

2022年6月22日 全11頁

欧州経済見通し 長期化するプーチン禍

高インフレと金利上昇をどこまで許容できるか

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- 欧州に大きなショックをもたらしたロシアのウクライナ侵攻から約4ヵ月が経過したが、収束の目途が立っていない。まとわりつく負のオーラを払拭できない中、ウクライナ侵攻の長期化に伴って、欧州経済の見通しは下方修正されており、特に2023年の下方修正幅が拡大している。
- EUは段階的にロシアへの経済制裁を強化しているが、ロシア向けの輸出が半減する一方で、ロシアからの輸入は価格高騰にも押し上げられて高水準を維持しているというアンバランスな状態にある。また、ロシアの報復措置として、徐々にガス供給が絞られており、冬への備えを急がなければならない。
- EUの中長期的な成長戦略の一つとして重要な“脱炭素化”の動きに対して、エネルギーの“脱ロシア化”の短期的な圧力が加わったことで様々なコストが上昇している。日々の生活と“脱炭素化”の目標実現にどう折り合いをつけるか、人々はどこまでコスト増を許容できるか（やせ我慢できるか）。
- 停滞感が強まる中で、想定を大幅に上回る高インフレに対して、BOEやECBは忙しく動いている。昨年12月から利上げを開始したBOEは小幅な利上げを繰り返して、2023年のマイナス成長の可能性にも言及する等、インフレ対応と成長維持の両立の難しさを体現している。一方、ECBは、漸く利上げ競争のスタートラインに立って11年ぶりに走り出そうとしているが、出遅れ感は否めない。スタートダッシュをするのか、あるいは途中で息切れして立ち止まり、最悪後戻りするのか。域内の分断(fragmentation)の顕在化、すなわち再燃する構造問題にも対処する必要に迫られている。

ユーロ圏経済

1-3 月期の GDP 成長率実績は上方修正されたが、2022-23 年見通しの下方修正が止まらない

ユーロ圏の 2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.5%）と速報値から大幅に上方修正された。フランスは速報値よりもマイナス幅が拡大したが、イタリアは速報段階のマイナスからプラスに転じた。ドイツは変化がなかったが、ドイツ当局は“ウクライナ侵攻やパンデミックの継続、サプライチェーン問題や高インフレがマイナスの影響をもたらしたにもかかわらず、1-3 月期はプラス成長となった”と言及する。ユーロ圏全体の GDP 需要項目別内訳を見ると、家計最終消費支出は 2 四半期連続のマイナスで景気の足を引っ張り、政府最終支出も 4 四半期ぶりのマイナスとなった。ただ、後者の場合、新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染状況の抑制を受けて医療等の対策費が減少したというポジティブな側面もあろう。なお、各国政府はエネルギーや食料品価格の高騰に対処するために、産業界や家計に向けて補助金の支給や一時的な減税措置（ガソリン税の引き下げ等）を実施しており、その効果の多くは 4-6 月期以降に反映されるとみられる。

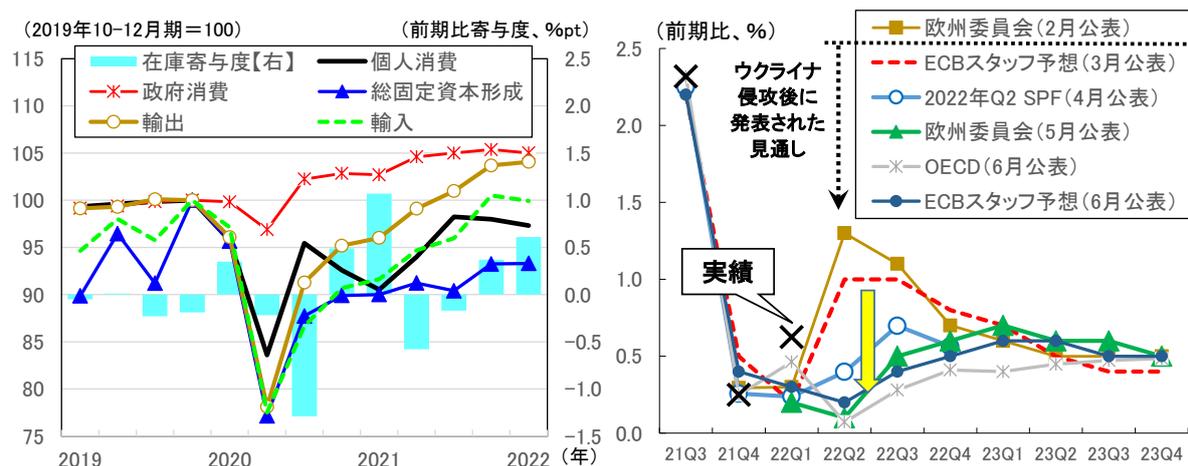
対照的に、成長率を押し上げた要因が総資本形成と外需である。だが、中身を見ると、企業の設備投資等の総固定資本形成は前期比+0.06%とほぼ横ばいにとどまり、在庫変動が大きくプラスに寄与した（前期比寄与度+0.61%pt）。また、輸出は前期比+0.4%と 7 四半期連続のプラス成長となったものの、2020 年後半以降で最も低い伸びにとどまった。1-3 月期は輸入が同▲0.6%と 7 四半期ぶりに減少に転じたことから、外需の前期比寄与度が+0.41%pt と 2 四半期ぶりに成長を押し上げた。もっとも、足もとの在庫増加をどう解釈すべきかも悩ましい。国によっては、輸入の増加（例えば、エネルギー調達）と在庫増が同時に発生して寄与度分解では相殺し合っているが、ユーロ圏全体では在庫増と輸入減となっている。また、企業は、消費者の需要回復とサプライチェーンのボトルネック問題への対応として在庫を積み増す傾向が見られたが、足もとの在庫増は、需要頭打ちによる過剰在庫の可能性が指摘されている。一段と景気減速が進んだ場合、企業は過剰在庫に苦しむ恐れも出てこよう。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、アイルランドが前期比+10.8%と最も高い伸びを示し、ラトビア（同+3.6%）、ポルトガル（同+2.6%）と高成長が続く。主要国では、ドイツが同+0.2%と 2 四半期ぶりにプラスに転じたが、前期の落ち込み（同▲0.3%）をカバーするほどの力強さはなく、イタリア（同+0.1%）やスペイン（同+0.3%）はプラス成長を維持するも、伸び率は大きく減速した。フランス（同▲0.2%）のみ 5 四半期ぶりのマイナス成長となった。

