

2022年7月20日 全12頁

欧州経済見通し 暑い夏に冬の寒さを心配する

運任せ・プーチン任せのロシアルーレットを強いられる欧州

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5ヵ月が経過したが、ウクライナ問題に大きな進展は見られない。EUの経済制裁に対して、ロシアは報復措置としてEUへのガス供給を絞りつつある。EUは脱ロシアに向けて冬への備えを急いでいるが、ロシアは、EUの準備が整うまでの時間的余裕を与えないかもしれない。
- ロシアに対する経済制裁が即効性が乏しいのに対して、ロシアによるガス供給停止は、ロシア依存度が高い国ほど、より早く悪影響をもたらすだろう。欧州経済は、そのようなアンバランスな運命をプーチン大統領に委ねる格好になっている。引き続き、2023年予想を中心に下方修正の動きが見られる。
- 先行きの減速懸念が強まり、インフレ対応と成長維持の両立が困難になっている。いずれも、ウクライナ問題という地政学的要因が強く作用しており、EU域内あるいは国内の政治的混乱を招いて、事態を複雑化させている。人手不足にエネルギー不足、さらには水不足がサプライサイドの問題の解消を難しくすると予想され、スタグフレーションの可能性が高まっている。また、金融市場にとどまらない域内の分断(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よう。

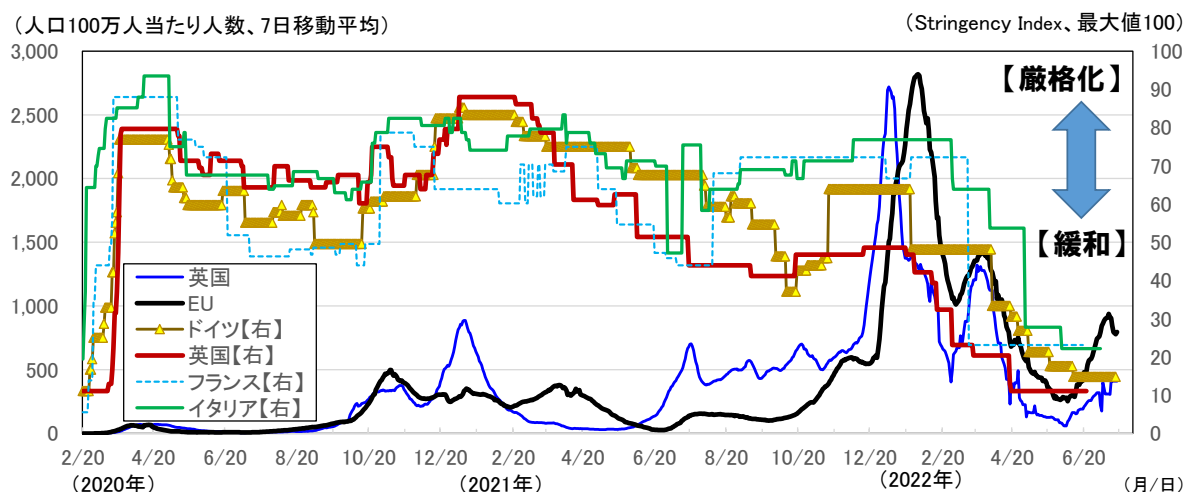
ユーロ圏経済

コロナ感染者の増加と猛暑に直面する欧州

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、1日当たりの新規感染者数（7日移動平均値）が2月をピークに減少傾向を辿ってきた。だが、6月に入って域外からの渡航制限が緩和され、夏の休暇シーズンも手伝って、域内外からの人々の流れが回復するにつれて、欧州の多くの国でコロナの新規感染者が再び増加に転じている。EU全体では、6月初めの約12万人から直近の約40万人へと、1ヵ月間余りで3倍以上に増えている（英国では約4,000人から2.7万人に増加）。もっとも、厳しい行動制限を再び導入する国はなく、公共の場でのマスク着用を推奨する程度にとどまっている。

同時に、欧州は、6月に続く猛暑に見舞われている。各地で大規模な山火事が相次いで、干ばつによる水不足がもたらす農作物への打撃の他、人々の日常生活にも悪影響を及ぼしている。気候変動に伴って熱波の頻度が高まっていると指摘されており、国民の環境問題や脱炭素化への意識は高い。ただ、後述するように、ロシアに対する経済制裁の報復措置として、欧州はロシアからのガス供給が徐々に絞られつつある。エネルギーの脱ロシアを図る欧州は冬に備えて様々な対策を進めているが、ロシアは、欧州に準備が整うまでの時間的猶予を与えないかもしれない。つまり、欧州の運命は、ロシアのプーチン大統領の胸三寸ということになる。ガス供給に関するプーチン大統領の判断が経済活動に及ぼす影響が懸念される中で、エネルギーコスト増加や冷房の電力需要の高まりに直面し、欧州にとっては弱り目に祟り目といえよう。

図表1 新型コロナウイルスの新規感染者数と行動制限措置の変化



(注) Stringency Index は100に近づくほど、行動制限措置の内容が厳格であることを示す。

(出所) Our World in Data、オックスフォード大学資料より大和総研作成

ウクライナ侵攻の長期化によって高まる、スタグフレーションの可能性

ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約5ヵ月が経過）に伴って、欧州経済見通しの修正、特に2023年の下方修正の動きが続いている。直近でも、7月半ばに見通しを改定した欧州委員会が、2022年のユーロ圏の予想成長率を5月時点の+2.7%から+2.6%へ小幅修正すると同時に、2023年の成長率を+2.3%から+1.4%へ0.9%ptも引き下げた。主要国も軒並み下方修正

する中で、例外的にイタリアの2022年の予想成長率を0.5%pt引き上げた¹。ウクライナ侵攻以降、IMFやOECD、ECBと各機関が見通しを修正しているが（欧州委員会も5月時点で2023年を+2.7%から+2.3%に下方修正済み）、直近になるほど下方修正幅が拡大する傾向となっている。

