

2022年8月22日 全13頁

# 欧州経済見通し 多重苦に直面する

冬を前にして、慎重な見方が一段と増す

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

## [要約]

- ロシアのウクライナ侵攻が半年に及び、さらに長期化すると予想される中で、今後の焦点は、2022年後半から2023年にかけてどれだけ景気が減速するかであろう。高インフレに、人手不足や水不足等がサプライサイドの問題の解消を難しくし、そしてエネルギー供給への懸念が、企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかる。利上げ（金利上昇）という要因も加わった。企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドは一段と悪化しており、積極的な投資や消費は想定しづらい。
- ECBは11年ぶりに利上げに踏み切ってマイナス金利を脱したが、他の先進国に比べると金融引き締めが後手に回った印象は拭えない。利上げ観測の高まりとともに、ユーロ圏内の脆弱な国々とドイツの長期金利のスプレッドが拡大しており、イタリア等、脆弱な国々の経済への打撃が懸念される。ECBは、景気減速に配慮しつつ、インフレ抑制のための利上げと同時に市場分断化阻止の対応も迫られている。ECBは、2022年後半から2023年1-3月期にかけて利上げを継続すると予想する。一方、景気が低迷する中、インフレ率がピークアウトしていく2023年4-6月期以降は、金利を据え置くと見込む。
- 英国経済は、ユーロ圏の抱えるマイナス面を凝縮した形になっている。ECBよりも半年以上前に利上げに転じたBOEが示した直近のインフレ見通しはユーロ圏よりも高く、景気見通しはユーロ圏よりも低い。つまり、スタグフレーションの可能性を示唆しており、ジョンソン首相の後任のリーダーは難しい舵取りを迫られよう。

## ユーロ圏経済

### 2022年4-6月期のGDP成長率は年率+2.5%と緩やかに加速 ～ 国ごとにばらつきが見られる

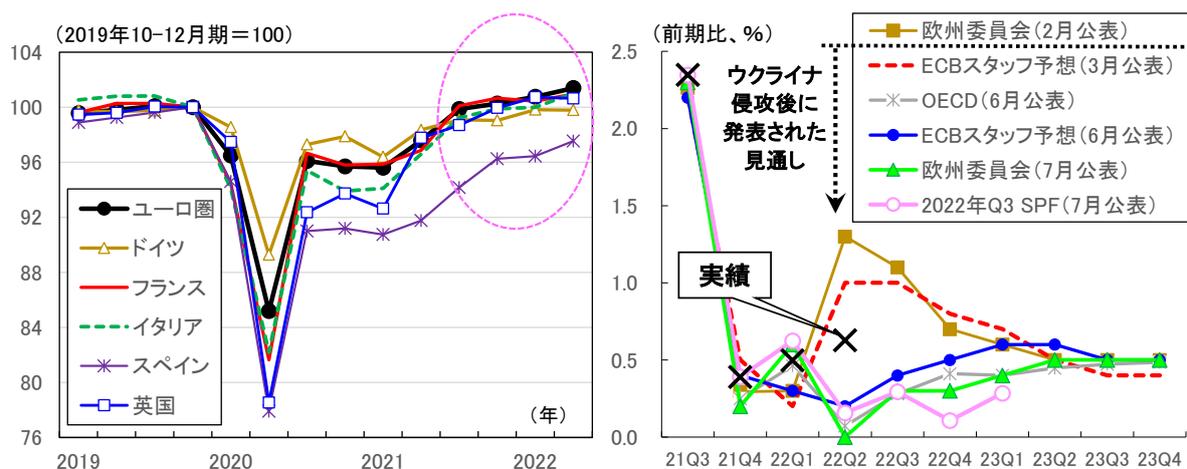
ユーロ圏の2022年4-6月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.6%(年率換算+2.5%)と事前予想を上回り<sup>1</sup>、2021年10-12月期の同+0.4%、2022年1-3月期の同+0.5%から緩やかに加速した。ロシアによるウクライナ侵攻の影響がフルに及んだ四半期になったが、侵攻当初の大きなショックが一巡しスパイラル的な悪化は回避された。侵攻を機にエネルギーや食料品など生活必需品の価格が高騰した点が個人消費を押し下げると懸念され、実際、個人消費がマイナスに転じた国がある一方、堅調に推移した国もある等、影響は一様ではない。後者では、行動制限が一段と緩和されて人の移動を伴ったサービス支出の増加や、供給サイドのボトルネックが4-6月期に入って徐々に緩和されて耐久消費財支出の増加につながった可能性もある。だが、消費者マインドは総じて悪化しており、消費の持続性には不透明な要素が多い。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、オランダが前期比+2.6%と最も高い伸びを示し、主要国ではスペイン(前期比+1.1%)やイタリア(同+1.0%)、フランス(同+0.5%)が1-3月期の低成長からは加速した。だが、最大の経済大国であるドイツは同▲0.0%とほぼゼロ成長にとどまり、不振が鮮明になった。一方、ラトビア(同▲1.4%)やリトアニア(同▲0.4%)、ポルトガル(同▲0.2%)がマイナス成長に陥った他、オーストリアやベルギー等は伸び率が鈍化した。このように、多くの国で成長率が1-3月期から減速、あるいはマイナスに転じた中で、ドイツを除く主要3カ国が大幅なプラス成長となってユーロ圏全体を牽引した。

主要国の中で最も高い成長を記録したスペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が前期比+3.2%と2四半期ぶりにプラスに転じた他、総固定資本形成も同+2.8%と好調を維持し、中でも住宅等の建設投資は同+7.8%と急増した。ECBによる金融引き締め見通し等、金利先高観が強まる中で駆け込み需要が発生した可能性もあり、年後半以降の動向には注意が必要だろう。外需は、輸出が同+1.6%と堅調さを維持したが、輸入が同+4.6%と輸出の伸びを上回ったため、外需の寄与度は4四半期ぶりにマイナスとなった。2四半期ぶりのプラス成長となったフランスの場合、輸入の減少も相まって外需寄与度のプラス幅が拡大する中、企業の設備投資のプラスと家計及び政府の最終消費のマイナスが相殺し、在庫を除く内需の寄与度はほぼゼロとなった。従って、必ずしも力強い回復とはいえないが、フランス国立統計経済研究所は、輸入減は、需要の増加が輸入の増加ではなく、国内における生産の増加で賄われたことを意味するとポジティブに評価する。一方、主要国の中で一人負けの状態になったドイツの場合、ドイツ連邦統計局は、家計と政府の最終消費支出が増加したが、外需のマイナスが相殺したと言及した。また、新型コロナウイルス(以下、コロナ)感染やサプライチェーン問題、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況が、短期的な成長に明確に反映されたという。これらの要因はいずれも継続中のものであり、7-9月期以降もドイツ経済の重しとなるだろう。

