

2022年9月21日 全12頁

欧州経済見通し 心身ともに寒さが凍みる

財政の大盤振る舞いが残す禍根

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の長期化に伴って、2023年にかけて欧州の景気に対する見方は一段と慎重になっている。高インフレや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。金利上昇も加わり、企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドの悪化傾向に歯止めが掛からず、積極的な投資や消費は想定しづらい。9月にECBが示した景気見通し、すなわち2022年後半から2023年1-3月期までほぼゼロ成長が、現時点でのベストシナリオかもしれない。
- 景気に配慮しながら、EUは、これまでエネルギーの脱ロシアを強く推進してきたが、西側のロシアへの経済制裁強化とそれに対するロシアの報復が相まって、エネルギー供給不安やガス価格の高騰に直面している。また、新たに誕生するイタリアの新政権が、ドラギ前政権と同様にEUとの協調路線を継続するか、注目される。
- 本格的な冬と寒さを前に、各国政府はそれぞれの事情に応じて、家計や企業向けの支援策に力を入れている。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は短期的に抑制されるかもしれないが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。だが、英国のように、世論の歓心を得るために大盤振る舞いになれば、インフレ率鈍化は進まず、財政赤字の膨張は過度な金利上昇を招く恐れがある。

ユーロ圏経済

4-6 月期の GDP 成長率実績は上方修正されたが、2023 年見通しの下方修正が続く

ユーロ圏の 2022 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.1%）と上方修正され、2021 年 10-12 月期の同+0.5%、2022 年 1-3 月期の同+0.7%から緩やかに加速した。最大の経済大国であるドイツが同▲0.0%のほぼゼロ成長から同+0.1%に、イタリアは同+1.0%から同+1.1%にそれぞれ上方修正された。ドイツ経済の場合、高インフレとエネルギー危機にもかかわらず、家計と政府の最終消費支出が成長を牽引した。耐久財消費、特に自動車関連は引き続きサプライチェーン問題がネックで不振のままだが、行動制限がほぼ解除されたことで、家計は積極的に旅行を再開し、宿泊やレストラン、交通サービスの支出が大幅に増加した。対照的に、固定資本形成では、機械投資等は増加したものの、建設資材の高騰やサプライチェーン問題、熟練労働者不足を背景にした建設投資の大幅減が足を引っ張った。

ユーロ圏全体の GDP 需要項目別内訳を見ると、家計最終消費支出が 3 四半期ぶりに増加し、政府最終支出も 5 四半期連続のプラスとなった。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、その効果が部分的に反映されたとみられる。また、企業の設備投資等の総固定資本形成は、機械投資や知的財産が牽引する形で同+0.9%と 2 四半期ぶりに増加し、在庫変動はほぼニュートラルだった（前期比寄与度▲0.03%pt）。一方、外需は、輸出が前期比+1.3%と 8 四半期連続のプラス成長となったものの、輸入が同+1.8%と輸出を上回る伸びとなったことから、外需の前期比寄与度は▲0.17%pt と 2 四半期ぶりに成長を押し下げた。

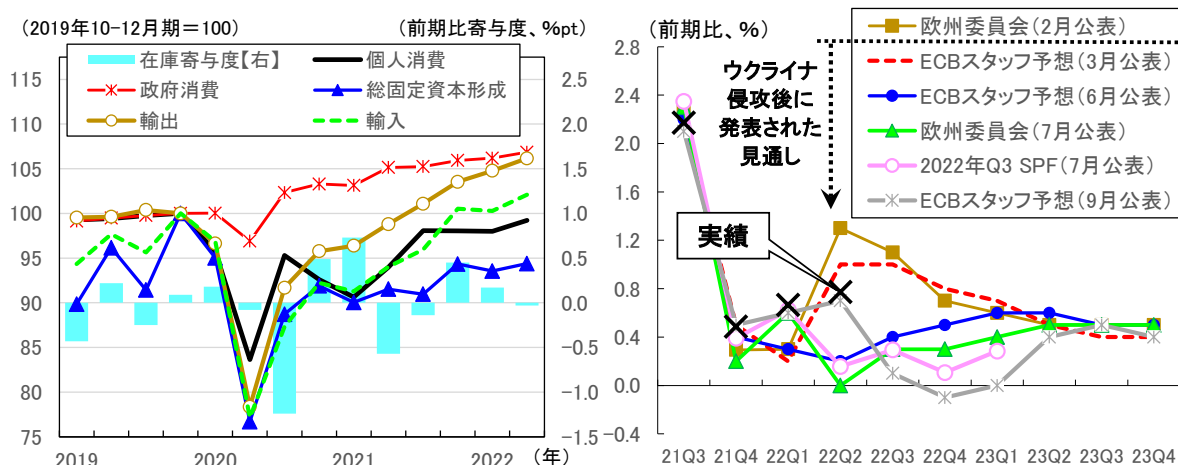
ユーロ圏各国の成長率を見ると、オランダが前期比+2.6%と最も高い伸びを示し、アイルランド（同+1.8%）、オーストリア（同+1.5%）と高成長が続く。主要国ではスペイン（同+1.1%）やイタリア、フランス（同+0.5%）が 1-3 月期の低成長からは加速した。一方、エストニア（同▲1.3%）、ラトビア（同▲1.0%）、リトアニア（同▲0.5%）のバルト三国がマイナス成長に陥った。いずれも、4-6 月期のインフレ率が前年比で 2 割近くとユーロ圏の中でも突出して高く、高インフレがマイナスに影響しているとみられる。

ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約 7 ヶ月が経過）に伴って、2023 年の欧州経済の見通しは引き続き下方修正されている。9 月、ECB は、ユーロ圏の 2022 年の成長率を+3.1%と 6 月時点から 0.3%pt 引き上げる一方、2023 年は 1.2%pt 下方修正の+0.9%に鈍化するという見通しを示した。四半期ごとに見ると、2022 年 7-9 月期から 2023 年 1-3 月期までほぼゼロ成長と低迷した後、同年 4-6 月期から 2024 年にかけては前期比+0.4~+0.5%と緩やかに成長する。つまり、2 四半期連続のマイナス成長、いわゆる景気後退入りは回避するという見立てである。

この標準シナリオに対して、ECB は、2023 年には▲0.9%と大きく落ち込むダウンサイドシナリオを示した。具体的には、ロシア産の石油の海上輸送だけでなく、ガス供給が完全にストップすることを前提として、代替エネルギーの調達はままならず、厳しい冬を想定する。ウクライナ侵攻と、それに付随する厳しい経済制裁は長期化し、持続的な地政学的緊張が続くと見込む。この結果、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、そして不確実

性の高まりが金融セクターの混乱（株式・債券市場の大幅な価格調整、資金調達環境の悪化）をもたらす等、様々な事態が表面化しよう。ロシアは事実上の報復措置として欧州各国へのガス供給量を段階的に削減しており、EU は、冬を前にしてロシア産ガスが完全に遮断されるリスクがこれまで以上に現実的になっていると警戒している。

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）



7-9 月期を通じて、企業景況感・消費者マインドが悪化している

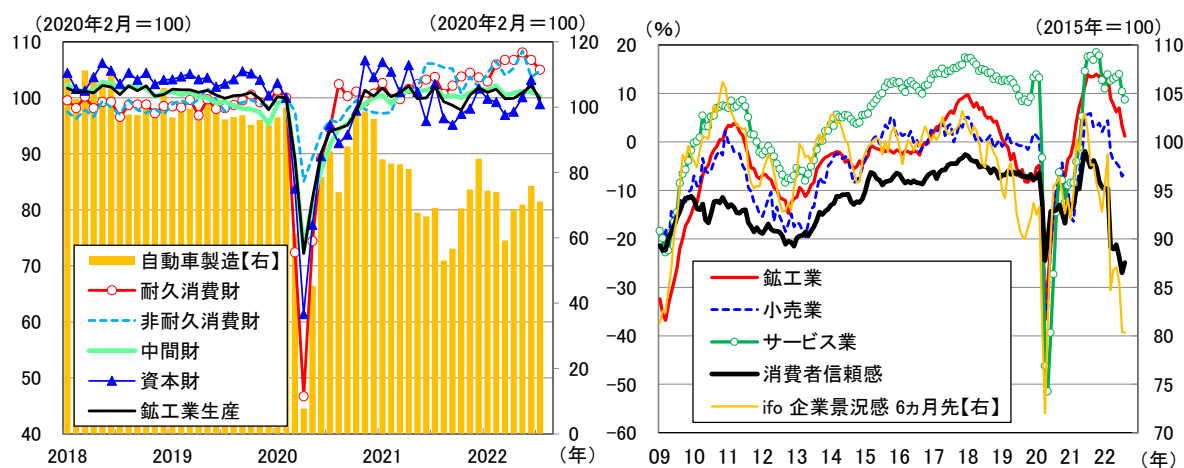
7月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲2.3%と市場予想を上回るマイナスとなり、4ヵ月ぶりに減少した。内訳を見ると、資本財が同▲4.2%、耐久消費財（同▲1.6%）、中間財（同▲0.8%）と揃って減少したことが全体を押し下げ、非耐久消費財（同+1.2%）やエネルギー（同+0.4%）ではカバーできなかった。自動車関連は、6月に漸くウクライナ侵攻前の水準を回復したが、それも束の間、7月には同▲6.3%と再び落ち込み、コロナ禍前（2020年2月）の水準を3割近くも下回ったままだ。国別に見ると、アイルランドが同▲18.9%と大幅減になった他、エストニア（同▲7.4%）やオーストリア（同+▲3.2%）、フィンランド（同+▲2.5%）等が足を引っ張った他、主要国では、フランスやイタリア、ドイツが揃ってマイナスとなり、イタリアのみが同+0.4%と3ヵ月ぶりに増加した。

8月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は97.6と6ヵ月連続で低下し、2021年2月に並ぶ低水準にとどまった。小売業や建設業、そして7月に統計開始以来最低を更新した消費者マインドが前月水準よりも改善し下げ止まったものの、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業の景況感悪化が全体の方向感を決めた。引き続き、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。

主要国の中で鉱工業の悪化幅が大きかったのがドイツとフランスであり、ifo 経済研究所が発表した8月のドイツ企業の景況感指数は3ヵ月連続で低下し、20年6月以来の低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）・現状とも前月からほぼ横ばいだが、ビジネス環境の現状認識の水準自体が底堅い一方、先行きの期待はコロナ禍以来の低さである。また、卸売の弱さが顕著で、高イ

ンフレがビジネスの足を引っ張っているが、コスト増のために値上げせざるを得ないというジレンマに直面する。ifo 経済研究所は“企業における不確実性は依然として高く、ドイツ経済は7-9月期に縮小すると予想される”と指摘する。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

