに転じた一方、フランス（同+0.7%）とイタリア（同+0.6%）は前期から伸び率は鈍化しつつもプラス成長を維持し、主要国で明暗が分かれた格好だ。フランスはコロナ禍前のGDP水準を0.9%上回っているが、イタリアが0.5%、ドイツは1.5%、スペインは4.0%とコロナ禍前の水準を下回り、ユーロ圏GDPの約25%を占める、主要国以外の国々が相対的に早く回復しているといえよう。

図表2 欧州主要国の実質GDP（左）、専門家等によるユーロ圏の成長見通し（右）



(注) SPF: 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る調査。

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

需要項目の内訳が発表されているフランスとスペインを見ると、フランスは家計消費の伸び率が7-9月期から大きく鈍化したものの、コロナ禍前の水準を回復した。スペインのように、消費支出が減少に転じた国が少なくない中で、フランスの場合、厳格な行動制限を回避したことは、消費支出の伸びがマイナスに陥らなかった一因と考えられる。また、総固定資本形成は公的部門が伸び悩んだものの、ITサービスを中心としたサービス投資の増加が貢献し民間企業の設備投資が活発になった。フランスを上回る高成長となったスペインの中身を見ると、総固定資本形成が景気を下支えした一方、家計消費はコロナ禍前の水準を8%下回っており、フランスとは対照的に2021年も低迷したままである。

負け組であるドイツは、家計消費と建設が縮小したとみられ、サービスはコロナ感染の影響、生産部門では、自動車に代表される製造業や建設業がサプライチェーン問題の影響をそれぞれ受けたと考えられる。ドイツは、ワクチン未接種者への厳しい行動制限がマイナスに効いたとみられ、ドイツよりも早くかつ本格的に行動制限を強化したオーストリアは、前述したように

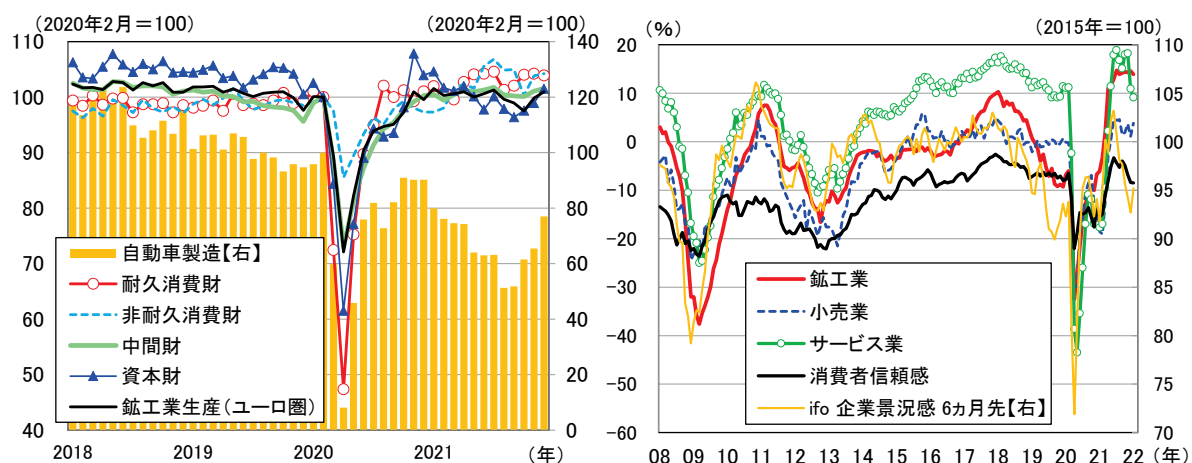
大幅なマイナスに陥った。イタリアの場合、内需（在庫変動等）がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になった。

年明け以降の状況は各国でまちまち ～ 1-3 月期は総じて低成長で、4-6 月期に期待

昨年末から年明け以降の状況は、欧州各国でまちまちである。コロナ感染の拡大とインフレ圧力の高まりが重しとなり、1-3 月期は総じて低成長にとどまるとみられる。加えて、地政学的要因が大きな下振れリスクとして不確実性を高めている。春に向けてウクライナを巡る緊張状態が和らいでいけば、インフレ圧力の一部が緩和し、4-6 月期への期待が高まっていくだろう。

ユーロ圏の 2021 年 12 月の鉱工業生産（建設業除く）は前月比+1.2%と 2 ヶ月連続で増加し、前月に続いて堅調な結果となった。もっとも、8-10 月の 3 ヶ月間で減少した分を取り戻した格好であり、10-12 月期は前期比▲0.5%と 3 四半期連続で減少した。企業の景況感が頭打ちになる等、企業を取り巻くグローバルな経営環境は不確実性が高まっており、今後も堅調に推移するかの判断は難しい。財別では、耐久消費財とエネルギーが落ち込んだが、3 ヶ月連続で増加した資本財が牽引役となり、非耐久消費財や中間財がプラスを維持した。自動車の生産は依然としてコロナ禍前（2020 年 2 月）の水準を 2 割以上も下回っているものの、12 月は前月比+17.7%と急回復している点はポジティブに評価できる。自動車生産の足枷だった部品のボトルネックが徐々に解消に向かっている可能性を示唆する。ただ、国別に見ると、アイルランドが同+10.33%と大幅に増加した他、主要国ではドイツが 3 ヶ月連続増加と堅調だが、イタリアやスペイン、フランスの 3 カ国は小幅ながらマイナスとなった。