<sup>1</sup> 速報値は、前期比+0.7%(年率換算+2.8%)だった。また、ECBが発表したEU域内の専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF、7月22日公表)では前期比+0.16%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22年4-6月期は年率+2.8%に加速」(大和総研レポート、2022年8月1日)を参照。

図表 1 欧州主要国の実質 GDP (左)、専門家等によるユーロ圏の景気見通し (右)



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

### 企業景況感・消費者マインドが悪化

欧州の今夏は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や物流への打撃の他、人々の日常生活にも悪影響を及ぼしている。度重なる熱波の要因として気候変動が指摘されており、国民の環境問題や脱炭素化への意識は高い。ただ、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ている。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だろう。欧州の運命がロシアのプーチン大統領に翻弄される中、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。ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約 6 ヶ月が経過）に伴って、2023 年を中心に経済見通しの下方修正の動きが続いている。

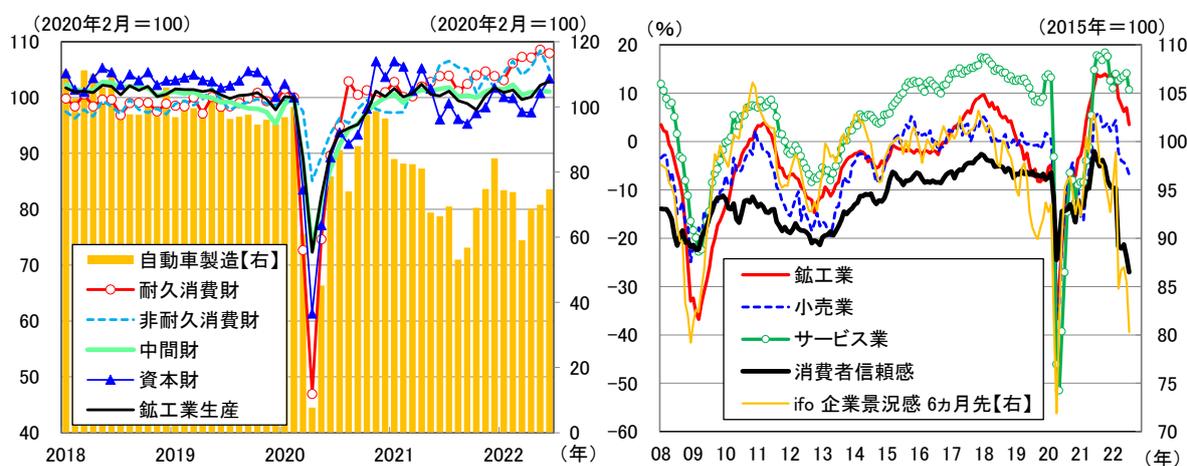
6 月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比+0.7%と市場予想を上回る伸びとなり、3 ヶ月連続で増加した。内訳を見ると、非耐久消費財（同▲3.2%）と耐久消費財（同▲0.6%）等消費関連が不振だったが（中間財は同▲0.1%）、対照的に、資本財は同+2.6%と前月に続く高い伸びとなって全体を押し上げた（エネルギーは同+0.6%）。また、自動車関連は、ウクライナ侵攻によって部品調達がままならず生産が一時的に落ち込んだが、漸く侵攻前の水準を回復した。もっとも、2020 年以降の半導体不足という構造問題は解消しておらず、コロナ禍前（2020 年 2 月）の水準を 2 割以上下回ったままである。国別に見ると、アイルランド（同+6.7%）やマルタ（同+4.8%）、ギリシャ（同+3.4%）等が前月から好調さを維持した他、主要国では、フランスやスペイン、ドイツも揃ってプラスとなった。イタリアのみが同▲2.1%と 2 ヶ月連続で減少し、ベルギーやラトビアと共に足を引っ張った。

7 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 99.0 と 5 ヶ月連続で低下し、2021 年 2 月以来の低水準となった。鉱工業、サービス業、小売業、建設業と全ての業種の企業景況感が悪化し、特に、消費者マインドはコロナ禍のボトムを下回り、統計開始以来最低を更新した。6 月までは、ウクライナ情勢の長期化・膠着化に伴って景況感は総じて停滞気味だったが、エネルギー供給不足への懸念や供給停止がトリガーとなる景気後退への不安がユーロ圏全体の企業

経営者や消費者のマインドを悪化させているとみられる。

主要国で悪化幅が大きかったのがスペインとドイツであり、ifo 経済研究所が発表した7月のドイツ企業の景況感指数は約2年ぶりの低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）の見通しが2020年春のコロナ禍初期以来の水準まで悪化したことが主因で、製造業からサービス業まで広範な業種で悪化する一方、ビジネス環境の現状認識の底堅さは2020年当時との大きな違いである。ifo 経済研究所は、“エネルギー高騰とガス不足の脅威が経済の重しになっている。ドイツ経済は、景気後退の瀬戸際にいる”と指摘する。今後、慎重なマインドを覆すほどのインパクトのある事態が生じない限り、現状認識は、先行きの見通しを後追いしていくと予想され、いずれ「危機」のフェーズに移行する可能性が高い。マインドが悪化している状況下では、供給サイドの問題が解消されたとしても、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がある。

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

### エネルギー危機の悪循環で、経済押し下げリスクが増す

EU はロシアに対する経済制裁の一環として、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ロシアからの禁輸の方針を決定し、脱ロシアを進めてきた。残る天然ガス禁輸については、EU のアクションが具体化する前にロシアが供給量を段階的に絞ってきたことから<sup>2</sup>、EU は、供給制約のもとで生産活動や国民生活への打撃を回避すべく、対応に追われている。

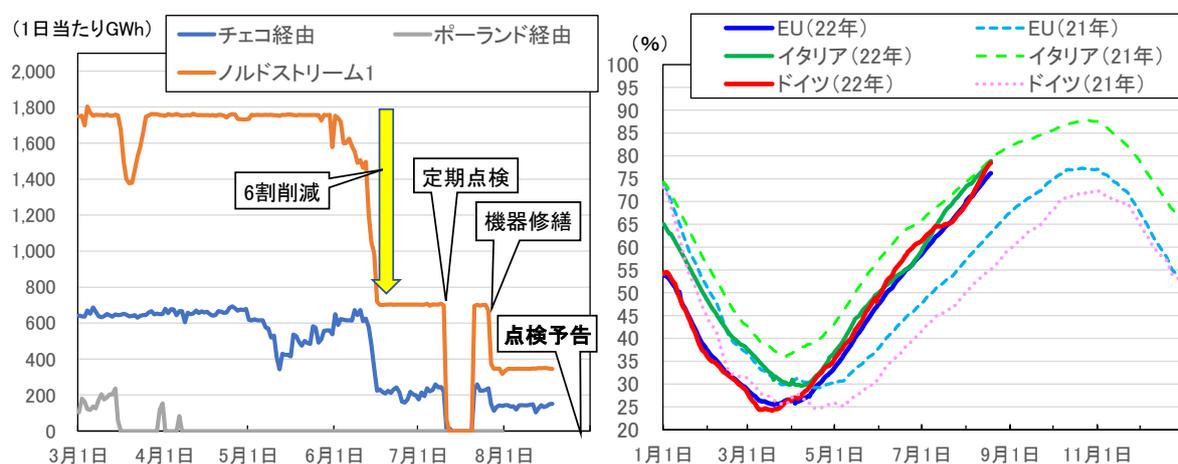
ドイツをはじめとする EU 各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、2021年に比べると貯蔵率は大幅に早いペースで高まっている。脱ロシアプランである RePowerEU に盛り込まれた、「11月1日までに貯蔵率80%（2023年以降は90%）」の目標に対して、8月18日現在のEUの貯蔵率は76.2%となっている。元々ロシア依存度の高かったドイツは、9月1日