一方、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約 4 ヶ月が経過）に伴って、欧州経済の見通しは下方修正されており、特に 2023 年の下方修正幅が拡大している。IMF や欧州委員会、ECB がそれぞれ公表した 2023 年のユーロ圏の予想成長率を見ると、IMF が 0.2%pt（2022 年 1 月→4 月公表）、欧州委員会が 0.4%pt（同 2 月→5 月公表）、ECB が 0.6%pt（同 3 月→6 月公表）と直近になるほど下方修正幅が拡大している。同時に 2022 年の予想成長率も引き下げられているが、2%台後半と 2023 年を上回る伸び率が見込まれており、1-3 月期の上方修正を受けて見直す機関が出てくるかもしれない。もっとも、2022 年の成長率は+1.9%の成長のゲタ（carry-over

effects) を履いており¹、見かけ上高い成長率を実現しやすい。逆に言うと、2022年がゼロ成長あるいはマイナス成長に陥るには、相当に強い下押し圧力がかかった時になろう。ECBが6月に発表したダウンサイドシナリオは、2022年は+1.3%と見かけ上プラス成長を保った後、2023年は▲1.7%と大きく落ち込む姿になっており、3月時点に想定された最悪ケース(22年+2.3%、23年+2.3%)を上回る深刻な内容である²。

図表1 ユーロ圏実質 GDP の需要項目 (左)、専門家等によるユーロ圏の景気見通し (右)



(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会、OECD、Haver Analytics 資料より大和総研作成

当初のウクライナ侵攻ショックは一巡したが、長期化による影響は今後顕在化する可能性

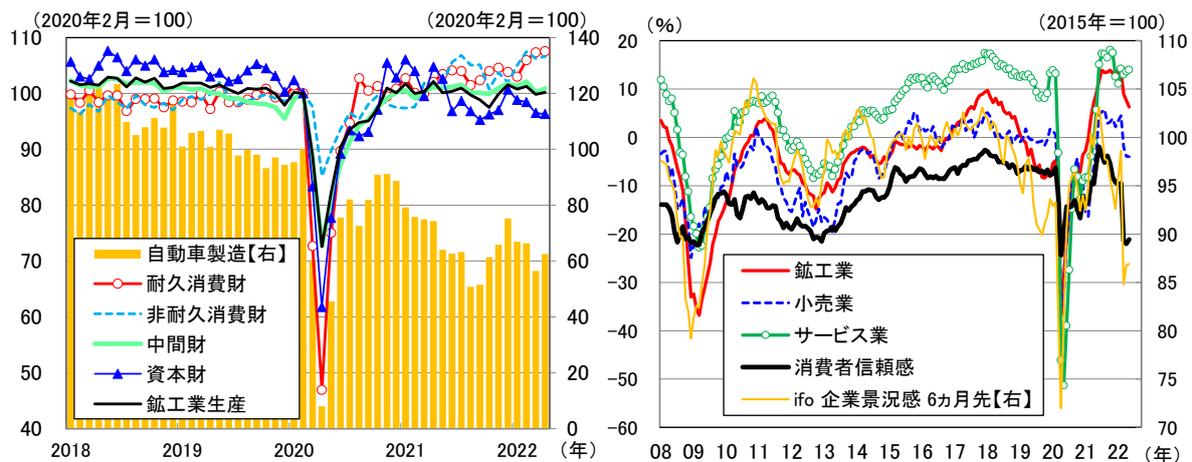
ウクライナ侵攻という不確実性に加えて、エネルギーや食料品など生活必需品を中心に価格が高騰したことが、個人消費を押し下げている。また、ウクライナ侵攻によって供給サイドのボトルネック解消が阻害され、生産活動の停滞の長期化やエネルギー等の資源価格の上昇が、企業活動を鈍らせている。

4月のユーロ圏の鉱工業生産(建設除く)は前月比+0.4%と2ヵ月ぶりに増加したが、3月の落ち込み(同▲1.4%)に比べると限定的な反動である。内訳を見ると、5ヵ月ぶりにエネルギーが増加に転じた他、中間財や消費財も堅調に推移したが、資本財は同▲0.2%と年初をピークに減少し続けている。主要国では、イタリアやスペイン、ドイツが増加する中、フランスのみ冴えない状況が続く。また、5月のユーロ圏の景況感指数(総合、欧州委員会発表)は105.0と前月とほぼ変わらず、2021年3月以来の低水準のままである。鉱工業が小幅低下、消費者マイマインドのマイナス幅がやや縮小、サービス業や小売業はほぼ横ばいと、総じて動意が見られない。ウクライナ侵攻直後の大幅な悪化には歯止めがかかったものの、ウクライナ情勢の長期化・膠着化に伴って、景況感も停滞気味である。