図表 3 ユーロ圏の鉱工業生産の推移（左）、ユーロ圏の企業景況感の推移（右）



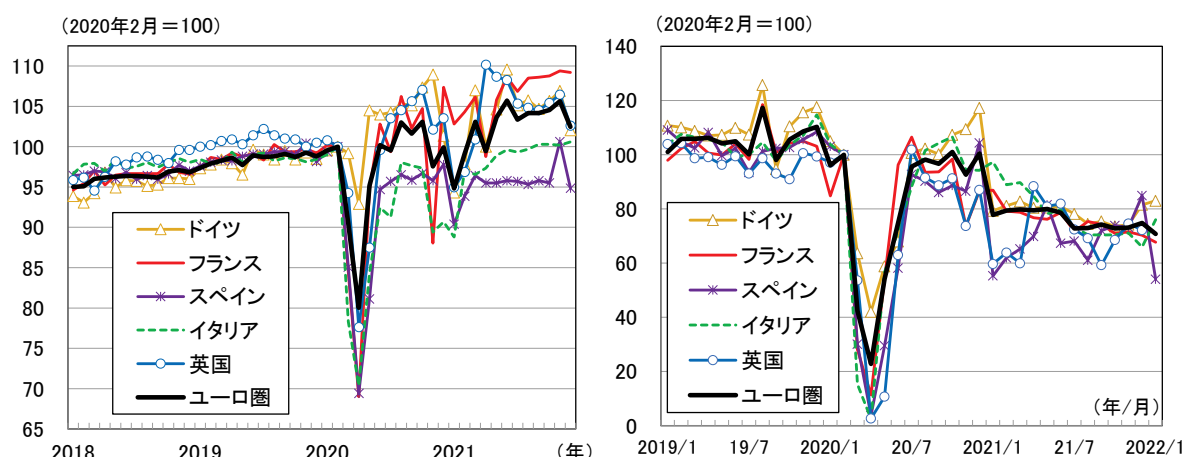
(出所) Eurostat、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

2022 年 1 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 112.7 と 3 ヶ月連続で低下し、2021 年 4 月以来の低水準に落ち込んだ。景況感指数が前月から上昇した国は 19 カ国のうち約 1/3にとどまり、主要 4 カ国はドイツとスペインが改善する一方、フランスとイタリアが悪化した。景況感指数の内訳を見ると、小売業のみが前月から上昇し、鉱工業やサービス業、建設業、消費者マインドはいずれも低下した。中でも、サービス業はコロナ禍前（2020 年 2 月）の水準を再び下回っている。

年末の消費動向は予想以上に悪化

2021年12月のユーロ圏の実質小売売上（自動車を除く）は前月比▲3.0%と5ヵ月ぶりにマイナスに転じた。食品飲料・たばこが同▲0.3%と4ヵ月ぶりのマイナスとなる中、非食品（除く燃料）が同▲5.2%と大幅に減少し、インターネット・通信販売も同▲3.5%と冴えなかった。国別では、オランダ（同▲9.2%）やスペイン（同▲5.7%）、ドイツ（同▲4.6%）等がユーロ圏全体を上回る大幅減が顕著だった。オランダやドイツ等は、オミクロン株によるコロナ感染の急拡大を受けて12月に、（特にワクチン未接種者に対して）厳格な行動制限を導入したことが消費行動にブレーキをかけたと考えられる。これらの国々でも、1月に入って段階的な制限緩和の方針が示される等、変化が見られるが、本格的な回復は2-3月以降であろう。実際、一足早く11月から行動制限を強化したオーストリアの場合、12月半ばより規制の一部緩和に動き出したが、12月の小売売上も同▲2.4%と減少が止まらなかった。年明け2月に入って漸く店舗の営業時間が延長され、ワクチン未接種者は店舗利用禁止が解除された。

図表4 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、ONS、ECB、ACEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

