

2022年12月21日 全13頁

# 2023年の欧州経済見通し

## エネルギー供給危機が、インフレ鈍化と景気浮揚を妨げる

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

### [要約]

- これまでの高インフレと企業景況感・消費者信頼感の悪化の累積効果によって、足もとの生産や個人消費のデータは景気悪化を示唆している。一方で、先行きへの期待感を中心に、マインド悪化の下げ止まりから改善の兆しも見え始めている。2022年末から2023年初めにかけてマイナス成長に陥るといったシナリオの蓋然性が高まる一方、景気の谷は浅く、当初想定したほど深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっている。
- ただ、2022年を覆っていた不透明感・不確実性は、2023年になっても払拭できないだろう。つまり、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が欧州経済の重しになっている構図に変化は見られず、エネルギー供給への懸念は、企業や家計に慎重な支出行動を強いるだろう。
- 高インフレに対処するため、ECBやBOEは政策金利を大幅に引き上げてきたが、2022年最後の金融会合では揃って利上げ幅を縮小させた。年末にかけてインフレ率はピークアウトした可能性があるが、2023年のインフレ鈍化ペースは緩慢になると見込まれる。中央銀行は景気減速への配慮よりもインフレ抑制を重視するタカ派のスタンスを鮮明にしており、2023年前半まで利上げは続く可能性が出てきた。
- ユーロ圏経済を取り巻く環境は引き続き混沌としており、マイナス成長が短期間で済んだとしても、2023年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになり、成長率の加速は限定的にとどまる可能性が高い。

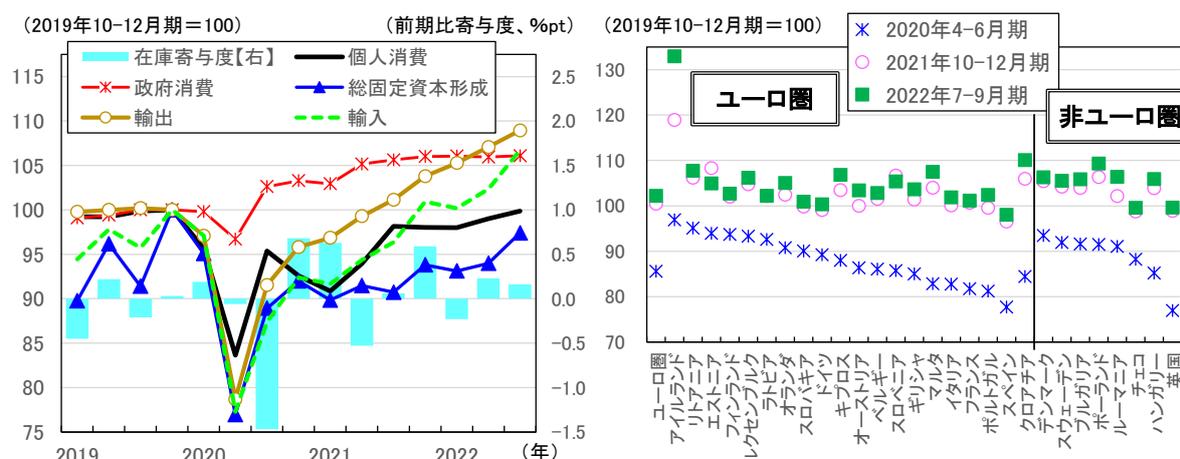
## ユーロ圏経済

### 7-9 月期の GDP 成長率実績は上方修正 ～ マイナス成長は加盟国の約 1/3 にとどまる

ユーロ圏の 2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.3%）と速報値から上方修正されたが、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。ユーロ圏全体の GDP 需要項目別内訳を見ると、個人消費は同+0.9%と 4-6 月期（同+1.0%）からやや減速したものの、景気の足を引っ張る要因とはならず、高インフレのもとでも底堅く推移した。政府消費は同+0.1%と 2 四半期ぶりにプラスとなったが、2022 年に入ってからはほぼ横ばいで推移し、成長への寄与はニュートラルである。個人消費以上に成長の牽引役になったのが総固定資本形成であり、同+3.6%と 8 四半期ぶりに高い伸びとなった。その内訳を見ると、約半分を占める建設投資は 2 四半期連続で減少したが、2 割強を占める知的財産生産物が同+16.8%と急増し、3 割を占める機械も同+2.0%と 4 四半期連続で増加し（機械のうち輸送関連は同+7.1%と伸び率が加速）、建設投資の落ち込みを相殺した。内需が前期よりも加速した一方、外需は、輸出が同+1.7%と堅調に推移したものの、輸入が同+4.3%と高い伸びを示したことから、外需の寄与度は同▲1.11%pt と全体の成長率を押し下げた。冬に備えてエネルギー輸入が増加した要因の他、堅調な内需を反映して輸入が増えた面もあろう。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、アイルランドが前期比+2.3%と突出して高い他、キプロスやマルタがそれぞれ同+1.3%、ルクセンブルクが同+1.1%と小国が高い成長を示した。逆に、エストニア（同▲1.8%）やラトビア（同▲1.7%）、スロベニア（同▲1.4%）の減少率が大きく、この 3 カ国を含めた計 6 カ国（ギリシャ、フィンランド、オランダ）がマイナス成長に陥った。7-9 月期の時点で 2 四半期連続のマイナス成長となったのはエストニアのみである。主要 4 カ国では、イタリアが同+0.5%、ドイツが同+0.4%、フランスとスペインが同+0.2%といずれもプラス成長を維持したが、ドイツを除く 3 カ国は前期から減速した。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 需要項目別の推移（左）、欧州各国のコロナ禍以降の回復度合い（右）



(注) クロアチアは 2023 年 1 月からユーロ圏に加入する予定。  
(出所) Eurostat、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

7-9 月期まではマイナス成長を回避したユーロ圏経済だが、11 月に発表された欧州委員会の見通しに続いて、ECB も最新の経済見通し（12 月 15 日公表）で、2022 年 10-12 月期・2023 年

1-3月期と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に陥ると予想している。ただ、足もとの落ち込み幅は当初の想定よりも小さくなっており<sup>1</sup>、深刻な景気後退には至らないとの見方が強まっている（当然ながら、国によって景気後退の長さや深さは異なる）。