<sup>2</sup> ロシア（ロシア国営企業のガスプロム）は、4月下旬のポーランドとブルガリアを手始めにフィンランド、オランダ、デンマーク、ドイツ等のガス会社への供給を停止した。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られ（6月半ばに6割削減）、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。供給が再開されるか懸念されたが、21日から点検前の水準（通常の4割）の供給が再開された。だが、ドイツが安心したのも束の間、ガスプロムは25日、タービンの修理を理由に27日から再び供給量を減らすと発表し、通常の2割の水準にとどまっている。

時点で75%、10月1日時点で85%、11月1日時点には95%まで高めるというより高い目標を掲げているが、8月12日に75%を上回り、約2週間前倒しで一つ目の目標をクリアした。ただ、報道によると、ドイツ連邦政府高官は、最終目標95%の実現は難しいかもしれないとの見方を示している。また、EUは、2022年8月から2023年3月まで自主的にガスの使用量を15%削減すること、そして危機的な状況になれば削減を義務化することを決めた。ただ、義務化については、様々な適用除外規定等を設けることで合意形成が優先された（最終的には、ハンガリーとポーランドのみ反対）。

このように、EUは、来たる冬に備えて、LNG等の調達先の多角化や港湾の処理能力の拡張準備等とともに、“節ガス”を進めることで貯蔵率の引き上げに取り組んでいる。だが、EUの必死の努力を嘲笑うがごとく、8月19日、ガズプロムは、設備点検等を理由に8月31日～9月2日の3日間ノルドストリーム1によるガス供給を停止すると発表し、再び供給不安が高まっている。

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。左右いずれも2022年8月18日まで。

(出所) ドイツ連邦ネットワーク庁、Gas Infrastructure Europe (AGSI+) 資料より大和総研作成

さらに、この夏、欧州は猛暑・水不足に見舞われてエネルギー需給が逼迫し、エネルギー価格が押し上げられる等、欧州の企業や家計は、複合的な要因で厳しい状況に置かれている。具体的には、猛暑で冷房需要が高まる一方、エネルギー供給に関しては、各国で様々な障害が生じている。ドイツでは、水不足で主要な物流網であるライン川等の水位が下がっており、貨物船の運行に支障をきたすレベルになると、あらゆる製品の物流が滞る恐れがある。特に、今回は、ガス供給懸念から石炭火力発電の一段の活用が検討されているが、水位低下で大型船の運航が困難になり、石炭・石油製品の輸送に影響を及ぼすとみられる。積載量が限定されるために輸送コストが増して、量を確保できなければ石炭火力発電の稼働率は低下しよう。同様に、原材料の確保が難しくなれば製造業に打撃となろう。船の代替手段として鉄道を利用する場合、貨物輸送が優先されて旅客ダイヤは影響を受ける可能性が指摘されている。ドイツの平均降水量を見ると、2022年は2018年並みに少なく、2018年当時も干ばつで船舶の運航がままならず、化学工業等の生産に影響を与えた。また、ロシアに代わるエネルギー調達先として期待されるノルウェーでは、水不足でダムの水位が下がると水力発電能力が低下し、欧州への輸出余力が制限される

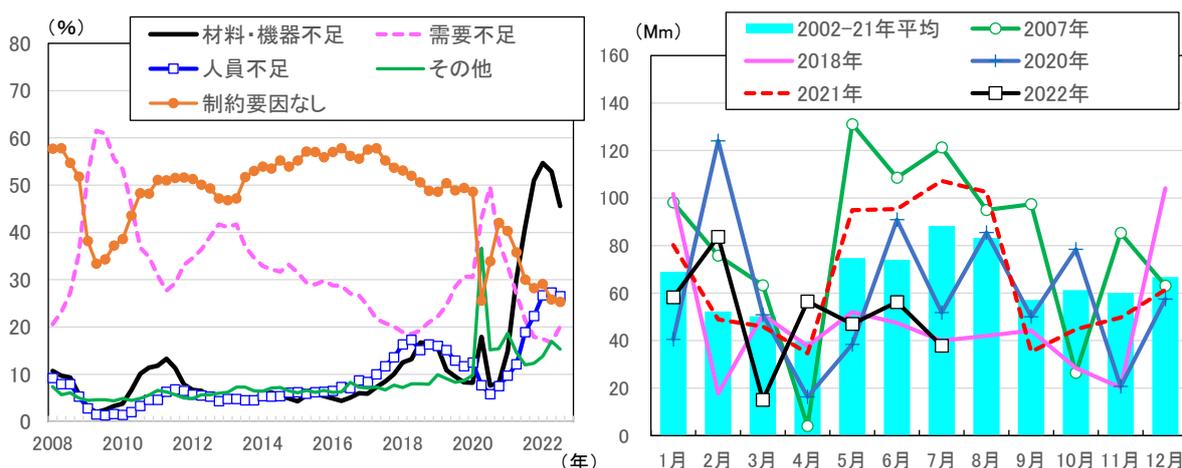
可能性がある。原発依存度の高いフランスでは、水不足+猛暑による水温上昇によって原子炉の十分な冷却効果が得られず、原発の稼働率を抑えざるを得なくなっている。川の水量不足による水力発電能力の抑制ともにダブルでダメージだ。

このように、天然ガスの代替手段が供給制約を受けてしまうと、価格が上昇して割高な天然ガスを使用するしかなく（ガス供給がゼロならそもそも利用できないが）、利用者の負担は一段と増すことになる。また、干ばつで山火事が発生しやすくなって、消火のために水を使い、木が燃えてCO<sub>2</sub>を排出するという悪循環だ。ガスの先物価格は、6月上旬には一旦ウクライナ侵攻前の水準まで下がったものの、ガス供給を巡るロシアの度重なる揺さぶりによって再び上昇に転じ、直近では、ウクライナ侵攻以降の高値（侵攻前の約3倍の価格）を更新している。