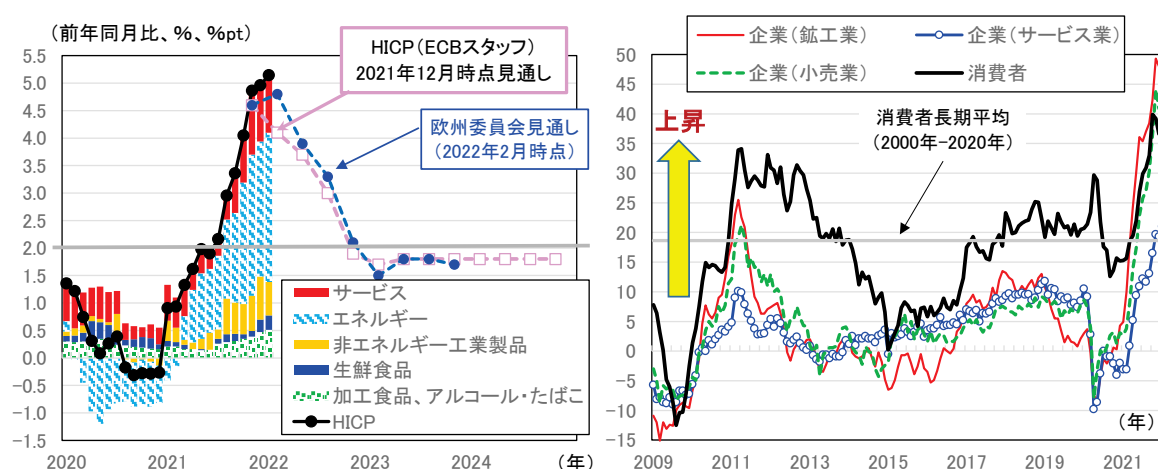
ユーロ圏のインフレ率が想定を上回って推移し、ECB もスタンスを修正

2022年1月のユーロ圏CPI（HICP）は前年比+5.1%となり、12月（同+5.0%）からさらに加速した。2021年後半は、ドイツのVATの一時的な引き下げ終了の影響がユーロ圏のインフレ率を前年比で+0.35%pt（ECB推計）押し上げてきたため、2022年に入れば少なくとも同要因は剥落して、全体のインフレ率は鈍化すると予想されたが、実際には加速した。エネルギーが同+28.6%上昇し、寄与度は全体の約半分を占め、引き続き物価を押し上げている。地政学的要因も相まって原油価格は2022年に入って一段と上昇しており、いつインフレ率がピークアウトしていくか不透明になっている。HICP全体の約1/4のウェイトを占める非エネルギー工業製品は同+2.3%と前月から鈍化したものの、食品、アルコール・たばこが同+3.6%と加速し、HICPの約4割を占めるサービスは同+2.4%と前月と変わらない伸び率だった。また、コアHICP（エネルギーや食品、アルコール・たばこを除く）は同+2.3%と前月（同+2.6%）からスローダウンした。つまり、消費者にとって身近なエネルギーと食品等の価格が上昇しているのである。

国別では、リトアニアやエストニア（12%前後）、ベルギーやスロバキア（8.5%）、ラトビア

やオランダ（7%台後半）、スペイン（6%台）等がユーロ圏全体よりも高い伸びとなった。ユーロ圏内でインフレ率のばらつきは大きい、インフレ率が低いフランスやポルトガル、フィンランドでも3%台前半とECBのインフレ目標2%を上回っている。既に大幅な利上げを実施済みのユーロ圏周縁国（EU加盟国かつ非ユーロ圏）の動向を踏まえると、高インフレにもかかわらず超低金利という状態の長期化は、ユーロ圏内に大きな歪みを醸成している可能性がある。また、企業・家計のインフレ見通しは、鉱工業が前月から小幅低下したが、サービス業（過去最高）と小売業は上昇し、川下の企業ほど価格上昇を見込んでいる。欧州各国の消費者の今後12ヵ月のインフレ期待は2ヵ月ぶりに上昇し、企業のインフレ期待と共に鈍化する兆しは見られない。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、ユーロ圏の企業・消費者のインフレ期待（右）



(注) 左図：インフレ率はHICP、DIR試算、右図：企業は今後3ヵ月、消費者は今後12ヵ月の価格変化期待。
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

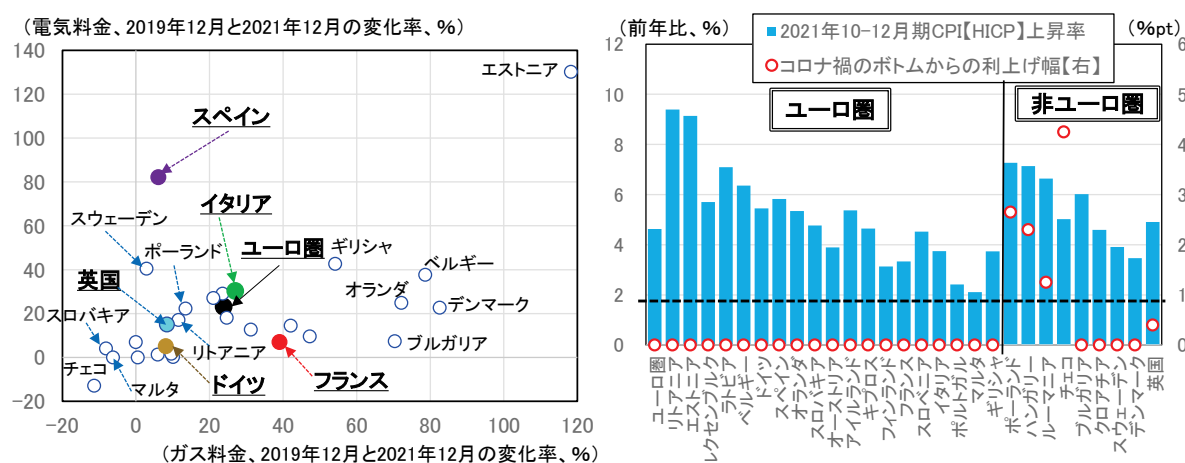
足もとのユーロ圏のインフレ率は、ECBスタッフの2021年12月時点の想定よりも1%ptほど上回って推移しており、ECBは再びインフレ見通しを上方修正する必要に迫られよう（次回のインフレ見通しは3月10日の理事会）。もっとも、2月に公表された欧州委員会のインフレ見通しは、足もと1-3月期のインフレの想定は前年比+4.8%とECBよりも上振れしているものの、4-6月期以降、インフレ率は鈍化して、10-12月期には2%近傍まで低下するというシナリオは大きく変わっていない。