¹ 国によって成長のゲタの大きさは異なり、ドイツが+1.1%、フランスが+2.2%、イタリアが+2.5%、スペインが+3.2%、英国は+2.8%である。

² ECBのダウンサイドシナリオでは、ウクライナ侵攻が2023年まで続くことと見込み、持続的な地政学的緊張とより厳しい経済制裁がユーロ圏にショックをもたらすと想定している。具体的には、2022年7-9月以降、ロシアからのエネルギー供給がストップすることを前提として、ガスの配給やエネルギー不足がもたらす生産への打撃、商品価格の高騰、貿易の減少、グローバルチェーンの混乱の深刻化、金融セクターの混乱(株式・債券市場の大幅な価格調整、資金調達環境悪化)等、様々なシチュエーションが予想されている。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（右）



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

部分的な石油禁輸に踏み込む EU ～ ロシアの報復措置に対処しながら、冬の準備を急ぐ

EU はロシアに対する経済制裁の内容を強化してきたが、ロシアからのエネルギー（原油、石炭、天然ガス）の取扱いを巡っては協議が難航した。制裁効果の点から、ロシアからのエネルギー禁輸をどれくらいのスピードでどの範囲まで実行するかがポイントになるが、ロシアへのエネルギー依存度が高い EU にとっても打撃は避けられない。また、国によって事情が異なることから加盟国間における温度差が存在し、全会一致が得られるまでに各国の複雑な思惑を調整するには多大な時間を要してしまう。

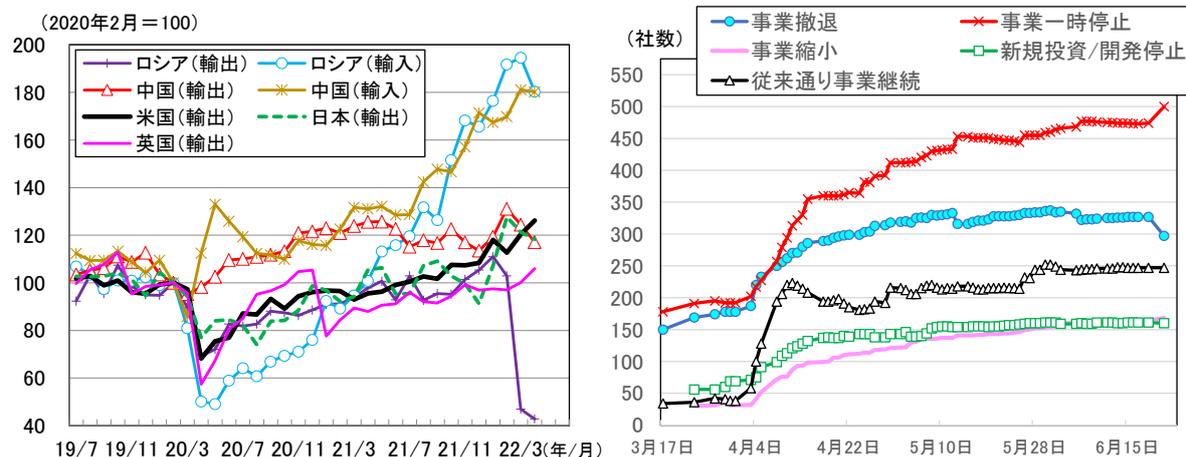
5月初めに欧州委員会が提案した経済制裁第6弾では、ロシア産石油の取扱いが焦点になったが、ハンガリーをはじめロシア依存度が高い国は慎重な姿勢を見せたことから、協議は難航した³。提案から4週間余りが経過した5月末になって漸く政治的な合意に達し、6月3日に発表された。その内容は、ロシア産石油の輸入禁止の対象を海上輸送の石油に限り（当面パイプライン経由は対象外）、原則として原油は制裁発動後6ヵ月、石油精製品は8ヵ月の猶予期間を経て輸入禁止にする。また、6ヵ月後には、ロシア産石油の海上輸送に対する保険サービスの提供等を禁止する等である。当初案に比べると例外的な措置を設けられ、猶予期間もあることから即効性は乏しい。実際、3-4月の貿易統計を見るとロシアからの輸入は増加し（エネルギー価格高騰も増加の一因）、逆に輸出は半減している（輸出禁止措置は直ちに実行されたため）。

欧州委員会は石炭・石油に続いて天然ガスも禁輸の対象として検討する方針だが、利害関係はさらに複雑化し、これまでの議論を踏まえると合意のハードルは高いとみられる。一方、ロシアは、4月下旬のポーランドとブルガリアを手始めに、5月下旬にフィンランド、5月末にはオランダやデンマーク、ドイツ等のガス会社への供給を停止し、そして、6月半ばには、輸送設備の技術的理由からドイツと結ぶパイプライン「ノルドストリーム1」のガス供給量を大幅に絞る等、EUの思惑と関係なく、欧州へのガス供給を着実に制限している。EUはロシアの報復措置に対処

³ ハンガリーは、ロシア制裁に続いて国際課税ルール（最低法人税率15%の導入、元々ハンガリーはアイルランドと並んで、低税率を武器に自国に事業を呼び込んでいた）を巡っても、自国に有利な譲歩を引き出す条件闘争のためか、6月半ばの会合で反対し、再びEU内を乱す要因になっている。

しながら、来たる冬に備えて、節約推奨やガス貯蔵率の引き上げ、LNG等の調達先の多角化や港湾の処理能力の拡張等の準備を急いでいる。また、ドイツ政府は、前述のロシアの措置を受けて、ガスの代替として一時的に石炭火力発電を増強する緊急方針を示した。脱炭素化の流れにやや逆行する形にはなるものの、冬を乗り切るには背に腹は代えられないということだろう。