また、記録的な干ばつに見舞われた欧州各地では、水の使用が制限されて農業への影響が懸念される。農産物の収穫量が大幅に減ると、食料品価格の上昇につながる恐れがある（農業機械を動かす以外にも、水汲みのために燃料代がかさむという話もある）。干ばつは大陸欧州にとどまらず、英国イングランドの多くの地域でも渇水宣言が出され、一般家庭では庭の水やりや洗車等水の使用が制限され、長引く可能性が指摘されている。

一方、ドイツ政府は、価格高騰で経営が悪化しているエネルギー供給会社をサポートするために、消費者に対して、臨時の賦課金制度（10月1日から実施、2024年4月1日までを予定）を導入することを決定した。平均的な家庭（4人家族、年2万キロワット時使用）の場合、従来よりも年間で480ユーロほど負担が増えると試算される。同時に、政府は、利用者の負担を軽減するために、賦課金と同じ期間、ガス料金に課せられるVATを引き下げると発表した<sup>3</sup>、あくまで上乗せ分の縮小にすぎない<sup>3</sup>。

図表4 ユーロ圏製造業の生産活動制限となる要因（左）、ドイツの平均降水量（右）、



(出所) 欧州委員会、ドイツ気象庁、Haver Analytics 資料より大和総研作成

<sup>3</sup> あくまでも単純化した計算だが、価格上昇前のガス料金が100ユーロでVATが20%なら、利用者の負担は100×1.2=120ユーロである。仮に料金が2倍の200ユーロになってVATがそのままなら、負担は200×1.2=240ユーロと倍増する。これに対してVATを10%に引き下げると負担は200×1.1=220、5%なら負担は200×1.05=210になり、減税前よりも負担軽減につながるが、少なくとも料金が上昇した分（200-100=100ユーロ）は利用者を圧迫する点は変わらない。一方、VATを10%に引き下げても政府の税収は価格上昇前と変わらないが（120-100=20）、5%だと税収は減ってしまい（120-100>220-210）、財政は圧迫される。

冬が近づくとつれて、ロシアは今後も様々な理由をつけてガス供給を絞り、欧州に対して揺さぶりをかけていくと予想される。ただ、ロシアの報復に対しては、EUにはガスの消費量（需要）を一段と抑制するぐらいしか対処方法がなく、経済への悪影響は避けられないだろう。一時的に今冬を乗り切る分のガス貯蔵に成功したとしても、恒久的な脱ロシアの目途が立つまでは、EUはロシアのプーチン大統領の戦略に翻弄され、企業や家計はいつ供給が止まるか分からないという緊張状態を強いられることになるだろう。

### 高インフレが重しで、消費者マインドが大幅に悪化 ～ 金利上昇が家計の負担になる可能性

6月の実質小売売上は前月比▲1.2%と大幅に減少し、前年比でも▲3.7%と2021年初以来のマイナスを記録した。消費者は名目の支出総額を増やすことをせず、インフレ分だけ購入量を減らして慎重な行動を取っている。消費者マインドの悪化に沿った結果であり、7月の消費者マインドが一段と落ち込んでいる点を踏まえると、この先の消費動向も抑制されたものとなるだろう。6月の中身を見ると、非食品（自動車燃料を除く）が前月比▲2.6%となり、特に通販・インターネットを通じたオンライン売上が落ち込んだ影響が大きい。国別では、オランダ（同▲3.4%）の減少率が最も大きく、主要国では、ドイツ（同▲1.5%）、フランス（同▲1.2%）、イタリア（同▲1.1%）、スペイン（同▲0.4%）と揃ってマイナスとなった。

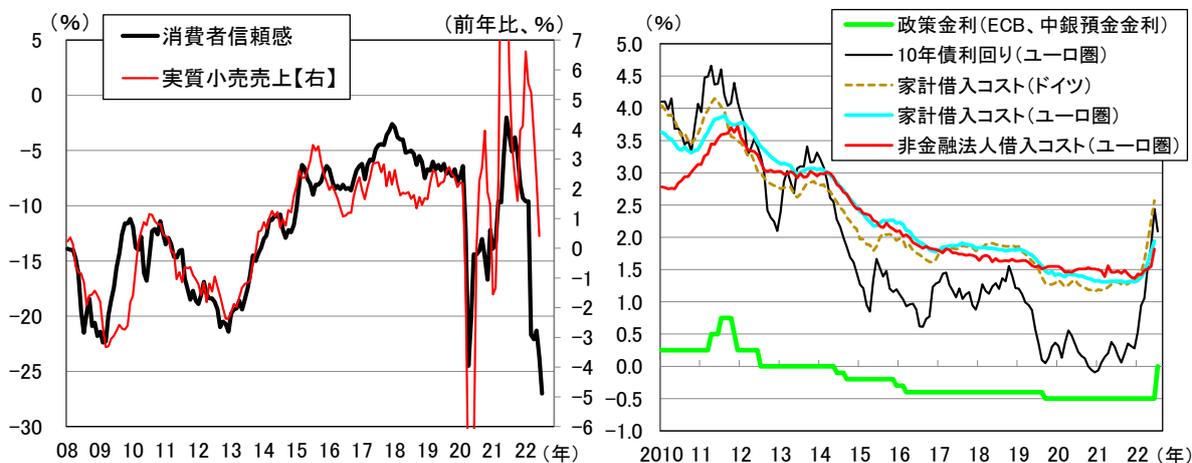
一方、ECBが消費者を対象にした調査 Consumer Expectations Survey（CES）を新たに公表した<sup>4</sup>。6月の最新調査によると、消費者は5月時点と比べて、今後12ヵ月でインフレ率がさらに高まると予想し、名目所得の伸びは変わらないものの、支出は所得を上回る伸びであり、貯蓄を取り崩すことを想定している。今後12ヵ月間の経済成長率の予想は平均で▲1.3%と5月時点（▲1.0%）からマイナス幅が拡大したが、侵攻直後の3月時点（▲1.8%）よりはマイナス幅が小さい。景気に対する慎重な見方を反映し失業率の上昇を見込む。また、2020-21年と上昇期待が続いてきた住宅価格は、足もとで予想上昇率がやや鈍化する一方、住宅ローン金利の先高観が強まっている。国別では、イタリアの住宅ローン金利の水準が高いが、2022年に入ってからの変化幅という点では、ドイツやオランダの消費者が見込む金利上昇幅が相対的に大きい。

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。だが、2022年に入ると、高インフレを背景に金利先高観が高まり、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、家計の借入コスト（住宅購入目的）の増加幅は企業よりも大きく、直近（2022年6月）では2016年6月以来の高水準となっている。CESの調査対象国では、フランスやスペインの借入コストの上昇幅が相対的に小さく、オランダやベルギーはユーロ圏全体を下回り、イタリアは概ねユーロ圏並みであるのに対して、ドイツは突出して上昇幅が大きく足もとの金利上昇の影響を受けていると考えられる。7月に入って長期金利の上昇が一服する一方、