ECBは2022年2月の金融政策理事会で前回12月に決定した方針（パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の3月末での終了と資産買入れプログラム（APP）の一時的拡充）を確認し、純資産購入が終了するまで利上げは行わないという姿勢を示した。ただ、理事会後の記者会見でラガルド総裁が、昨年11月頃から繰り返し使ってきた“2022年に利上げを行う可能性は非常に低い”というフレーズを封印し、今後はデータに基づいて評価していく姿勢を強調した。そのため、金融市場では、ECBも年内利上げの可能性を排除しないと受け止められ、長短金利とも上昇した。ECBのタカ派のメンバーからは、積極的な利上げ発言も出てきた。これに対して、ラガルド総裁等は、金融引き締めを急げば、景気回復が覚束なくなる恐れがあるとして、金融調整は漸進的に実施し、純資産購入が終了する前に利上げはしないとプロセスを重視する旨を繰り返し、市場の期待を抑えようとしているようだ。ただ、“純資産購入が終了するまで…”というフ

レーズにしても、どれくらいの期間を保証しているか明確ではなく、肝心の APP は“必要な限り継続する”と抽象的な位置付けである。

やはり、今後はデータ次第という基本原則になろうが、悩ましいのは高インフレの主たる要因であるエネルギー価格の動向の解釈だろう。企業や家計にとって身近な電気料金とガス料金のこの2年間の変化率（HICP ベースで計算）を取ると、EU 加盟国の中で大きな違いが見られる。国によってエネルギー自給率や電源構成が異なるし、どこからエネルギーを輸入・調達するか、そして電気やガス等の公共料金について政府がどう関与するか等も欧州各国で千差万別である。ガス・電気料金の両方に関与する国もあれば、どちらかのみ、あるいはどちらも関与しない（つまり市場で決定）に分類される。一般的に、国の関与が強ければエネルギー価格は抑制され（その分、国の財政負担は大きくなるが）、インフレ率の上昇も限定的と考えられる。従って、一口に“エネルギー価格の高騰”といっても、国によって受け止め方が異なり、企業や家計の負担感も様々だろう。

図表 6 欧州各国のエネルギー価格の変化（左）、欧州各国のインフレ率と政策金利の変化幅（右）



（注）左図：EU+英国の HICP ベース、右図：利上げ幅は 2022 年 2 月時点とコロナ禍で最も低かった水準の差分。
（出所）Eurostat、ECB、各国中央銀行、Haver Analytics 資料より大和総研作成

英国経済

2021 年 10-12 月期の経済成長率は前期比+1.0% ~ コロナ禍前の水準には僅かに届かず

英国の 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.0%と 7-9 月期とほぼ同じペースで成長した²。BOE が 2 月初めに公表した金融政策レポートの中で示した想定（同+1.2%）をやや下回ったが、発表済みのユーロ圏各国と比較してもスペインやポルトガルに次ぐ高い成長となった。オミクロン株の出現もあってコロナ感染の急拡大の影響が懸念されたが、その影響は限定的であったと見られる。ただ、依然としてコロナ禍前の水準を▲0.4%を下回っている。

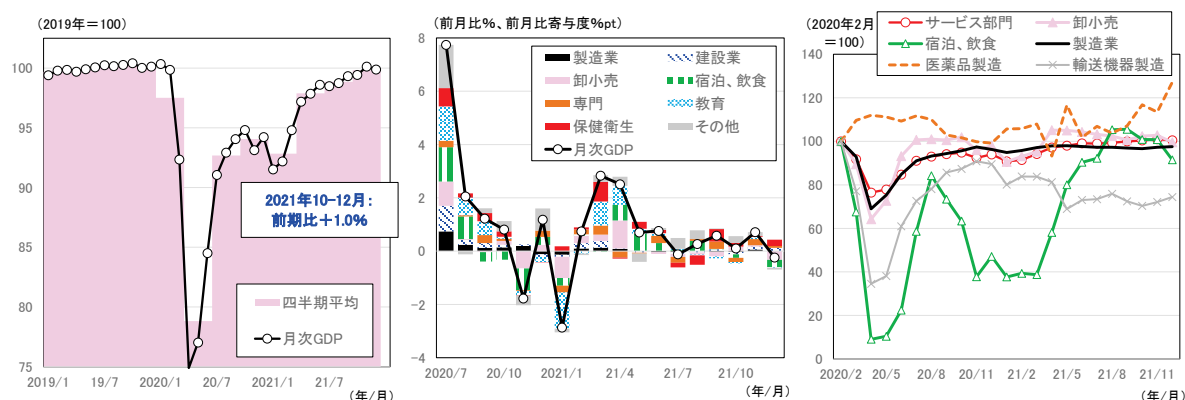
需要項目別の内訳を見ると、7-9 月期とは対照的な結果になっている。まず、7-9 月期の牽引役だった個人消費（非営利除く）が前期比+1.2%と勢いが半減した。輸送関連や観光、衣服等

² 2021 年全体では+7.5%と 1941 年以来、80 年ぶりの高成長になった。もっとも、2020 年が▲9.4%と約 100 年ぶりとなる記録的な落ち込みとなった直後の反動増という点は否めない。

