

2023年2月22日 全12頁

欧州経済見通し 相対的に明るい展望を描けず

ウクライナ侵攻から1年、容易には長期低迷のリスクを払拭できない

経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也

[要約]

- ユーロ圏と英国の2022年10-12月期の実質GDP成長率は、マイナス成長を回避した。当初警戒されていた過度な悲観論は後退したものの、ゼロ近傍の低成長にとどまったことも事実だ。GDPの中身を見ても、個人消費の落ち込みを、輸入の減少による外需のプラス寄与等で穴埋めする形となっており、ポジティブに評価することは難しい。消費者マインドは下げ止まりから改善へと変化しているが、実際の財布の紐は堅いままである。
- 穏やかな天候（暖冬）や節約努力によって、エネルギー需給逼迫への懸念が後退したことを背景に、天然ガス等のエネルギー価格が下落している。また、各国政府が家計や企業に対して様々な支援策を実施して負担軽減を図り、部分的にインフレ率が抑制されたことも経済活動を支えたと考えられる。もっとも、支援策の規模は個々の財政状況によって異なり、成長格差を生んでしまう可能性がある。
- 2023年に入って、様々な予測機関が今年の成長率見通しを上方修正しているが、かといって楽観的にもなれない中途半端な見方にとどまっている。その背景には、昨年来の不透明感・不確実性が容易には払拭できないという現実がある。すなわち、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なく、例えば、2023-24年の冬に向けたエネルギー供給への懸念は、企業や家計に慎重さを強いるだろう。また、インフレ率の鈍化は金融当局にとってポジティブだが、過度な財政支援は金融政策の効果を弱め、大幅な賃上げ実現はインフレ再燃のリスクを高めよう。

ユーロ圏経済

2022年10-12月期のGDP成長率は+0.1%とプラスを維持 ～ 主要国はゼロ近傍にとどまる

ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率(改定)は前期比+0.1%(年率換算+0.4%)となり、辛うじてプラス成長を維持した¹。とはいえ、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻、それを機に急加速したエネルギー・食品等の価格上昇、高インフレを抑え込むためのECBによる前例のないペースでの金融引き締め、エネルギー供給懸念等先行きの不透明感を嫌気した企業や消費者のマインドの急落等、幾多の逆風に晒されながら、ユーロ圏は脅威の粘り腰を見せた。ユーロ圏各国の成長率を見ると、主要国ではドイツ(前期比▲0.2%)とイタリア(同▲0.1%)がマイナスに転じたのに対して、フランス(同+0.1%)とスペイン(同+0.2%)はプラスと明暗が分かれたが、総じてゼロ近傍の低成長といえよう。一方、リトアニア(同▲1.7%)やオーストリア(同▲0.7%)等、ユーロ圏加盟国(除く未発出国)の約1/3がマイナスに陥ったが、2四半期連続のマイナス成長となった国はフィンランドだけだった²。

ユーロ圏では、穏やかな天候(暖冬)でエネルギー需給逼迫への懸念が後退したことを背景に、天然ガス等のエネルギー価格が大幅に下落している。また、各国政府が家計や企業に対して様々な支援策を実施して負担軽減を図り、部分的にインフレ率が抑制された点も経済活動を支えたと考えられる。だが、GDPの中身を見ると、個人消費の落ち込みを、輸入の減少によって外需寄与度がプラスになって穴埋めするという構図であり、ポジティブに評価することは難しい。様々なサポート要因もあって、消費者マインドは10-12月期に下げ止まりから改善へと変化しているが、実際の財布の紐は堅いままで個人消費は低迷しており、先行きへの不透明さはなかなか払拭できていない。

フランス国立統計経済研究所(INSEE)によると、10月に発生したストライキの影響で製油所における生産が大幅に落ち込み、ガソリン供給に支障をきたした。同様に、2023年1月に入ると、マクロン政権が推進しようとしている年金制度改革(退職年齢を段階的に引き上げて年金支給開始を遅らせる等)に対して、労働組合が強く反発して大規模かつ広範なデモやストライキが実施された。今後もストライキが頻発すれば、1-3月期の成長の足を引っ張る可能性がある。一方、INSEEは2月7日に発表した短期見通しにおいて、1-3月期と4-6月期の成長率は前期比+0.2%になると予想している。ただし、INSEEは同見通しにはアップサイド、ダウンスайд両方の不確実性があり、コストショックの影響がより強く感じられることや金融引き締めの継続等が、経済活動により重くのしかかってくる可能性は排除できないと指摘している。

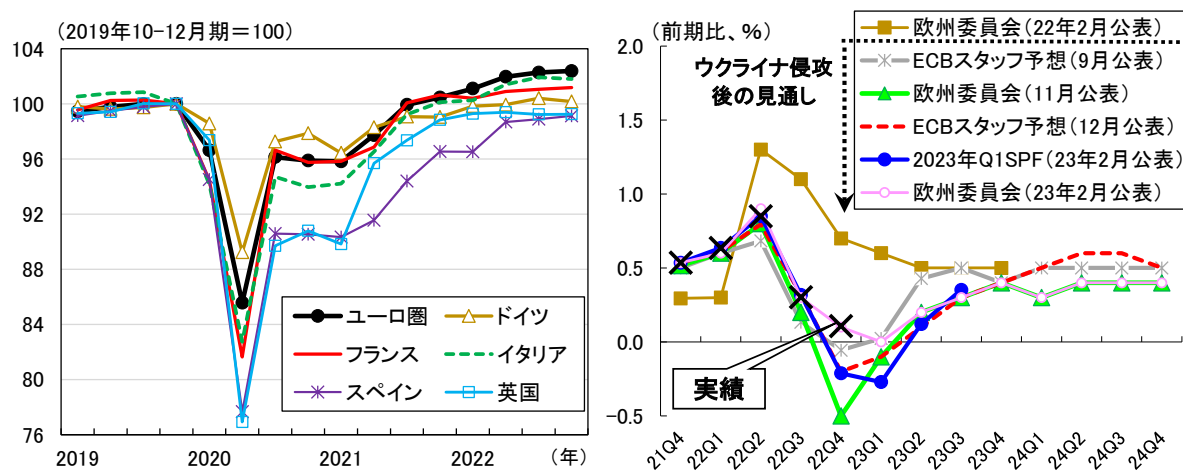
需要項目の詳細が明らかになっていないドイツについては、1月13日にドイツ連邦統計局が2022年のドイツの経済成長率を発表した際には、10-12月期がプラス成長になる可能性も示唆されたが、実際にはマイナス成長に落ち込んだ。ドイツ連邦統計局は、民間消費支出が振るわな

