

2022年11月22日 全12頁

欧州経済見通し 景気の谷は浅いか深いか

歳出を増やすユーロ圏と緊縮財政の英国、対照的な両者の選択

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- 2022年7-9月期のユーロ圏経済はプラス成長を維持したものの、ユーロ導入国の約3分の1がマイナス成長になった。ユーロ圏を取り巻く環境は混沌としており、年末から2023年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。
- 引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が重しになっている。エネルギーや食料品等の価格高騰は個人消費の足を引っ張り、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを押し下げ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強いている。
- 温暖な冬はエネルギー需給の逼迫を緩和させ、ポジティブな要因だが、天候次第という不確実性を払拭できない。高インフレに対処するため、ECBは政策金利を大幅に引き上げてきたが、インフレ率はECBの想定を上回っており、2023年春まで利上げは続くだろう。
- 長短金利の上昇傾向は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、歳出が膨らむ政府の借入コストを増やす。域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。
- ユーロ圏よりも一足早くマイナス成長に陥った英国は、インフレ・経済見通しともに大陸欧州よりも厳しい。その一因は金融市場の混乱を引き起こした自業自得の要素が強いが、新政権が示した緊縮財政政策がうまくいくかは依然として不透明である。

ユーロ圏経済

7-9 月期の GDP 成長率は年率+0.8%に大きく減速 ～ 主要国はプラス成長を維持

ユーロ圏の 2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比+0.2%(年率換算+0.8%)となり、6 四半期連続でプラス成長を維持した¹。もっとも、1-3 月期の同+0.6%、4-6 月期の同+0.8%からは大幅に減速した。ユーロ圏各国の 7-9 月期の成長率を見ると、キプロスが同+1.3%と最も高い伸びを示し、次いでイタリア(同+0.5%)、ポルトガルとリトアニア(いずれも同+0.4%)が続く。ただ、イタリアは前期の同+1.1%から半減した他、フランスも前期の同+0.5%から同+0.2%に半減、スペインに至っては前期の同+1.5%から同+0.2%に急減速した。だが、マイナス成長が予想されていたドイツは同+0.3%と、主要国の中では例外的に前期の同+0.1%から加速した。一方、ラトビア(同▲1.7%)やスロベニア(同▲1.4%)、オランダ(同▲0.2%)等は前期から伸び率が大幅に減速してマイナス成長に陥った。この結果、ユーロ圏のうち 7-9 月期がプラス成長となったのは主要国を含む 8 カ国、マイナス成長は中堅国を中心に 6 カ国だが、この段階で 2 四半期連続のマイナス成長に陥った国はない²。

フランスとスペインは同じ成長率(前期比+0.2%)となったが、中身を見るとやや対照的である。フランスの場合、輸入の増加によって外需寄与度が 3 四半期ぶりのマイナスに転じたが、民間企業の設備投資や政府の最終消費の増加が貢献し内需(在庫を除く)が同+0.4%と前期から加速した。家計消費は同横ばいとどまった。春先に顕在化した行動制限緩和のプラス効果が一巡した結果、ホテルおよびレストランサービスや輸送サービスといったサービス支出が前期から大幅に減速し、食品・エネルギーを含めた財の支出はマイナスとなった。家計消費の低迷を補ったのが総固定資本形成であり、輸送機器や情報通信サービスの設備投資が好調だった。

スペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が堅調に推移した他、政府の最終消費支出は 4 四半期ぶりに増加する等、消費関連はむしろ前期から加速した。総固定資本形成は前期から減速したが、住宅等の建設投資が 3 四半期ぶりに減少したことが響いたとみられる。ECB による金融引き締めに伴う金利上昇の影響が駆け込み需要の反動と共に顕在化した可能性もあり、今後の動向には注意が必要だろう。一方、外需は、フランス同様に輸入増のために寄与度がマイナスとなり、7-9 月期全体では減速につながった。

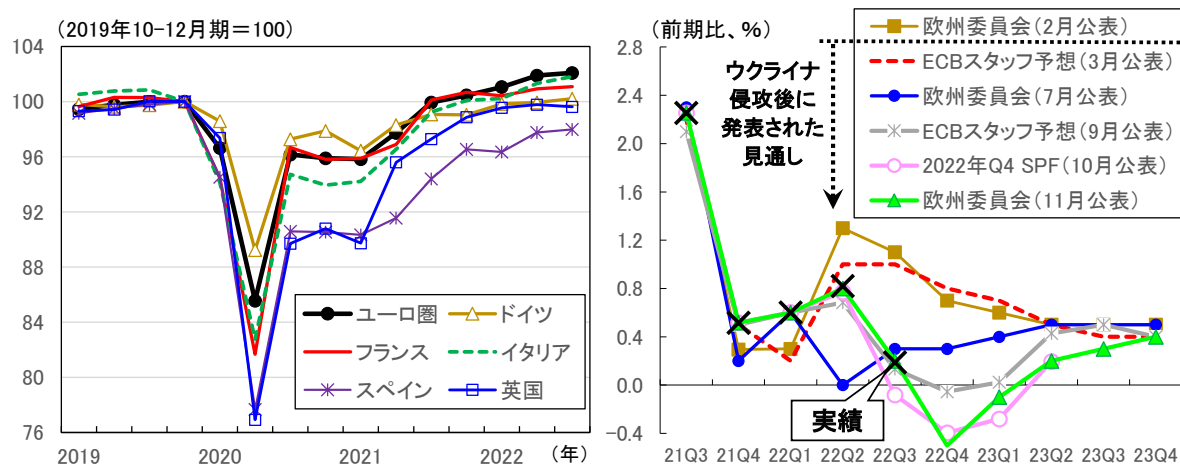
需要項目の詳細が明らかになっていないドイツについて、ドイツ連邦統計局は、7-9 月期は主に民間消費支出の増加によると指摘し、コロナ感染の継続やサプライチェーンの混乱、物価上昇、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況にもかかわらず、ドイツ経済は何とか持ちこたえていると現状を評価した。また、イタリア国家統計局は、7-9 月期のイタリアは農林水産業と鉱工業の両方が減少する一方、サービス業が増加し、また、需要項目別では内需(在庫変動等)がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になったと言及した。