図表3 ユーロ圏の貿易（左）、ロシアに進出している外国企業の対応（右）



(出所) Eurostat、イェール大学経営大学院調査、Haver Analytics 資料より大和総研作成

家計にとって高インフレが引き続き重し ~ 人の流れの活発化が、経済活動を支えると期待

5月のユーロ圏の新車登録台数（季節調整はECBによる）は前月比▲0.3%と2ヵ月ぶりに減少し、コロナ禍前（2020年2月）の7割弱の水準にとどまっている。主要国では、スペインが同+11.4%、イタリアが同+3.7%（4ヵ月ぶりの増加）がプラスとなる一方、ドイツは同▲2.0%、フランスは同▲1.2%と3ヵ月連続で減少している。国によって濃淡があり、ユーロ圏全体で見ると低水準にとどまっている。引き続き、部品等の供給不足が需要の顕在化を妨げていると考えられる。自動車以外の小売売上も横ばいで推移しており、コロナ禍で蓄積された余裕資金が支出に回っている様子も見られない。

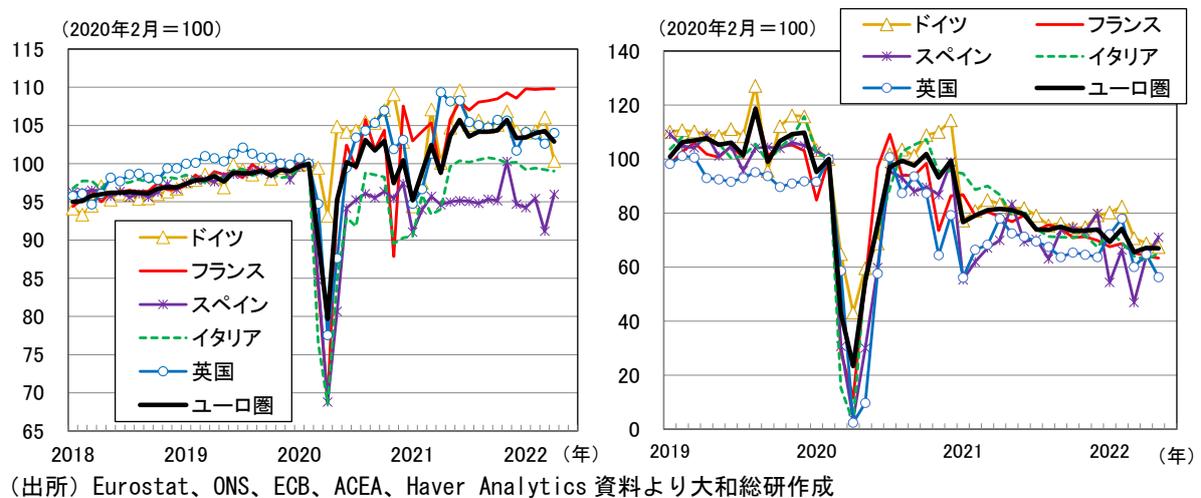
一方、夏の休暇シーズンを前にして期待が高まっているのが観光関連産業であろう。欧州域内の人の流れは徐々にコロナ禍前の水準に戻りつつあるが、域外（米国や中国・日本等）はまだ鈍いままである。そこで、欧州各国は、域内外からの人が移動しやすいように各種証明書の提示不要等、入国制限措置の解除や規制緩和に動いている。ただ、規制緩和を受けて旅行者がさらに増えると期待される一方、輸送関連のボトルネックが一段と拡大する可能性がある。航空会社・空港施設をはじめとする輸送関連やホテル・飲食店等の観光関連産業は、コロナ禍の影響で生じた人手不足により、コロナ禍前の水準ほど稼働できず、書き入れ時にせっかくのチャンスを失う恐れがある。実際、増える旅行需要に対応して、空港の荷物処理や乗員の手配が追い付かずに、フライトの遅延やキャンセルが発生しているという。当然ながら、稼働率を上げる（人材を確保する）ためには様々なコストを増やさなければならない。

また、大陸欧州では、6月に入って猛暑に見舞われ電力需要が増しており、脱ロシア依存のエネルギー問題が懸念される中でコスト増に直面し、弱り目に祟り目といえよう。一方、近年、気

候変動に伴って猛暑になりやすくなっていると指摘されているように、環境問題や脱炭素化への国民の意識も高く、一定程度のコスト上昇を許容すると考えられる。ただ、中長期的な視点で薄く広く負担することを許容するとしても、急激な負担増には耐えられない・受忍できない層は、事態の長期化に伴って顕在化してこよう。特に、エネルギー・食料品等の生活必需品の価格上昇は、生活必需品の支出割合が相対的に高い低所得者層、あるいは日々の生活で頭がいっぱいの人々には大きな打撃であろう。民主主義国家においては、人々の不平不満は国民世論となり、選挙等の機会を通じて政治家、特に現政権・与党にプレッシャーを掛けることになる。

例えば、ドイツでは、ガソリン等の燃料に掛かる税金の引き下げ措置が実施されているが、小売価格が政府の意図するほど下がらず、過剰利益をあげていると石油元売り会社に対してプレッシャーが強まっている。また、フランスでは、4月の大統領選挙において家計の購買力が大きな争点となったが、6月に実施された国民議会選挙では現政権への批判は根強く、マクロン大統領の与党連合は改選前の議席を大きく減らして過半数割れとなった。対照的に、大統領選挙で躍進したメラシオン氏がまとめた左派連合や同決選投票でマクロン大統領と争ったルペン氏が率いる極右の国民連合が大幅に議席を増やした。新たな5年間の舵取りを任されているマクロン大統領にとっては、難しい政策運営を強いられるスタートとなった。

図表4 欧州各国の実質小売売上高【除く自動車】(左)、欧州各国の新車登録台数の推移(右)