¹ 速報値は前期比+0.1%(年率換算+0.5%)で、わずかながら下方修正された。ECBが発表した専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF、2月3日公表)では同▲0.21%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22年10-12月期もプラス成長維持」(大和総研レポート、2023年2月1日)を参照。

² EUに対象を広げると、ハンガリーとチェコが2四半期連続マイナスのリストに加わる。10-12月期末公表の5カ国のうちエストニアとギリシャ、クロアチアは前期がマイナス成長で、2四半期連続の可能性はある。

かったとしており、マイナス成長の主因だったとみられる。また、8 四半期ぶりにマイナス成長となったイタリアの場合、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、需要項目別では、外需がプラスに寄与したが、内需（在庫変動等）のマイナスが勝った。

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

欧州委員会の見通し（2月13日公表）によると、2023年1-3月期のユーロ圏の成長率は前期比0.0%にとどまるも³、4-6月期以降は同+0.2%、同+0.3%、同+0.4%と緩やかなプラス成長を辿っていく。3カ月前時点に想定されていた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入りは回避される。この結果、2023年の成長率は0.6%pt引き上げられて+0.9%になるとみられる。1月末に見通しを改定したIMF同様に、これまでの下方修正の連続から漸く上方修正へと転じた。国別では、マイナス成長に落ち込むと危惧されていたドイツがプラス予想に転じ（前年比▲0.6%→同+0.2%）、フランスやイタリア、スペイン等の主要国も軒並み引き上げられた。もっとも、2023年の成長率が成長のゲタを履いている点（ユーロ圏は+0.4%）を踏まえると、実感としては割り引いてみる必要があるだろう。また、2024年の予想成長率は主要国では前回から小幅な下方修正、ユーロ圏全体で変わらずの+1.5%となった。

IMFや欧州委員会、そしてドイツ政府がドイツ経済はマイナス成長を回避すると上方修正する一方⁴、ドイツ連銀は最新の月報（2月20日公表）で、10-12月期は暖冬やエネルギー価格下落、底堅い労働市場等によって当初の予想ほど悪化しなかったと指摘した上で、1-3月期も経済が縮小する可能性があり、その後年末にかけて緩やかなプラス成長という見通しを示した。2023年全体では12月時点（▲0.5%）より改善するものの、小幅なマイナス成長になる可能性が高いと言及する。エネルギー需給逼迫や製造業等のボトルネックは緩和されたが、世界経済の減速で輸出が伸び悩み、高インフレが引き続き経済成長の足を引っ張る点が慎重な見方の理由である。

このように、過度な悲観論は遠のいたが、かといって楽観的にもなれない中途半端な見方にと

³ 四半期ごとの予想成長率が発表されている国では、ドイツやオーストリア、フィンランド、デンマーク、スウェーデンの5カ国が2023年1-3月期にマイナス成長になると想定されている。

⁴ IMFは2023年の成長率を10月時点の▲0.3%から+0.1%に、ドイツ政府は1月25日に公表した年次経済報告書で、10月時点の▲0.4%から+0.2%にそれぞれ引き上げた。ドイツ政府はガス・電気料金への価格上限設定等のエネルギー危機対応やドイツ経済の回復力の高さ、エネルギー節約等を見直し要因に挙げている。

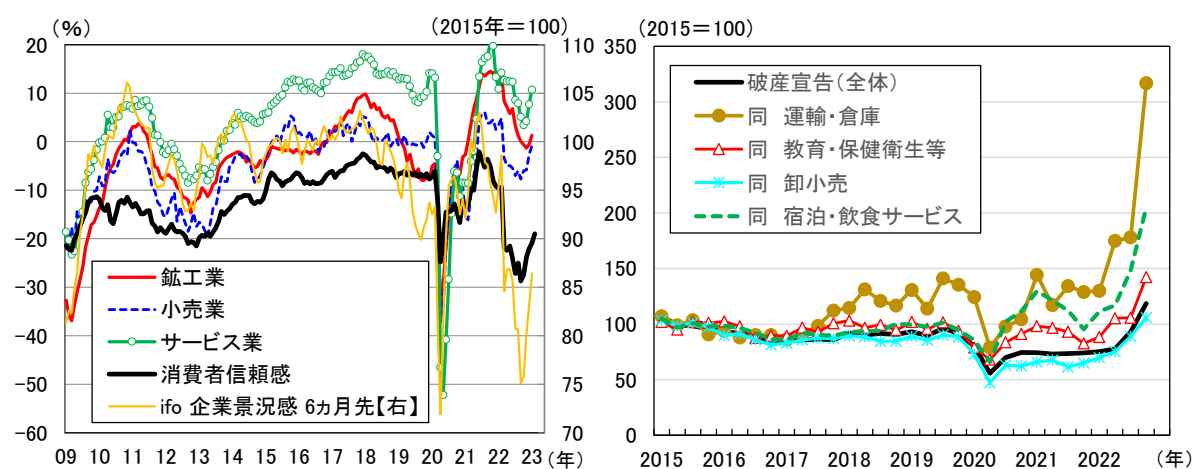
どまっている背景には、ウクライナ侵攻をきっかけに引き起こされている様々な事象、例えば、エネルギー供給懸念や高インフレ、利上げの累積効果等が 2023 年も重しになっている。