¹ 速報値は前期比+0.2%(年率換算+0.7%)で、わずかながら上方修正された。ECB が発表した専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF, 10 月 28 日公表)では同▲0.08%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22 年 7-9 月期はプラス成長を維持」(大和総研レポート、2022 年 11 月 1 日)を参照。

² 7-9 月期末公表 5 カ国のうちエストニアとルクセンブルクに関して、欧州委員会は、4-6 月期に続いて 7-9 月期もマイナス成長になると予想している。

マイナス成長を回避したユーロ圏経済だが、7-9 月期実績（速報）を踏まえた欧州委員会の見通し（11 月 11 日公表）では、10-12 月期が前期比▲0.5%、2023 年 1-3 月期が同▲0.1%と 2 四半期連続のマイナス成長、いわゆるテクニカルリセッションが想定されている。ただ、国によって景気後退の長さや深さは異なり、主要国ではドイツの景気の谷が深く、かつ回復のスピードも鈍い。また、エストニアやルクセンブルク、オーストリアは 3 四半期連続のマイナス成長が予想されている。欧州委員会は、ユーロ圏全体では 2023 年 4-6 月期以降プラス成長を辿ると見込んでおり、2022 年の+3.2%から 2023 年は+0.3%に減速した後、2024 年は+1.5%に加速し、概ねユーロ圏の潜在 GDP に近づくと予想している（2024 年の GDP ギャップは▲0.2%に縮小）。

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、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

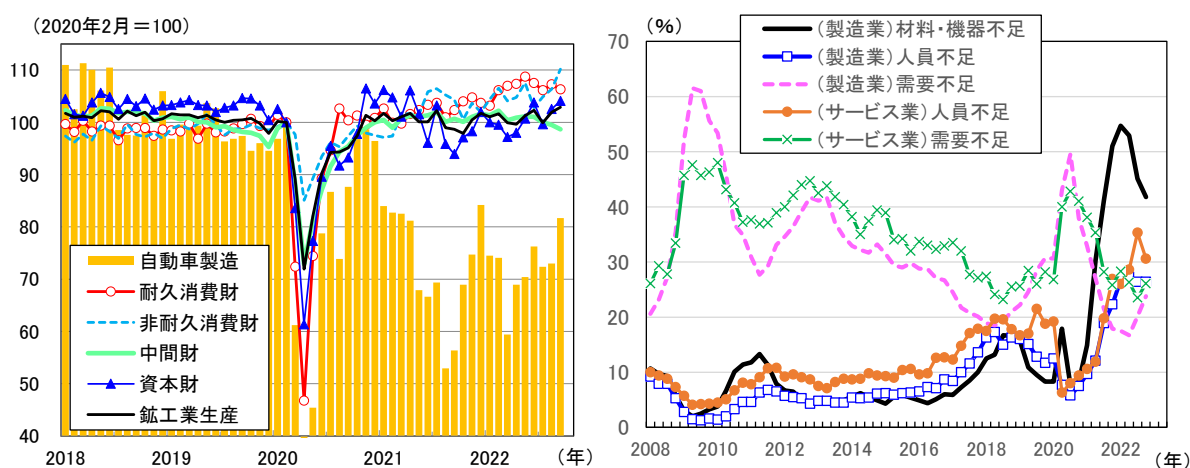
引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻がユーロ圏経済の重しになっている。侵攻を機にエネルギーや食料品等生活必需品の価格が高騰したことが個人消費の足を引っ張る他、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを大幅に悪化させ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強めている。温暖な冬はエネルギー需給の逼迫を緩和させるポジティブな要因だが、天候次第という不確実性は払拭できない。また、ユーロ安は財の輸出や域外からの旅行需要を後押しする等ポジティブな面がある一方、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げるという副作用をもたらす。高インフレに対処するため、ECBは連続して政策金利を大幅に引き上げてきたが、インフレ率はECBの想定を上回っており、2023年春まで利上げは続くだろう。さらに、ECBは、利上げの先に段階的な量的引き締め(QT)も視野に入れている。長短金利の上昇傾向は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、エネルギー対策で歳出(イコール債務)が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。そして、域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。このように、ユーロ圏経済を取り巻く環境は混沌としており、年末から2023年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。

企業景況感・消費者マインド、依然として回復の兆しが見られず

9月のユーロ圏の鉱工業生産(建設除く)は前月比+0.9%と市場予想を上回る伸びとなった。

8月分も、当初の同+1.5%から同+2.0%に上方修正された（主要国には大きな修正はなく、ベルギーやオーストリア、アイルランド等の上方修正が寄与）。内訳は、非耐久消費財や資本財が増加基調を保ったのに対して、中間財（4カ月連続）やエネルギー（3カ月連続）の減少が続き、耐久消費財の生産も直近4カ月間で3回目のマイナスとなった。国別では、アイルランドが同+11.9%と前月に続く高い伸びを記録し、ベルギー（同+7.1%）やオランダ（同+1.6%）が続く。対照的に、リトアニア（同▲8.2%）やギリシャ（同▲4.5%）、エストニア（同▲3.6%）が大きく落ち込んだ。7-9月期で見ると、ユーロ圏全体ではプラスを維持したが、夏以降の企業マインドの悪化を踏まえると10-12月期以降も増産が続くか不透明といえよう。また、製造業やサービス業のビジネス上の制約要因としては、材料・機器不足や人員不足といった供給サイドの問題が主に挙げられてきたが、直近では需要不足も増え、景気減速の影響を受け始めている。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏企業の生産活動の制限となる主要因（右）