### 期待感主導でマインドは下げ止まりから改善へ ～ 景気後退は当初ほど深刻にならない可能性

10月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲2.0%と3ヵ月ぶりに減少した。夏以降の企業マインドの悪化が実体経済に反映されたといえよう。仮に11-12月が前月比横ばいだと、10-12月期は前期比▲0.9%と5四半期ぶりのマイナスになる。10月の内訳は非耐久消費財が前月比+0.3%とプラスを保ったが、エネルギー（同▲3.9%）、耐久消費財（同▲1.9%）、中間財（同▲1.3%）、資本財（同▲0.6%）は減少した。国別では、アイルランドが同▲10.7%と前月からの反動減が見られた他、ルクセンブルクが同▲4.4%、マルタが同▲2.8%と小国の落ち込みが続く。主要国はフランス（同▲2.6%）、イタリア（同▲1.0%）、ドイツ（同▲0.9%）、スペイン（同▲0.4%）と揃って減少した。逆に、プラスとなった国はスロバキア（同+1.3%）、リトアニア（同+1.1%）、ギリシャ（同+0.5%）、オーストリア（同+0.2%）の僅か4ヵ国にすぎない。

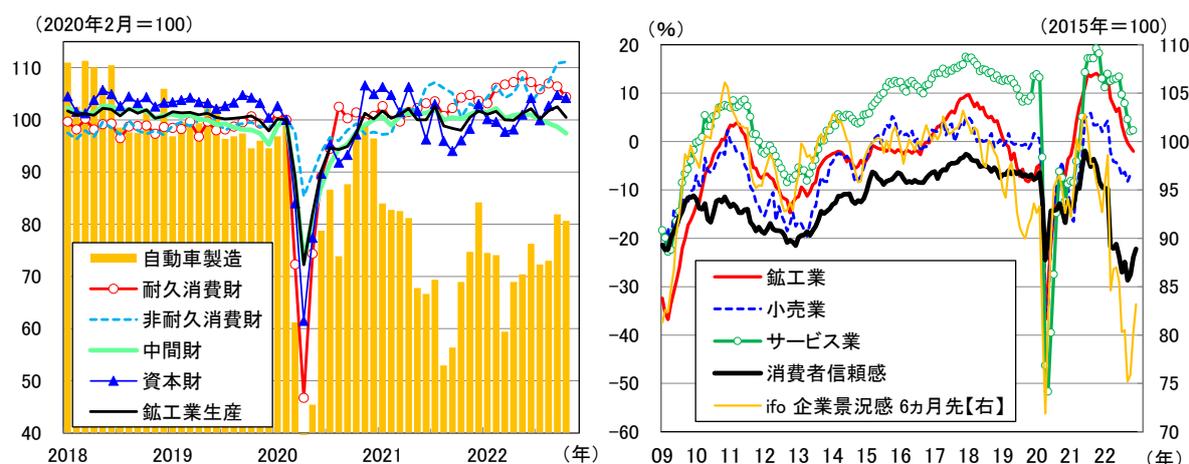
11月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は93.7と9ヵ月ぶりに改善した。ウクライナ侵攻以降悪化してきた消費者マインドが2ヵ月連続で改善したのに対して、企業の景況感指数は鉱工業が悪化し続ける一方、サービス業は5ヵ月ぶりに改善、小売業は横ばいと業種によってばらつきが見られる。11月の牽引役となった消費者マインドは6月以来の高水準となったが、2020年春のコロナ禍でつけた当時のボトム水準に漸く戻った程度であり<sup>2</sup>、個人消費に力強さが出てくるには程遠い。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化、さらには世界経済の減速傾向や金融政策の引き締め（金利上昇）がユーロ圏の企業経営者や消費者のマインドの重しになっている。

ただ、ifo 経済研究所が発表した12月のドイツ企業の景況感指数は88.6と市場予想を上回り、8月以来の高水準となった。ビジネス環境の先行き（半年先）見通しが3ヵ月連続で改善し半年ぶりの高水準になっただけでなく、現状認識も7ヵ月ぶりに上昇に転じ、企業景況感の下げ止まり感を示している。また、サプライチェーンの問題に関しても、年央までは製造業の7割超が原材料や中間製品の不足が生産活動を妨げていると回答していたが、年末には約5割まで低下し、状況が改善している。ifoも“ドイツ経済のセンチメントはかなり明るくなった。期待が著しく改善し、ドイツ企業は希望を持ってホリデーシーズンを迎えた”と言及し、2ヵ月前の“ドイツ経済は厳しい冬に直面している”とのコメントから大きく様変わりした。主要国の中で景気の谷が深く、かつ回復のスピードも鈍いとみられていたドイツの景気後退は、当初多くの人が予想していたほど深刻にならない可能性が高まっている。

<sup>1</sup> 欧州委員会は、10-12月期の成長率を前期比▲0.5%と予想する一方、ECBスタッフは同▲0.2%と見込む。両者の2023年の四半期ごとの想定は概ね同じだが、2024年に関しては、各四半期で欧州委員会が同+0.3~+0.4%と23年後半と同じペースの成長を予想しているのに対して、ECBは同+0.5%~+0.6%に加速するとやや楽観的だ。その結果、ECBの2024年の予想成長率は前年比+1.9%と、欧州委員会（同+1.5%）を上回る。

<sup>2</sup> 1985-2019年の単純平均は▲9.9%、2000-2019年の20年間平均でも▲10.9%、2010-2019年の10年間平均は▲11.0%であり、現状水準（11月▲23.9%）はそれらを大幅に下回ったままである。

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）



(注) 右図：消費者信頼感のみ、直近値は2022年12月（速報値）。

(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

### 高インフレに加えて金利上昇が、個人消費の回復を妨げるリスクに

10月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲1.8%と3ヵ月ぶりに減少し（名目ベースでも同▲0.8%と半年ぶりに減少）、減少率はオミクロン株による感染拡大に対処した行動制限があった2021年12月以来の大幅減となった。行動制限の影響を受けた前回と、制限がほぼない直近10月では外部環境が異なり、それだけ足もとは高インフレの打撃を被って、消費者マインドの悪化が実質購買力を低下させたと考えられる。仮に11-12月が横ばいで推移すると、10-12月期は前期比▲1.3%と4四半期連続の減少、しかも過去2四半期の2倍以上のマイナス幅になる。10月は非食料品（自動車燃料を除く）が前月比▲2.1%、食品・飲料等が同▲1.5%、オンライン販売も同▲0.9%と揃って減少した。国別では、オーストリアやベルギー、ドイツ、フランスの減少率が大きく、対照的にスペインは小幅ながら3ヵ月連続でプラスを維持した。