の支出が増加し、レストランやホテルへの支出の落ち込みを補った。また、総固定資本形成は同+2.2%と2四半期ぶりに増加に転じた。工場・機器や非居住用建設は減少したが、急増した輸送機器（同+60.0%）や住宅投資等が相殺した。もっとも、ONS（英国国家統計局）によると、新しいナンバープレートが発表されたために自動車への支出が増えたという特殊要因が作用しており、輸送機器の増加は一時的である可能性がある。企業の設備投資はコロナ禍前の水準を約1割下回っており、依然としてパンデミックの影響が指摘されている。政府消費は総固定資本形成を上回るプラス寄与となったが、10-11月はコロナ禍で先送りされていた医療行為が再開された点が貢献した一方、12月にかけては感染者急増を背景にコロナ検査が増加したことが寄与しており、コロナに関連するポジティブ・ネガティブの要素が混在している。また、外需は、輸出が前期比+4.9%と増加した上に輸入が落ち込んだことから、内需を上回る寄与度（+1.62%pt）となった。ONSによると、輸出に関しては、燃料や化学薬品、機械・輸送機器等の財の輸出が同+11.2%と大きく増加して、電気通信や金融サービスの等のサービス輸出の減少をカバーし、輸入は、電気通信や金融サービス等のサービス輸入の減少が響いた。

一方、12月の月次GDPは前月比▲0.2%と5ヵ月ぶりにマイナスに落ち込んだ。産業別では、卸小売や宿泊・飲食サービス、芸術娯楽といった対面サービスが落ち込んで、景気の足を引っ張った。逆に、サービス部門では保健衛生や情報通信、専門・技術サービスがプラスに寄与した。コロナ関連では、医薬品製造が同+12.0%と大幅に増加したことも貢献した。

図表7 英国月次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

2021年12月から2022年1月にかけてはオミクロン株によるコロナ感染が急拡大した。英国政府（イングランド）は、大陸欧州で見られたような厳格な行動制限を回避し、限定的な対応にとどめていたが、企業は深刻な人手不足に直面しビジネス活動は制約を受けた。同様に、消費者も外出を控える等、人々の行動範囲は狭まった。加えて、エネルギー価を中心とした物価上昇も消費者の購買力・意欲を抑制したとみられる。2021年12月の実質小売売上は前月比▲3.7%と3ヵ月ぶりに減少し、その落ち込み幅は1月（同▲8.3%）以来の大きさと市場予想を上回った。4月をピークに低下トレンドを辿っているが（前掲図表4左参照）、12月の場合、食料品店から衣料、家庭用電気機器、家具、スポーツ用品等広範なセクターで売上が減少している。コロナ感染の急拡大が大きく影響しているとみられるが、行動制限が英国よりも厳しいフランスやイタ

リアのように小売売上が大幅減とならなかった国もある。後述するように、英国ではエネルギー価格上昇等の高インフレによって実質賃金の伸びがマイナスになる等、所得要因の悪化も消費低迷を招いていると考えられる。年明け以降、コロナに関する規制は解除されているが、一段のガス・電気料金の引き上げや増税を春先に控えて、消費者の慎重な行動が続く可能性がある。

高インフレは BOE に追加利上げを促し、消費者や企業の負担は増加へ

BOE は 2 月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を 25bp 引き上げて 0.50% とした。昨年 12 月に続いて 2 回連続の利上げになるが、利上げ幅を巡る議論はサプライズだったかもしれない。25bp の利上げは 5 対 4 という僅差での決定で、4 人のメンバーは 50bp の利上げを主張していた。それだけタカ派のトーンが強かったことを示しており、仮に BOE が 50bp 引き上げていれば、1995 年 2 月以来のことになっていた。ベイリー総裁らは利上げペースの加速には慎重で、メンバーである BOE のチーフエコノミストは、英国経済のニュートラルな金利水準が不明であるため、徐々に引き上げることで影響を見極める必要があると主張する。

ただ、1 月のインフレ関連指標の結果を受けて、金融市場はさらなる利上げを織り込んでいる。1 月の CPI (HICP ベース) は前年比 +5.5% と BOE の 2 月時点の想定³を上回り、1992 年 3 月以来、約 30 年ぶりの高い伸びとなった。広範なカテゴリーで価格の上昇が見られ、ONS によると、主な押し上げ要因は住宅・家事サービス、輸送によるものである。住宅・家事サービスは、エネルギー価格の上限引き上げに伴うガス・電気料金の上昇がインフレ率を押し上げている。価格上限は、消費者への請求額を抑制するために設けられているが、エネルギー価格が上昇している現状では、規制当局 (Ofgem) は、コストを着実に反映させるべく上限を引き上げることになる。半期に 1 度見直される仕組みで、Ofgem は、2022 年 4 月から 9 月に適用される価格の上限を現行 (2021 年 10 月から 2022 年 3 月適用) の 1,277 ポンドから約 54% 引き上げて 1,971 ポンドにする予定である⁴。家計にとっては重い負担になりそうだ。輸送に関しては、自動車燃料と中古車の価格上昇が寄与している。一方、1 月の PPI (生産者出荷価格) は前年比 +9.9% と一段と加速し、2008 年 9 月以来の高い伸びとなった。食品飲料やたばこ、石油製品を除くコア PPI も同 +9.3% と統計開始以降で最も高い伸びとなっており、広範囲で企業が価格を引き上げていることを示している。

ウクライナを巡る EU・米国とロシアの対立は緊張した状態が続き、落としどころが依然として見えない。ロシアからの天然ガスの供給に依存している欧州各国にとっては、安全保障だけでなく、エネルギー価格の上昇という経済問題にも直面している。地政学的な要因によってエネルギー価格が高止まる状況が長期化しており、各国中央銀行のインフレ見通しは見直しを迫られている。