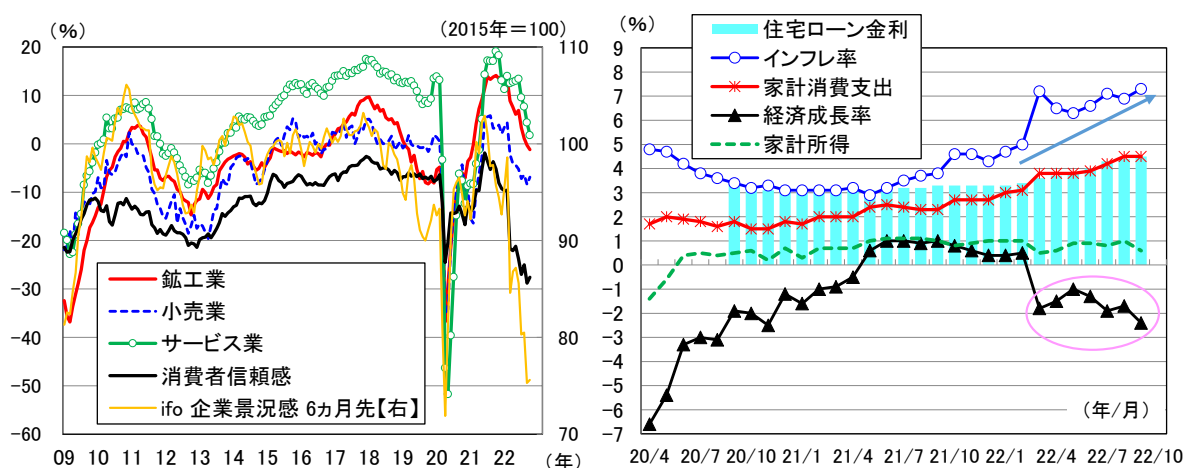
(出所) Eurostat、欧州委員会、Haver Analytics 資料より大和総研作成

10月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は92.5と8カ月連続で低下し、ウクライナ侵攻以降、悪化が止まらない。統計開始以来最低を更新してきた消費者マインドが一旦下げ止まったのに対して、企業の景況感は業種によってばらつきが見られる。小売業（マイナス幅が縮小）と建設業（小幅改善）がポジティブに変化したのに対して、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業の景況感悪化は止まらない。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化、さらには世界経済の減速傾向や金融政策の引き締め（金利上昇）がユーロ圏全体の企業経営者や消費者のマインドの重しになっているとみられる。主要国の中で8カ月間の累積悪化幅が最も大きかったのがドイツである。ifo 経済研究所が発表した10月のドイツ企業の景況感指数は84.3と前月（84.4）からほぼ横ばいになった。ビジネス環境の現状認識は5カ月連続で低下する一方、先行き（半年先）の見通しは2カ月ぶりに改善した。もっとも、ifoは、“期待値は改善したが、今後数カ月間に対する不安は残っている。ドイツ経済は厳しい冬に直面している”と指摘する。

下げ止まった形の消費者マインドにしても、消費者を取り巻く環境は厳しい状況には変わらない。ECBの消費者を対象にした調査（CES）によると、今後12カ月の成長率見通しはウクライナ侵攻以降マイナス成長に転じ、直近9月調査では▲2.4%に拡大している。調査対象の6カ国

を見ると、イタリアやベルギーの落ち込みが▲4%台と大きく、オランダやフランスが続き、スペインのマイナスが最も小さい(▲1.1%)。依然として消費者のインフレ予想は上昇しており、7.3%と過去最高を更新した。いずれの国もインフレ率は上昇していくと想定されるものの、イタリアが約11%、フランスが約5%と乖離が見られる。消費者は、高インフレを背景に消費支出が増え続けると予想する一方、所得の伸びは景気悪化予想のためか、8月の+1.0%から+0.6%に鈍化すると慎重だ。所得と支出のギャップを埋めるために、消費者は貯蓄の取り崩しで補わざるを得ないだろう。また、住宅ローン金利の先高観が一段と強まっており、新規に住宅取得を検討している家計には重荷である。同時に、住宅価格の上昇率は頭打ち傾向が見られ、オランダやドイツの鈍化が鮮明になっている。価格調整がさらに進むと、新規取得にはポジティブでも、既存の取得者にとっては資産の目減りを意味し、負の資産効果が作用する可能性がある。

図表3 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移(左)、ユーロ圏の消費者の見方(右)



(注) 右図：ECB調査で、今後12カ月の伸び率や水準を示す。

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

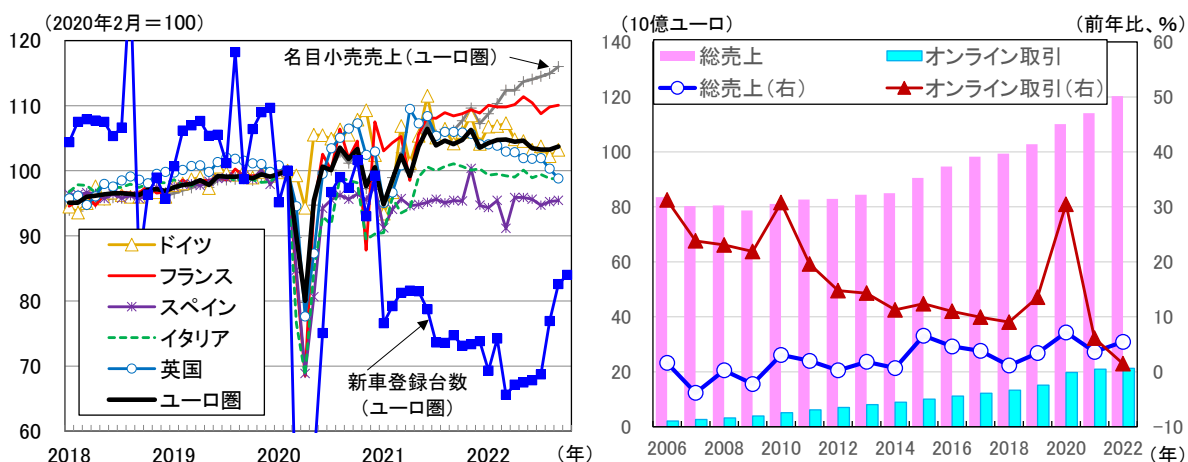
高インフレは、引き続き個人消費の重し

9月のユーロ圏の実質小売売上は前月比+0.4%と4カ月ぶりに増加に転じた。非食料品(自動車燃料を除く)が同+1.0%、食品・飲料等が同+0.4%、オンライン販売も同+2.6%と揃って増加した。国別では、オーストリア(同+3.9%)やマルタ(同+1.7%)、オランダ(同+1.3%)等が高い伸びを記録した。主要国では、ドイツが同+1.0%と2カ月ぶりに増加したが、スペインやフランスは前月から伸び率が大幅に鈍化し、イタリアは同▲0.1%と2カ月連続で減少した。その他、スロベニア(同▲3.7%)やアイルランド(同▲2.0%)、ポルトガル(同▲2.0%)が大きく落ち込んだ。7-9月期全体では、実質ベースでは前期比▲0.7%と3四半期連続で減少する一方、名目ベースは同+1.6%と増加し、高インフレのために両者の乖離は拡大している。消費者マインドの悪化は数量ベースの減少、つまり実質購買力の低下を反映していると考えられる。