企業マインドは期待感主導で改善するも、現状認識は慎重なまま ～ 外需の先行きに懸念

2023 年 1 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 99.9 と 3 ヶ月連続で上昇した。企業景況感のうち、特に小売業やサービス業の改善ペースが大きい一方、鉱工業の改善は限定的である。また、消費者マインドの改善は続いているが、そもそもウクライナ侵攻後の消費者マインドの落ち込み方が企業景況感よりも急激であり、過去の危機（リーマン・ショックや債務危機、コロナ禍等）のボトムを下回る水準まで落ち込んだ点を踏まえると、改善度合いは緩慢といえよう。前期に続いて 2023 年 1-3 月期も、ユーロ圏の個人消費の回復力が鈍い可能性がある。

ifo 経済研究所が発表した 1 月のドイツ企業の景況感指数は 90.2 と 7 ヶ月ぶりの高水準となった。ビジネス環境の先行き（半年先）は急速に改善している一方、現状認識はここ 5 ヶ月間ほぼ横ばいで推移しており、2023 年に入って力強い成長にシフトしていく胎動は見られない。製造業の現状認識は 5 ヶ月ぶりの高水準に回復したが、サービス業は 1 年ぶりの低水準に悪化し、ifo によると、運輸倉庫やホスピタリティで現状認識の悪化が見られるという。期待感主導で景況感は押し上げられているが、足もとはそこまで明るくないのが現実である。

図表 2 ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（左）、ユーロ圏の企業倒産の推移（右）



(注) 左図：消費者信頼感のみ、直近は 2023 年 2 月分（速報）。

(出所) Eurostat、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

2022 年 12 月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲1.1%と 2 ヶ月ぶりに低下した。内訳は同+1.3%と 6 ヶ月ぶりにプラスに転じたエネルギー以外は、中間財（同▲2.8%）や耐久消費財（同▲1.4%、4 ヶ月連続減）、非耐久消費財（同▲1.0%）そして資本財（同▲0.4%）と揃って振るわなかった。国別では、アイルランド（同▲8.5%）やルクセンブルク（同▲5.2%）、リトアニア（同▲4.0%）が大きく低下した。主要国では、ドイツ（同▲2.1%）が大きく低下する一方、イタリアやフランス、スペインは上昇と明暗が分かれた。政府からのエネルギー節約要請の影響が、ガスの使用量が多い化学等のウェイトが多いドイツにより大きく出た可能性がある。また、ドイツの 12 月の製造業受注は前月比+3.2%と 2 ヶ月ぶりに増加した。前月比

で増減を繰り返しているが、ウクライナ侵攻後の半年間（2022年3月から8月）の水準に比べると9-12月平均の水準は約5%低い。12月は国内受注・海外受注ともに増加したが、前月からの反動と考えると海外受注の増加は限定的だ（同▲6.9%→同+1.2%）。中でも、ユーロ圏とは対照的に、非ユーロ圏からの受注水準は2020年7月以来の低水準に落ち込んだ。2022年初をピークに低下トレンドを辿っており、海外需要（ユーロ圏外）の弱さが顕著になっている。

ユーロ圏の企業は、コロナ禍においては各国政府の緊急融資や返済猶予等のサポートを受けて経営を維持してきたが、新規事業の登録件数がほぼ横ばいで推移する中、2022年後半以降、破産宣告（倒産）件数が急増し（半年間で約5割増）、10-12月期は2015年の統計開始以来の高水準になった。ほぼ全ての業種において倒産件数は増加基調だが、特に運輸・倉庫や宿泊・飲食サービス、教育・保健衛生等、卸小売などの業種で急増している。業種や国によって濃淡が見られるが、ウクライナ侵攻で加速した高インフレや人手不足、需要不足、金利上昇のコスト増等、様々な要因が企業に逆風になっている。

このように、企業マインドは先行きへの期待感を中心に高まっているが、実体経済のデータからは、企業が現状に関して慎重な対応にとどまっていることが見て取れる。ユーロ圏外からの受注大幅減に見られるように、外需の行方には留意が必要であろう。また、ゼロコロナ政策を撤廃した中国の経済活動が一段と活発になれば、欧州企業・経済にとってプラスの要素（輸出やインバウンド消費）も増していくと期待されるが、同時に、中国経済の本格回復が世界的なエネルギー需給の逼迫→エネルギー価格の再加速に結び付けば、欧州は高インフレから容易には脱せられないだろう。また、米中対立の余波（例えば、米国の中国向け輸出規制に協調を求められる可能性）も不確実な要素である。現時点では、中国の動向は欧州にとって諸刃の剣といえよう。