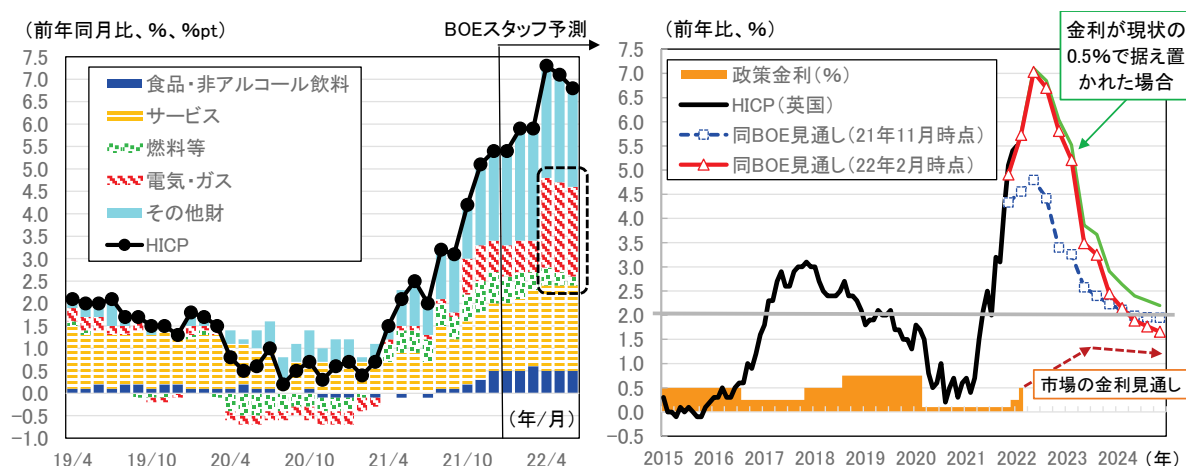
³ BOE スタッフによる向こう半年の推計は、1 月の前年比 +5.4% から 2-3 月に同 +5.9%、そして 4 月には同 +7.3% と 1991 年 8 月以来の大幅上昇を記録した後、漸くピークアウトして、6 月に同 +6.8% まで鈍化するというものである。ちなみに、2021 年 11 月時点では、1-3 月期は 4.5% 前後で推移すると見込んでいた。

⁴ この価格上限はモデルケースであり、実際には、顧客がどんなエネルギーをどれだけ使用するか、どこに住んでいるか、あるいは支払い手段 (デビットカードがクレジットカードか、前払いか等) によって、金額が変わってくる。

BOE も追加利上げと同時に景気・インフレ見通しも改定した。従来のインフレ見通し（2021 年 11 月時点）は、2022 年 4-6 月期にかけて前年比+4.8%まで上昇し、その後インフレ率は鈍化し、3%を下回るのが 2023 年 4-6 月期、2%になるのは 2024 年 4-6 月期という想定だった。だが、前述したように、直近 3 ヶ月（2021 年 11 月-2022 年 1 月）のインフレ率実績は 5%超と BOE の想定を既に上回っている。2 月の改定では、インフレ率は引き続き上昇して 2022 年 4-6 月期には同+7.0%に達するという見通しに引き上げられた。その後、インフレ率は鈍化して 2023 年 4-6 月期には 3.5%に、2024 年には 1.9%になると想定しており、向こう 2 年間は大幅に上方修正する一方、インフレ目標 2%に戻るタイミングは従来通りという見方である。

BOE は、金融市場が見込む金利見通しを前提にするケースと金利が現行水準（0.5%）で据え置かれるケースの 2 種類の景気・インフレ見通しを発表する。前者がメインの前提であり、金融市場は、BOE が今後も利上げを継続し、2023 年 4-6 月期にかけて政策金利（Bank Rate）が 1.4%程度まで上昇、その後はほぼ横ばいで推移すると見込んでいる⁵。

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）



(注) 左図：BOE スタッフの予測は、金融市場が見込む金利見通しを前提にするケース。

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

改善が続く英国の雇用環境 ～ 高インフレによって、消費者は所得増を実感できない可能性

1 月の被雇用者数は前月差+10.8 万人と増加し過去最高を更新した。2021 年 11 月-2022 年 1 月（3 ヶ月移動平均）の求人件数も 129.8 万件と過去最高を更新し、前月からの増加幅は昨年後半以降縮小傾向にあるものの、企業の採用意欲は強いままである。一方、2021 年 10-12 月の平均週間賃金上昇率（ボーナス含む）は前年比+4.3%となった。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る統計のノイズ（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現してしまう）などの様々な歪みが影響して昨年半ばまでは高い賃金上昇率となったが、直近では、そのような一時的な要因が剥落している⁶。とはいえ、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