クリスマスに向けてホリデー商戦が本格化するが、業態によっては重要な書き入れ時である。ドイツ小売業協会(HDE)が発表した2022年のホリデー商戦見通しによると、11-12月の売上高は前年比+5.4%と2021年の同+3.6%から伸び率が高まると予想されている。だが、これは高インフレによる影響が大きく、HDEは実質ベースでは前年比▲4.0%に落ち込むと見込んでいる。

また、コロナ禍では非接触型のサービスが活発になり、オンライン取引は大幅に増加してきたが、行動制限の解除を受けて対面でのサービスが本格化していることを反映し、実店舗等の売上（除くオンライン取引）の伸びがオンライン取引を上回る見通しとなっている。2022年のオンライン取引は同+1.4%と大きく鈍化すると予想され、実質ベースのマイナス（同▲4.5%）は避けられないだろう。HDEは、2022年のホリデー商戦は高インフレと消費者マインド悪化の影響を受けるとみており、実際、企業の約7割が前年水準を下回るだろうと回答しているという。

図表4 欧州各国の実質小売売上と新車登録（左）、ドイツのホリデー商戦見通し（右）



(注) 小売売上は自動車を除く。左図：凡例内は実質小売売上。右図：2022年はHDEによる予測。

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

ユーロ圏のインフレ率は依然としてエネルギー要因で押し上げられる ～ ECBの想定を上回る

10月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+10.6%（速報値は10.7%）となり、統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した。9月に続いて10月も、ECBスタッフのインフレ見通し（9月時点で、2022年後半のインフレ率は同+9.1%～+9.2%で推移すると予想）を大きく上回っている³。要因分解すると、エネルギー価格の上昇（同+41.5%）がインフレ率を押し上げる最大の要因であり、寄与度は全体の約4割を占めた。後述するように、エネルギーの市場価格や川上に当たるユーロ圏の原材料価格（エネルギー）の前年比上昇率は鈍化しているが、川下のCPIまで波及するには時間がかかっている。加工食品、アルコール・たばこ、そして非エネルギー生産財価格の寄与度も拡大した。また、10月のコアHICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+5.0%と過去最高を更新した。コアインフレ率がピークをつけるまで利上げを継続すべきというECBメンバー（ビルロワドガロー・フランス中銀総裁等）からの言及もあり、今後の金融政策を占う上でコアインフレ率の動向も注目される。

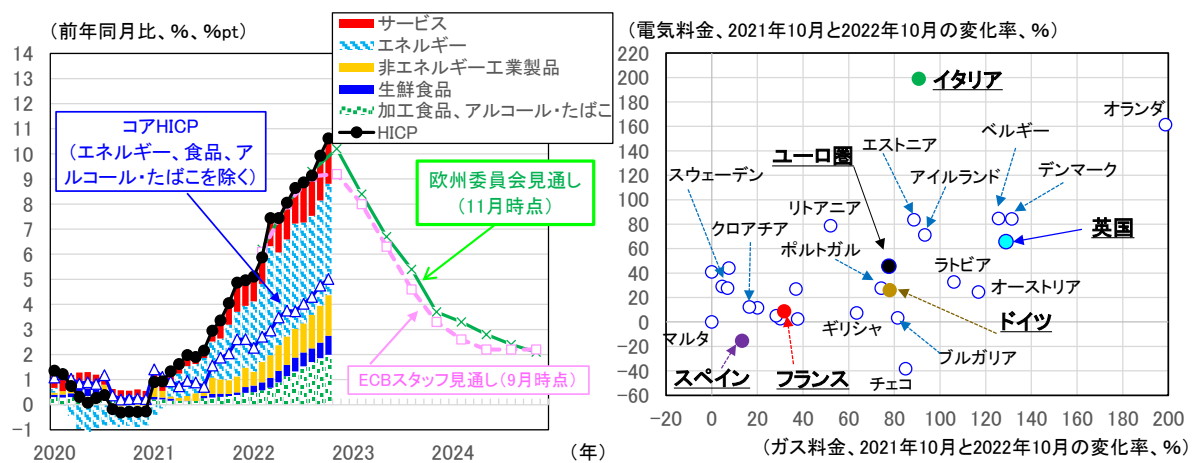
国別のHICPの伸びを見ると、エストニアの前年比+22.5%を筆頭にリトアニア（同+22.1%）、ラトビア（同+21.7%）、オランダ（同+16.8%）等のインフレ率が高いものの、9月よりも小幅ながら伸び率が鈍化した。フランス（同+7.1%）やスペイン（同+7.3%）、マルタ（同+7.4%）等は上昇率の低いグループだが、総じて高いグループとの乖離幅は縮小している。主要国の中

³ 欧州委員会が11月に発表した見通しでは10-12月期のインフレ率を前年比+10.2%と予想しており、10月実績は想定をやや上回っている。

では、イタリア（同+12.6%）とドイツ（同+11.6%）が2桁を超える高い伸びとなった。代表的なエネルギー価格である電気料金とガス料金に注目すると各国で上昇率が大きく異なり、イタリアやオランダのように前年比で価格が2~3倍になっている国もあれば、スペインやフランスのように電気料金を中心に価格が抑制されている国もある。

電源構成の違いの他、エネルギー価格高騰対策の一環として欧州各国が実施あるいは予定している、付加価値税（VAT）の軽減や家庭向けの価格補助、電力料金の上限設定・ガス料金凍結等の支援策が、CPIの伸び率抑制に寄与していると考えられる。もっとも、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、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る一方、脆弱な国との格差拡大は各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の推移（左）、欧州各国のエネルギー価格の変化（右）