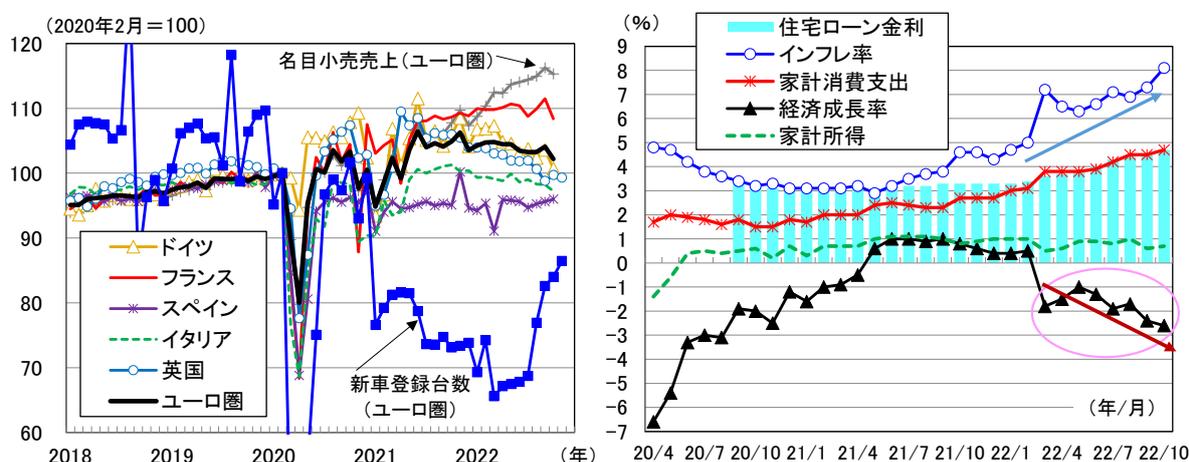
ECBの消費者を対象にした調査（CES）によると、今後12ヵ月の成長率見通しはウクライナ侵攻以降マイナス成長に転じ、直近10月調査では▲2.6%と一段と低下した。依然として消費者のインフレ予想は上昇し8.1%と過去最高を更新した。消費者は、高インフレを背景に消費支出が約5%増えると予想する一方、所得の伸びは1%未満にとどまると慎重であり、所得と支出のギャップを埋めるために貯蓄を取り崩すという構図は変わらない。今後の焦点は、11月以降の消費者マインドの下げ止まりやインフレ鈍化が実際の個人消費に反映されるかであろう。

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ろう。OECDの分析（11月公表のEconomic Outlook）によると、ユーロ圏全体での新規住宅ローンにおける変動金利の割合は2022年で14.9%と2003年の43.4%から大きく低下している。ただ、国によって2022年の状況は異なり、フィンランドが97.1%、ポルトガル66.7%、オーストリア36.1%、イタリア27.4%、スペイン21.8%とユーロ圏全体を上回っている<sup>3</sup>。対照的にドイツは10.3%、フランスは3.0%と低い。変動金利の割合の高い国ほど、今般の住宅ローン金利の大幅上昇の影響が早期にかつ大きく顕在化すると予想される。一方、住宅価格の見

<sup>3</sup> 欧州全体でもノルウェー95.6%、スウェーデン66.4%、デンマーク38.9%と北欧は変動金利の割合が高い。

通しも鈍化傾向が鮮明になっており、中でもオランダの消費者は前年割れと今後急激に価格が下がることを懸念している。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 欧州各国の実質小売上と新車登録（左）、ユーロ圏の消費者の見方（右）



(注) 小売上は自動車を除く。左図：凡例内は実質小売上。右図：今後12ヵ月の伸び率や水準を示す。

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

### インフレ率がピークアウトするも、高インフレが続く可能性 ~ ECBがタカ派姿勢を鮮明に

11月のユーロ圏のCPI(HICP)は前年比+10.1%となり、統計で遡及できる1997年以降の最高を更新した10月の同+10.6%から0.57%pt鈍化した。インフレ率が前月より鈍化したのは約1年半ぶりである<sup>4</sup>。要因分解すると、エネルギー価格の上昇(同+34.9%)がインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度は前月から縮小した。エネルギー市場価格やユーロ圏の原材料価格(エネルギー)の下落が川下のCPIにも漸く波及した。他方で、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は拡大した。今後の金融政策を占う上でECBメンバーが注目する11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%と過去最高だった10月と変わらなかった。国別では、ラトビア(同+21.7%)やエストニア、リトアニア(同+21.4%)、等のインフレ率が高く、スペイン(同+6.7%)やフランス(同+7.1%)、マルタ(同+7.2%)等は低い。両グループの顔触れはここ最近同じである。ユーロ圏全体では13カ国のインフレ率が前月から鈍化し、3カ国が変わらず、3カ国が加速した。

ECBは12月15日に開催された金融政策理事会で政策金利を50bp引き上げた。4回連続、しかも過去にないハイペースな引き締め(累計250bp)だが、利上げ幅は9月・10月の各75bpから縮小した。だが、声明文ではインフレ目標2%を実現するために“金利を安定したペースで大幅に上昇させる必要がある”と言及し、ラガルド総裁も記者会見で、安定したペースの大幅上昇について、“一定期間50bpのペースで金利を引き上げていくことを意味するのは明らか”と発言した。“次回は50bp引き上げ”“50bp1回だけとは思わないように”とも明言し、次のステップとして利上げ停止の時期を探っていた市場に比べて、ECBはかなりタカ派のスタンスである。