⁵ なお、2024 年半ばからは金利が小幅低下する、つまり利下げの可能性を織り込まれていることになる。

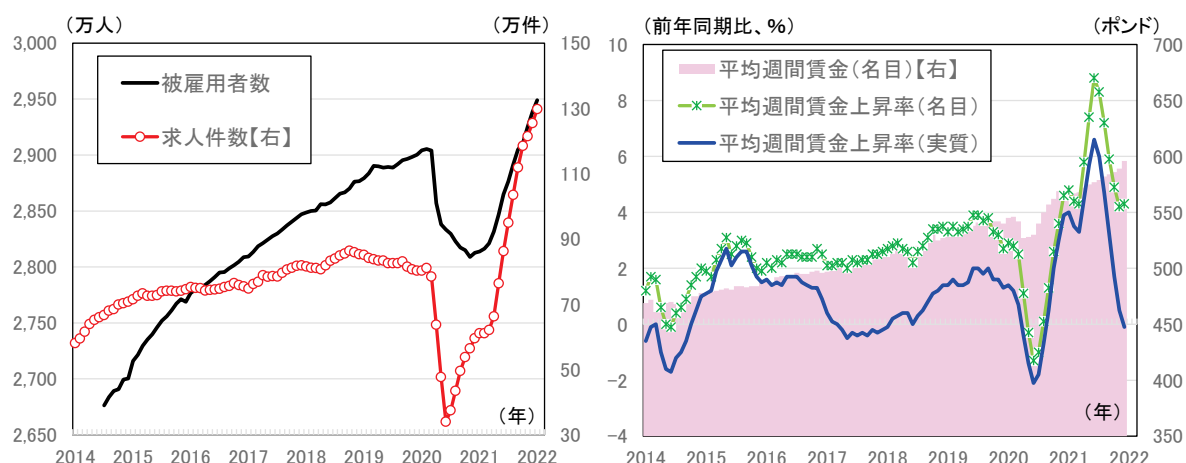
⁶ ONS によると、10-12 月期に関しては、一時休業者向けの賃金補償策が 9 月末で終了した影響を受けた、宿泊・飲食サービスや卸小売業といった特定のセクターにおいて、若干のベース効果が残っている可能性があるという。

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ない）を解消するには時間がかかると予想される。従って、タイトな雇用環境を反映して、賃金上昇率は高止まると期待される。もっとも、インフレ率を調整した実質ベースの賃金上昇率を見ると、10-12月期の伸び率は同▲0.1%と2020年8月以来のマイナスとなった。前述したように、向こう半年間はさらにインフレ率が高まるとBOEは予想しており、実質賃金上昇率はマイナスで推移するとみられる。

エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が上昇し、実質賃金が前年割れしている状況下では、消費者は、所得が増えているという実感を得にくいだろうし、増税によって可処分所得が目減りすることになれば、なおさらだ。インフレ高騰を受けて労働者はより高い賃金を要求し、労働市場がタイトである点も後押ししよう。この結果、企業の多くが、原材料コスト増に加えて賃金負担の増加（一部には金利上昇によるコスト増もあろう）に対応するために、販売価格の引き上げを模索する。そして、さらなる賃金上昇を招く（BOEは利上げを余儀なくされる）という物価と賃金のスパイラル（悪循環）に陥る可能性も出てこよう。

これに対して、ペイリー総裁は2月に追加利上げを決定した後、過度な利上げが景気回復を妨げることを懸念してなのか、スパイラルを断ち切りたかったのか、労働者側に大幅な賃上げを求めないようにと、メディア（BBC）のインタビューで発言した。企業経営者が自社の従業員に対して、ない袖は振れないと語るならまだしも、利上げを決めた高給取りの中央銀行総裁の発言は、当然ながら、実質賃金が上昇しない等負担を被る労働者から反発を招いた。負担が偏らないように企業・労働者で分担する痛み分けが現実的なところだろうが、英国の場合、法人税率の引き上げ（2023年4月）や国民保険料の引き上げ（2022年4月）と、企業・家計それぞれに負担を強いる制度変更が予定されており、企業や家計は多重苦に喘ぐことになるだろう。タイトな労働需給の緩和が賃金上昇率を抑制する助けになると考えられるが、英国自ら選択したEU離脱が（供給制約という意味での）人手不足を助長している面もあり、自分で首を絞めている格好だ。