ガスの貯蔵率は目標を上回り、今冬に備える ～ むしろ厳しいのは2023年冬？

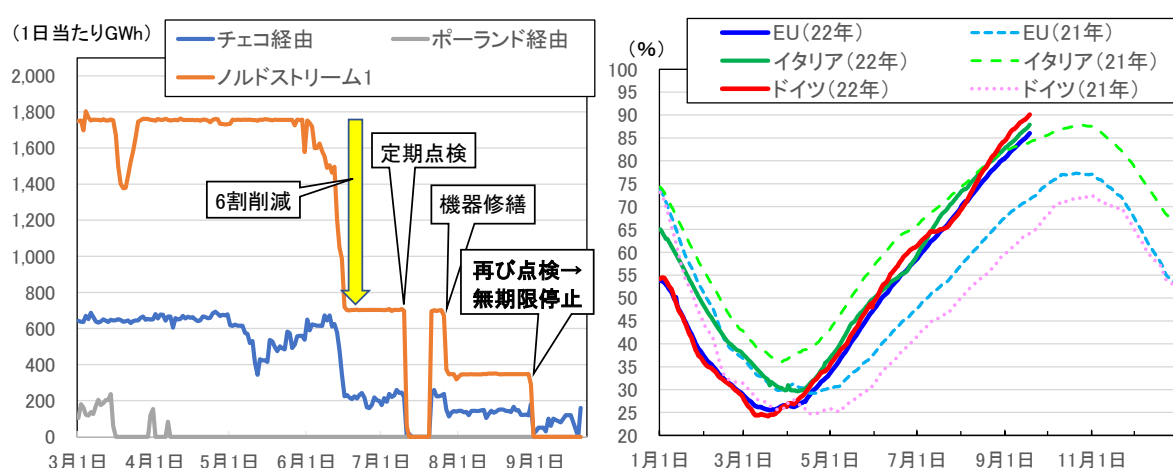
引き続き、EU は、供給制約のもとで生産活動や国民生活への打撃を回避すべく、対応に追われている。ドイツをはじめとする EU 各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、9月18日現在のEUの貯蔵率は86.0%となっている。また、より高い目標を設定しているドイツの貯蔵率は9月初めには85%に達し、約1ヵ月前倒しで2つ目の目標をクリアし、9月18日現在で90%まで高めている。ドイツのシュルツ首相は、仮にロシアからの供給がストップしても2022年の冬は乗り切れると自信を見せている。

このように、EU 全体の貯蔵率は順調に高まってきたが、中には、貯蔵率が頭打ち、あるいは低下に転じている国も見られる。冬の到来（気温の低下）とともに、暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、EU 全体の貯蔵率が頭打ちになる可能性にも留意しておく必要があるだろう。冬の寒さ次第では蓄えたガスのほとんどを使ってしまい、2023年春時点の貯蔵率は2022年よりも低くなっている可能性もあろう。2023年は、ロシアからの調達に期待できない中では貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ2023年冬の方が厳しいかもしれない。また、いくつかの国では、総じて貯蔵容量が小さく既に貯蔵率が100%近くに達しており、新たな貯蔵施設を増やさない限り、EUのガス貯蔵アップへの貢献は期待できない。

EUの必死の努力に対して、ロシア（ガズプロム）は、パイプラインの設備点検等様々な理由をつけて、6月以降、しばしばガスの供給を期間限定で絞ってきた。そして、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したが、点検の結果、補修が必要になったとして停止期間を延長した。さらに、ロシアのプーチン大統領が西側の経済制裁解除を条件に持ち出す等、供給再開の目途は立っていない。

プーチン大統領の強硬路線の背景には、9月初めに、G7がロシア産原油・石油製品への実質的な上限価格の設定で合意したことが挙げられる。言わば兵糧攻めを狙う西側の動きに対して、反発したロシアは、石油やガスの上限価格設定に同調した国にはエネルギーを販売しないと警告したのである。EUは、G7で合意した石油に続いて、ロシア産ガスにも上限価格を導入しようと目論んだが、価格高騰への対策として積極的に導入を支持する国がある一方、ロシアのガス供給停止の脅しを危惧する国からは異論が出る等、意見がまとまっていない。そもそも、世界的な超過需要の状況下で、一部の需要国が一方的に価格を引き下げようとする試みがうまくいくとは考えにくく（供給国が販売先を選択できる状況では、より高い価格で購入してくれる国に売るのが自然であろう）、どこまで実効性のあるプランになるか、議論の行方が注目される。

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。

(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

大幅に加速する欧州のインフレ率 ~ ECBの想定を上回る

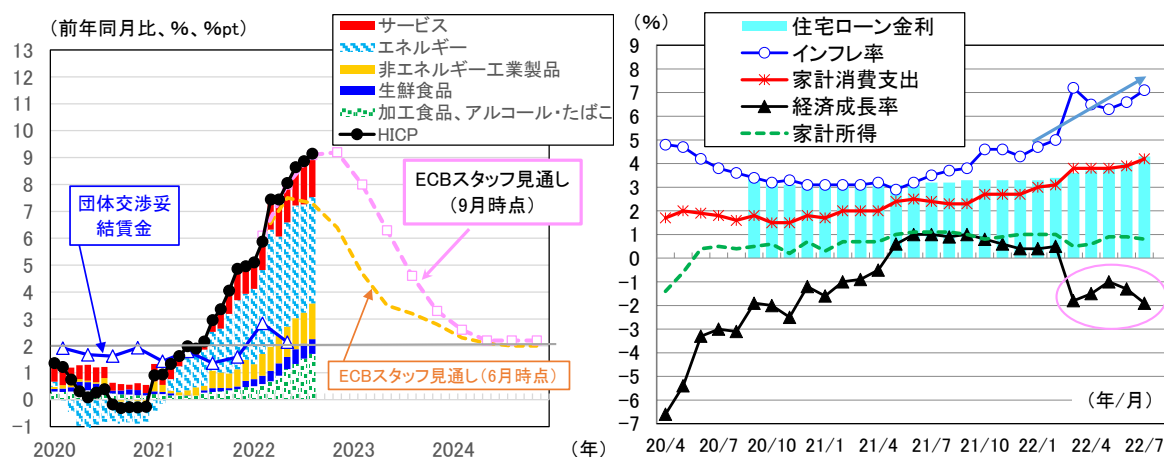
8月のユーロ圏のCPI (HICP) は前年比+9.1%となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新した。要因分解すると、エネルギー価格の上昇がインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度そのものは年央に比べてやや縮小している。代わって、加工食品、アルコール・たばこ、そして賃金動向に影響を及ぼすサービス価格の寄与度が拡大した。国別に見ると、エストニアの同+25.2%を筆頭にラトビア (同+21.4%)、リトアニア (同+21.1%)、オランダ (同+13.7%) 等のインフレ率が高く、フランス (同+6.6%) やマルタ (同+7.0%)、フィンランド (同+7.9%) 等は低く、両グループの乖離した状況が続いている。