消費者マインドの改善が財布の紐を緩めるまでには至らない現状

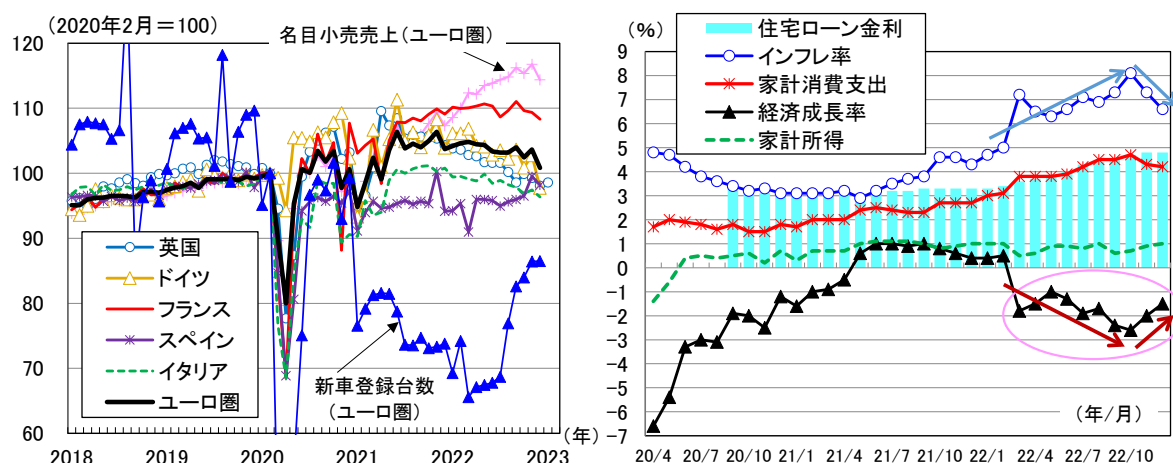
12月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲2.7%（名目ベースでも同▲2.0%）と2ヵ月ぶり減少し、2022年春以降の減少傾向が変わらない。自動車燃料が同+2.3%と増加したが、食品・飲料等（同▲2.9%、3ヵ月連続減）や非食料品（同▲2.6%）の減少が響いた。ユーロ圏加盟国のうちスロベニアやオーストリア、マルタを除くほとんどの国で減少しており（ギリシャは未発表）、中でも、オランダ（同▲6.3%）やドイツ（同▲4.9%）、ルクセンブルク（同▲3.8%）の落ち込み幅が大きい。エネルギー価格の下落や政府による様々なサポート（エネルギー価格の上限設定や補助金支給等）が個人消費への影響を軽減しているものの、消費者は浮いた分をそのまま他の支出に回すほど積極的な行動を見せていない。マインドの改善にもかかわらず、消費者は節約志向を緩めていない。オランダ経済分析局が指摘するように、家計の実質購買力の低下には、高インフレ継続と賃上げの遅れが響いている。

欧州自動車工業会（ACEA）によると、2023年1月のユーロ圏の新車登録台数は前年比+12.1%と6ヵ月連続で増加した。部品不足という自動車生産のネックだった問題が解消に向かっていることが大きいと考えられる。ただ、高インフレや自動車ローン等の金利上昇が家計を圧迫しており、今後も順調に増加し続けるかは不透明である。国別では、スペイン（同+51.4%）やイタリア（同+19.0%）、フランス（同+8.8%）等が好調である一方、最大の市場であるドイツは

同▲2.6%と半年ぶりに減少に転じた。ドイツの場合、法律改正を受けて年末にかけて駆け込み需要が発生し、年明けはその反動で減少したとみられる。

12月の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2ヵ月連続でマイナス幅が縮小し、消費者のインフレ予想も低下した。家計消費支出の伸びも鈍り、インフレ見通しが低下した影響もあつただろう。引き続き所得の見通しは慎重のままだが、国によって千差万別である。オランダやスペインの消費者は前年比2%台半ばと相対的に高い伸びを期待し、ドイツやベルギーは1%台前半で概ね横ばいであるのに対して、フランスは前年割れ、イタリアもほぼゼロ成長と消費者は慎重な見方を崩していない。

図表3 欧州各国の実質小売上と新車登録台数（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、ACEA、Haver Analytics 資料より大和総研作成

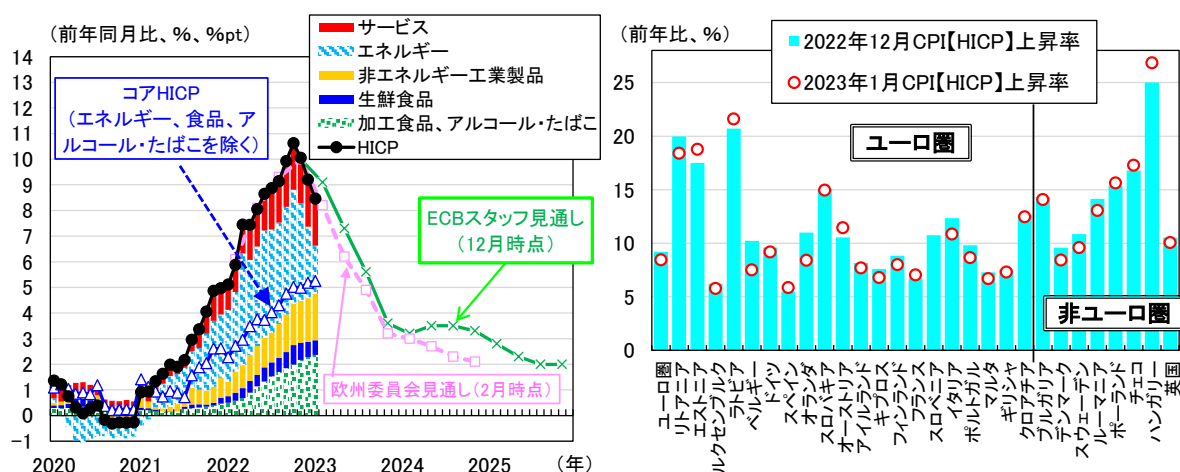
インフレへの警戒を解かないECB ～ ターミナルレート接近でコアへの注目度が一段と高まる