<sup>4</sup> 2022年8月から公表開始された同調査は、ベルギーやドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダのユーロ圏6ヵ国（ユーロ圏のGDPの85%、人口の83.8%を占める）の18歳以上の約14,000人の消費者を対象に毎月実施されていくという。ユーロ圏の消費者の経済や金融行動を含めた現状認識と期待を調査する。

ECBの利上げを受けて短期金利は引き続き上昇していくとみられる。借入コストの高まりの影響で、家計や企業の投資行動がどう変化するか注視していく必要があるだろう。

図表5 実質小売売上【除く自動車】と消費者マインドの推移（左）、借入コストの推移（右）



(注) 右図：家計の借入コストは住宅購入目的。

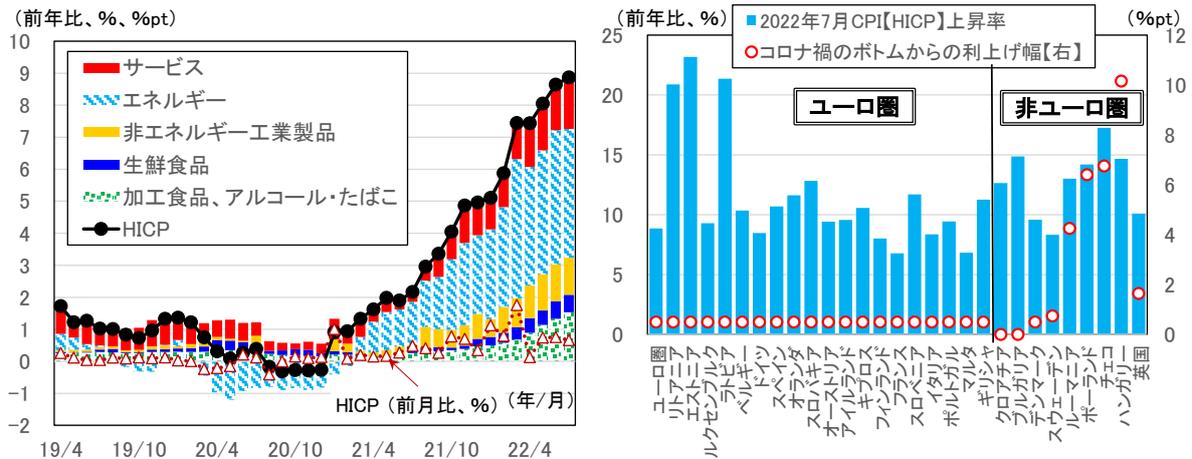
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 高インフレで複雑な政策対応を迫られる ECB ～ 見極めが難しい利上げ停止のタイミング

7月のユーロ圏のCPI (HICP) は前年比+8.9% (ECBが公表する季節調整済みで計算した前月比は+0.7%と3ヵ月連続で高い伸び) となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新した。要因分解すると、エネルギー価格の上昇が引き続きインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度そのものは6月からやや縮小した。代わって、加工食品、アルコール・たばこ、サービスの寄与度が拡大した。賃金動向に影響を及ぼすサービス価格は前年比+3.7%に加速し、前月比でも+0.5%と2ヵ月ぶりに上昇した。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の伸び率を抑制すると期待されるが、ドイツの7月のインフレ率が市場予想に反して6月から加速したように、これらの措置はあくまで一時的・限定的なものであるといえよう。

7月にECBは11年ぶりに利上げに踏み切ってマイナス金利を脱したが(50bpの利上げは2000年6月以来、約22年ぶり)、今後も高インフレ状況が続くとみられ、ECBは、2022年後半から2023年1-3月期にかけて利上げを継続すると予想する。一方、ユーロ圏の景気減速が視野に入る中で、ECBはインフレ対応と成長維持の両立という困難な目標に取り組まなければならないが、加えて、財政基盤が脆弱な加盟国の国債利回りが過度に上昇(スプレッドの拡大)しないように配慮が求められ、機動的で柔軟な政策対応が実行できるか不透明である。メインシナリオでは、インフレ率がピークアウトしていく2023年4-6月期以降は、金利は据え置かれると見込む。

図表6 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、各国のインフレ率と政策金利の変化幅（右）

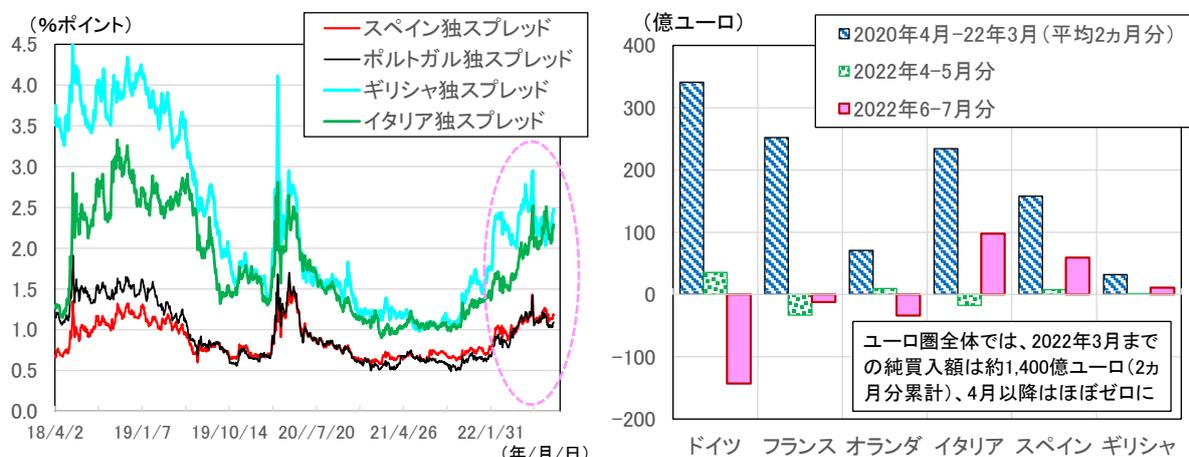


(注) 左図：インフレ率はHICP。右図：利上げ幅は直近とコロナ禍で最も低かった水準の差。

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

7月、ECBは利上げと同時に、市場分断化を阻止する方策として、Transmission Protection Instrument (TPI) という新たな措置を導入することを決定した。ただ、TPIの実施条件には、財政ルールへの順守や深刻なマクロ経済の不均衡がない、財政が持続可能、健全で持続可能なマクロ経済政策がある等が定められており、支援を必要とする国々がこれらの条件をクリアできるか疑問が残る。一方、ECBは、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の満期償還分の再投資先をより柔軟に調整して、スプレッド拡大を抑えようとしている。PEPPの純買入れを継続していた3月までは、経済規模が大きい国ほど買入れが多く、ドイツやイタリア、フランス、スペインの4カ国計で、全体の7割を占めていた。それに対して、純買入れが停止されて以降、特にスプレッド拡大が騒がれた6-7月には、健全なドイツやオランダ等の国債が大幅に減少した一方、脆弱なイタリアやスペイン、ギリシャ等の国債はネットで買入れられている。かなり大胆にポートフォリオを組み替えている印象である。TPIの実体はまだ不透明な点が多いが、PEPPの再投資先の変化を見ると、ECBによる市場分断化阻止対応は既に始まっているといえよう。