9月に発表されたECBスタッフのインフレ見通しによると、2022年10-12月期の前年比+9.2%がピークで、2023年に入れば鈍化していくと予想される一方、ピークアウトからインフレ目標+2%に至るまでに要する期間は6~7四半期と、インフレ率が上振れした分だけ、従来よりも時間がかかる見方になっている。もっとも、3ヵ月ごとに改訂されるECBのインフレ見通しが、必ずしも先行きの物価上昇率を正確に予想できているわけではない。特に、2021年以降はインフレ実績が見通しを上回るケースがほとんどであり、インフレ率のピークアウトするタイミングも後ずれしてきた。

一方、ECBの消費者を対象にした調査 Consumer Expectations Survey (CES)¹によると、消費者は今後12ヵ月でインフレ率が一段と高まると予想している。消費支出もさらに増加すると見込まれているが、インフレ率ほどは高まらないために実質ベースでは目減りする格好だ。また、名目所得は伸び悩み、金利上昇を受けて住宅ローン金利の先高観が強まる等、消費者を取り巻く環境は厳しくなっている。また、今後12ヵ月間の経済成長率の予想は平均で▲1.9%と6月時点(▲1.3%)から下方修正されて、ウクライナ侵攻直後の3月時点(▲1.8%)よりも悲観的な見方になっている。失業率が上昇に転じると見込まれる一方、2020-21年と高まってきた住宅価格の予想上昇率は、ここ3ヵ月間で頭打ち状態になっている。

国別の予想経済成長率の変化に注目すると、フランスやベルギーはウクライナ侵攻前(2022年2月)からマイナス成長を予想する厳しい見方をしており、侵攻前と直近7月を比べると、イタリアの下方修正幅が大きく、この1ヵ月間の変化ではドイツとスペインの消費者が急速に悲観的になっている。消費者の心理を悪化させている一因が、エネルギーや食料品等の価格高騰に裏付けられたインフレ期待の高まりと考えられるが、所得階層ごとに見ると、低所得者層(下位20%)ほど、過去1年間で実感した、及び今後1年間で予想されるインフレ率が高く、所得が増えるに従ってこれらが下がっていく²。生活必需品の支出割合の高い低所得者層ほど、価格高騰の影響を受けているといえよう。

図表4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解とECBの見通し(左)、消費者の見方(右)



(注) 右図：ECB調査で、今後12ヵ月の伸び率や水準を示す。

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

7月に続いて、過去にない利上げ幅に踏み切ったECB

ECBは、7月の金融政策理事会で11年ぶりの利上げに踏み切り、約8年ぶりにマイナス金利を脱したが、ECBの想定を超えたインフレ率の高まりを受けて、続く9月の理事会では75bpというECBとしては異例の大幅利上げを全会一致で決定した。今後も高インフレ状況が続くと予

¹ 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。

² なお、最も所得の高い層(上位20%)とそれに次ぐ階層(同21~40%)では、4月以降の予想インフレ率が逆転している。

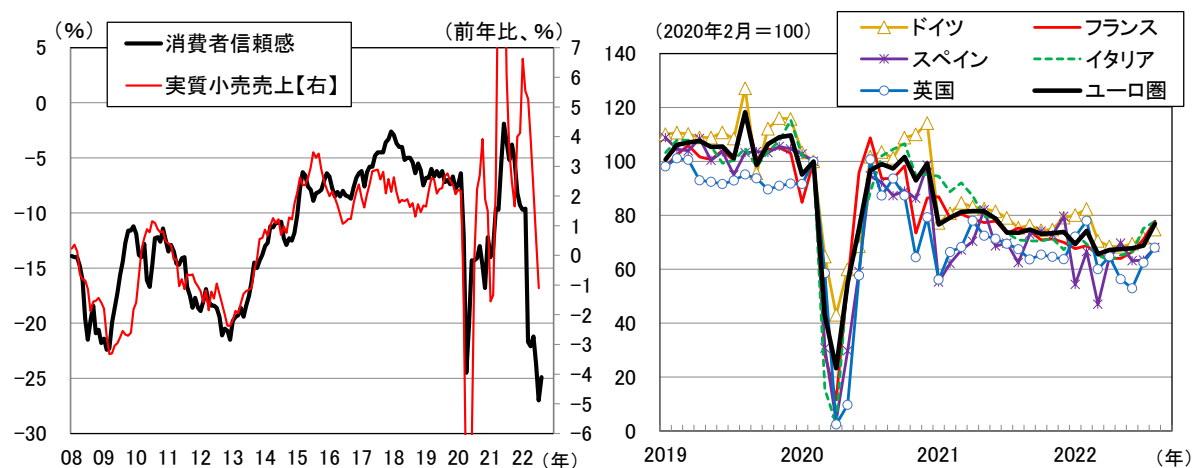
想され、しかも、これまで ECB の思惑通りにはインフレ率が推移してこなかった現実を踏まえると、2022年10-12月期から2023年1-3月期にかけて利上げが継続される、という市場の見方は穏当であろう。実際、ECBは、9月の声明文の中で今後数回（several）の理事会で利上げを継続するという方針を示し、ラガルド総裁自身も記者会見で、“数回”とは、9月分を含めて2回以上5回未満のことだろうと言及した。年末にかけてユーロ圏の景気減速が視野に入らる中で、ECBはインフレ対応と成長維持の両立という困難な課題に取り組まなければならないが、7月と9月の大幅利上げ、及び今後数回利上げを行うとの明確な予告を踏まえると、ECBは高インフレへの対応をより優先する方針に至ったと考えられる。