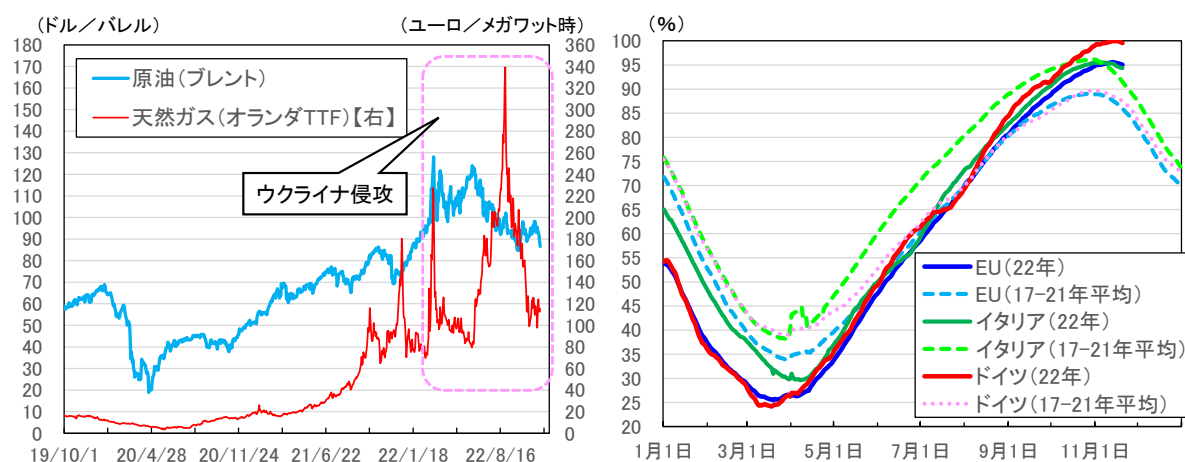
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

加盟国間の不均衡を回避する手段として、EUで検討されているガス価格の上限設定や共同購入等の計画は、議論の進展とともに市場価格を押し下げている。ただ、EUのガス価格を押し下げる試みはかえってガスの需要（消費量）を増やしてしまう可能性が指摘されている他、安値を嫌って域外からのエネルギー供給が滞ることも想定される。同時に、域内のエネルギー（電力）が、高値で購入しようとする域外に流出することを阻止する対応も求められる。結果的にエネルギー市場の需給が逼迫し、価格上昇圧力を高めてしまう恐れがある。需要超過の状況において、需要サイドが価格をコントロールしようとする試みは困難を伴う点に留意すべきだろう。

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、11月20日現在のEUの貯蔵率は95.05%となっている（より高い最終目標を設定しているドイツの貯蔵率は99.55%まで上昇）。今後は暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、貯蔵率の低下度合いが注目される。例年であれば、11月に入るとガスの貯蔵率は低下トレンドを辿っていくが、幸い今年は温かい冬のために暖房需要が抑制されていることもあって、ガスの貯蔵率は直近でも高水準を維持してきた。それでも、11月後半になるとわずかではあるが、貯蔵率が低下し始めている。

引き続き、天候という不確実要因に大きく左右される点を考慮する必要がある。暖冬になれば、景気の下押し圧力は限られ、景気後退の長さや深さは想定ほど深刻にはならないだろう。逆に気温が低下して厳冬になればそれだけ消費量は増えてしまい（貯蔵量の減り方は加速し市場価格が上昇へ）、一層の節ガスを求めて、政府は一段と厳しい対応を迫られる可能性がある。家庭用を優先して産業向けを減らせば生産活動への影響は避けられず、家庭向けも配給制になれば消費活動を制約することになる。また、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達に期待できない現状のままでは貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ2023年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがあり、2023年の欧州経済見通しを左右する一因になるだろう。

図表6 原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、Haver Analytics 資料より大和総研作成

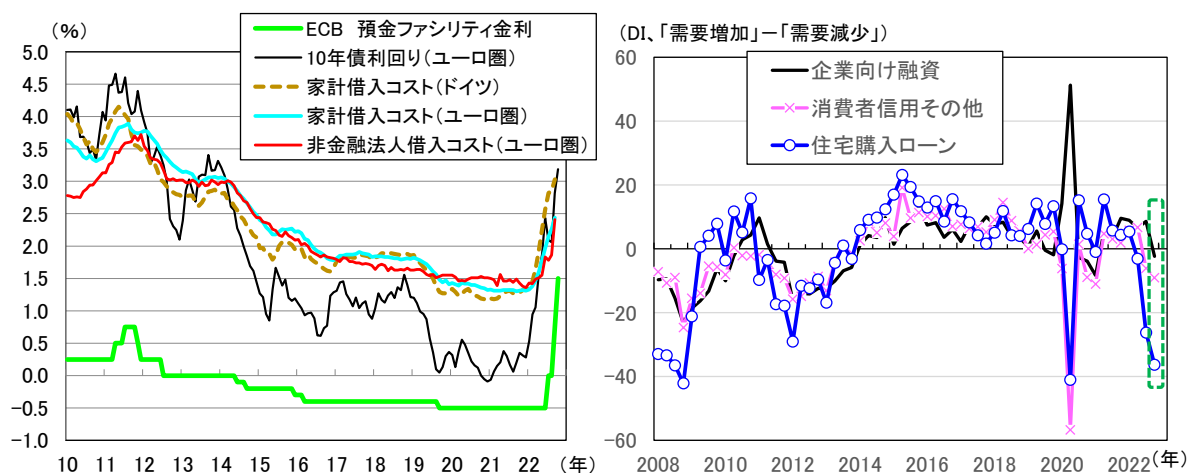
ECBは10月27日に開催された金融政策理事会で政策金利を75bp引き上げることを決定し、7月の50bp、9月の75bpに続く大幅な利上げとなった。また、ラガルド総裁は記者会見で、次回12月の理事会において、資産買入れによって積み上がったままのポートフォリオ削減に関する議論を行い、重要な原則を決定する予定であると言及した。市場では、ラガルド総裁の発言や声明文の文言の表現の変化等から、今後の利上げペース減速の可能性も指摘されている。具体的には、10月を含めた3回の大幅な利上げによって金融政策の緩和的な状態の解除がかなり進展しているという認識を示した上で、9月の声明文で登場した“今後数回 (several) の理事会で利上げを継続する”が削除されて、“さらに金利を引き上げるだろう”に変更された点等である。ただ、肝心のインフレ率はECBの想定を上回って推移しており、12月に示される予定のECBのインフレ見通しは再度引き上げられる可能性が高い。従って、ECBはインフレを抑制するために2022年末から2023年春にかけて利上げを継続する一方、ユーロ圏全体の景気悪化に配慮して、利上げのペースダウンを判断するという難しい対応を迫られることになろう。