ECBは7-9月期の連続利上げを明確に予告し、50bp利上げも視野に入れている

ユーロ圏以外の欧州各国がインフレ率の大幅上昇を理由に相次いで利上げに踏み切る中、ECBは一連の量的緩和措置の手仕舞いを進めてきたものの、高インフレは一時的であるとして、利上げに関しては慎重な態度を取ってきた⁴。だが、ECBは、6月9日に開催された金融政策理事会で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)終了後に一時的に規模を拡充した資産購入プログラム(APP)に基づく純資産買入を7月1日付で終了することを決めた。そして、今回は政策金利を据え置いたものの、次回7月の理事会で25bpを引き上げることを予告し、さらに9月にも追加利上げを実施することを示唆したのである。7月に予告通りに利上げされれば、2011年7

⁴ 2022年2月の金融政策理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は従来の“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た。

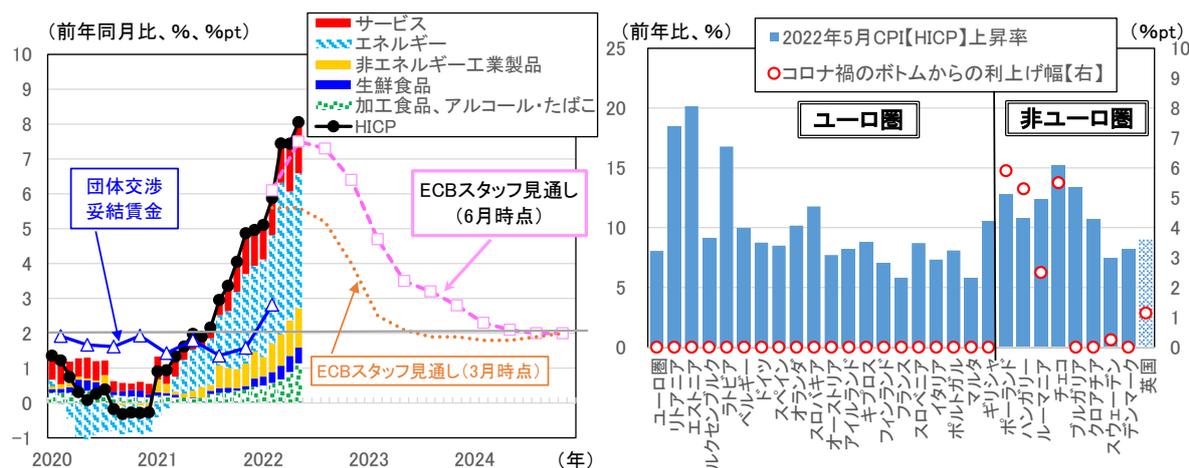
月以来、11年ぶりの引き締めとなる。ECBは10月以降も、利上げを段階的に引き上げ続けることが適切であると予想すると言及している。

利上げの方針自体は、5月下旬にラガルド総裁が発表したブログで言及した内容に沿ったものであり、大きなサプライズはない。ただ、9月の利上げ幅に関しては、今回アップデートされた中期的なインフレ見通しが変わらなければ、あるいは見通しよりも悪化（つまり上振れ）すれば、より大幅な引き上げが適切になるだろうと明記された。9月のタイミングで景気・インフレ見通しが改定されるが、現行のインフレ見通しよりも上振れした場合だけでなく、見通しに沿って推移した（見通しが維持された）場合でも、9月の利上げ幅を7月の25bpよりも大きい、例えば50bpにするという。

ECBの6月のインフレ見通しでは、インフレ率（HICPベース）が2022年4-6月期に前年比+7.5%となった後、7-9月期は同+7.3%、10-12月期は同+6.4%と鈍化していくと予想している。つまり、インフレ率がECBの予想以上に鈍化しない限り、大幅利上げは避けられない。また、インフレ目標+2%に向かっていく姿は従来の見方を踏襲しているものの、肝心の+2%に到達するタイミングは2024年後半と従来よりも1年ほど後ずれすると見込んでおり、引き締め局面の長期化も想定される。

そもそも4月のインフレ率は前年比+7.5%、5月が同+8.1%という実績を踏まえると、計算上6月に大幅に低下しなければ、4-6月期は+7.5%に収まらない。だが、6月に入って原油等のエネルギー価格は再び上昇する等、4-6月期にピークアウトするか不透明といえよう。また、通貨ユーロは2020年12月をピークに実効ベースで下落しており（直近までに約5%）⁵、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げる要因になっている。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、欧州各国のインフレ率と政策金利の変化幅（右）



(注) 左図：インフレ率はHICP。右図：英国は4月上昇率。利上げ幅は直近とコロナ禍で最も低かった水準の差。
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

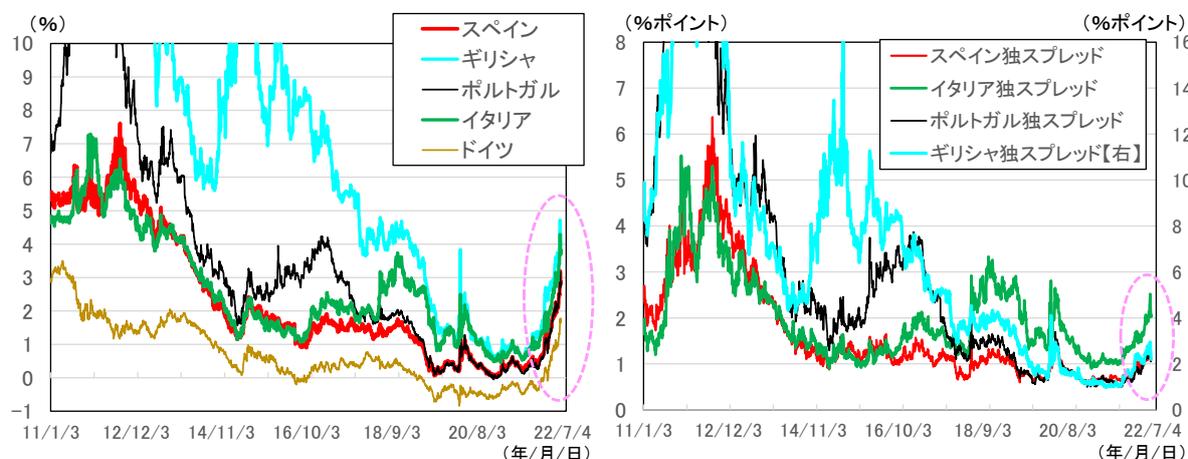
また、高インフレや金融引き締めへの市場コンセンサスを背景に、ドイツをはじめとする国債