対照的に、欧州委員会によるユーロ圏のインフレ見通しは大幅に引き上げられ、2022年は5月時点から+1.5%ptアップの+7.6%、2023年は+1.3%ptアップの4.0%となっている。これは、6月上旬にECBが公表したインフレ予想（2022年+6.8%、2023年+3.5%）をさらに上回る数字である。足もとでインフレ率の上昇が止まらないことを反映していると考えられ、インフレ目標+2%に鈍化していくタイミングが一段と遠のいた格好だ。経済成長同様にインフレ率の見通しにもユーロ圏各国間でばらつきが見られ、2022年の予想インフレ率はエストニアやリトアニアの+17.0%が最も高く、マルタ（+5.6%）やフランス（+5.9%）が低い方だ。また、2023年の最も高い予想インフレ率がスロバキアの+8.2%であり、最も低いフィンランド（+2.8%）でもインフレ目標2%を上回る見通しである。このように、現時点では、景気停滞と高インフレという見方が強まっているが、スタグフレーションの可能性も否定できない状況になっている。その端緒となる要因が、後述する、ロシアによるエネルギー供給の完全停止である。

欧州経済の現状を見ると、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ていることが、個人消費の回復を抑制している。中国におけるコロナ感染絡みの厳格なロックダウンは解除され、サプライチェーン問題の不透明要因の一つは払拭されつつあるが、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。また、人手不足にエネルギー不足、さらには水不足が問題の解決を難しくすると予想される。

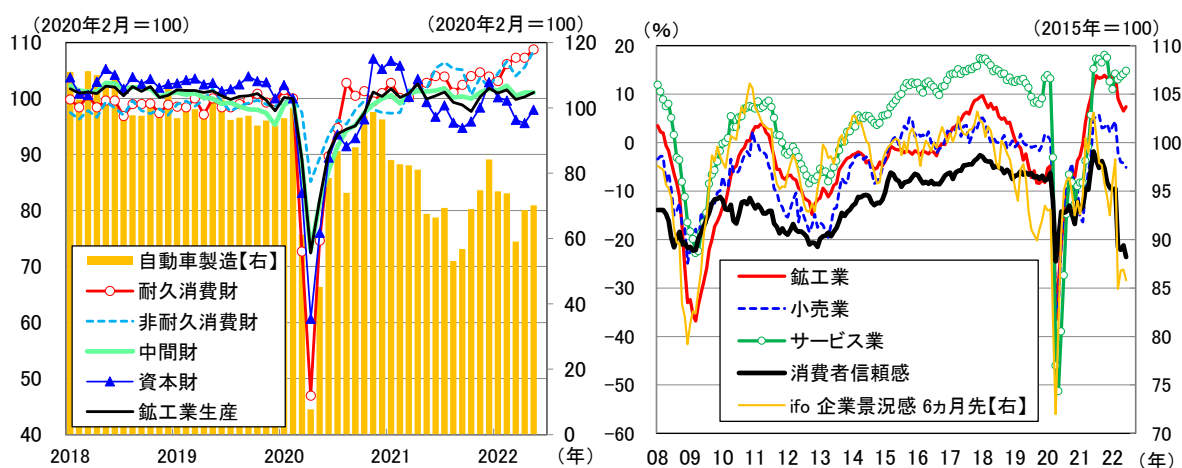
5月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比+0.8%と市場予想を上回る伸びとなり、2ヵ月連続で増加した。ただ、まだ3月の落ち込み（同▲1.7%）を取り戻すには至っていない。5月の内訳を見ると、エネルギーが同▲3.3%と3ヵ月ぶりに減少したが、資本財が同+2.5%と5ヵ月ぶりに増加に転じた他、非耐久消費財、耐久消費財ともに堅調に推移した（中間財は横ばい）。国別に見ると、アイルランド（同+13.9%）やギリシャ（同+2.6%）、スロバキア（同+2.1%）等、前月まで大きく落ち込んでいた国の反動増が押し上げた面がある。主要国では、ドイツが同+0.1%と辛うじてプラスを維持したが、イタリア（同▲1.1%と4ヵ月ぶりの減少）やスペイン（同▲0.3%）、フランス（同▲0.1%と4ヵ月連続の減少）と揃って冴えなかった。また、リトアニア（同▲7.6%）やオランダ（同▲3.3%）等の減少率が大きく、特に前者はロシアへの経済制裁の余波を受けている可能性がある。

6月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は104.0と2ヵ月ぶりに低下し、2021年3月以来の低水準となった。鉱工業とサービス業が小幅上昇する一方、小売業と建設業、消

¹ ユーロ圏19カ国のうち、イタリアに加えてラトビアやスロベニア等、計12カ国が2022年の予想成長率が5月時点よりも上昇修正されている一方、2023年に関しては、全ての加盟国が下方修正となっている（最大の下方修正幅はスロベニアの▲2.1%pt、最小はリトアニアの▲0.1%pt）。

消費者マインドが悪化した。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、景況感も上下に相殺し合って停滞気味である。同様に、ifo 経済研究所が発表した6月のドイツ企業の景況感は、ビジネス環境の現状認識、先行き（半年先）の見通しともに悪化した。ifo 経済研究所は“エネルギー価格上昇とガス不足の脅威がドイツ経済の大きな懸念”と言及し、ガス使用量の多い化学産業は外部環境の変化を警戒している。逆に、サービス業は期待主導で改善している。

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

ロシアの報復措置に直面し、EU は危機意識をもって冬に備える

EU はロシアに対する経済制裁の内容を強化し、ロシアからのエネルギーのうち石炭と原油については、猶予期間や例外的な措置を設けながらも禁輸の方針を決定し²、EU として脱ロシアを進めてきた。ただ、残る天然ガスの禁輸は、相対的にロシア依存度が高いことから、経済や国民生活への打撃を回避しつつ、EU 加盟国がまとまって行動するにはハードルが高く、協議はより時間がかかるものになると考えられていた。