成長の行方を左右する個人消費の現状

7月のユーロ圏の実質小売売上は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに増加に転じたが、6月の落ち込み（同▲1.0%）を埋めるほどの勢いはない。3月以降、増減を繰り返しているが、総じて減少率が大きく、低下トレンドにある。食品・飲料は4ヵ月ぶりに前月水準を上回ったが、非食品（自動車燃料を除く）が2ヵ月連続で減少して足を引っ張った。通販・インターネットを通じたオンライン売上は同+4.2%と回復した。国別では、ドイツ、オランダ、ルクセンブルクはいずれも1%を上回る伸びとなる一方、オーストリアやフィンランド、スペインは逆に1%以上の減少と対照的な結果である。主要国の中では、スペインが3ヵ月連続減、フランスが2ヵ月連続減と弱さが見られる。消費者マインドが悪化傾向にあることから、この先の消費動向は抑制されたものとなる。

8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+11.9%と大幅に増加し、2021年6月以来の高水準となり、半導体部品等のボトルネックの問題が徐々に緩和されていることを示唆する。主要国では、フランスが同+9.5%、スペインが同+7.3%と大幅に増えた他、ドイツやイタリアも継続して増加している。また、オーストリアやポルトガルも2桁を超える伸びとなる等、ユーロ圏各国は総じて堅調である。もっとも、依然としてコロナ禍前（2020年2月）を2割ほど下回っており、回復は道半ばといったところだろう。

図表5 実質小売売上【除く自動車】と消費者マインド（左）、欧州各国の新車登録台数（右）



(注) 左図：小売売上は3ヵ月移動平均で計算。

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

各国が力を入れる家計・企業向けの支援策 ～ 消費者マインドの悪化に歯止めを掛けたい

国ごとの消費者マインドを見ると、いずれの国も消費者マインドは悪化しているが、ドイツの消費者マインドは、リーマン・ショックや債務危機、コロナ禍等と比べても直近のマイナス幅が大きい。過去の危機では、ドイツ自身が最も打撃を被った当事者ではなかったが、今回のウクライナ侵攻に端を発するエネルギー危機は深刻に受け止めているとみられる。お金である程度カバーできる価格高騰だけでなく、如何ともし難い供給不安がマイナスに効いているようだ。

欧州各国政府は、家計の負担増を緩和するために燃料税の引き下げや支援金給付等、様々な追加対策を導入しようとしている。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は抑制されるが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。例えば、ドイツ政府は、9月に入って一時金支給や児童・住宅手当の拡大、電気料金割引等を盛り込んだ家計向けの大規模支援策（650億ユーロ）を発表し、財源にはエネルギー企業の超過利潤への課税を想定している。この他にも、ガスや電力料金にかかる付加価値税（VAT）の軽減、貧困層対策、電力料金の上限設定・ガス料金凍結等、各国の事情に応じて様々な内容の対策が打ち出されている。

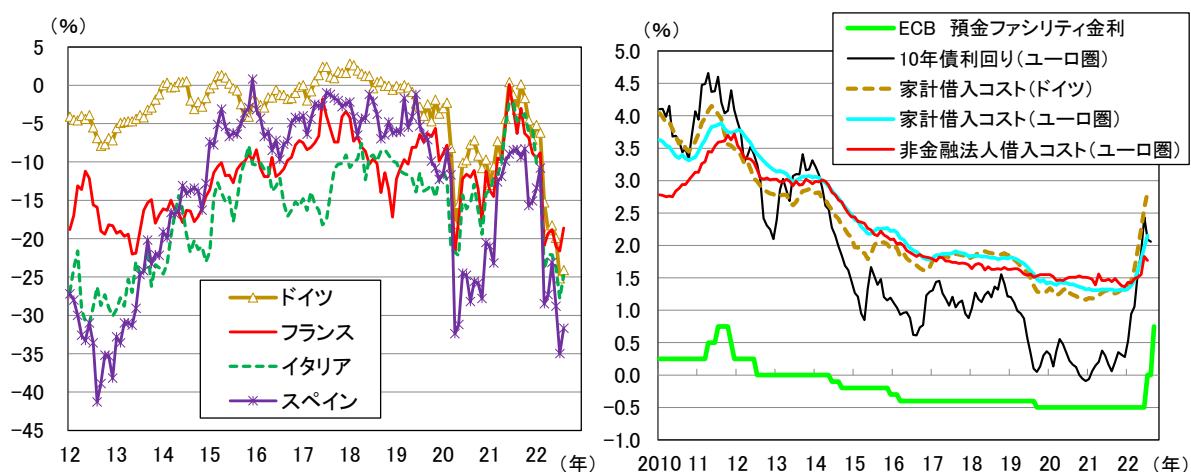
また、9月に就任した英国のトラス新首相は、大幅な増加が想定されていた家計のエネルギー料金を大幅に抑制する支援策を打ち出した。ただ、EUが価格高騰の恩恵を受けているエネルギー事業者の超過利潤の一部を徴収して、打撃を被る家計・中小企業への再分配や、未来への投資に充てる方針を示しているのに対して、トラス首相は、追加の企業課税には慎重で、財政赤字が一段と膨らむ可能性が指摘されている。

このように、金融当局が金融引き締めによってインフレ率鈍化を目指している一方で、各国政府は、エネルギー危機に直面する家計や企業を支援するために大盤振る舞いを計画・実行して、景気維持を図っている。後者の財政出動が過大になればインフレ率鈍化は進まず、財政赤字の膨張は過度な金利上昇を招く恐れがあり、長短金利を微妙にコントロールしながら高インフレに対処する金融当局の努力は無駄になってしまう。それ故、ラガルド総裁は、金融政策の妨げにならないように、価格高騰の影響が相対的に大きい等、的を絞った支援策を各国政府に求めている。ただ、いくら手厚い支援を受けても、使用できるエネルギー量が限られるのであれば、人々の生活や企業活動は大きな制約を受けることは避けられない。企業景況感や消費者マインドの悪化が止まらず、欧州経済は、2023年にかけて景気後退に陥る可能性が懸念されている。