図表7 分断される欧州～対独スプレッド（左）、PEPPの国別純買入額の推移（右）



(注) 左図：10年国債利回り。右図：いずれも2ヵ月分累計。

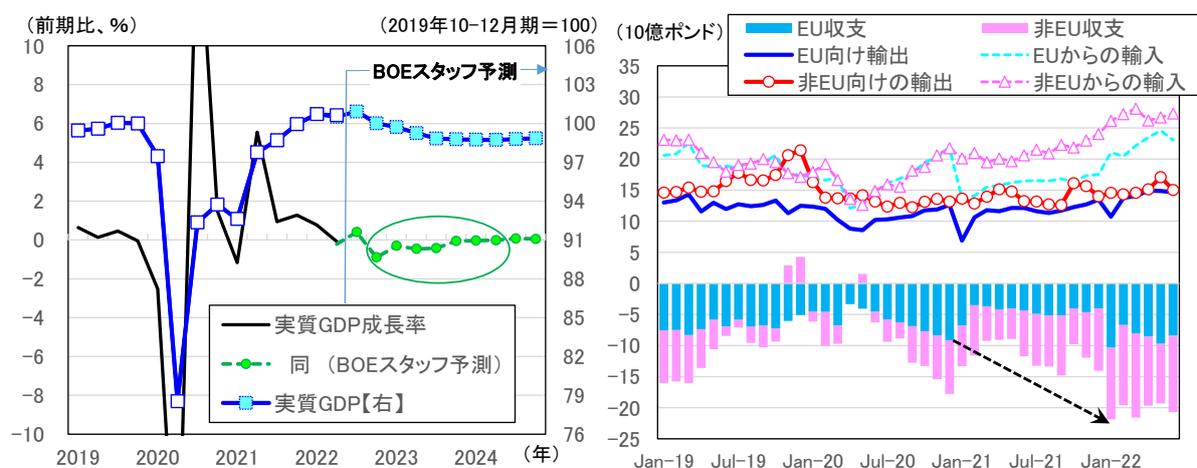
(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 英国経済

### 4-6 月期の GDP 成長率は前期比▲0.1%と 5 四半期ぶりのマイナス成長に

英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%（年率換算▲0.3%）と 5 四半期ぶりにマイナス成長となった。6 月にエリザベス女王在位 70 周年を祝う行事「プラチナ・ジュビリー」という特殊要因<sup>5</sup>が作用した面もある。需要項目では、政府最終消費支出が前期比▲2.9%と最大のマイナス要因となったが、コロナ感染関連の対策が終了したことに伴う支出減であり、決してネガティブとはいえない。外需は、輸出が同 2.4%と増加し輸入が同▲1.5%と減ったことから、外需の寄与度は同+1.08%pt と最大の牽引役になった。また、家計最終消費支出（非営利除く）が同▲0.2%と 5 四半期ぶりにマイナスとなる一方、総固定資本形成が同+0.6%と 5 四半期連続で増加して消費のマイナスを相殺した。後者の場合、住宅や非居住用等の建設投資が牽引し、機械や無形固定資産等の企業の設備投資に当たる部分はマイナスだった。一方、6 月の月次 GDP は、前月比▲0.6%と 2 ヶ月ぶりに減少した。業種別では、コロナ感染絡みの支出が大幅に減って保健衛生は同▲1.8%とマイナスに寄与した他、製造業（同▲1.6%）が不振だった。反対に、プラスに寄与したのが宿泊飲食（同+2.1%）で、連休となったことで旅行需要が高まったとみられる。

図表 8 英国の GDP の推移（左）、英国の輸出入の推移（右）



(注) 左図：BOE スタッフ予測は市場が見込む金利見通しを前提。右図：非貨幣用金や貴金属類を含むベース。  
(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 高インフレを理由に利上げ幅を拡大した BOE ～ 約 1 年半に及ぶマイナス成長を想定

BOE は 8 月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を 1.75%と 2008 年 12 月以来の高水準に引き上げた。昨年 12 月に金融引き締めに移行してから 6 回連続の利上げになるが、今回は、9 人のメンバーのうちベイリー総裁をはじめとする 8 人が、1995 年 2 月以来となる 50bp の大幅利上げに賛成した。インフレ率が BOE の想定を上回るペースで加速しており、BOE も遅ればせながら大幅利上げする他の先進国中銀に加わった。投票パターンを過去から変えたメンバーもいるが、昨年末からの利上げ局面で分類すると、ハト派は 2 名、ニュートラルが 3 名、そしてタ

<sup>5</sup> 6 月は、「プラチナ・ジュビリー」の祝日（バンクホリデー）がイレギュラーに増えたことに加えて、通常 5 月下旬のバンクホリデーが今年は 6 月初旬に設定されて計 2 営業日少なく、マイナス成長が見込まれていた。

カ派は 4 名となっており、BOE はぎりぎりのところで金融政策を決定してきたともいえる。また、BOE は追加利上げと同時に、コロナ禍前からの量的緩和策で膨張したバランスシートを積極的に縮小する方針を示した。既に償還分の再投資は 2 月に停止し、それ以降は償還分が減る形だったが、9 月から満期償還に加えて各四半期 100 億ポンドずつ売却することになった。

BOE が改定したインフレ見通しでは、インフレ率が加速して 10-11 月にかけて前年比+13%超になると見込んでいる。前回 5 月時点では、10-12 月期の同+10.2%をピークに鈍化すると予想していたが、今回は、ピークのタイミングこそ同じだが、予想インフレ率は同+13.1%に引き上げられる。後述する 10 月に予定されている電気・ガスの料金上限が一段と引き上げられることが上方修正の要因である。また、インフレ目標 2%に鈍化する時期は 2024 年 7-9 月期で前回とほぼ同じであり、むしろ 2025 年にかけては 1%割れとデフレ気味の想定になっている。なお、景気・インフレ見通しとも、金融市場が織り込んでいる金利見通しを前提としたケースである<sup>6</sup>。

金融政策委員会の約 2 週間後に発表された 7 月の CPI (HICP ベース) は前年比+10.1%と 1982 年 2 月以来、約 40 年半ぶりの上昇率となった (1988 年以前は ONS の推計による上昇率で比較)。BOE が 8 月に示したインフレ見通し (同+9.9%) を上回り、更なる利上げを促す結果となった。内訳を見ると、住宅・家事サービス (電気・ガス料金等)、輸送 (主に自動車燃料)、食品・飲料 (非アルコール) の価格上昇がインフレ率を押し上げた (前年比の全体の約 6 割に相当)。前月からの変化分に注目すると、食品・飲料 (非アルコール) 価格が大幅に上昇したことが最大の要因であり、前月からの変化分の 5 割近くを占める。ONS によると、中でも、パン・シリアル、牛乳・チーズ・卵、野菜、肉、砂糖等と広範なものが価格上昇に寄与したという。