だが、そのような EU の機先を制するかのよう、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（6月半ばに6割削減）等、欧州へのガス供給を着実に制限した³。さらに、7月11日から10日間の定期点検に入り、供給が完全にストップした。ドイツ側では、メンテナンス終了後、供給が再開されるか懸念する声が高まっており、停止期間が長期化した場合の対応に追われている。EU 全体では、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

² 石炭は4ヵ月間の猶予期間を経て8月から禁輸となり、原油に関しては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なる。

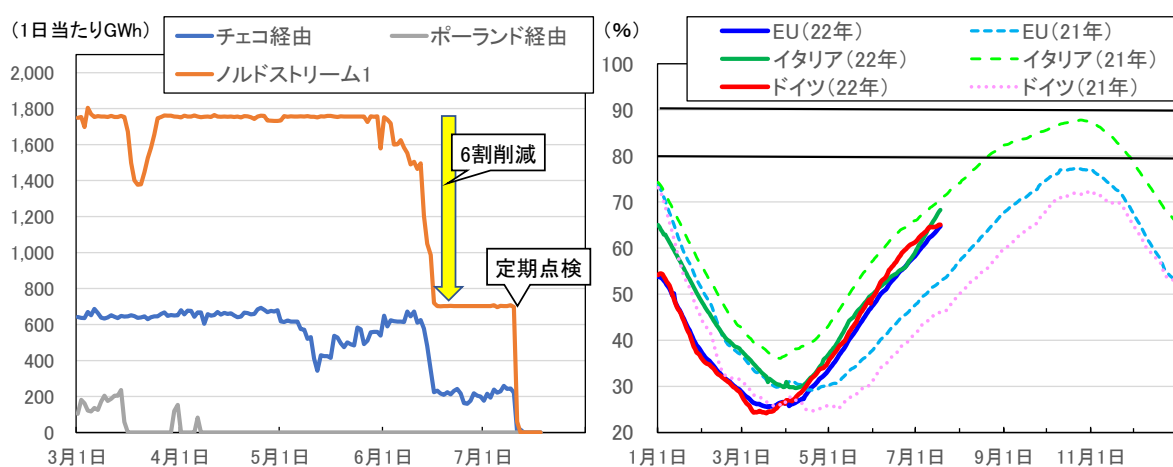
³ 欧州委員会によると、6月下旬時点で12ヵ国（ブルガリア、ポーランド、フィンランド、デンマーク、オランダ、ドイツ、リトアニア、イタリア、フランス、オーストリア、チェコ、スロバキア）とEU全体の4割超の国がロシアのガス供給の全面的あるいは部分的な削減に直面している。

いでいる。加えて、ドイツ政府は緊急時のガスの配給体制の整備や、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。一時的とはいえ、気候変動対策の観点からは逆行する対応になるが、冬を乗り切るには背に腹は代えられない。

2022年1-2月のドイツの天然ガス消費量は気温が2021年より高かったこともあり、前年比で約1割減で推移したが、ウクライナ侵攻後の3月以降はマイナス幅が一段と拡大し、直近6月は約3割も前年水準を下回っている。エネルギー関連の脱ロシアを進める柱の一つである“節ガス”の動きが広がっているとみられる。さらに危機が高まる中で、連立政権を構成するFDPからは、年末で停止する予定の原発の利用延長の選択肢も残すべきという意見が出ているが、現時点では、SPDや緑の党は否定的である（主な理由は、原発の発電は暖房用のガスの代替にはならないということ）。ロシア依存度が相対的に高いドイツは、ウクライナ侵攻後、ガスのロシア依存度を2020年の45%から2022年4月には35%まで引き下げた。とはいえ、冬への備えが整わないうちにこのままロシアからの輸入がストップすれば、経済への悪影響は避けられない。連立政権内の議論が動くとしたら、ロシアからのガス供給が再開されなかった場合であろう。

また、ドイツをはじめとするEU各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、2021年に比べると、貯蔵率は早いペースで高まっている。それでも、脱ロシアプランであるRePowerEUに盛り込まれた、「11月1日までに貯蔵率80%（2023年以降は90%）」の目標達成は、既にロシアからの供給量が絞られている現状では難しいという見方が強まっている（ドイツの場合、10月1日までに80%、11月1日までに90%に引き上げるというより高い目標値を掲げている）。7月18日、EUは、ガスの輸入量を2027年までに倍増させることでアゼルバイジャンと合意する等、ロシア以外からの輸入を増やす調達の多角化を図っているが、あくまでも中期的な取り組みである。やはり、ロシアがEUに準備する時間を与えずに突然ガスの供給を止めたら、EUには、猛暑の中でガスの消費量（需要）を大幅に抑制するしか対処方法がないように思われる。脱ロシアの目途が立つまでは、EUの運命はロシアのプーチン大統領の胸三寸に委ねられ、いつ供給がストップするか分からないという緊張を強いられることになる。

図表3 ロシアからドイツへの天然ガス供給量（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(注) 左図：パイプライン経由、2022年のデータ。左右とも直近は7月18日時点。