ユーロ圏では、2014年半ばからマイナス金利が導入され、コロナ禍の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に転じている。自ずと借入コストは増加しているが、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い。国別に見ると、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っている。一方、イタリアの上昇幅がユーロ圏全体をやや上回り、ドイツはイタリア以上に上昇幅が大きく、2022年以降の金利上昇の影響を強く受けている。

今後も、高インフレを背景に ECB の引き締めスタンスは継続され、長短金利も上昇していくとみられる。借入コストの高まりが、家計や企業の投資行動にどう影響を与えるか注視していく必要があるだろう。特に、長期間にわたって低金利環境に安住していた住宅市場は、金利上昇幅が大きい国ほど（借入コストの増加幅が大きい国ほど）、大きな打撃を受けるだろう。さらに、住宅需要の落ち込みは、住宅価格の調整だけでなく、家計が耐久消費財、例えば家具や家電、新車の購入を控える等、広範囲に波及すると考えられる。

図表 6 ユーロ圏各国の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、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

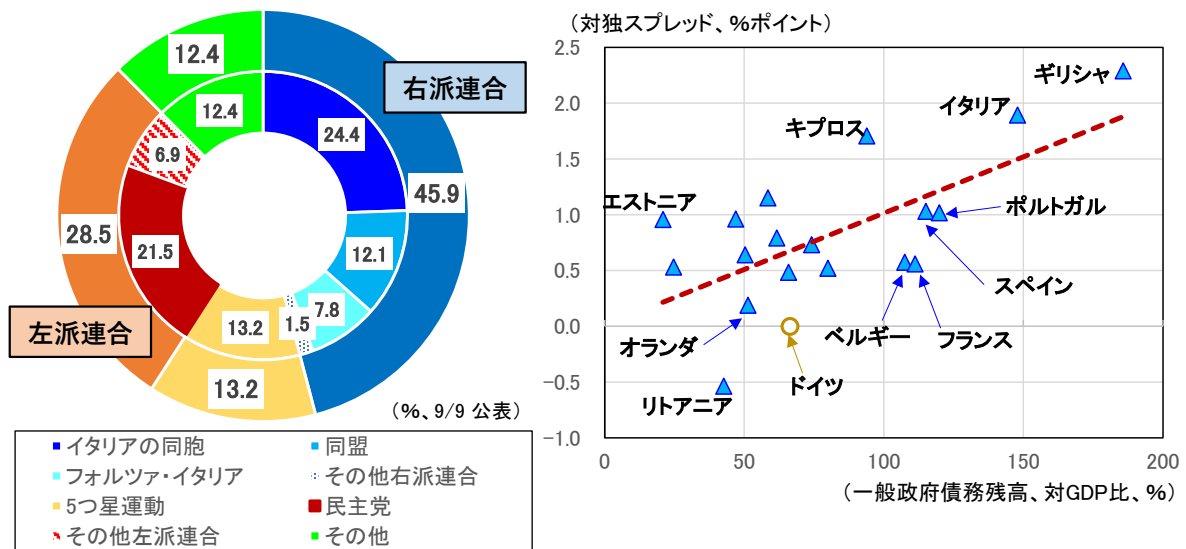
イタリアは第二のハンガリーになるか？

イタリアでは、9月25日に議会選挙が実施されて、ドラギ政権の後を継ぐ新政権が誕生する予定である。選挙実施が決まってからの2ヵ月間、世論調査では、イタリアの同胞を中心とした右派連合が5割弱の支持を集めて終始リードを保ってきたことから、右派政権が誕生する可能性が高い。ドラギ首相に対する国民の支持率が高かった点を踏まえると、当面は前政権の基本的な政策を継承しつつ、徐々に新政権の特徴を出していくとみられる。

焦点は、新政権がどうEUと付き合い方であり、公約に掲げられているEUとの協調路線がどのような形で実行されるか注目される。イタリアはパンデミックからの復興基金の分配が手厚く、ドラギ政権が欧州委員会に示して承認を得ている基金利用計画の履行が求められる。そのために必要な構造改革の実施以外にも、高インフレへの対応、ウクライナを巡るロシアとの距離感等、難題が山積している。EU第3位の経済規模を持つイタリアとEUの関係がぎくしゃくすれば、その影響はしばしばEUの和を乱すハンガリーの比ではない。政治の混乱はイタリアの長期金利上昇（対独スプレッドの拡大）を招き、市場分断化リスクを高めるだろう。

9月18日、欧州委員会は、法の支配が侵害されるリスクを理由に、ハンガリーへの75億ユーロの補助金交付を一時停止することを勧告した。75億ユーロはハンガリーの名目GDP(2021年)の約5%に相当し決して小さい額ではない。ハンガリーは、2022年7月までHICPベースのガス料金の上昇率を前年比1%程度に抑制してきたが（EU全体では約5割増）、8月分から同+114%とガス料金は2倍以上に膨らんでおり、対策のために少しでも財源を確保したいところだ。

図表7 イタリアの世論調査【政党支持率】(左)、対独スプレッドと政府債務残高の関係(右)