さらに、利上げが一定水準に達した後の対応として、大幅に膨らんだECBの証券保有残高を減らすというQTをどのように進めていくかが課題となろう。QTのスピードにはメンバー間で温度差があるとみられるが、FedやBOE等の前例にあるように、まずは満期償還分の再投資を停止して残高の自然減を進め(受動的なQT)、次に積極的な資産売却というプロセスが穏当なところだろう。いずれにせよ、QTの本格化は金利水準が高止まりする要因になる。

ECB が公表したユーロ圏の銀行貸出調査（10月25日公表）によると、7-9月期の企業向けのローン需要（DI、以下同じ）はプラス圏（需要超過）にとどまり、企業の資金ニーズが強いことを窺わせたが、10-12月期は7四半期ぶりにマイナスに転じ、景気減速と金利上昇（借入コスト増）が企業の借入意欲を低下させると予想されている。もっとも、3カ月前の調査でも7-9月期はマイナスになると予想されたが、実際にはプラスを維持した。翌四半期を慎重にみるのがパターンで、しかも過去の危機であるリーマン・ショックや債務危機、コロナ禍に比べると、軽微な落ち込みといえる。一方、家計向けの貸出需要は企業向けに先んじて悪化しており、特に住宅ローン需要は4-6月期からマイナスに転じ、7-9月期実績および10-12月期予想のマイナス幅は過去の危機のボトムに近い水準まで拡大している。また、7-9月期実績の消費者信用も6四半期ぶりにマイナスとなり、金融機関は年末にかけて資金需要が縮小すると慎重だ。

金融機関側の貸出基準を見ても、4-6月期から引き締め度合いを強化しており、特に住宅ローンに関しては、リーマン・ショックの2008年末以来の厳しさとなっている。10-12月期にかけて、金融機関は企業向けの貸出基準を一段と厳しくしようとしており、仮に実現すると、2011年10-12月期以来の高水準となり、企業の資金ニーズとはギャップが生じよう。企業は資金調達に苦勞し、景気悪化に拍車がかかる可能性がある。

図表7 借入コストの推移（左）、ローン需要の強さ～銀行貸出調査（右）



(注) 左図：家計の借入コストは住宅購入目的。右図：2022年10-12月期は3カ月前の見通し。

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

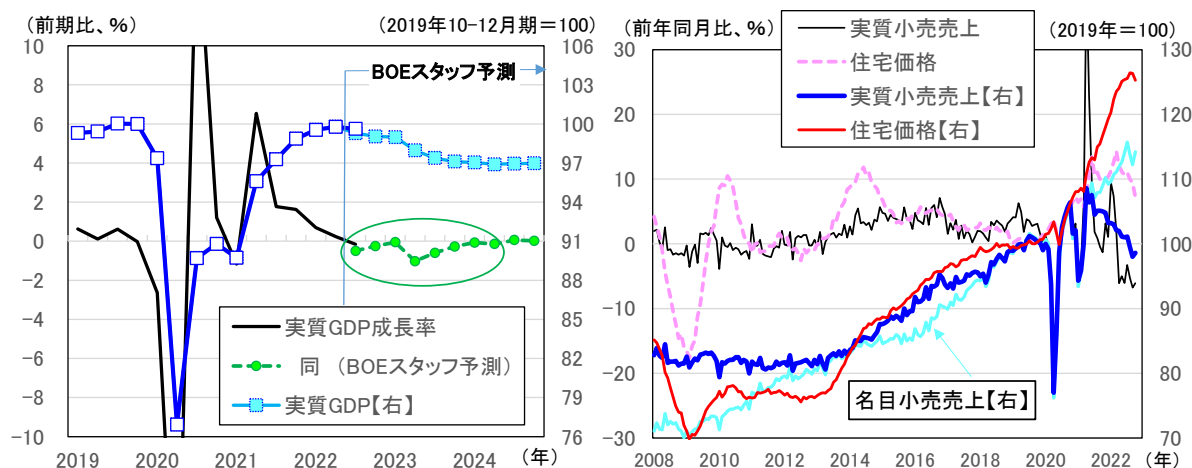
英国経済

7-9月期はマイナス成長となり、英国は一足先に景気後退入りへ

英国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算▲0.7%）と6四半期ぶりにマイナス成長となった。9月にはエリザベス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多くの企業・店舗が休業したり、通常とは異なる営業を行ったりしたという特殊要因が作用した面もある。需要項目では、家計最終消費支出（非営利除く）が同▲0.5%と6四半期ぶりにマイナスとなる一方、政府最終消費支出は国防関連を中心に同+1.3%と3四半期ぶりに増加し、対照的な結果となった。前者は、被服・履物や家庭用品、家具、通信、食料、輸送等広範な品目の支出が減少した。名目の家計最終消費

支出は同+1.7%と堅調に推移したものの、高インフレが実質ベースの支出を大きく押し下げた。総固定資本形成は同+2.5%と2四半期ぶりに増加に転じ、住宅や非居住用等の建設投資が牽引した他、機械や無形固定資産等の企業の設備投資に当たる部分も増加した。ただ、夏以降、住宅関連指標は減速傾向が見られ、BOEの連続利上げに加えて、9~10月にかけての政治の混乱に伴う金利高騰によって、その傾向が一段と鮮明になっていると考えられる。従って、7-9月期の住宅投資の増加は金利先高観を反映した駆け込み需要の様相が強く、10-12月期以降は大きく落ち込む可能性がある。また、在庫要因が成長率を約3.9%ptも押し下げた。ONSによると、小売業と製造業で大幅な在庫削減が発生し、小売業は高インフレを背景とした需要の落ち込み、製造業は原材料の入手困難というサプライチェーン問題がそれぞれ在庫減につながったという。一方、在庫要因のマイナスを相殺したのが外需であり、寄与度は同+3.3%ptと最大の牽引役になった。もっとも、輸出が同+8.0%と増加したこと（主に非貨幣用金の増加）に加えて、輸入が同▲3.2%と減ったことが影響しており、慎重な解釈が求められよう。