(出所) ドイツ連邦ネットワーク庁、AGSI 資料より大和総研作成

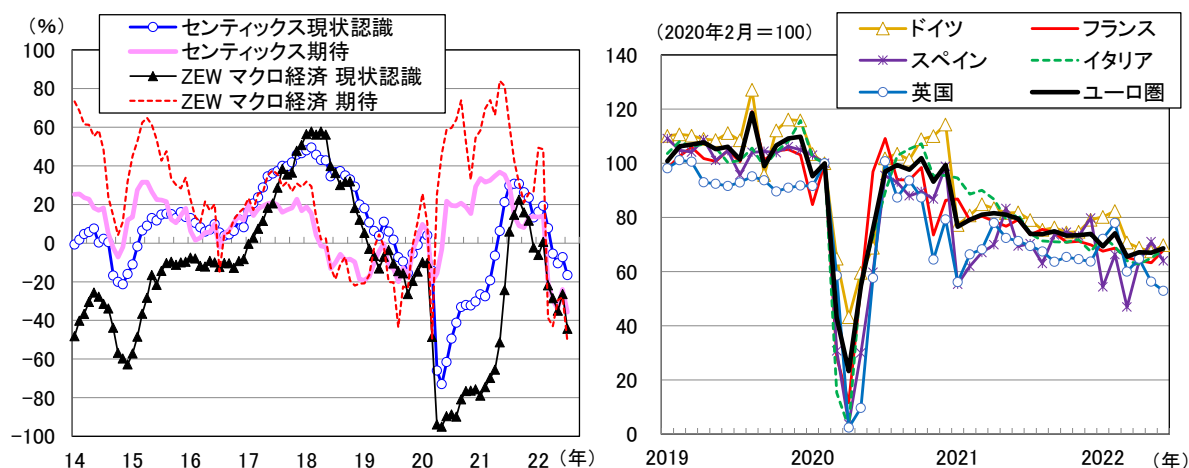
ECBが6月に発表したダウサイドシナリオは、2022年は+1.3%とプラス成長を保った後、2023年は▲1.7%と大きく落ち込む。そのダウサイドシナリオでは、ウクライナ侵攻が2023年まで続くと見込み、持続的な地政学的緊張とより厳しい経済制裁がユーロ圏にショックをもたらすと想定している。具体的には、2022年7-9月期以降、ロシアからのエネルギー供給がストップすることを前提として、ガスの配給やエネルギー不足がもたらす生産への打撃、商品価格の高騰、貿易の減少、グローバルチェーンの混乱の深刻化、金融セクターの混乱（株式・債券市場の大幅な価格調整、資金調達環境悪化）等、様々なシチュエーションが予想されている。

また、IMFが7月19日に公表した試算によると、ロシアからのガス供給が完全にストップし、各国間で不足するエネルギーが融通されない場合、ガスのロシア依存度が高いハンガリーやスロバキア、チェコといった内陸国や、発電にガスを使用する頻度が高いイタリアは、最大でガス消費量の4割が不足し、GDPは最大で5~6%縮小するという厳しい見方が示された。また、ドイツやオーストリアでもGDPが2~3%減ると見込まれている。いずれの国も、他の地域からLNGを調達する等、代替エネルギーを融通し合えば、経済への悪影響は軽減されることになる。

引き続き、家計にとって高インフレが重し ~ 消費者マインドの悪化に歯止めがかかるか

6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+2.5%と2ヵ月ぶりに増加したが、依然としてコロナ禍前（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▲10.0%と過去2ヵ月の大幅増の反動が見られた一方、イタリアが同+4.7%、ドイツは同+3.5%、フランスは同+7.2%といずれも4ヵ月ぶりに増加した。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。自動車以外の小売売上も限定的な変化で推移し（5月は同+0.2%と予想を下回る）、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は見られない。マインド統計には、現状認識はコロナ禍のボトムほどは落ち込んでいないものの、先行きの見通し（期待）はコロナ禍のボトムを下回る等、慎重な見方も出ている。マインドが悪化している状況下では、サプライチェーン等の供給サイドの問題が解決したとしても、抑圧されてきた需要が期待通りには顕在化しない可能性に留意する必要があるだろう。

図表4 一段と悪化するマインド【投資家信頼感】（左）、欧州各国の新車登録台数の推移（右）



(注) 左図：いずれも調査対象はユーロ圏。

(出所) sentix、ZEW、ECB、ONS、ACEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

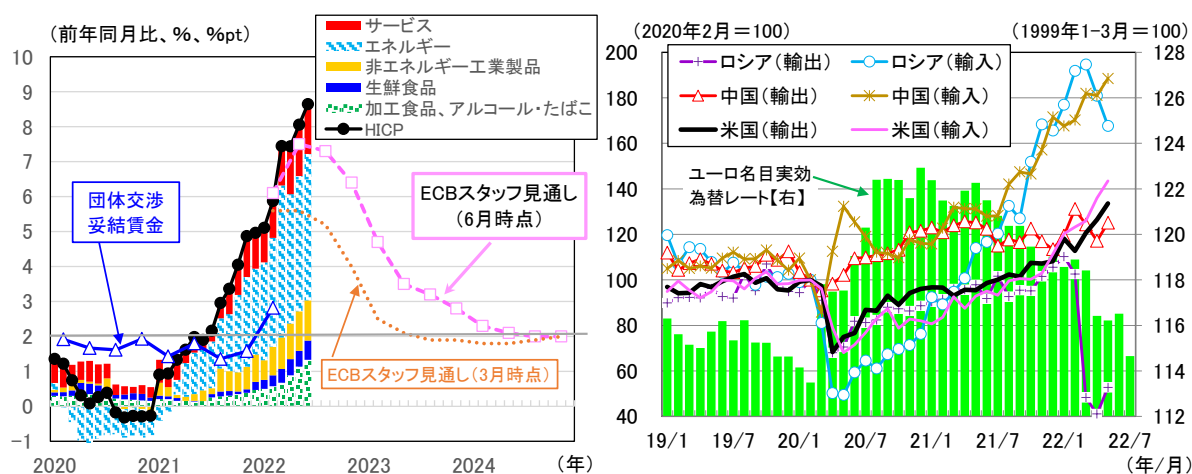
利上げを予告する ECB の想定を上回るインフレ率 ～ “インフレ率 そんなに早く 止まらない”

ECB は、6月の金融政策理事会において、次回7月の理事会で2011年7月以来、11年ぶりの引き締め（25bpの利上げ）を予告し、9月にも追加利上げを実施することを示唆した。9月以降の利上げ幅を左右する要因がインフレ動向であり、ECBのインフレ見通しに沿った形で推移、あるいは見通しより上振れた場合には、より大幅な利上げが適切になる。ECBのインフレ見通しを確認すると、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%と鈍化していくと見込む。また、インフレ目標+2%に到達するタイミングは2024年後半と、3月時点よりも1年ほど後ずれする見通しである。