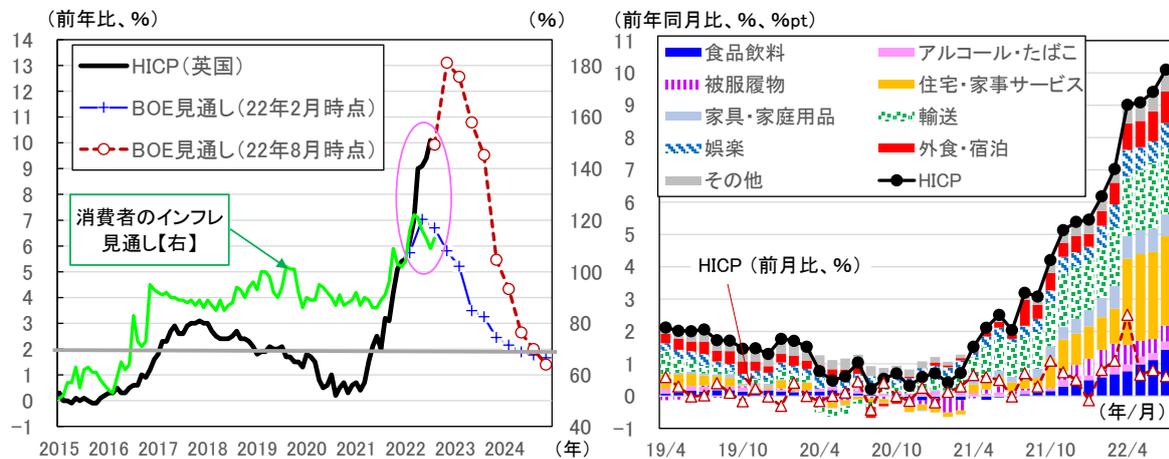
4 月、Ofgem (ガス電力市場監督局) は、2022 年 4-9 月に適用される英国の家計が負担するエネルギー料金上限 (標準的な家庭のガス・電気使用量に基づく) を、前半期 (2021 年 10 月-22 年 3 月) から 54.3%増の 1,971 ポンド (年換算) に引き上げた。その後もエネルギー価格が高騰していることから、10 月から適用される価格上限は一段と引き上げられると見込まれている。調査会社 Cornwall Insight が、最新の卸売価格と変更された上限価格の算出方法をもとに算出した推計 (8 月 9 日公表) によると、10 月に上限価格が 3,582 ポンド、そして 2023 年 1 月には 4,266 ポンドに引き上げられるという。この予想通りになれば、2022 年 10 月-23 年 1 月の平均値は前年比で約 200%増、つまり 3 倍になる計算である。従来の想定を大きく上回る値上げとなり、家計にとってはどう費用を賄うか、喫緊の問題になっているといえよう。なお、Ofgem が 5 月半ばに公表した見直し案では、上限改定のタイミングを従来の半年ごとから 3 ヶ月ごとにし、公表時期も適用開始の 30 営業日前となった (従来は 2 ヶ月近く前に発表)。

一方、BOE が示した景気見通しは、2022 年 10-12 月期から 7 四半期連続のマイナス成長 (2024 年前半は前期比▲0.02~▲0.04%と僅かながらマイナス成長) と景気後退を見込んでいる (図表 8 左)。5 月時点でもマイナス成長になる四半期は想定されていたが、今回のような連続ではなかった。英国経済は 2022 年の前年比+3.4%から 2023 年に同▲1.4%、2024 年も同▲0.4%と 2

<sup>6</sup> 前回 5 月時点では、政策金利は 2.5-2.75%で打ち止め、2024 年後半の利下げ開始が想定されていた。8 月時点では、市場は、政策金利が 23 年 4-6 月期に約 3%まで引き上げられた後 (高インフレを背景に利上げ幅がより拡大)、24 年初めまでに 25bp、そして 24 年 7-9 月期、25 年央にもそれぞれ 25bp の利下げを織り込む。

年連続のマイナス成長に陥ると予想され、5月時点（2022年同+3.8%、2023年同▲0.2%、2024年同+0.3%）から大きく引き下げられた。つまり、BOEはスタグフレーションを見込んでいることになり、大きなインパクトを与えた。

図表9 BOEのインフレ率【HICP上昇率】の見通し（左）、英国のHICPの要因分解（右）

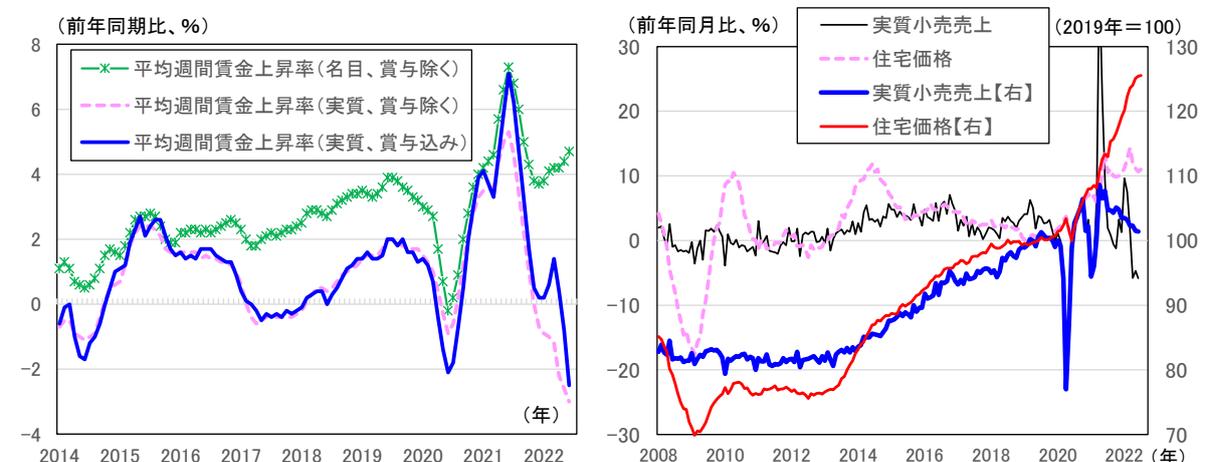


(注) 左図：BOE 見通しは市場が見込む金利見通しを前提。右図：前月比は原系列で計算。その他は、保健医療や通信、教育を含む。

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

身近な品目・サービスの価格高騰は家計の生活費を圧迫しており、人々は支出を抑制するために生活の質を落とすか（嗜好品の購入を減らす、あるいは緊急度の低い支出は先送りする）、さらに働いて所得を増やすかである。実際、4-6月期の名目週間賃金上昇率（賞与除くベース、3ヵ月移動平均）は前年比+4.7%と2022年に入ってから高まっているものの、インフレ率が賃金上昇率を上回っているために、インフレ率を調整した実質ベースでは、同▲3.0%減と大幅に目減りしている。エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が賃金を上回る伸び率を示している状況では、消費者は、所得が増えているという実感を得にくい。それ故、賃上げを求めて、労働組合によるストライキが頻発すると予想される。