⁵ 通貨安はユーロ圏の輸出競争力にプラスであり、また、ユーロは対ドルや対人民元に対して安くなっていることから、米国や中国等からの観光客の増加そして活発な支出が期待される。もっとも、中国の場合、コロナ感染対策として帰国後の隔離措置等が厳格な現状では、中国から欧州への自由な人の流れは難しいだろう。

利回りが2022年に入ってから上昇トレンドを辿っているが、その過程で、ユーロ圏で最も信用力が高いドイツとイタリア等南欧の国々の国債利回りスプレッド（10年国債利回り）が広がっている（直近では2020年5月以来の幅まで拡大）。これは、イタリア等の長期金利がドイツを大幅に上回るスピードで上昇していることを示しており、財政基盤・経済余力が懸念される南欧との信用力の格差が生じている。

ラガルド総裁は、6月9日の定例理事会後の記者会見でも市場で生じる分断(fragmentation)に言及したが、それから1週間も経たない6月15日、ECBは臨時会合を開催し、PEPPの仕組みや新たな措置を活用して、ユーロ圏各国間のスプレッド拡大、つまり、イタリア等南欧の長期国債利回りの上昇を抑制する対応を検討することになった。PEPPは、資産の純買入れは3月末で終了している一方、保有資産の償還分を少なくとも2024年末まで再投資して残高（現在1.7兆ドル）を維持する方針を示している。6月9日に公表された方針でも、PEPPの再投資を柔軟に調整する旨が明記されており、必要に応じて、南欧等スプレッドが拡大している国の債券を重点的に購入することで、金利上昇幅を抑制する等の対応が想定される。従って、理事会が検討を指示した新たな措置“a new anti-fragmentation instrument”への期待はあるものの、6月15日の声明文の内容に真新しさはなかった。実体を伴わない口先介入だけでは効果が限られることから、具体的な中身が出てこない、“臨時会合”の重みはなくなってしまうだろう。

図表6 分断される欧州 ～ 南欧各国の10年国債利回りの推移（左）、対独スプレッド（右）



(出所) Haver Analytics 資料より大和総研作成

2022-23年は、金融引き締めの方の影響をカバーする財政対応の必要性

欧州委員会は、コロナ禍で停止していた安定・成長協定における財政規律を2023年から再適用する方針だったが、ウクライナ侵攻に伴うエネルギー・農産物価格上昇といった高インフレの継続や、ロシアへの経済制裁による影響によって、欧州経済の見通しが不確実になったことから、3月初めの段階で、再適用の可否を再検討するとした。そして、5月にウクライナ侵攻の影響を加味して大幅に成長率見通し（2022年春季経済予測）を下方修正したことから、欧州委員会は、2023年も財政規律の適用を停止し、2024年に先送りすることを提案した。エネルギー高騰対策の財政出動やウクライナからの避難民支援、国防費の増加等、必要な歳出項目は枚挙に暇がない。

ただ、ドイツ政府（リントナー財務相・FDP 党首）は、インフレ圧力を緩和するためにコロナ禍対策で実施された補助金を取りやめるのがベストで、ドイツ憲法に規定し、現在例外的に停止している独自の均衡財政義務（構造的財政赤字を GDP 比 0.35%以下にする債務ブレーキルール）を、2023 年から復活する方針を示している。つまり、ドイツが大幅な緊縮財政を進めて財政赤字を減らす一方、EU 全体では財政規律の適用を 2024 年に持ち越す方針であることから、ドイツやオーストリア等健全財政を求める国々とそれ以外では、政策にずれが生じる。実際に、ドイツが同ルールに則って、景気減速を招きかねない大規模な歳出カット等を許容できるかは不透明だが、ドイツの原点回帰の動きは、足もとで生じている欧州の分断を一段と拡大させる恐れも出てこよう。

健全財政を求めて勝ち組があまり先走らないようにすると同時に、国際競争ランキングで相対的に劣る欧州の国々（多くの南欧の国がここに含まれる）に対しては、企業の競争力を阻害するような仕組みの是正や、1 位になったデンマークが評価されたデジタル化の進展等への取り組みを求めていく必要があるだろう。なお、デンマークは、債務水準が低いことや観光業に過度に依存しないこともプラスに評価されたようだが、南欧の国々がこれらの点を倣うのは一朝一夕には難しいだろう。