6月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+8.6%（ECBが公表する季節調整済みで計算した前月比は+0.8%と高い伸び）となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新し、4-6月期では同+8.0とECBの想定（同+7.5%）を上回った。要因分解すると、エネルギー価格や生鮮食品や加工食品等の食料品の価格がインフレ率を大きく押し上げている。ただ、賃金動向に影響を及ぼすサービス価格は、前年比+3.4%とここ3ヵ月間は同程度の伸びにとどまり、前月比では▲0.1%と2020年8月以来のマイナスとなった。なお、燃料高騰対策の一環として、各国が実施する公共交通機関の定額利用や一部無料化は、CPIの伸び率抑制に寄与するとみられる。

一方、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、特に7月に入ると米国との金融政策の差異から対ドルで大幅に下落した。具体的には、米国とユーロはほぼ同程度のインフレ率ながら、先行きのユーロ圏経済の減速懸念も手伝って、利上げのスピード感が大きく異なると予想される。通貨安の結果、ユーロ建てのエネルギー価格を含めた輸入物価の上昇を通じて、引き続きインフレ率が押し上げられるとみられる⁴。ただ、グローバル経済の先行き懸念から農産物やエネルギーを除く資源の価格が下落し、直近ではウクライナ侵攻直前の水準を下回る品目も出てきた。ECBのインフレ率鈍化シナリオをサポートする材料になる。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、ユーロ圏の貿易 ～ 加速するユーロ安（右）



(注) 左図：インフレ率はHICP。右図：名目実効為替レートの22年7月分は7月19日までの平均値。

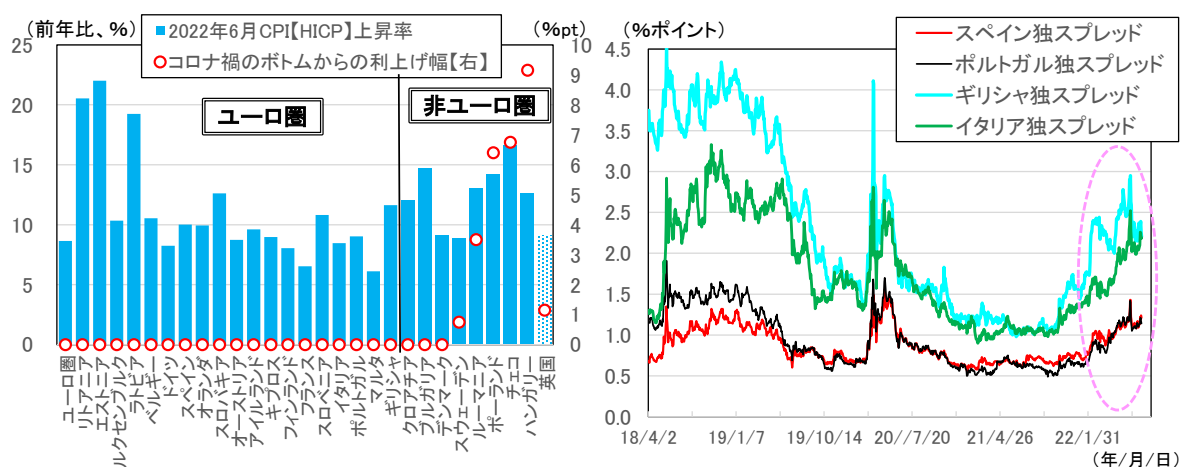
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

⁴ ドル建ての原油価格が下落しても、ユーロ安・ドル高が進んだ分、ユーロ建ての原油価格の変化幅は相殺されてしまう。欧州の消費者にとっては、エネルギー価格は高止まったままになる。

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利回りが2022年に入ってから上昇トレンドを辿ったが、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）が広がった。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。6月15日の臨時会合で、ECBが、市場で生じた分断（fragmentation）、つまりユーロ圏各国間のスプレッド拡大を抑制する措置を検討することを明らかにすると、スプレッドは一旦縮小した（伊独スプレッドは250bpから200bpへ）。その後、景気減速懸念からドイツの長期金利が低下したものの、スプレッドは高水準のままである。むしろ、7月半ばにイタリアでの政治混乱（連立政権内の対立からドラギ首相が退陣表明）が表面化すると、スプレッドは再び拡大傾向にある。

早ければ、ECBは7月21日の定例理事会で新たな措置“a new anti-fragmentation instrument”を発表すると期待されているが、タカ派メンバーを中心に、利上げによるインフレ抑制効果を減じるような措置になってはならないという声大きい。過度にスプレッドを縮小しようとするれば、結果的に高金利の脆弱な国を支援することになり、金融引き締めで意図したインフレ抑制が実現しない（つまり、アクセルとブレーキを同時に踏むようなもの）という主張である。

図表6 分断される欧州 ～ 各国のインフレ率と政策金利の変化幅（左）、対独スプレッド（右）



(注) 左図：英国は5月分上昇率。利上げ幅は直近とコロナ禍で最も低かった水準の差。右図：10年国債利回り。

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

金融引き締め・金利上昇の影響を受けるのはどこか ～ 欧州の住宅状況を確認する

ユーロ圏では、2014年半ばからマイナス金利が導入され、コロナ禍になると、大規模な量的緩和策によって長期金利も大幅に低下した。これに連動して企業（非金融法人）や家計の借入コストは低水準で推移し、資金を必要とする主体はそのメリットを享受してきた。ただ、インフレ率が中央銀行の想定を大幅に上回るペースで加速したことから、これまでの緩和的な金融政策が変更される、つまり金融引き締めに転ずるとの見方が強まり、2022年に入ると、ユーロ圏の長短金利は上昇傾向にある。自ずと借入コストも増えることになるが、企業に比べると、家計の借入コスト（住宅購入目的）の増加幅が大きく（企業が約20bpの上昇に対して、家計は50bpの上昇）、直近（2022年5月）では2019年3月以来の高水準となっている。