2023年1月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+8.5%となり、3ヵ月連続で上昇率が鈍化した。1月実績は、1-3月期のECBスタッフ見通し（12月時点、同+9.1%）を下回り、欧州委員会見通し（2月時点、同+8.2%）の想定に概ね沿った動きといえよう。インフレ鈍化の主因はエネルギー価格の上昇率が同+17.2%と着実に縮小していることであり、寄与度は2021年9月以来の小ささになるとみられる。エネルギーの市場価格はウクライナ侵攻前を下回る水準で推移しており、各国政府が消費者支援策を打ち出していることも考慮すると、短期的には、エネルギー価格の寄与度は小さくなっていくと予想される。他方で、食品、アルコール・たばこが同+14.1%に一段と加速し、その寄与度はエネルギーを上回って全体の約1/3を占めている。消費者にとって食品等はエネルギーと同様に生活必需品であり、価格上昇は家計を圧迫している。また、非エネルギー生産財価格は同+6.9%に、サービス価格は同+4.2%になった。賃金の変化が反映されやすいサービス価格は前月からやや鈍化したものの、労働市場が底堅い現状を踏まえると高止まりする可能性がある。製造業からサービス業まで幅広い業種において人手不足が企業活動の制約要因の1つになっていることに加え、引き続き生活費危機対応を求める声は強く、潜在的に賃金が上昇しやすい環境にあると考えられる。ECBメンバーが注目するコアHICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+5.2%と過去最高水準にある。

ECBは2023年2月の金融政策理事会で政策金利を50bp引き上げた。5回連続、しかも過去にないハイペースな引き締め（累計300bp）である。声明文では“安定したペースで金利を大幅に引き上げ、中期的な目標である2%にインフレ率がタイムリーに戻ることを確かにするために、十分に抑圧的な水準で金利を維持する方針を据え置く”とした。そして、次回3月も50bpの利上げを実施するつもりであると予告した⁵。ラガルド総裁は記者会見で“100%のコミットメントではないが、かなり強い決意”であると“強い（strong）”という表現を10回近く繰り返した。前回の記者会見でもラガルド総裁は“一定期間50bp/回のペースで金利を引き上げていく”、“次回は50bp引き上げ”、“50bpを1回だけとは思わないように”と言及しており、2月の決定にサプライズはない。また、声明文では、3月に“今後の金融政策の道筋を評価する”とし、次々回5月以降の政策変更の可能性を残した。

次のステップを探っていた金融市場では、ピークアウトを示唆するインフレ動向を踏まえて、今後ECBの政策金利引き上げペースが減速して、利上げの停止、さらにその先には利下げの可能性も視野に入れたという見方が一時的に強まった。しかし、2月の利上げ決定以降も、ECBメンバーからは、コアHICPの伸びがピークアウトするまで金融引き締めを継続すべき、利上げの累積効果がまだほとんど見られず、どれくらい時間がかかるか不確実である等、金融引き締め継続を強く示唆する発言が相次いでいる。従って、市場の思惑とは異なり、利上げスピードの行方やターミナルレートの水準を判断するのは時期尚早、判断材料不足であろう。ECBは、政策金利のスピード調整と同時に、資産購入プログラムで保有する証券残高の削減ペースも調節していく（当面は2023年3月から満期償還分全額を再投資に回すことを停止し、6月末まで月平均150億ユーロ減らす）。積極的な資産売却というプロセスは先送りし、再投資の調整を中心とした目先の量的引き締め（QT）の方針を示した。QTの本格化は、より長い年限の金利水準を高止まりさせる要因になることから、景気・インフレ見通しと照らして判断していく必要がある。

図表4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、欧州各国のインフレ率の比較（右）



(注) 左図：要因分解の2023年1月分、右図：ルーマニア、ポーランド、チェコ、ハンガリーは大和総研試算。
(出所) Eurostat、欧州委員会、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

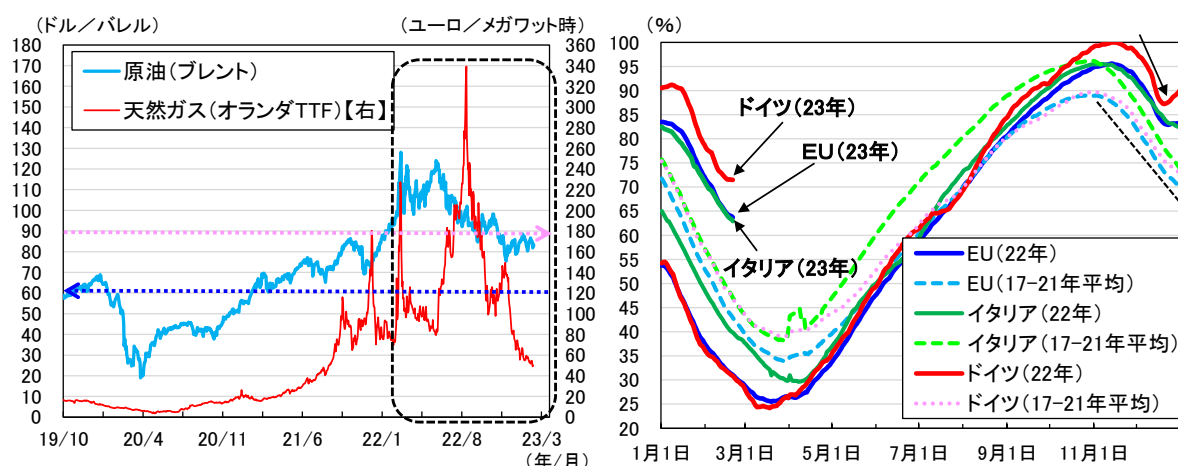
⁵ ECBは、金融引き締めに移る直前の2022年6月に次回は25bpの利上げと宣言しながら、実際には7月に50bp引き上げた経緯がある（1回目の裏切り）。また、9月の利上げの際には、9月を含めて2回以上5回未満の利上げが必要であるとしながら、次回3月に利上げが行われると5回目になる（2回目の裏切り）。