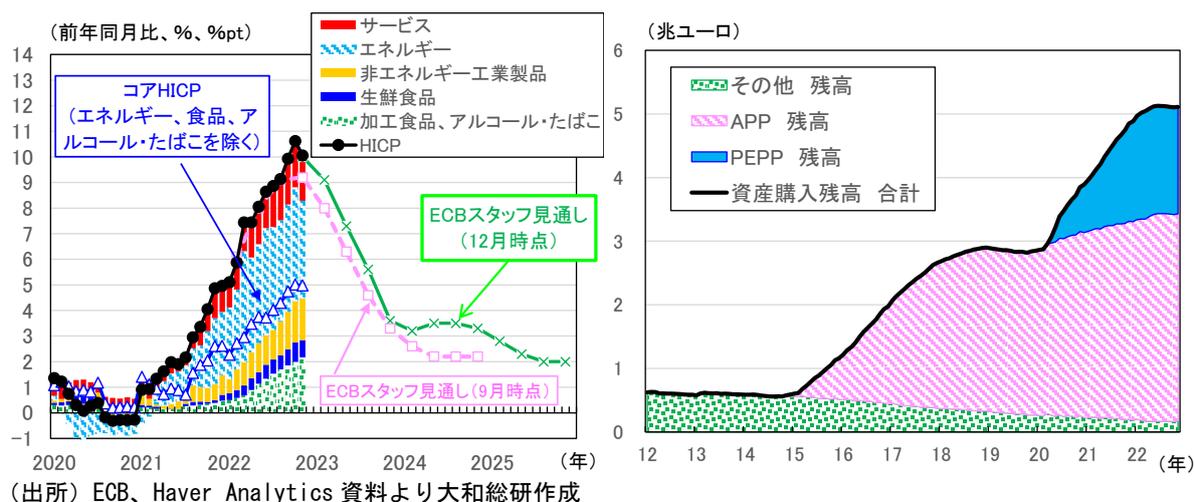
<sup>4</sup> 10-12月期のインフレ率を欧州委員会見通し(11月時点)は前年比+10.2%、ECBスタッフ見通し(12月時点)は同+10.0%と見込む。ECBの想定通りになるには12月は同+9.5%未満とさらに鈍化する必要がある。

この ECB のタカ派スタンスの背景には、インフレ目標に近づくタイミングが従来よりも後ずれし、それだけ高インフレが持続する恐れがあるというインフレ見通しの修正があると考えられる。具体的には、2022 年 10-12 月期にインフレ率がピークをつける点は従来（9 月時点）と変わらないものの、従来は 2024 年に入れば 2% 台前半まで鈍化するという見通しだったが、直近の見通しでは、2024 年を通じて 3% 台で推移し 2025 年 4-6 月期に漸く 2% 台前半に鈍化すると想定している。従来よりも約 1 年間後ずれするインフレ見通しであり、特に 2023 年は経済成長率が 0.4%pt 下方修正される一方、インフレ率は 0.8%pt 上方修正されるというスタグフレーション化が進む形であり、ECB は難しい舵取りを迫られよう。

ECB が保有する証券残高は 5.1 兆ユーロと、コロナ禍前の 2.8-2.9 兆ドルから大幅に膨らんでいる。全体の約 6 割以上を占める資産購入プログラム（APP、約 3.3 兆ユーロ）について、今回の理事会では、2023 年 3 月初めから満期償還分全額を再投資に回すことを停止し、残高を減らしていく方針を示した。ただ、具体的な削減ペースは、2023 年 4-6 月期末までは月平均 150 億ユーロ、その後は今後決めるとしている（詳細は次回 2 月の会合で発表）。積極的な資産売却という次のプロセスのタイミングや規模感は先送りし、とりあえず量的引き締め（QT）の目先の方針を示した印象が強い。QT の本格化は金利水準が高止まりする要因になるため、景気・インフレ見通しの不確実な現状では政策の柔軟性を確保したというところか。

一方、少なくとも 2024 年末まで残高を維持するパンデミック緊急購入プログラム（PEPP、約 1.7 兆ユーロ）の 10-11 月期の純買入れ増減は小幅にとどまり、償還分をそのまま同じ国の証券に再投資している。夏場にスプレッド拡大が懸念されたイタリアやスペイン、ポルトガルは純減し、ギリシャは純増したものの、変化幅自体はドイツやオランダの方が大きい。6-7 月期に、金利上昇を抑制する目的で特定の国の残高を増やしたような露骨な変動は見られない。

図表 4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、ECB の保有資産残高の推移（右）



### 2023 年に予想される様々な課題 ~ 引き続きエネルギーの脱ロシア・脱炭素の動きに揺れる

ECB は、ユーロ圏の 2022 年の成長率を +3.4% と 9 月時点から 0.3%pt 引き上げる一方、2023 年は 0.4%pt 下方修正の +0.5% に鈍化し、2024 年には従来と同じ 1.9% に加速するという標準

シナリオを示した<sup>5</sup>。また、ドイツ連銀が12月に改定したドイツ経済見通しは、エネルギー供給不足の懸念や高インフレ、そして外需低迷が響いて2023年央まで景気後退が続き、2023年全体でも▲0.5%とマイナス成長を予想している。当社の見通しでも、引き続きウクライナへの軍事侵攻が2023年のユーロ圏経済の重しになるとみる。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いている。EUはエネルギー価格に上限価格を設定しようとしているが、うまく機能する保証はなく、エネルギー需給の逼迫は天候次第という不確実性は払拭できないだろう。一般的に、供給サイドからは価格下落をもたらすような行動は期待できず、むしろ、収入確保・価格維持のために減産等供給を絞る蓋然性が高い。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、2023年のインフレ率の鈍化ペースはECBの新しい想定のように緩慢で、2023年前半まで利上げは続く可能性が出てきた。さらに、利上げとともにQTが現実のものとなっている。長短金利の上昇は、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(債務)が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。政府による過剰な財政サポートは、金融引き締め効果を減じてしまい、意図せざる形で利上げ拡大・長期化を招くかもしれない。域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、財政政策と金融政策のアンバランスを通じて、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある<sup>6</sup>。このように、ユーロ圏経済を取り巻く環境は引き続き混沌としており、マイナス成長が短期間で済んだとしても、2023年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再びネックになり、成長率の加速は限定的にとどまる可能性が高い。