図表8 英国のGDPの推移（左）、実質小売上と住宅価格の推移（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：小売上は自動車燃料を含む。

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

BOEは11月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を75bp引き上げて3.00%にする⁴と発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから8会合連続の引き上げとなり、2008年11月以来、14年ぶりの高水準となった。ただ、今回の決定に関しても、9人のBOEメンバーの見解が分かれた。ベイリー総裁を含む7人が約33年ぶりの大幅利上げとなる75bpの引き上げを主張する一方、2人がより小幅な利上げ(50bp、25bp)を求めた。前回9月の5対4の僅差での決定に比べると、インフレ率がBOEの想定を上回るペースで加速していることを背景に、利上げ幅の拡大は想定内であった。ただ、前回の会合からの約1カ月半は、トラス前政権が引き起こした市場の混乱に対処するためにBOEは緊急対応を迫られていた期間であり⁴、ある意味、特殊な環境下で今回の会合を迎えたことになる。

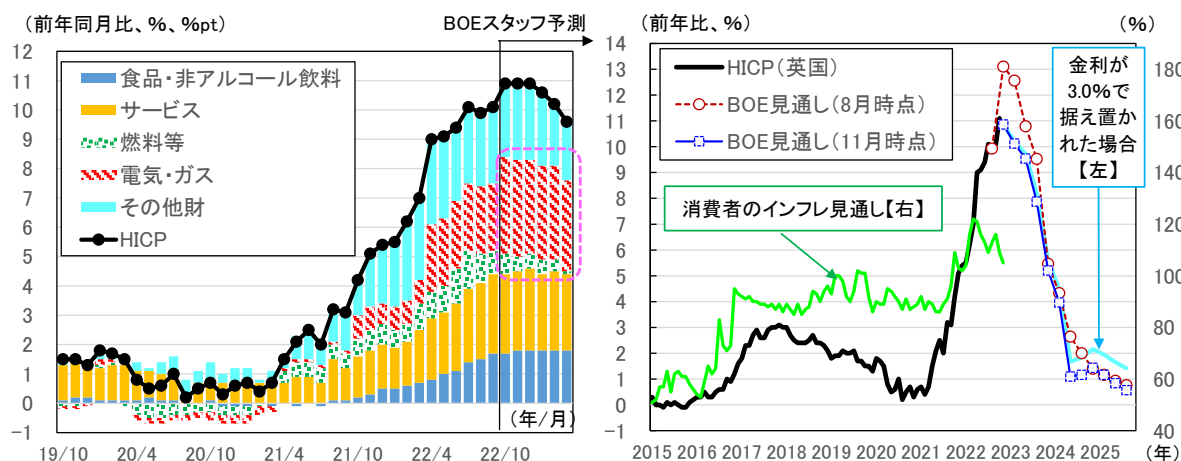
⁴ 具体的には、9月28日に、国債買入れを10月14日までの期間限定ながら無制限に実施することで市場安定化を図り、合わせて積極的な資産削減の開始を10月末まで延長することを発表した。そして、様々なプレッシャーに晒されながらも、予定通り緊急措置を終了した。また、10月19日には、当面は長期国債を売却の対象としない等の配慮はあるものの、BOEは延期していた資産売却を11月1日から開始すると発表した。

利上げと同時に発表された BOE のインフレ・経済見通しでは、今後、金融市場が織り込んでいる想定に基づいて金利が推移するケースと、金利が 3.0% で据え置かれるケースの二通りが示される。前者の想定は、2023 年に入っても金利は 1-3 月期、4-6 月期と約 100bp ずつ引き上げられ、2023 年後半は 5.2% 弱で推移し 2024 年を通じて緩やかに低下する（約 40bp）という。後者のケースでは、2022 年 7-9 月期から 2023 年 10-12 月期まで 1 年半に及ぶマイナス成長が予想されるのに対して（2023 年の成長率が▲0.9%、2024 年が▲0.2%）、金利上昇ケースではマイナス成長が 2022 年 7-9 月期から 2 年間にわたり、しかも 2023 年の成長率が▲1.6%、2024 年が▲0.9% とより深刻なリセッションに陥ると見込まれており、金利上昇のインパクトが大きい。ただ、ベイリー総裁等は、今後もインフレ抑制のために利上げを継続していく必要性に言及する一方、市場が織り込んでいる金利上昇幅は行き過ぎという立場であり、声明文でも、メンバーの多数意見として、“金利のピークは金融市場が織り込んでいるよりも低くなる” と明記された。

8 月時点のインフレ見通しでは、10-12 月期は前年比+13% 台に跳ね上がると予想されたが、政府のガス・電気料金の凍結措置によってガス・電気料金の寄与度が半減した結果、最新見通しのインフレ率のピークは約 2%pt 低下している。ただ、会合の約 2 週間後に発表された 10 月の CPI (HICP ベース) は前年比+11.1% と 1981 年 10 月以来、41 年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 が改定したインフレ見通し（同+10.9%）をわずかが上回り、利上げ継続の必要性を示唆する結果となった。

もっとも、BOE の見立て通りに経済成長が推移するかは不透明である。というのも、トラス前政権の後を継いだスナク政権は、前政権の大型減税策発表からわずか 2 カ月後に、180 度異なる増税と歳出削減をセットにした緊縮財政政策を打ち出したからである。同政策を前提にした予算責任局 (OBR) の見通しでは、2022 年 7-9 月期から 5 四半期連続のマイナス成長を見込み、2023 年の成長率は▲1.4% と落ち込んだ後、2024 年には+1.3% に回復する。また、2023 年のインフレ率は 7.4% と BOE の想定を下回る予想だ。つまり、大きなショック療法によって、できるだけ短期間で様々な問題を解決しようとする内容になっている。果たしてそのようにうまく事が運ぶかは、大幅に負担が増す国民が我慢できるかにかかっている。

図表 9 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)