エネルギー価格の行方は経済見通しの不確定要素 ～ 2023-24年の冬が本当の危機の可能性

EUはエネルギー価格に上限価格を設定しようと試みており、昨年12月のロシア産原油に続いて、2月にもロシア産の石油製品に適用される上限価格が決定された。また、EUは天然ガスにも上限価格を設定することで合意し、上限価格を180ユーロ+ α /MWhで合意した。ガス価格上限は2月15日から適用可能になるが、当面は適用されない公算が大きい。というのも、2月半ば時点の天然ガスの先物価格（オランダTTF）は50ユーロ/MWh台で推移しており、ウクライナ侵攻前の価格水準（約88ユーロ/MWh）を下回り、EUが設定した上限価格の1/3以下にとどまっている。価格が大幅に下がっている主因はガスの需給関係が逼迫していないためで、冬に備えて欧州各国がガスの貯蔵や使用量の抑制に努めてきた結果、この冬は乗り切れそうだという安心感がガス価格を押し下げている。直近の欧州のガス貯蔵率はEUとイタリアが約63%、ドイツが71%台と例年を大幅に上回っている。1月後半以降は貯蔵率の低下ペースがやや速まったが、このまま過去1ヵ月間の平均ペースで低下しても、ボトムになるであろう3月末時点でEUの貯蔵率は45%前後、ドイツは約50%となり、例年の水準を上回る計算になる。

欧州委員会の見通し（2月時点）では、前提となるエネルギー価格を天然ガスは2023年、2024年ともに60ユーロ/MWh台前半で想定し、前回11月時点よりも約6割安、約4割安という低い価格である⁶。しかし、価格を左右する気温がこの先どうなるかを正確に予想することは難しく、暖房需要が低下する3月まで、天候という不確定要因に左右される点を考慮しなければならない。また、昨夏のような猛暑・干ばつに襲われて再び電力不足に直面する可能性も否定できない。仮に2022-23年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では今後のガス貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ2023-24年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがある。2023年央から年末にかけてエネルギー供給懸念が再び高まり、企業活動や家計の支出を制約することになれば、2023年後半の成長率の加速は限定的にとどまる可能性がある。

図表5 原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(注) 左図：矢印は、EUが設定した上限価格（原油60ドル/バレル、天然ガス180ユーロ/MWh）の水準。

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

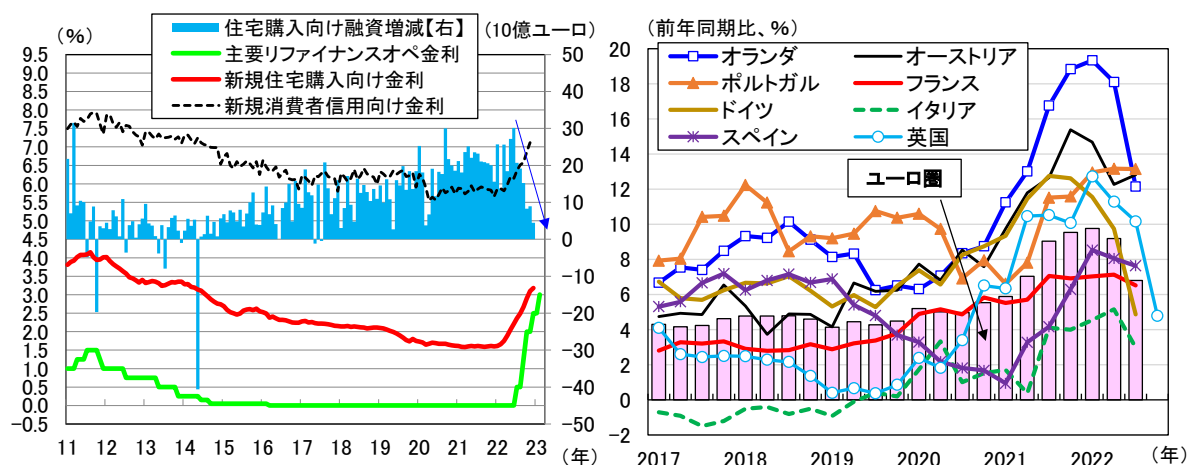
⁶ 電気料金の想定は2023年が前回比で約6割安、2024年が同約3割安となっており、原油価格は約85ドル/バレル、約80ドル/バレルと概ね前回と同じ水準である。

金利上昇の影響はどこに顕在化するか ～ 住宅市場の調整はこれから

ECB の金融引き締めに合わせて、金融機関の住宅購入向け融資の増加ペースは鈍化しており、家計の住宅購入意欲の低下を反映しているとみられる。また、金利上昇は既存の住宅ローン（例えば、変動金利や短期の借入）を抱えている家計にとっても、近い将来の負担増を意味する。ただ、雇用環境が堅調である点は一定の返済能力を担保しており（失業による返済延滞リスクは限定的）、また金融機関の融資態度は 2022 年春から貸出基準を引き締める方向にシフトしていることから、リーマン・ショックのような事態がすぐに顕在化するとは想定していない。もっとも、前述した消費者の見通し（ECB 調査）によると、住宅ローンの予想金利は徐々に上昇しており、新規に住宅取得を計画する場合には負担感が増すと予想される。消費者の見方には国によってばらつきがあり、コロナ禍以降の超低金利局面で住宅価格の上昇率が大きかった国ほど、消費者の住宅市場に対する見方は慎重であり、局所的な住宅市場の調整は避けられないだろう。

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、コロナ禍対応に続いてウクライナ侵攻に関連して歳出が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。ECB が懸念するように、政府による過剰な財政サポートは金融引き締めの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。