(注) 左図：9月9日公表。右図：スプレッドは10年国債利回りの差(2022年1月～8月平均)。一般政府債務残高は2022年(欧州委員会見通し)。

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

英国経済

欧州が抱える様々な問題が凝縮した形で顕在化している

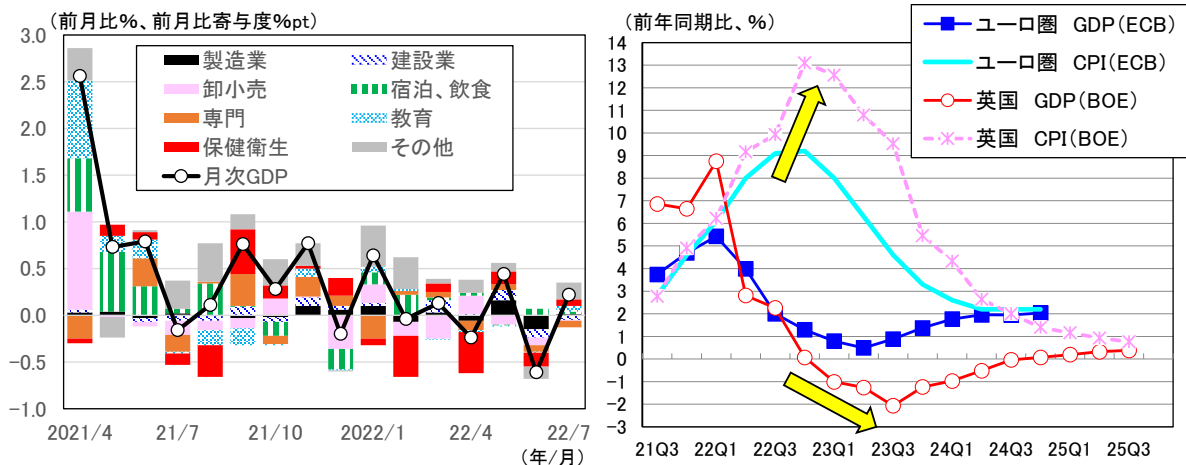
英国の7月の月次GDPは前月比+0.2%と2ヵ月ぶりに増加した。6月は「プラチナ・ジュブリー」の祝日(バンクホリデー)がイレギュラーに増えたことに加えて、通常5月下旬のバンクホリデーが今年は6月初旬に設定されて計2営業日少なく、月次GDPが同▲0.6%と落ち込んだが、7月はそのマイナスを相殺するほどの力強さはなかった。また、8月の実質小売売上は同▲1.6%と市場予想を大幅に上回る減少率となった。名目ベースでも小売売上は減少しており、電気・ガス料金の大幅な値上げが予想される中で、人々が支出に慎重になったとみられる。さらに、9月は、エリザベス2世の崩御に伴う服喪期間(自粛ムード)に加えて、国葬が行われた19日がバンクホリデーとなったことから、個人消費を中心に経済活動が抑制される可能性がある。

EUが直面している様々な問題が先鋭化して顕在化しているのが英国経済の現状であろう。BOEはECBに先んじて2021年12月から金融引き締めへ転じ、2022年央まで小刻みな利上げを続けてきた。しかも9月からは、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資産売却もしながら積極的に縮小する方針を示している³(9月15日に公表される予定だった金融政策委員会はエリザベス2世の崩御を理由に9月22日に延期された)。そのように先進的なBOEが8月に示した英国のインフレ見通しはユーロ圏よりも高いインフレ率であり、2023年にかけての英国の景気見通しはユーロ圏よりも低い経済成長率である⁴。つまり、2桁を超えるインフレ率と約1年半に及ぶマイナス成長が同居する、スタグフレーションの可能性を示唆している。

³ 既に償還分の再投資は2月に停止し、バランスシートが償還分だけ減る形だったが、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。

⁴ 英国経済は、2022年10-12月期から7四半期連続のマイナス成長になると見込まれ、2023年は前年比▲1.4%、2024年も同▲0.4%と2年連続のマイナス成長が予想されている。

図表 8 英国の月次 GDP の推移（左）、スタグフレーションに直面する英国（右）



(注) 右図：2022Q3以降は、BOE（2022年8月時点）、ECB（2022年9月時点）の見通し。

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

ジョンソン前政権の負の遺産を引き継ぐトラス政権 ～ 困難なタイミングで火中の栗を拾う

2 ヶ月近くに及ぶ保守党内の長い選挙戦を勝ち抜いたトラス首相は、2024年に予定されている総選挙までの今後2年間で成果を出すとアピールしているが、国民が十分に満足する結果を残さないと、総選挙では苦戦が必至だ。実際、世論調査を見ると、保守党の支持率は2021年以降低下傾向にあり、特に2021年末にパーティーゲート問題⁵が表面化してからは、野党第一党の労働党を下回る状態が続いている。保守党内の争いとはいえ、党首選は国民へのアピールの場になるはずだったが、党内争いをしてきた2ヵ月間で両党の差はむしろ拡大し、9月初めには15%ptと2022年に入って最大に広がった。

国民の厳しい目に対して、トラス首相は就任早々に、消費者が負担する光熱費を2年間抑制するプランを打ち出した。具体的には、10月に年間で約3,500ポンドと約8割の値上げが予定されていた光熱費を2,500ポンドにとどめるという計画であり、既に発表済みの別の補助金(400ポンドの一時金)と組み合わせると、値上げ幅は1割以下になる。当然ながら、そのインパクトは大きい。光熱費の上昇率が小さくなることでインフレ率は最大で5%ptほど押し下げられると政府は推計しており、10-12月期に前年比13%超のインフレ率が見込まれていたBOEのインフレ見通しは引き下げられることになろう。さらに、トラス首相は、4月に実施された国民保険料の1.25%引き上げ撤回の他、光熱費に上乘せされるグリーン課税の一時停止、2023年4月に予定されている法人税率の引き上げ(19%から25%へ)の撤回、企業向けのエネルギー支援策など、公約に掲げた政策の実現も打ち出している。だが、家計や企業の負担が軽くなる一方で、(現時点では、エネルギー企業等への追加増税等の財源はなく)、その分政府が肩代わりする形で政府債務は膨張すると予想される。また、英国の長期金利は3%台と約11年ぶりの高水準まで上昇している(2021年末の3倍超の水準)。