(出所) ONS、BOE、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	-0.3%	8.2%	9.3%	2.1%	2.4%	3.3%	0.8%	-1.5%	-1.0%	0.5%	1.2%	1.4%	5.3%	3.2%	0.1%
家計消費支出	-7.5%	13.9%	20.2%	-0.8%	-0.3%	4.2%	0.6%	-0.9%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	3.7%	3.7%	0.4%
政府消費支出	-0.2%	8.7%	-0.7%	2.7%	0.9%	2.4%	0.5%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.7%	0.4%
総固定資本形成	-9.2%	7.2%	-2.9%	14.3%	-3.1%	3.0%	1.8%	-1.6%	-0.4%	1.5%	2.1%	2.5%	3.7%	2.5%	0.7%
輸出等	3.7%	10.5%	8.9%	10.6%	6.0%	6.9%	2.9%	0.8%	1.6%	2.7%	3.3%	3.3%	10.5%	6.9%	2.5%
輸入等	-3.4%	12.4%	9.4%	20.1%	-0.9%	6.6%	3.3%	2.2%	3.0%	3.0%	3.5%	3.7%	8.3%	7.0%	3.2%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.8%	14.2%	3.9%	4.8%	5.5%	4.3%	2.1%	1.2%	0.4%	-0.3%	-0.2%	0.5%	5.3%	3.2%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	3.0%	5.9%	7.9%	5.5%	0.9%	0.9%	0.9%	-0.1%	0.1%	0.7%	3.7%	3.7%	0.4%
政府消費支出	3.2%	8.8%	2.8%	2.6%	2.9%	1.3%	1.6%	1.0%	0.8%	0.3%	0.3%	0.4%	4.3%	1.7%	0.4%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.1%	2.0%	3.6%	2.6%	3.8%	0.0%	0.7%	0.3%	0.4%	1.4%	3.7%	2.5%	0.7%
輸出等	-0.3%	26.2%	10.5%	8.4%	9.0%	8.1%	6.6%	4.1%	3.0%	2.0%	2.1%	2.7%	10.5%	6.9%	2.5%
輸入等	-5.6%	22.2%	10.3%	9.3%	10.0%	8.6%	7.0%	2.8%	3.8%	2.9%	2.9%	3.3%	8.3%	7.0%	3.2%
鉱工業生産（除く建設）	4.8%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.6%	1.7%	0.8%	0.7%	0.4%	0.7%	7.9%	0.9%	0.7%
実質小売売上高	2.2%	12.1%	2.4%	4.3%	6.1%	1.0%	-0.8%	-0.6%	0.0%	0.6%	1.6%	1.8%	5.1%	1.4%	1.0%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	10.4%	8.5%	6.7%	5.2%	3.5%	2.6%	8.5%	5.9%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	50.8%	40.7%	31.3%	23.2%	14.2%	12.3%	40.8%	26.2%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.1%	7.0%	7.7%	6.7%	7.0%
10億ユーロ															
貿易収支	68.1	38.7	25.5	-19.2	-42.3	-95.9	-125.8	-21.7	-18.4	-14.3	-9.9	-7.5	113.1	-285.7	-50.1
経常収支	96.4	86.5	65.7	33.2	12.3	-39.6	34.5	33.0	32.5	34.7	37.5	39.7	281.8	40.2	144.3
財政収支	-202.2	-194.7	-129.2	-104.3	-80.3	-69.9							-629.8	-459.2	-487.1
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.20%	2.47%	2.59%	2.46%	2.41%	-0.31%	1.20%	2.48%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.00%	2.50%	3.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年11月21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%	28.8%	7.3%	6.6%	2.8%	0.9%	-0.7%	-2.0%	1.0%	-3.3%	-1.4%	-0.1%	7.5%	4.3%	-1.0%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	-2.2%	-1.2%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.4%	33.7%	1.0%	5.6%	-4.4%	-6.0%	5.5%	1.3%	-0.5%	0.2%	1.3%	1.2%	12.6%	1.4%	0.7%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	10.6%	-6.0%	10.5%	-15.5%	-6.5%	-1.5%	5.6%	5.2%	-1.8%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	36.0%	-13.5%	-0.5%	0.5%	1.3%	1.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-41.0%	14.0%	18.5%	4.5%	52.9%	-5.7%	-12.3%	4.5%	2.4%	-1.0%	1.5%	2.0%	2.8%	12.6%	-0.5%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-7.8%	24.3%	8.5%	8.9%	10.9%	4.4%	2.4%	0.3%	-0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	7.5%	4.3%	-1.0%
家計消費支出	-12.8%	24.7%	7.7%	10.1%	14.9%	4.3%	0.8%	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.4%	-0.0%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.5%	32.1%	12.0%	9.4%	8.1%	-1.0%	0.0%	-1.0%	-0.0%	1.6%	0.5%	0.5%	12.6%	1.4%	0.7%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	5.8%	3.0%	2.1%	-0.7%	-4.8%	-3.7%	5.6%	5.2%	-1.8%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	18.0%	3.0%	7.7%	4.1%	-3.3%	0.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-9.9%	22.3%	8.7%	-4.5%	21.2%	15.6%	7.2%	7.2%	-3.0%	-1.8%	1.8%	1.2%	2.8%	12.6%	-0.5%
鉱工業生産	6.2%	23.6%	3.9%	-1.3%	-1.7%	-2.5%	-3.4%	2.5%	2.4%	2.0%	1.9%	2.1%	7.4%	-1.3%	2.1%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	0.9%	6.2%	-5.7%	-5.1%	1.1%	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	5.3%	-1.1%	0.9%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	10.9%	10.0%	8.1%	7.5%	6.5%	2.6%	9.1%	8.0%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.6%	16.7%	16.8%	15.1%	12.0%	10.8%	10.0%	5.2%	15.1%	11.9%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	4.6%	4.5%	3.7%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.0	-31.4	-45.5	-38.0	-67.8	-62.3	-49.9	-39.4	-40.8	-40.1	-40.2	-40.3	-153.8	-219.5	-161.4
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-18.5	-15.5	-16.6	-16.0	-16.1	-16.3	-45.6	-111.6	-65.1
財政収支	-39.9	-57.8	-35.0	-26.8	-4.5	-39.5	-28.4						-159.6		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.77%	3.82%	3.82%	3.74%	3.65%	0.79%	2.47%	3.76%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	0.25%	3.50%	4.25%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年11月21日時点）。

（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研