図表 6 ユーロ圏の家計が直面する金利上昇（左）、欧州各国の住宅価格（右）



(注) 左図：住宅購入向け金利や消費者信用向け金利は、利払いに加えて、その他手数料を含む。

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

英国経済

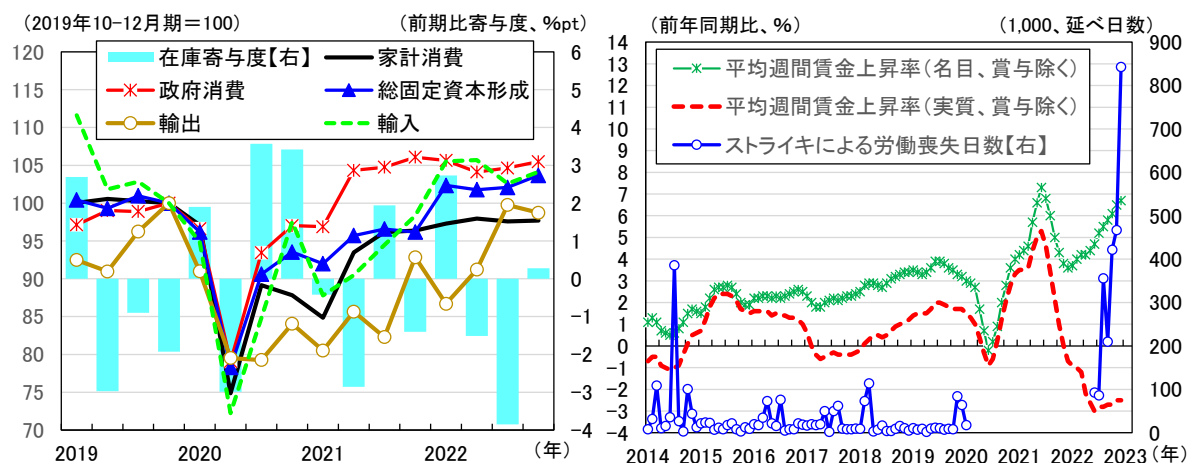
2022 年 10-12 月期の英国経済はゼロ成長 ～ マイナスを回避するも、大陸欧州よりも劣位

英国の 2022 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.0%（年率換算+0.1%）と、辛うじて 2 四半期連続のマイナス成長を回避した。コロナ禍前（2019 年 10-12 月期）の水準を依然として▲0.8%下回っており、欧州の中では、スペイン（▲0.9%）と並んで景気回復が緩慢な国の 1 つとなっている。しかも、1 月末に IMF が改定した世界経済見通しでは、欧州各国の 2023 年の成長率予想が軒並み上方修正される中で、英国の成長率は 3 ヶ月前時点から▲0.9%pt 引き下げられて▲0.6%と 3 年ぶりのマイナス成長に陥ると予想されている。

需要項目では、家計最終消費支出（非営利除く）が前期比+0.1%と2四半期ぶりにプラスに転じたが、エリザベス2世の崩御に伴う服喪期間や国葬が行われた日がバンクホリデーになったという特殊要因が作用した7-9月期（同▲0.4%）の落ち込みをカバーできなかった。ONSは、個人消費の鈍さの理由として、高インフレで家計の実質所得が圧迫されている点を指摘しており、家庭用品・サービスや食品・非アルコール飲料、娯楽等支出が引き続き減少している。名目の家計最終消費支出は同+1.3%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の伸びを押し下げた。政府最終消費支出は、新型コロナウイルスのワクチン接種の増加を反映した保健衛生関連や国防関連等の支出が膨らんだことから、同+0.8%と2四半期連続で増加した。

総固定資本形成は前期比+1.5%と2四半期連続で増加し、10-12月期の牽引役の1つとなった。中でも、工場や機械、輸送機器等の企業の設備投資が同+4.8%増加し、コロナ禍前の水準を回復した。対照的に住宅や非居住用等の建設投資は減少に転じ、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の悪影響を受けたと考えられる。また、7-9月期の成長率を約3.9%ptも押し下げた在庫要因は10-12月期には3四半期ぶりにプラス寄与となった。一方、成長の足を引っ張る形になったのが外需であり、寄与度は同▲0.8%ptと3四半期ぶりにマイナスとなった。輸出が同▲1.0%と減少したことに加えて、輸入が同+1.5%と増えたことが影響しており、輸入減少で外需寄与度がプラスになった推測されるユーロ圏とは対照的な動きになった。ONSは、保険や金融サービス、知的財産等の減少がサービス輸出を押し下げ、主に機械や輸送機器、化学薬品の輸入が増加したと指摘している。

図表7 英国GDPの要因分解（左）、賃金上昇率とストライキによる労働喪失日数の推移（右）



(注) 右図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。
(出所) ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