図表10 賃金上昇率の推移（左）、実質小売売上と住宅価格の推移（右）



(注) 左図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。右図：小売売上は自動車燃料を含む。

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

図表 11 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	-0.4%	8.5%	9.7%	1.6%	2.0%	2.5%	-0.4%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	1.8%	5.3%	2.9%	0.8%
家計消費支出	-8.8%	16.2%	19.5%	-0.9%	-1.6%	2.6%	0.6%	0.6%	1.1%	2.1%	2.2%	2.1%	3.6%	3.2%	1.4%
政府消費支出	0.1%	7.6%	0.8%	1.3%	-0.9%	0.8%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.9%	0.6%	3.9%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-7.1%	6.0%	-2.8%	15.1%	-2.1%	3.4%	2.4%	1.0%	1.6%	2.4%	2.9%	2.7%	3.9%	3.2%	2.1%
輸出等	1.0%	12.4%	8.7%	11.5%	1.5%	3.6%	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%	3.6%	3.4%	10.4%	5.5%	3.0%
輸入等	-3.2%	14.5%	6.1%	20.5%	-2.0%	0.2%	4.3%	4.0%	4.1%	3.4%	4.3%	3.6%	8.1%	5.5%	3.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.9%	14.6%	3.9%	4.8%	5.4%	3.9%	1.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.9%	1.4%	5.3%	2.9%	0.8%
家計消費支出	-5.5%	12.4%	2.9%	5.9%	7.9%	4.6%	0.2%	0.6%	1.2%	1.1%	1.5%	1.9%	3.6%	3.2%	1.4%
政府消費支出	2.9%	7.8%	2.7%	2.4%	2.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	3.9%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-5.3%	19.0%	2.3%	2.4%	3.8%	3.2%	4.5%	1.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.4%	3.9%	3.2%	2.1%
輸出等	-0.3%	26.4%	10.3%	8.3%	8.4%	6.3%	4.8%	2.8%	3.1%	2.8%	3.0%	3.1%	10.4%	5.5%	3.0%
輸入等	-5.7%	22.1%	10.1%	9.1%	9.4%	5.8%	5.4%	1.6%	3.1%	3.9%	4.0%	3.9%	8.1%	5.5%	3.7%
鉱工業生産（除く建設）	4.6%	23.9%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.6%	1.5%	0.9%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.9%	8.0%	0.7%	0.3%
実質小売売上高	2.4%	12.0%	2.4%	4.1%	5.2%	0.4%	0.3%	0.5%	1.8%	2.2%	2.4%	3.1%	5.1%	1.6%	2.4%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	8.8%	8.5%	6.8%	5.3%	4.3%	3.6%	2.6%	7.9%	5.0%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.4%	34.1%	27.4%	23.0%	19.7%	18.2%	14.3%	12.3%	32.6%	18.6%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.6%	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	68.3	39.9	26.0	-17.4	-40.7	-90.3	-6.0	-9.3	-9.2	-9.5	-10.5	-8.3	116.9	-146.3	-37.5
経常収支	107.7	90.8	69.8	26.6	22.5	-7.0	43.1	42.1	42.2	40.0	41.8	43.8	294.8	100.8	167.9
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-624.9	-476.5	-324.5
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.14%	1.56%	2.04%	2.18%	2.09%	2.02%	-0.31%	0.99%	2.08%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	0.00%	1.50%	2.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年8月21日時点）。

（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表 12 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%	-0.3%	-0.6%	-1.2%	1.2%	-1.1%	0.6%	0.5%	7.4%	3.3%	-0.1%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.5%	-0.6%	1.0%	0.7%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	6.2%	4.4%	0.9%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-5.2%	-11.3%	0.8%	1.5%	1.7%	1.5%	1.0%	0.7%	14.3%	-0.6%	0.5%
総固定資本形成	-3.7%	7.0%	1.6%	4.4%	16.1%	2.3%	5.5%	8.0%	1.8%	-9.5%	-4.5%	1.0%	5.9%	7.0%	0.3%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-16.6%	9.9%	7.3%	3.2%	1.1%	1.4%	2.1%	2.7%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	48.8%	-5.7%	1.9%	3.4%	3.4%	1.0%	2.2%	3.5%	3.8%	13.7%	2.0%
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%	2.9%	1.8%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.3%	7.4%	3.3%	-0.1%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.6%	3.6%	1.2%	0.9%	0.5%	1.0%	1.0%	1.2%	6.2%	4.4%	0.9%
一般政府消費支出	2.0%	35.4%	13.4%	10.5%	8.0%	-3.4%	-2.6%	-3.7%	-2.0%	1.4%	1.4%	1.2%	14.3%	-0.6%	0.5%
総固定資本形成	-2.4%	21.6%	4.9%	2.3%	7.1%	5.9%	6.9%	7.8%	4.3%	1.2%	-1.3%	-2.9%	5.9%	7.0%	0.3%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	5.0%	0.3%	6.5%	0.4%	5.3%	3.2%	2.0%	1.8%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	21.5%	14.2%	9.7%	10.3%	0.7%	2.4%	2.5%	2.5%	3.8%	13.7%	2.0%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.1%	1.9%	1.5%	0.7%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.5%	5.1%	1.5%	0.2%
実質小売売上高	-0.9%	23.0%	0.7%	1.0%	6.3%	-5.6%	1.4%	2.2%	2.0%	2.2%	1.3%	2.4%	5.4%	0.9%	2.0%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.1%	13.2%	12.9%	9.2%	7.6%	3.4%	2.6%	9.7%	8.1%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	17.3%	19.5%	18.6%	13.7%	10.5%	4.1%	5.2%	15.9%	11.4%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	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	-64.5	-50.2	-50.5	-51.6	-51.5	-51.7	-52.3	-156.1	-233.8	-207.1
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-51.7	-37.6	-31.7	-31.9	-32.1	-32.0	-32.2	-32.7	-60.0	-152.9	-128.9
財政収支	-38.5	-59.1	-37.0	-29.1	-9.7	-47.8							-163.6		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.29%	2.58%	2.78%	2.83%	2.77%	2.70%	0.79%	2.08%	2.77%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	2.50%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	0.25%	2.50%	2.75%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年8月21日時点）。

（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研