図表9 英国の被雇用者数と求人件数の推移（左）、賃金上昇率の推移（右）



(注) 右図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。いずれの系列もボーナスを含むベース。

(出所) ONS、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

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.8%	9.1%	9.4%	1.2%	1.5%	5.8%	4.0%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	5.2%	4.0%	2.4%
家計消費支出	-9.0%	16.5%	18.4%	1.6%	2.1%	6.4%	3.6%	2.3%	2.2%	1.7%	2.0%	1.8%	3.6%	5.7%	2.5%
政府消費支出	-2.4%	8.5%	2.0%	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%	0.5%	0.3%	-0.2%	0.5%	0.6%	3.8%	1.4%	0.4%
総固定資本形成	-0.0%	5.0%	-3.4%	6.3%	5.7%	7.0%	5.3%	3.6%	3.6%	3.0%	2.9%	2.6%	3.7%	4.6%	3.7%
輸出等	4.8%	10.2%	5.6%	4.9%	4.3%	7.0%	5.2%	3.4%	2.7%	3.0%	2.7%	2.5%	9.7%	5.5%	3.5%
輸入等	4.1%	12.5%	3.9%	5.4%	6.9%	6.3%	3.9%	3.7%	3.0%	2.5%	3.0%	2.7%	7.3%	5.9%	3.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-1.1%	14.4%	3.9%	4.6%	5.2%	4.4%	3.1%	3.4%	3.5%	2.5%	1.9%	1.8%	5.2%	4.0%	2.4%
家計消費支出	-5.7%	12.3%	2.7%	6.3%	9.4%	6.9%	3.4%	3.6%	3.6%	2.4%	2.1%	1.9%	3.6%	5.7%	2.5%
政府消費支出	2.8%	7.8%	2.7%	2.2%	3.0%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	3.8%	1.4%	0.4%
総固定資本形成	-5.9%	18.5%	3.1%	1.9%	3.3%	3.8%	6.1%	5.4%	4.9%	3.9%	3.3%	3.0%	3.7%	4.6%	3.7%
輸出等	-0.1%	26.0%	9.7%	6.4%	6.2%	5.5%	5.4%	5.0%	4.6%	3.6%	3.0%	2.7%	9.7%	5.5%	3.5%
輸入等	-5.8%	21.7%	10.1%	6.4%	7.1%	5.6%	5.6%	5.2%	4.2%	3.3%	3.1%	2.8%	7.3%	5.9%	3.3%
鉱工業生産（除く建設）	4.5%	23.2%	5.7%	0.2%	6.1%	5.1%	3.4%	3.7%	3.8%	2.6%	1.9%	1.7%	7.8%	4.6%	2.5%
実質小売売上高	2.4%	12.1%	2.5%	4.0%	6.1%	5.8%	4.1%	4.2%	4.2%	3.6%	3.4%	3.3%	5.1%	5.0%	3.6%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	4.7%	3.8%	3.2%	2.1%	1.5%	1.8%	1.9%	1.9%	2.6%	3.4%	1.8%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	17.8%	9.7%	3.5%	-3.0%	-2.0%	3.5%	4.5%	4.5%	12.3%	6.5%	2.6%
失業率	8.2%	8.0%	7.5%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%	7.7%	7.1%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	69.5	37.4	27.0	-10.7	42.0	42.3	44.1	39.7	43.0	43.5	41.7	40.9	123.2	168.0	169.1
経常収支	95.6	79.4	68.7	67.1	77.0	80.7	86.1	86.2	86.2	88.6	88.4	88.7	310.7	330.0	351.9
財政収支	-205.0	-192.5	-125.2										-719.1	-448.9	-301.7
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.10%	0.20%	0.15%	0.20%	0.20%	0.30%	0.50%	0.65%	-0.31%	0.16%	0.41%
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%	0.25%	0.25%	0.25%	0.00%	0.00%	0.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年2月17日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 11 英国経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-4.6%	24.6%	4.0%	3.9%	3.5%	2.6%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	7.5%	4.2%	1.6%
家計消費支出	-14.6%	40.0%	12.1%	4.8%	1.1%	2.5%	2.0%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	6.1%	5.6%	2.4%
一般政府消費支出	6.9%	34.6%	-0.1%	7.8%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	14.5%	3.3%	0.2%
総固定資本形成	-6.7%	8.8%	-1.0%	9.0%	3.5%	5.8%	6.7%	7.9%	6.0%	0.0%	0.5%	1.5%	5.3%	5.4%	4.3%
輸出等	-25.2%	31.2%	-17.7%	20.9%	1.3%	2.5%	2.0%	2.6%	2.8%	3.0%	3.5%	4.0%	-1.1%	4.0%	2.8%
輸入等	-37.1%	18.2%	15.2%	-5.9%	7.7%	6.4%	8.2%	8.7%	6.3%	3.0%	3.5%	3.5%	3.0%	6.4%	5.8%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-5.0%	24.6%	7.0%	6.5%	8.6%	3.5%	2.8%	2.2%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	7.5%	4.2%	1.6%
家計消費支出	-9.6%	23.0%	5.8%	8.9%	13.6%	5.1%	2.6%	2.0%	2.4%	2.3%	2.5%	2.4%	6.1%	5.6%	2.4%
一般政府消費支出	2.3%	34.2%	13.6%	11.6%	9.7%	1.9%	1.9%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	14.5%	3.3%	0.2%
総固定資本形成	-3.3%	20.9%	3.9%	2.3%	5.0%	4.3%	6.2%	6.0%	6.6%	5.1%	3.5%	2.0%	5.3%	5.4%	4.3%
輸出等	-11.2%	7.2%	1.4%	-0.6%	7.2%	0.8%	6.4%	2.1%	2.5%	2.6%	3.0%	3.3%	-1.1%	4.0%	2.8%
輸入等	-9.1%	21.6%	9.7%	-5.3%	8.4%	5.6%	3.9%	7.7%	7.4%	6.5%	5.4%	4.1%	3.0%	6.4%	5.8%
鉱工業生産	-1.6%	19.9%	3.0%	0.1%	7.6%	3.4%	2.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.9%	2.1%	4.7%	4.1%	1.9%
実質小売売上高	-0.8%	23.6%	0.3%	0.6%	10.4%	5.4%	4.0%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	5.3%	5.8%	3.9%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	5.6%	6.4%	6.0%	5.5%	4.5%	3.0%	2.5%	2.1%	2.6%	5.9%	3.0%
生産者物価（出荷価格）	1.0%	4.2%	6.3%	9.2%	9.3%	9.4%	8.5%	5.5%	4.8%	3.3%	2.5%	1.5%	5.2%	8.1%	3.0%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.5%	4.1%	4.2%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.2	-33.8	-46.1	-36.8	-38.5	-40.1	-42.5	-45.0	-46.5	-46.7	-46.8	-46.8	-155.8	-166.1	-186.8
経常収支	-11.3	-13.5	-24.4	-20.0	-16.1	-17.5	-19.6	-21.7	-23.0	-23.1	-23.2	-23.2	-69.3	-74.8	-92.6
財政収支	-43.4	-58.8	-38.9	-42.2	-35.0								-183.3		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.39%	1.55%	1.70%	1.65%	1.55%	1.50%	1.40%	1.45%	0.79%	1.57%	1.48%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	0.25%	1.25%	1.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年2月17日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研