図表 7 欧州各国の財政見通し（左）、欧州各国の国際競争力ランキング 2022 年（右）

	財政赤字(対GDP比%)				公的債務残高(対GDP比%)				順位			順位			順位		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	順位	国名	順位	国名	順位	国名	順位	国名	
EU	-6.8	-4.7	-3.6	-2.5	91.7	89.7	87.1	85.2	1	(3) デンマーク	22	(26) エストニア	40	(33) キプロス			
ユーロ圏	-7.1	-5.1	-3.7	-2.5	99.2	97.4	94.7	92.7	4	(2) スウェーデン	23	(18) 英国	41	(41) イタリア			
ドイツ	-4.3	-3.7	-2.5	-1.0	68.7	69.3	66.4	64.5	6	(4) オランダ	26	(34) チェコ	42	(36) ポルトガル			
フランス	-8.9	-6.5	-4.6	-3.2	114.6	112.9	111.2	109.1	8	(11) フィンランド	28	(29) フランス	46	(59) クロアチア			
イタリア	-9.6	-7.2	-5.5	-4.3	155.3	150.8	147.9	146.8	11	(13) アイルランド	29	(30) リトアニア	47	(46) キリシャ			
スペイン	-10.3	-6.9	-4.9	-4.4	120.0	118.4	115.1	113.7	13	(12) ルクセンブルク	35	(38) ラトビア	49	(50) スロバキア			
ベルギー	-9.0	-5.5	-5.0	-4.4	112.8	108.2	107.5	107.6	15	(15) ドイツ	36	(39) スペイン	50	(47) ポーランド			
クロアチア	-7.3	-2.9	-2.3	-1.8	87.3	79.8	75.3	73.1	20	(19) オーストリア	38	(40) スロベニア	51	(48) ルーマニア			
デンマーク	-0.2	2.3	0.9	0.6	42.1	36.7	34.9	33.9	21	(24) ベルギー	39	(42) ハンガリー	53	(53) ブルガリア			
英国	-13.1	-8.3	-3.9	-2.3	102.5	102.8	100.2	98.4									

(注) 右図：IMD は、競争力を「企業の力を保つ環境を創出・維持する力」と定義。対象は世界全体で 63 ヶ国（EU 加盟国の中では、マルタは対象外）、括弧内は 2021 年。

(出所) 欧州委員会、IMD 資料より大和総研作成

英国経済

3-4 月と 2 ヶ月連続のマイナス成長 ～ 1-3 月期の高成長から一転して 4-6 月期は低成長へ

4 月の月次 GDP が前月比▲0.3%と市場予想に反して落ち込み、2 ヶ月連続のマイナスとなった。3 月（同▲0.1%）から減少率が加速したことも 4-6 月期の低成長を示唆している。業種別に見ると、製造業が同▲1.0%と 3 ヶ月連続で減少した。コンピュータ・電子機器、石油石炭製品、電気機器、機械等の広範囲なマイナスが響いており、企業が、ガソリン・エネルギーや原材料等の生産コストの増加やサプライチェーンの混乱による部品不足等に直面しているために、生産活動が落ち込んだと、ONS は指摘している。

生産部門以上に足を引っ張ったのがサービス部門（前月比▲0.3%、2 ヶ月連続の減少）であ

り、寄与度別では、保健衛生が前月比▲0.5%pt と大幅に落ち込んだ他、専門・技術サービスが同▲0.14%pt、金融保険が同▲0.08%pt とマイナスに寄与した。もっとも、保健衛生のマイナスは、ONS によると、新型コロナ感染の抑制を背景に、これまで政府が実施してきた検査方針の変更に加えて、感染の追跡やワクチン対策の活動が縮小したことによるものであり、ポジティブに解釈できよう。また、卸小売が同+0.27%pt と3ヵ月ぶりにプラスに寄与した他、情報通信や管理・支援サービスも増加した。

英国では4月から電気・ガス料金等のエネルギー価格が前年比で5割以上上昇しており（標準モデルの場合）、生産部門等では既にその影響が顕在化していると考えられるが、勤労者に対する増税の影響を含めて、5月もマイナスに作用する可能性がある。英国政府は、5月下旬に、エネルギー価格高騰の負担増に苦しむ家計への補助金給付（世帯の状況に応じて異なる額の現金を給付）を発表し、その財源として、石油・ガス会社の利益に対して25%の超過利潤税を課すこと等で賄う方針を示した。政府の対策は家計をサポートすると考えられるが、今後もエネルギー価格が高止まりした場合、今回の1回限りの給付では不十分という見方が出てこよう。

一方、BOEは6月半ばに開催した金融政策委員会で、政策金利を25bp引き上げて1.25%とした。昨年12月に金融引き締めへ転じてから5回連続の利上げであり、2009年1月以来の金利水準となった。前回同様に、9人のメンバーのうちベイリー総裁をはじめとする6人が25bpの利上げに賛成する一方、残る3人は、需要の強さまたは供給不足が予想以上に継続する見方が強まったことを材料に50bpの引き上げを主張した。BOEは、FedやECBなど他の中銀とは異なり、25bp（初回のみ15bp）ずつというゆっくりとしたペースで利上げを続けて、インフレ対応と成長維持の両立を図ろうとしている。ただ、BOEは、インフレ率が今後数ヵ月9%を上回り、10月には11%超まで上昇すると見込んでおり、2023年初まで小刻みな利上げを継続する必要があるだろう。