なお、6月以降、長期金利は大幅に上昇しており、それに伴って借り入れコストも一段と高まっているとみられる（図表7右の直近は2022年5月）。家計や企業の負担感は増し、新規投資に慎重になるかもしれない。実際、3月のユーロ圏の住宅建設許可件数は5ヵ月連続で増加し約13年半ぶりの高水準となった一方（直近が3月分、もっともリーマン・ショック前のピーク2006年の4割程度にすぎない）、4-5月分が公表されている国では、フランスが3ヵ月連続で減少した他、ドイツやポルトガルは単月で減少したが、明確に金利上昇の影響を受けているかの判断はもう少しデータを見る必要があるだろう。

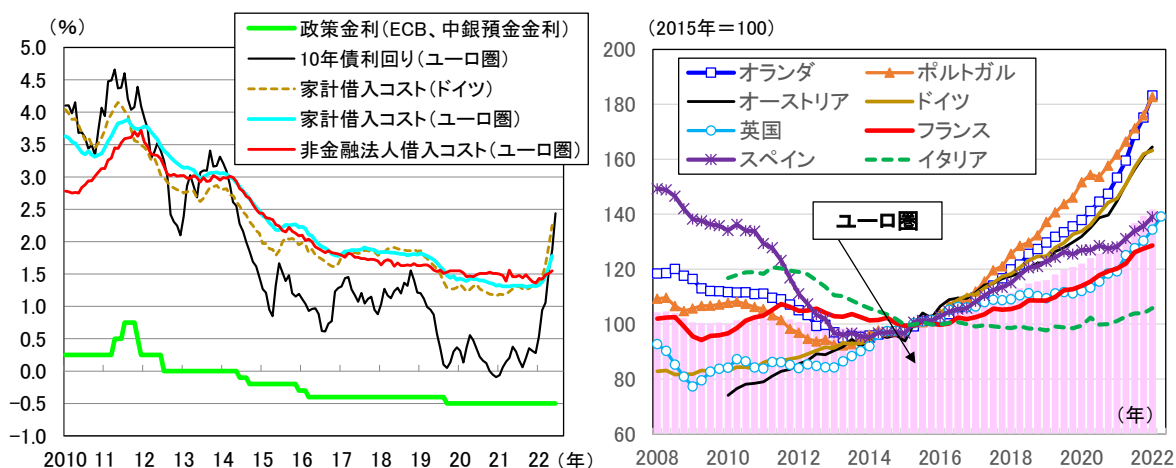
また、2022年1-3月期のユーロ圏の住宅価格は前年比+9.8%となり、2005年の統計開始以来最も高い伸び率となった（より過去に遡れるOECD公表ベースで見ると、1990年10-12月期以来の高い伸びになる）。ギリシャを除く18ヵ国のうち、エストニア（前年比+21.0%）やオランダ（同+19.5%）、リトアニア（同+19.1%）等11ヵ国が2桁の伸びを示す一方、キプロス（同+1.1%）やフィンランド（同+4.3%）、イタリア（同+4.6%）は低い伸びにとどまった。ドイツやオーストリア等のように伸び率が前期から縮小した国も見られたが、ごく少数である。直近の価格とリーマン・ショック前のピーク（概ね2007-2008年）を比較すると、ユーロ圏全体では4割近く上回っているが、スペインは依然として8%下回っている。

一方、住宅市場の先行きについては、ECBによる政策金利引き上げに伴う住宅ローン金利上昇（借入コストの増加）、そして建材不足・人手不足を背景に住宅建設費用（建材料や物流コスト、そして労賃）が膨らんで住宅販売価格が高止まりすること等が想定される。これらの諸々の要因によって家計のトータルの住宅取得コストが大幅に増加すると、先行き不透明な状況下では、多くの人々が住宅購入の決断を先送りし、住宅市場が冷え込む恐れがある。そうなれば、住宅関連産業、建設会社だけでなく、住宅ローンを扱う金融機関も従業員のリストラを迫られよう。

ユーロ圏の金融機関の不良債権比率は低下トレンドを辿っており、直近2022年1-3月期は1.95%と前年同期から0.59%pt、前期から0.11%pt低下した。各国ごとでも概ね同様の傾向が見られ、特に、ギリシャは6.75%と前年同期から18.42%ptも低い（過去7年のピークは2016年の約47%）。前期比では、ルクセンブルク（+0.37%pt）やキプロス（+0.20%pt）、マルタ（+0.06%pt）等、限定的ながら不良債権比率が上昇したケースも見られる。このように、ユーロ圏全体では2%を下回る低水準（2015年は7%超）と引き続き健全性が保たれており、住宅市場の多少の調整に対して、貸し手である金融機関は対応可能と思われる。また、失業率が過去20-30年間で最低水準まで下がっているように欧州各国の労働市場はタイトであり、雇用環境は堅調であるといつてよい。従って、借り手である家計についても、住宅ローンの返済が滞る状態に至るまでには、バッファーがあると考えられる。

もっとも、11年ぶりの金融引き締めと、専ら外部要因に起因する景気減速が同時に生じるという、これまであまり経験のない状況が予想されることから、今後の動向を注視していく必要があるだろう。特に、コロナ禍でも住宅価格の上昇スピードが速かった国については、変化も大きくなるとみられる。

図表7 借入コストの推移（左）、欧州各国の住宅価格（右）



(注) 左図：家計の借入コストは住宅購入目的。

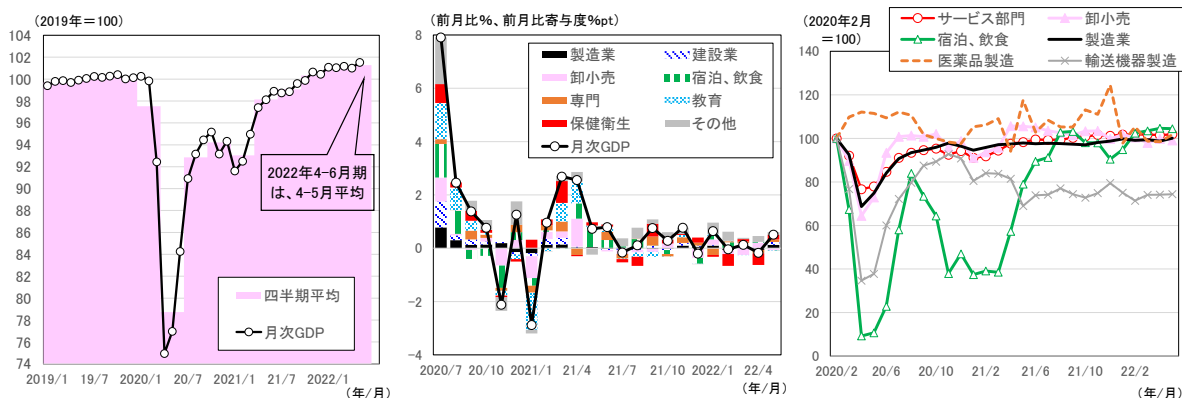
(出所) ECB、OECD、Haver Analytics 資料より大和総研作成