図表5 各機関による経済見通し ～ 2023年はゼロ成長へ

実質GDP 成長率(%)	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2022年	2023年	2024年															
ECB (22年6月)	2.8	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年7月)	2.6	1.4	-	-	-	-	1.4	1.3	-	2.4	1.4	-	2.9	0.9	-	4.0	2.1	-
ECB (22年9月)	3.1	0.9	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMF (22年10月)	3.1	0.5	1.8	3.6	0.3	0.6	1.5	▲0.3	1.5	2.5	0.7	1.6	3.2	▲0.2	1.3	4.3	1.2	2.6
BOE (22年11月)	3.25	0.0	0.0	4.2	▲1.6	▲0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年11月)	3.2	0.3	1.5	4.2	▲0.9	0.9	1.6	▲0.6	1.4	2.6	0.4	1.5	3.8	0.3	1.1	4.5	1.0	2.0
OECD (22年11月)	3.3	0.5	1.4	4.4	▲0.4	0.2	1.8	▲0.3	1.5	2.6	0.6	1.2	3.7	0.2	1.0	4.7	1.3	1.7
ECB (22年12月)	3.4	0.5	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(出所) ECB、欧州委員会、IMF、BOE、OECD 資料より大和総研作成

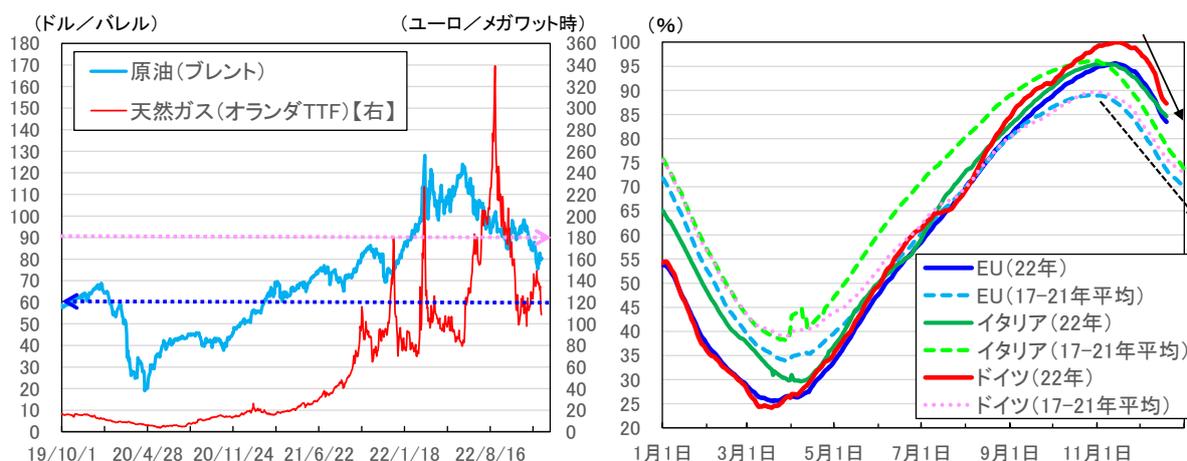
<sup>5</sup> 標準シナリオに対して、ECBは2023年▲0.6%、2024年+0.2%と大きく落ち込むダウンサイドシナリオを提示している。具体的には、ウクライナ紛争長期化に加えて、ロシア産の石油の海上輸送だけでなく、ガス供給が完全にストップし、代替エネルギーの調達がままならない状況を想定する。しかも、ガス不足は今冬だけでなく、2023-2024年の冬でも深刻になり、厳しい寒さがそれを助長する。また、EUのエネルギー需要調整もうまく機能しないと八方塞がりの状態である。この結果、2023年から2024年にかけて、ガス価格はEUが定めた上限価格180ユーロを大幅に上回る水準で推移する。また、サプライチェーンが混乱し、エネルギー不足(配給制)がもたらす生産への打撃、商品・食料品価格の高騰、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。ECBの想定はかなり極端とも指摘できるが、同時に可能性がゼロと言い切れないのが現実であろう。

<sup>6</sup> 12月のECBの利上げに対して、脆弱な国の代表であるイタリア新政権からECBを批判する声が上がっている。ECB総裁を務めたドラギ前首相時代であれば起きなかったかもしれない。

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、2022 年のガスの貯蔵率は例年の前年同期を上回る水準に達した（EU 全体では 8 月半ば以降、例年の水準を上回っている）。幸い 10 月の気温が高かったために貯蔵率は高水準を維持したが、11 月後半になると、寒さが本格化するにつれて暖房用のガス使用量が増えて、ガスの貯蔵率は下がり始めている。特に、12 月上旬以降は貯蔵量の減り方は加速し、イタリア等を除く大方の国において、例年との乖離幅が縮小している。一段と気温が低下して厳冬になればガスの消費量は増え、需給の逼迫から市場価格は上昇し、各国政府は需要調整のために一段と厳しい措置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人々の行動を制約し個人消費の重しになろう。暖房需要が低下する来春まで、天候という不確実要因に左右される点を考慮しなければならない。

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。さらに、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達が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 年後半の欧州経済見通しを左右する一因になろう。また、2022 年のような猛暑・干ばつに見舞われれば、電気料金の高騰・電力不足や水不足は再び国民生活を直撃しよう。このように、天候要因は目先の冬だけでなく、2023 年一年間を通じて意識しておく必要がある。

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

## 英国経済

### 10月は反動増もあってプラス成長に回帰したが、11月以降はストライキの影響も顕著に

7-9月期が6四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ英国経済の場合、9月の月次GDPは前月比▲0.6%と大きく落ち込んだ。これは、エリザベス2世の国葬が行われた19日がバンクホリデー（祝日）となり、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という特殊要因が作用したからである。10月は前月からの反動増もあって同+0.5%と3ヵ月ぶりに増加に転じ、市場予想をやや上回った。業種別では、卸小売・自動車オートバイ修理（同+1.9%）が最大の牽引役となったが、これは反動増の面が強い。続いて保健衛生（同+1.3%）がプラスに押し上げたが、ONSによると、新型コロナウイルスの検査やワクチン接種の増加が影響したという。その他に、製造業（同+0.7%）が5ヵ月ぶりに増加したことがプラスに貢献しており、医薬品製造や自動車等の輸送機器製造が牽引した。特に、輸送機器製造は1年ぶりの高水準に達し、大陸欧州同様に自動車生産が回復している。逆に、成長を最も押し下げたのが電気ガス蒸気空調供給（同▲2.4%）になるが、これは10月の気温が高く、暖房需要が少なかったことが一因である他、ONSは、一連のエネルギー価格上昇を受けて消費者の行動が変化した点（つまり、エネルギー消費の節約）も反映している可能性がある」と指摘する。