図表8 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）



図表9 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	-0.5%	8.9%	9.6%	1.0%	2.5%	0.0%	0.9%	2.4%	2.6%	2.3%	2.0%	1.8%	5.3%	2.8%	2.0%
家計消費支出	-8.6%	16.3%	19.3%	-1.0%	-2.7%	2.0%	1.7%	2.6%	2.4%	2.0%	2.2%	1.9%	3.6%	3.0%	2.2%
政府消費支出	-0.6%	7.7%	1.5%	1.4%	-1.4%	1.8%	0.7%	0.8%	1.6%	1.6%	1.2%	0.9%	3.9%	1.1%	1.3%
総固定資本形成	0.4%	5.5%	-3.6%	13.2%	0.2%	2.8%	3.6%	3.9%	4.5%	2.8%	2.9%	2.7%	4.1%	3.5%	3.5%
輸出等	3.5%	13.5%	7.8%	11.2%	1.5%	3.2%	3.6%	4.2%	3.7%	3.5%	3.7%	3.3%	10.8%	5.5%	3.7%
輸入等	4.2%	14.0%	5.6%	20.3%	-2.3%	2.7%	4.0%	3.6%	4.1%	3.3%	4.3%	4.1%	8.7%	5.7%	3.8%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.9%	14.7%	4.0%	4.7%	5.4%	3.2%	1.1%	1.5%	1.5%	2.1%	2.3%	2.1%	5.3%	2.8%	2.0%
家計消費支出	-5.4%	12.4%	2.9%	5.8%	7.5%	4.1%	-0.0%	0.9%	2.2%	2.2%	2.3%	2.1%	3.6%	3.0%	2.2%
政府消費支出	2.9%	8.0%	2.7%	2.5%	2.3%	0.8%	0.6%	0.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	3.9%	1.1%	1.3%
総固定資本形成	-5.9%	18.2%	3.0%	3.7%	3.7%	3.0%	4.9%	2.6%	3.7%	3.7%	3.5%	3.2%	4.1%	3.5%	3.5%
輸出等	-0.1%	26.9%	10.6%	8.9%	8.4%	5.9%	4.8%	3.1%	3.7%	3.8%	3.8%	3.6%	10.8%	5.5%	3.7%
輸入等	-5.7%	22.2%	10.7%	10.8%	9.1%	6.3%	5.8%	2.0%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	8.7%	5.7%	3.8%
鉱工業生産（除く建設）	4.4%	23.4%	5.7%	0.2%	-0.1%	-0.0%	1.2%	0.9%	0.9%	1.5%	1.8%	1.6%	7.8%	0.5%	1.5%
実質小売売上高	2.4%	12.0%	2.4%	4.2%	5.1%	1.1%	0.2%	0.6%	2.2%	2.7%	2.8%	3.2%	5.1%	1.7%	2.7%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	7.9%	7.5%	6.5%	4.4%	2.9%	2.5%	2.4%	2.6%	7.0%	3.0%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	42.1%	39.7%	33.5%	20.4%	11.3%	9.1%	8.1%	12.3%	37.0%	11.9%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%	7.0%	6.9%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	68.1	39.9	26.2	-17.5	-39.4	-6.4	-7.6	-7.1	-7.5	-1.4	0.4	-2.6	116.7	-60.5	-11.1
経常収支	101.6	87.9	73.2	22.3	35.8	40.6	40.6	43.2	45.8	48.8	51.2	49.8	285.0	160.2	195.6
財政収支	-202.6	-190.6	-119.2	-114.8									-625.3	-476.4	-328.3
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.10%	1.80%	2.08%	2.24%	2.26%	2.15%	2.08%	-0.31%	1.29%	2.18%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	1.25%	1.75%	2.00%	2.00%	2.00%	0.00%	1.25%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年6月21日時点）。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表10 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%	24.1%	3.8%	5.2%	3.0%	-1.0%	2.6%	-1.7%	2.9%	-1.1%	1.3%	1.9%	7.4%	3.6%	0.7%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.2%	2.3%	1.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	6.2%	5.0%	1.6%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-6.7%	1.1%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	14.3%	1.3%	0.5%
総固定資本形成	-3.7%	7.0%	1.6%	4.4%	23.4%	1.1%	7.6%	10.8%	5.1%	-9.0%	-4.2%	0.4%	5.9%	8.8%	1.9%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-18.3%	10.9%	5.5%	2.5%	3.5%	4.0%	5.0%	5.8%	-1.3%	2.3%	4.4%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	42.7%	-13.8%	1.5%	6.7%	7.2%	0.9%	2.7%	4.3%	3.8%	10.9%	3.0%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-5.0%	24.5%	6.9%	6.6%	8.7%	2.7%	2.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.4%	1.3%	7.4%	3.6%	0.7%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.5%	4.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%	1.8%	6.2%	5.0%	1.6%
一般政府消費支出	2.0%	35.4%	13.4%	10.5%	7.5%	-0.6%	0.1%	-1.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.3%	14.3%	1.3%	0.5%
総固定資本形成	-2.4%	21.6%	4.9%	2.3%	8.8%	7.2%	8.8%	10.4%	6.1%	3.3%	0.4%	-2.1%	5.9%	8.8%	1.9%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	4.5%	0.0%	5.7%	-0.5%	5.6%	3.9%	3.7%	4.6%	-1.3%	2.3%	4.4%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	20.3%	10.5%	6.1%	7.5%	0.0%	4.0%	4.4%	3.7%	3.8%	10.9%	3.0%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.0%	1.3%	2.0%	1.4%	1.2%	0.9%	0.6%	1.3%	5.1%	1.7%	1.0%
実質小売売上高	-0.9%	23.1%	0.7%	0.4%	6.1%	-2.5%	3.3%	4.2%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	5.2%	2.7%	2.7%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.1%	9.0%	10.3%	9.0%	5.6%	5.0%	2.3%	2.6%	8.7%	5.4%
生産者物価（出荷価格）	1.0%	4.2%	6.2%	9.1%	10.7%	15.3%	15.7%	18.7%	15.7%	8.8%	7.9%	2.0%	5.2%	15.2%	8.4%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.5%	3.7%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-38.3	-33.6	-45.6	-38.5	-69.6	-48.0	-46.5	-48.5	-50.4	-49.1	-48.3	-47.9	-156.1	-212.5	-195.7
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-36.8	-25.6	-24.3	-26.0	-27.5	-26.5	-25.8	-25.5	-60.0	-112.7	-105.3
財政収支	-42.0	-58.4	-36.4	-29.6	-11.0								-166.4		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.06%	2.62%	2.83%	2.98%	2.92%	2.80%	2.67%	0.79%	2.23%	2.84%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	1.75%	2.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	0.25%	2.25%	2.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年6月21日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研