英国経済

5月は2ヵ月ぶりに増加 ～ 4-6月期はプラス成長を維持する可能性

5月の月次GDPが前月比+0.5%と市場予想に反して増加し、2ヵ月ぶりにプラスとなった。合わせて、3月・4月が上方修正されたことから、4-6月期は低成長ながらもプラスを維持する可能性が出てきた。業種別に見ると、製造業が同+1.4%と1年2ヵ月ぶりの高い伸びとなった。医薬品製造や食品飲料製造、機械、コンピュータ・電子機器等広範囲のセクターがプラスとなり、13セクターのうち唯一金属製品が前月比で減少した。また、建設業は同+1.5%と7ヵ月連続で増加している。建材価格が上昇しているにもかかわらず、新規注文も多く、様々なプロジェクト需要が旺盛な建設活動を牽引している。生産部門以上に貢献したのがサービス部門であり、保健衛生(同+2.1%)や専門・技術サービス(同+1.2%)、運輸倉庫(同+2.2%)等が大きくプラスに寄与した。ONSによると、保健衛生はコロナ感染の抑制を背景に、感染の追跡やワクチン接種活動が縮小したことを受けて前月までマイナス基調だったが、5月は、家庭医療専門医への予約の大幅増という本来の活動が押し上げた。サービス部門では、卸小売(同▲0.8%)や金融保険(同▲0.8%)、娯楽レクリエーション(同▲1.9%)等がマイナスに寄与した。

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）



(出所) ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ジョンソン首相、墓穴を掘って（嘘の上塗り）で退場する

2021年12月以降、与党保守党と野党第1党の労働党の支持率は逆転しており、ジョンソン首相の退陣表明の2週間前に実施された下院補欠選挙では保守党が議席を失った。直近7月半ばの世論調査では、労働党の支持率40%に対して保守党は29%にとどまっており、ジョンソン首相の決断は、国民世論に対してポジティブなインパクトを与えていない(いずれもYouGov調査)。

7月13日から始まった2ヵ月近くにわたる保守党の党首選挙に立候補した候補者のほとんどが減税や歳出拡大を主張し、ジョンソン政権下の財政政策(増税や国民保険料の引き上げ等)を批判する論調である。特に、エネルギー・食料品の価格高騰に家計が苦しんでいることから、ジョンソン政権よりも積極的なサポートを約束する。それに対して、直前までジョンソン政権下で財政政策を指揮してきたスナク前財務相は朝令暮改となる減税は主張せず、“インフレ抑制後”と環境が整ってからの減税を公約に掲げる。現時点では、スナク前財務相は保守党議員から最も支持を集めているものの⁵、決選投票で票を投じる一般の保守党員からの人気は必ずしも高くないようだ。世論調査で保守党支持者に限ると、スナク前財務相の場合、支持と不支持の割合が拮抗しているのに対して、モードント通商政策担当閣外相とトラス外相は支持率の方が高い。もともと、両者をよく知らないという回答も多く(モードント通商政策担当閣外相は4割、トラス外相は2割超)、スナク前財務相は知名度・実績があることがマイナスに作用している面もあろう。また、コロナ禍の厳しい行動制限下でジョンソン首相と一緒にルールを破ったことや、自身の財務相辞任がジョンソン首相退陣のトリガーを引いた形になったため、ジョンソン支持者から反発を招いているとみられる。

どの候補者が次期首相になっても、ユーロ圏以上の高インフレとユーロ圏よりも低い成長率(2023年)に直面する、英国経済の難しい舵取りを迫られよう。対外的には、ロシアに対する強硬政策に変更はないだろうが、ウクライナ支援の財政負担が重くなり、OBR(予算責任局)が公表した長期財政見通しのように債務が増大する場合、公約の大型減税の原資も合わせてどう対応するか焦点になろう。また、ジョンソン首相の最大のレガシーであるEUからの離脱は維持される一方、北アイルランドを巡るEUとのぎくしゃくした関係は調整の余地があると考えられる。EU離脱の経済的メリットが喧伝したほど目に見えない状況下で、EUとの貿易摩擦を招くことは英国経済にとって一段とマイナスに作用するだろう。EU離脱に関連して、スコットランド独立の是非を問う2度目の住民投票の実施(2023年10月)を求めているスコットランド自治政府との関係も、次期首相が引き継ぐ課題の一つである。そもそも、北アイルランドの取扱いを巡る混乱もスコットランド独立再燃も、EU離脱がなければ生じなかった問題である点を踏まえると、ジョンソン首相の最大のレガシーは、外から見る限り、今のところ負の遺産の要素が目立つ。

⁵ 8人の立候補者でスタートした党首選挙は投票ごとに最低得票者が脱落していく方法で、スナク前財務相、モードント通商政策担当閣外相、トラス外相の3人にまで絞られた。第1回投票から第4回投票まで順位は変わらず、スナク前財務相がトップを維持し、2位のモードント通商政策担当閣外相とは30票前後の差をつけている。一方、2位と3位のトラス外相の差は縮まっており(第2回投票時の19票差から第3回で11票差、第4回で6票差に)、誰が決選投票に進むのか、激しい争いとなっている。