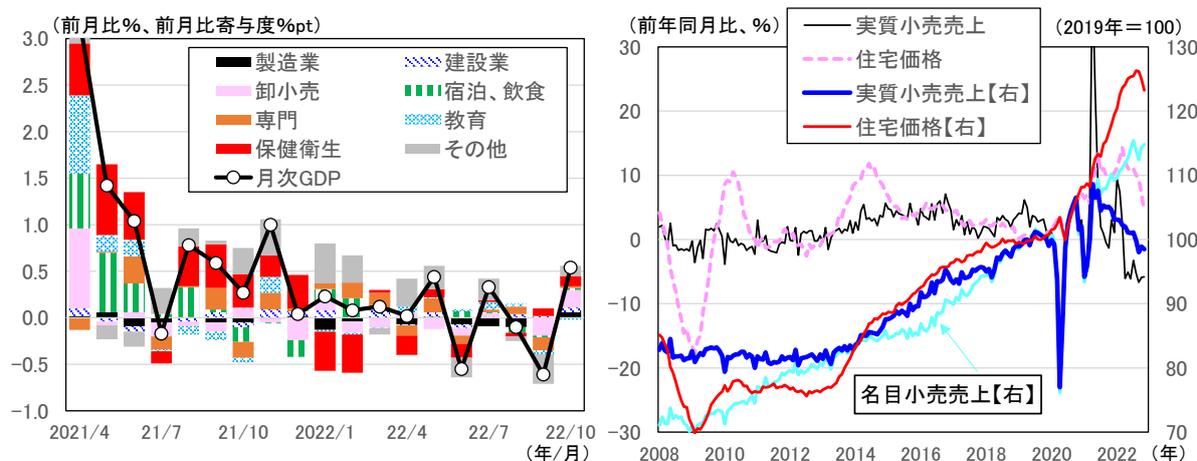
また、ONSは、10月に発生したストライキが周辺ビジネスに影響を及ぼしている点にも言及している。具体的には、鉄道ストライキは、宿泊業や飲食サービスに余波が及び、収益の減少につながったが、代替手段となったバス輸送では売上が増えたケースもある。また、港湾でのストライキは輸送・物流、海運、機械製造等の売上を減少させた他、郵便のストライキは、代替手段となった民間宅配事業や人材派遣業の収益を増やしたという報告もあったという。このように、ストライキの影響を一概に捉えることは難しい。英国の労働市場を見ると、雇用者数は増加し続ける一方、これまで人手不足を示す象徴だった企業の求人件数は、依然として高水準ながらも、5月をピークに5ヵ月連続で減少し頭打ち感がある。景気減速・悪化見込みが企業側の採用意欲を慎重化させていると考えられ、企業経営者は組合が満足するほどの大幅な賃上げになかなか応じられないだろう。2022年8-10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+6.1%と2022年に入ってから高まっているが、インフレ率が賃金上昇率を上回っているために、インフレ分を調整した実質ベースでは同▲2.7%減と目減りし続けている。

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、消費者は生活水準が厳しくなっていると感じてしまう。それ故、より大幅な賃上げを求めて、公的セクターを中心に広範なストライキが頻発している。郵便や公共交通機関等（鉄道の運転や空港の入国審査等）に始まり、ゴミの収集や教員、そして看護師等の医療従事者までも賃上げ・待遇改善を求めるストライキを実施し、国民生活は大きな不便を被っているが、これまでのところ、多くの人々が組合の行動に一定の理解を示している。

10-12月期の成長を見通す上では、10月の反動増後の動向が注目されるが、11月の実質小売売上は前月比▲0.4%と2ヵ月ぶりに減少した（名目ベースでは同+0.5%と2ヵ月連続で増加）。非食料品の売上は同▲0.6%と落ち込んだが、一部の小売業ではブラックフライデーにおける売

上増が見られ、百貨店や家具店、アパレル等は増加した。一方、食料品は同+0.9%と堅調に推移したが、ONSは、消費者がクリスマス向けに前倒しで買いだめした可能性を指摘した。物の値段が上昇している現実を踏まえた消費者の合理的な行動といえるが、12月はその反動が出る懸念が残る。また、BOEの連続利上げに加えてトラスショックによって増幅された金利上昇の影響が、住宅市場で顕在化している。住宅価格は3ヵ月連続で前月の水準を下回り、前年比の伸び率も8月の2桁台から11月は4%台と半減し、2020年央以来の低い伸びに鈍化している。過去の住宅市場調整局面でも見られたような価格変化といえよう。このように、年末にかけて消費者の支出行動は慎重さが増していると考えられる。

図表7 英国の月次GDPの推移（左）、実質小売売上と住宅価格の推移（右）



(注) 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

## BOEも利上げ幅を縮小するも、ECB以上に難しい舵取り～国民の信用を失う

消費者に慎重な行動を強いている最大の要因が高インフレであり、11月のCPI(HICPベース)は前年比+10.7%と、41年ぶりの上昇率となった10月の同+11.1%からやや鈍化した。BOEが11月に示したインフレ見通し(10-11月で均すと同+10.9%)に概ね沿った結果だ。11月の上昇率鈍化はもっぱら輸送関連、中でも自動車燃料と中古自動車の価格上昇率の鈍化が響いた。自動車燃料は7月の同+43.7%をピークに、11月は同+17.2%まで鈍化した。また、中古自動車は、半導体不足を背景にした新車の生産停滞もあってコロナ禍での需要増から2021年を通じて価格が上昇したが、足もとではその反動から下落に転じている。また、たばこや宿泊サービス、衣類・履物、ゲーム・おもちゃ等の娯楽関連も、インフレ率鈍化に貢献した。逆に、11月にインフレ率を押し上げたのがレストランやパブ等で提供されるアルコール類の値上げだった。