⁵ 2020年からのコロナ禍において政府は国民に厳しい行動制限を課したが、そのロックダウン期間中に、ジョンソン首相をはじめとする政府高官らが自ら定めたルールを破ってパーティに興じる等の不祥事が次々に明らかになり、国民から強い批判を浴びた。

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	-0.4%	8.2%	9.0%	2.0%	2.7%	3.1%	-0.7%	-1.1%	0.4%	1.6%	1.8%	1.8%	5.2%	3.0%	0.6%
家計消費支出	-8.2%	15.6%	18.6%	-0.2%	-0.2%	5.1%	0.8%	0.3%	0.8%	1.8%	1.9%	2.1%	3.7%	4.1%	1.4%
政府消費支出	-0.6%	8.0%	0.4%	2.7%	0.9%	2.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	4.2%	1.8%	0.5%
総固定資本形成	-7.8%	6.7%	-2.4%	15.7%	-3.3%	3.7%	1.0%	-1.0%	1.7%	2.3%	2.6%	2.6%	4.1%	2.7%	1.5%
輸出等	2.5%	10.5%	9.6%	10.1%	4.8%	5.4%	2.5%	2.0%	2.9%	3.2%	3.9%	3.4%	10.3%	6.3%	3.1%
輸入等	-4.0%	12.5%	8.5%	20.4%	-0.9%	7.4%	3.6%	3.2%	4.1%	3.2%	3.9%	3.7%	8.0%	7.2%	3.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.8%	14.4%	3.7%	4.6%	5.4%	4.1%	1.7%	1.0%	0.4%	0.0%	0.7%	1.4%	5.2%	3.0%	0.6%
家計消費支出	-5.3%	12.3%	2.9%	5.9%	8.1%	5.6%	1.4%	1.5%	1.7%	0.9%	1.2%	1.6%	3.7%	4.1%	1.4%
政府消費支出	3.1%	8.5%	2.8%	2.6%	3.0%	1.6%	1.6%	1.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	4.2%	1.8%	0.5%
総固定資本形成	-5.2%	19.3%	2.5%	2.7%	3.9%	3.1%	4.0%	0.1%	1.3%	1.0%	1.4%	2.3%	4.1%	2.7%	1.5%
輸出等	-0.3%	26.1%	10.3%	8.1%	8.7%	7.4%	5.7%	3.7%	3.2%	2.7%	3.0%	3.4%	10.3%	6.3%	3.1%
輸入等	-5.8%	21.9%	9.9%	9.0%	9.9%	8.6%	7.4%	3.3%	4.6%	3.5%	3.6%	3.7%	8.0%	7.2%	3.9%
鉱工業生産（除く建設）	4.7%	23.5%	5.8%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.1%	0.9%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.9%	7.9%	0.5%	0.2%
実質小売売上高	2.4%	12.1%	2.5%	4.1%	5.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.7%	2.8%	2.5%	2.7%	5.1%	1.8%	2.4%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.1%	9.3%	8.1%	6.6%	4.7%	3.1%	2.6%	8.2%	5.5%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	40.8%	41.6%	36.0%	29.2%	19.1%	10.5%	12.3%	38.2%	22.8%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	67.8	39.2	27.0	-17.2	-41.3	-94.2	-25.2	-27.8	-28.0	-21.0	-14.8	-11.9	116.8	-188.5	-75.8
経常収支	107.7	90.8	69.8	26.6	22.5	-7.0	30.1	29.7	29.5	32.5	35.9	38.4	294.8	75.4	136.3
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-626.5	-497.3	-383.0
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.33%	1.93%	2.15%	2.20%	2.10%	2.03%	-0.31%	1.13%	2.12%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	0.00%	2.25%	2.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年9月20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%	-0.3%	-1.7%	-0.7%	-0.8%	1.0%	1.0%	1.3%	7.4%	3.2%	-0.2%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.5%	-0.6%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	6.2%	4.3%	0.7%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-5.2%	-11.3%	0.8%	1.4%	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%	2.0%	0.7%	1.5%	2.0%	2.0%	1.5%	5.9%	6.0%	1.6%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-16.6%	9.9%	7.3%	3.2%	1.1%	1.5%	2.3%	2.9%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	48.8%	-5.7%	1.9%	3.2%	3.2%	1.0%	2.2%	3.5%	3.8%	13.7%	1.9%
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%	2.9%	1.5%	0.1%	-0.9%	-0.6%	0.1%	0.6%	7.4%	3.2%	-0.2%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.6%	3.6%	1.1%	0.7%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%	6.2%	4.3%	0.7%
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%	1.3%	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%	6.0%	5.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	5.9%	6.0%	1.6%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	5.0%	0.3%	6.5%	0.4%	5.3%	3.3%	2.0%	1.9%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	21.5%	14.2%	9.7%	10.2%	0.6%	2.3%	2.4%	2.5%	3.8%	13.7%	1.9%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.1%	1.9%	1.3%	0.4%	-0.4%	-0.2%	0.4%	1.2%	5.1%	1.4%	0.2%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	1.1%	6.3%	-5.9%	-3.5%	-0.4%	1.9%	3.1%	2.7%	2.3%	5.4%	-1.0%	2.5%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.1%	9.2%	8.6%	5.7%	4.7%	3.8%	2.6%	8.7%	5.6%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	16.4%	14.2%	12.9%	7.7%	5.7%	4.9%	5.2%	14.3%	7.7%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	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	-50.4	-51.4	-51.3	-51.4	-51.9	-156.1	-233.7	-206.0
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-51.7	-37.6	-31.7	-31.8	-31.9	-31.7	-31.9	-32.3	-60.0	-152.8	-127.8
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%	2.54%	3.30%	3.45%	3.55%	3.45%	3.30%	0.79%	2.33%	3.44%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	0.25%	3.00%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年9月20日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研