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%	-0.1%	0.7%	1.6%	1.9%	2.0%	1.7%	1.7%	5.3%	2.7%	1.6%
家計消費支出	-8.6%	16.3%	19.3%	-1.0%	-2.7%	1.8%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	3.6%	2.9%	1.9%
政府消費支出	-0.6%	7.7%	1.5%	1.4%	-1.4%	1.7%	0.7%	0.2%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	3.9%	1.0%	0.6%
総固定資本形成	0.4%	5.5%	-3.6%	13.2%	0.2%	2.8%	3.0%	3.0%	3.6%	2.7%	2.9%	2.7%	4.1%	3.4%	3.1%
輸出等	3.5%	13.5%	7.8%	11.2%	1.5%	3.2%	3.6%	4.1%	3.6%	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%	3.9%	4.1%	3.4%	4.3%	4.1%	8.7%	5.7%	3.9%
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%	1.0%	1.2%	1.0%	1.5%	1.8%	1.8%	5.3%	2.7%	1.6%
家計消費支出	-5.4%	12.4%	2.9%	5.8%	7.5%	4.0%	-0.1%	0.6%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	3.6%	2.9%	1.9%
政府消費支出	2.9%	8.0%	2.7%	2.5%	2.3%	0.8%	0.6%	0.3%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	3.9%	1.0%	0.6%
総固定資本形成	-5.9%	18.2%	3.0%	3.7%	3.7%	3.0%	4.7%	2.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	4.1%	3.4%	3.1%
輸出等	-0.1%	26.9%	10.6%	8.9%	8.4%	5.9%	4.8%	3.1%	3.6%	3.7%	3.7%	3.5%	10.8%	5.5%	3.7%
輸入等	-5.7%	22.2%	10.7%	10.8%	9.1%	6.3%	5.9%	2.0%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	8.7%	5.7%	3.9%
鉱工業生産 (除く建設)	4.7%	23.8%	5.7%	0.3%	-0.2%	0.1%	1.2%	0.7%	0.5%	1.1%	1.4%	1.4%	7.9%	0.5%	1.1%
実質小売売上高	2.4%	12.0%	2.4%	4.2%	5.3%	0.7%	0.1%	0.5%	2.1%	2.6%	2.6%	3.1%	5.1%	1.6%	2.6%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	8.1%	7.3%	5.6%	3.0%	2.9%	2.8%	2.6%	7.4%	3.5%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	43.2%	43.4%	38.3%	27.6%	11.6%	11.3%	10.7%	12.3%	39.6%	14.8%
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	68.5	39.7	25.9	-17.2	-40.1	-10.6	-7.5	-6.4	-4.5	-2.5	-0.7	-1.0	117.0	-64.6	-8.7
経常収支	107.7	90.8	69.8	26.6	22.5	35.4	37.8	41.0	43.8	45.0	47.2	47.7	294.8	136.8	183.6
財政収支	-202.6	-190.6	-119.2	-114.8									-625.3	-475.9	-326.5
独 国債10年物 (期中平均)	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.41%	1.73%	1.90%	2.03%	1.97%	1.92%	-0.31%	1.10%	1.95%
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%	1.75%	1.75%	1.75%	0.00%	1.25%	1.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年7月19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%	3.1%	0.4%	0.5%	-1.3%	2.6%	-0.8%	1.3%	2.3%	7.4%	3.6%	0.7%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.5%	2.3%	1.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	6.2%	5.1%	1.6%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-5.2%	1.1%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	14.3%	1.7%	0.5%
総固定資本形成	-3.7%	7.0%	1.6%	4.4%	16.1%	1.1%	7.6%	11.2%	5.0%	-9.0%	-4.0%	0.4%	5.9%	7.2%	2.0%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-16.6%	12.8%	5.5%	2.5%	3.5%	4.0%	5.0%	5.8%	-1.3%	3.2%	4.5%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	48.8%	-13.2%	1.4%	6.3%	7.1%	0.9%	2.7%	4.3%	3.8%	12.1%	2.9%
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%	3.1%	2.3%	0.7%	0.5%	0.2%	0.5%	1.4%	7.4%	3.6%	0.7%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.6%	4.4%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	6.2%	5.1%	1.6%
一般政府消費支出	2.0%	35.4%	13.4%	10.5%	8.0%	-0.2%	0.5%	-0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	14.3%	1.7%	0.5%
総固定資本形成	-2.4%	21.6%	4.9%	2.3%	7.1%	5.6%	7.1%	8.9%	6.2%	3.4%	0.5%	-2.0%	5.9%	7.2%	2.0%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	5.0%	1.0%	6.7%	0.4%	6.0%	3.9%	3.8%	4.6%	-1.3%	3.2%	4.5%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	21.5%	11.8%	7.3%	8.6%	0.0%	3.9%	4.2%	3.7%	3.8%	12.1%	2.9%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.1%	1.6%	1.9%	1.4%	1.1%	0.5%	0.7%	1.4%	5.1%	1.7%	0.9%
実質小売売上高	-0.9%	23.0%	0.6%	1.1%	6.2%	-2.5%	3.4%	4.3%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	5.4%	2.7%	2.7%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.1%	9.0%	10.5%	9.2%	5.8%	5.4%	2.5%	2.6%	8.7%	5.7%
生産者物価 (出荷価格)	1.0%	4.2%	6.2%	9.2%	10.7%	15.4%	15.8%	19.1%	16.3%	9.3%	8.9%	2.5%	5.2%	15.4%	9.0%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.5%	3.8%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-38.3	-33.6	-45.6	-38.5	-68.6	-48.3	-46.8	-48.5	-50.4	-49.1	-48.3	-47.8	-156.1	-212.2	-195.5
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-51.7	-28.1	-26.6	-28.3	-30.1	-28.9	-28.1	-27.7	-60.0	-134.8	-114.7
財政収支	-38.4	-58.9	-36.6	-29.0	-10.1								-162.9		
国債10年物 (期中平均)	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.30%	2.56%	2.71%	2.64%	2.53%	2.39%	0.79%	2.08%	2.57%
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7月19日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研