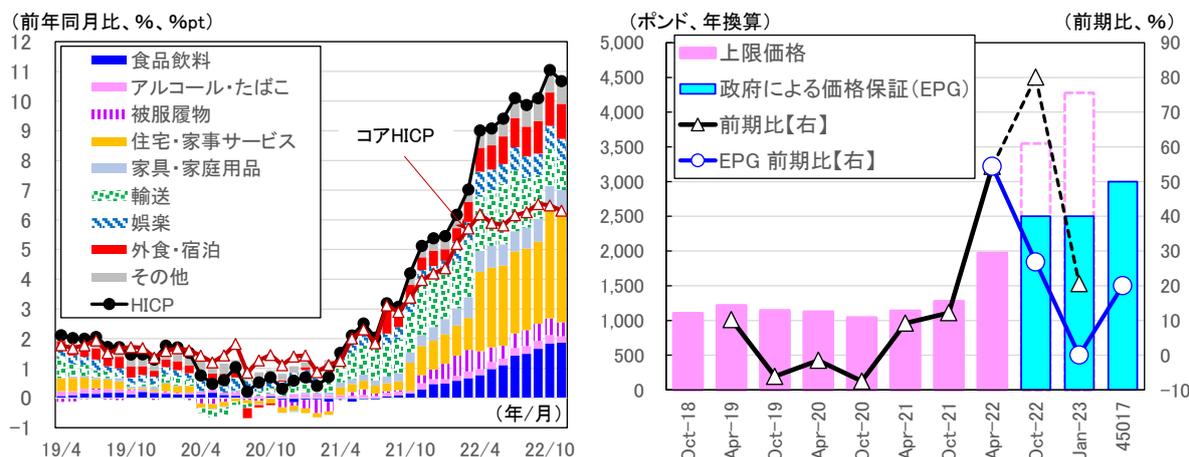
BOEは12月半ばに開催された金融政策委員会で、政策金利を50bp引き上げて3.50%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから9会合連続の引き上げとなり、2008年10月以来、約14年ぶりの高水準となった。ただ、今回も、9人のBOEメンバーの見解は分かれた(9月は5対4、11月は7対2)。ベイリー総裁を含む6人が50bpと前回11月(75bp)から利上げ幅縮小を主張する一方、2人が政策金利を3%で据え置くことを、残る1人は75bpの利上げを求めた。据え置き派は景気後退が労働市場に影響を及ぼし始めている点や利上げ効果の

ラグを重視し、75bp 派はインフレや賃金圧力が想定よりも長期間強いままになる点を踏まえ、今利上げを前倒しすることによって、来年以降の過度な利上げリスクを軽減できると主張した。

声明文では、労働市場の逼迫を背景にインフレ率や賃金の上昇圧力が高まっており（民間部門の賃金上昇率が BOE の想定を上回る）、持続性がある可能性を踏まえると、さらなる金融引き締めが正当化されると BOE は言及しており、2023 年に入っても利上げは継続すると予想される。また、BOE スタッフは、2022 年 10-12 月期の成長率が前期比▲0.1%減と 2 四半期連続のマイナスになると見込んでいる。ただ、11 月に公表された BOE の経済見通しで想定された落ち込み幅、7-9 月期：同▲0.5%、10-12 月期：同▲0.3%（金融市場が織り込んだ通りに金利が推移するケース<sup>7)</sup>）と比べると景気の谷は浅くなる模様だ。

引き続き、BOE の金融政策の行方を含めて、英国の成長率見通しには不確実性が残る。スナク政権が打ち出した増税と歳出削減をセットにした緊縮財政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 四半期連続でマイナス成長を辿り、2023 年の経済成長率は▲1.4%と落ち込む一方、2023 年のインフレ率は 7.4%と BOE の想定（8.1~8.4%）よりも低い。10 月に政府が導入したエネルギー価格保証（EPG）は延長され、標準的な世帯が負担する電気・ガス料金の上限は 2023 年 4 月から 2024 年 3 月まで年間 3,000 ポンドにとどめられる。これによって、BOE は、2023 年 4-6 月期のインフレ率は想定（9.5~9.7%）よりも約 0.75%pt 押し下げられると試算する。また、保守党の中からは、景気への影響を懸念して過度な緊縮財政に反対する動きが見られ、頻発する公的部門のストライキへの対応も求められることから、緊縮財政の景気押し下げ効果はやや緩和されると予想する。

図表 8 英国の HICP の要因分解（左）、英国の電気・ガス料金の上限価格の推移（右）



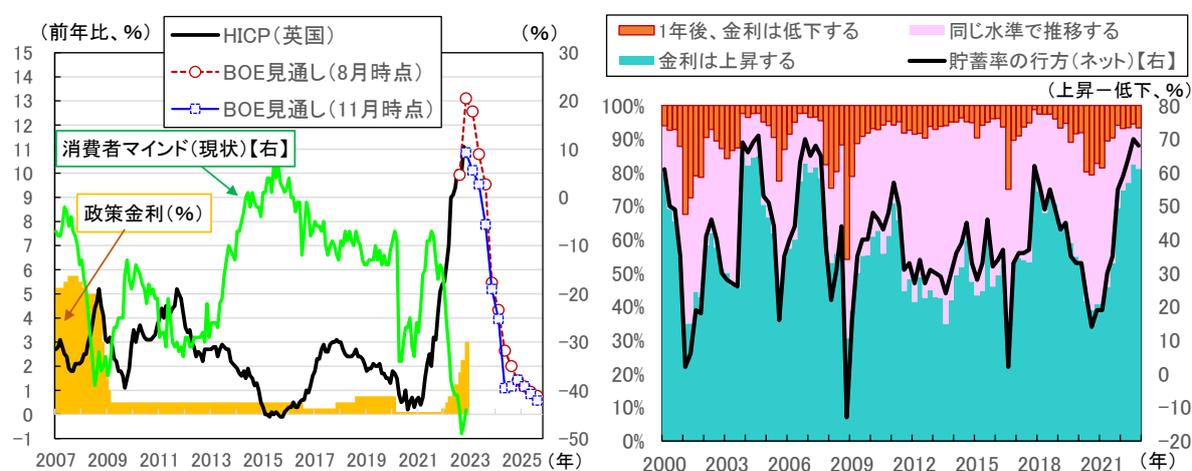
(注) 左図：コアはエネルギー、食品、アルコール・たばこを除く。その他は、保健医療や通信、教育を含む。  
(出所) ONS、Ofgem、OBR、Haver Analytics 資料より大和総研作成

BOE 等が実施した四半期調査（Bank of England/Ipsos Inflation Attitudes Survey、2022 年 11 月調査）において、国民が BOE の仕事ぶりを満足と回答した割合が 23%に低下する一方、不

<sup>7)</sup> 金利の想定は、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）。金利が 3.0%で据え置かれるケースでは、7-9 月期の成長率は前期比▲0.5%、10-12 月期は同▲0.1%とマイナス成長を予想した。

満とする割合が35%に高まった結果、ネット（満足－不満、%）は▲12%と1999年の調査開始以降で過去最低に落ち込んだ。高インフレを抑制できていない現状に対して、BOEが国民の信用を失っている。消費者の金利見通しは、先高観が依然として強く、7割の消費者が金利上昇を予想している。過去にも金利上昇予想の割合が約6～7割に高まった時があったが（2003年終わりから2004年、2006年終わりから2007年、あるいは2011年、2017年）、過去はいずれも小幅上昇を見込む割合が全体の5～6割を占めたが、足もとでは大幅上昇を見込む割合が全体の約1/3、小幅上昇が4割となっており、先高観の度合いが強いといえよう。また、金利先高観が高い時には消費者の貯蓄志向は強く、貯蓄を取り崩して消費支出を支えるというシナリオが描けない可能性がある。

図表9 BOEのインフレ率【HICP上昇率】見通しと政策金利（左）、英国消費者の金利見通し（右）



(出所) ONS、BOE/Ipsos、GfK、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	-0.2%	8.2%	9.3%	2.2%	2.5%	3.2%	1.3%	-1.6%	-1.0%	0.3%	1.0%	1.3%	5.3%	3.3%	0.1%
家計消費支出	-7.2%	14.3%	19.1%	-0.5%	-0.1%	4.2%	3.5%	-0.9%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	3.7%	4.1%	0.8%
政府消費支出	-1.3%	8.9%	1.8%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.6%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.1%	0.3%
総固定資本形成	-9.0%	7.4%	-3.2%	14.3%	-2.9%	3.8%	15.4%	-1.6%	-0.4%	0.7%	1.5%	1.9%	3.7%	4.3%	2.1%
輸出等	4.4%	10.4%	7.7%	10.9%	5.9%	7.0%	7.2%	0.8%	1.6%	2.7%	3.3%	3.3%	10.4%	7.3%	3.0%
輸入等	-3.1%	12.4%	8.6%	20.3%	-2.9%	8.9%	18.2%	2.0%	2.8%	2.8%	3.4%	3.4%	8.2%	8.7%	4.9%
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%	4.2%	2.3%	1.3%	0.5%	-0.2%	-0.3%	0.4%	5.3%	3.3%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	2.9%	5.9%	7.9%	5.4%	1.7%	1.7%	1.6%	0.7%	0.1%	0.7%	3.7%	4.1%	0.8%
政府消費支出	3.2%	8.7%	2.9%	2.6%	3.0%	0.7%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	4.3%	1.1%	0.3%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.0%	2.0%	3.6%	2.7%	7.4%	3.4%	4.1%	3.3%	0.1%	0.9%	3.7%	4.3%	2.1%
輸出等	-0.2%	26.2%	10.5%	8.3%	8.7%	7.9%	7.7%	5.2%	4.1%	3.0%	2.1%	2.7%	10.4%	7.3%	3.0%
輸入等	-5.6%	22.1%	10.3%	9.2%	9.3%	8.4%	10.8%	6.3%	7.8%	6.2%	2.7%	3.1%	8.2%	8.7%	4.9%
鉱工業生産（除く建設）	4.8%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.6%	0.4%	0.0%	0.7%	0.3%	0.5%	7.9%	0.6%	0.4%
実質小売売上高	2.2%	12.1%	2.4%	4.4%	6.1%	1.0%	-0.7%	-1.9%	-0.6%	1.4%	1.1%	1.4%	5.1%	1.1%	0.8%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	10.3%	8.4%	7.0%	5.5%	3.7%	2.6%	8.5%	6.1%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	49.8%	40.2%	32.6%	24.7%	15.1%	12.3%	40.6%	27.1%
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	68.1	38.7	25.5	-19.2	-42.3	-95.9	-125.8	-8.7	-5.3	-3.4	-5.7	-6.7	113.1	-272.7	-21.0
経常収支	96.4	86.5	65.7	33.2	12.3	-39.6	-55.8	35.0	31.9	32.1	32.4	32.6	281.8	-48.1	129.0
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.11%	2.38%	2.56%	2.47%	2.41%	-0.31%	1.18%	2.46%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.25%	3.50%	3.50%	3.50%	0.00%	2.50%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年12月20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%	-1.3%	0.7%	-2.5%	-1.2%	-0.1%	7.5%	4.4%	-0.7%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	-2.2%	-1.1%	-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%	1.2%	-0.5%	0.2%	1.3%	1.2%	12.6%	1.4%	0.6%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	10.6%	-4.5%	8.6%	-11.9%	-5.8%	-1.4%	5.6%	5.3%	-1.1%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	36.0%	-13.5%	-0.6%	0.8%	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%	2.2%	-1.0%	1.3%	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%	0.4%	-0.1%	-0.9%	-1.1%	-0.8%	7.5%	4.4%	-0.7%
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%	-0.3%	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%	0.6%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	5.8%	3.4%	2.0%	0.3%	-3.7%	-2.9%	5.6%	5.3%	-1.1%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	18.0%	3.0%	7.7%	4.2%	-3.2%	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%	-3.1%	-1.9%	1.8%	1.1%	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%	-1.9%	0.4%	1.6%	3.1%	2.2%	7.4%	-2.4%	1.8%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	0.9%	6.2%	-5.7%	-5.1%	-4.9%	-1.4%	0.7%	1.0%	1.1%	5.3%	-2.6%	0.4%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	10.8%	9.9%	7.5%	7.3%	6.2%	2.6%	9.1%	7.6%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	11.6%	17.9%	18.9%	17.3%	15.8%	10.6%	10.2%	7.8%	5.2%	16.5%	11.0%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	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	-40.7	-39.9	-40.0	-40.1	-153.8	-219.5	-160.7
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-18.5	-15.5	-16.6	-15.9	-16.0	-16.0	-45.6	-111.6	-64.5
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.66%	3.77%	3.83%	3.75%	3.67%	0.79%	2.45%	3.75%
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12月20日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研