BOEは景気見通しを上方修正するも、インフレ警戒感はある ~賃上げ要求の実現度に左右

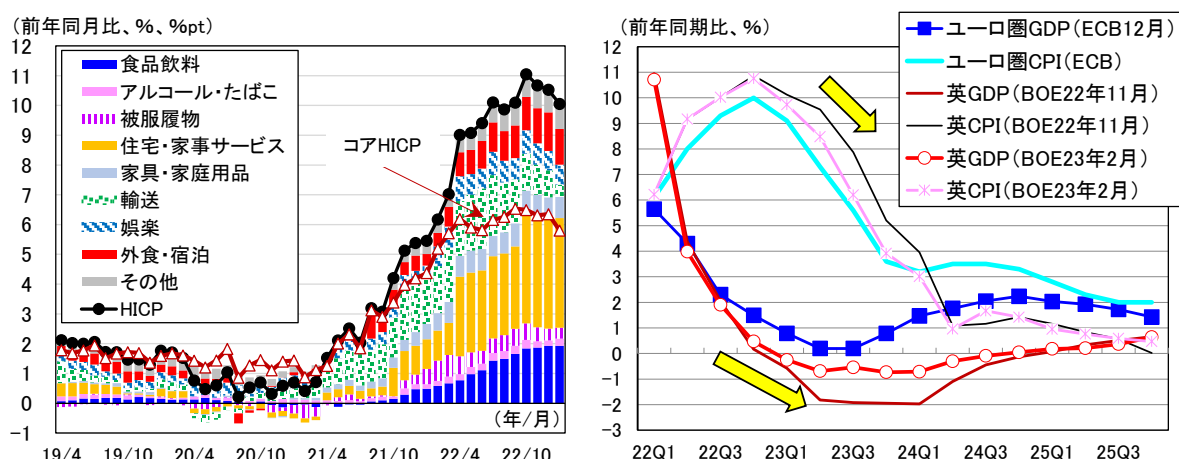
BOEは2月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を50bp引き上げて4.00%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから10回連続の引き上げとなり（累計の利上げ幅は390bpに）、政策金利は2008年10月以来の高さとなった。今回の決定に関しても、9人のBOEメンバーの見解が分かれた。ベイリー総裁を含む7人が50bpの引き上げを主張する一方（前回12月の会合で75bpの利上げを主張した1人が今回は50bpに賛同）、前回同様に2人

が据置きを求めた。市場では、今後 BOE が利上げ幅の縮小、そして利上げ停止へと動くとの期待感が高まっており、それは ECB に対してよりも強い。ただ、声明文では、物価上昇圧力が持続していれば一段の利上げに踏み切る可能性を示唆し、ベイリー総裁も、賃上げが予想以上に実現したり、サービス価格の上昇が強まった場合には追加利上げの根拠になることを記者会見で示した。引き続き、英国では広範囲で大幅な賃上げを求める動きが見られ、大規模なストライキが断続的に実施されれば経済成長の足を引っ張る一方、堅調な労働市場を背景に労使交渉が高い水準で妥結することになれば、BOE は追加利上げを迫られるという難しい局面にある。

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 4.0% 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、金利が 7-9 月期にかけて約 4.5% まで上昇し、2024 年を通じて緩やかに低下する（約 70bp）と見込まれており、3 ヶ月前の想定よりもピークとなる金利水準が約 70bp 低い。また、経済見通しは、2023 年 1-3 月期から 2024 年 1-3 月期まで 5 四半期に及ぶマイナス成長を予想している（2023 年の成長率が前年比▲0.5%、2024 年が同▲0.3%）。ただ、これも前回の想定よりも、マイナス成長の長さも谷の深さもマイルドな予想に修正されている。また、インフレ見通しでは、2022 年 10-12 月期実績の前年比+10.7% をピークに 2023 年から 2024 年半ばにかけてインフレ率が急激に鈍化し、2024 年 4-6 月期以降は同+2% を下回り続けるというものだ。

1 月の CPI（HICP ベース）は前年比+10.1% と 3 ヶ月連続で鈍化した。BOE のインフレ見通し（1-3 月期：同+9.7%）をクリアするには、今後も着実に低下していくことが求められる。ONS によると、1 月のインフレ率鈍化は輸送関連、特に航空旅客輸送と自動車燃料の価格下落を反映しており、さらにレストラン・ホテルの価格変化も寄与しているという。また、エネルギー、食品、アルコール・たばこを除くコア HICP は同+5.8% と 2022 年 6 月以来の低水準になった。コアインフレが上昇し続けているユーロ圏に対して、英国では、昨年夏からのレンジ（同+6.3% ~ +6.5%）の下限を下回り、BOE としては見通しの蓋然性を確認する安心材料となる。

図表 8 英国の HICP の要因分解（左）、BOE が改定した景気・インフレ見通し（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。
右図：ECB（22年12月時点）、英国（22年11月・23年2月時点、いずれも市場の金利予想を前提）の見通し。
(出所) ONS、BOE、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表9 ユーロ圏経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.6%	3.4%	1.2%	0.4%	-0.6%	0.4%	0.6%	1.0%	1.3%	1.8%	2.1%	1.7%	3.5%	0.5%	1.3%
家計消費支出	0.1%	4.4%	3.2%	-1.0%	-0.5%	0.4%	1.2%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%	1.6%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	0.4%	-0.4%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	-2.9%	3.9%	15.2%	-1.1%	-0.4%	0.7%	1.2%	1.5%	2.6%	2.9%	3.5%	2.6%	4.3%	2.1%	2.3%
輸出等	5.9%	7.2%	7.1%	1.3%	1.6%	2.5%	3.0%	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%	3.6%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	-2.8%	9.1%	17.7%	-1.2%	2.2%	2.4%	3.4%	3.4%	3.8%	3.7%	3.4%	3.4%	8.4%	4.0%	3.5%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	5.5%	4.3%	2.3%	1.9%	1.1%	0.4%	0.2%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	1.7%	3.5%	0.5%	1.3%
家計消費支出	7.9%	5.5%	1.8%	1.7%	1.5%	0.5%	0.0%	0.7%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%	4.1%	0.7%	1.6%
政府消費支出	3.1%	0.8%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%	0.3%	0.5%
総固定資本形成	3.6%	2.8%	7.3%	3.5%	4.2%	3.4%	0.1%	0.7%	1.5%	2.0%	2.6%	2.9%	4.3%	2.1%	2.3%
輸出等	8.7%	7.9%	7.8%	5.4%	4.3%	3.1%	2.1%	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%	7.4%	3.0%	3.3%
輸入等	9.3%	8.5%	10.7%	5.4%	6.7%	5.0%	1.7%	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%	8.4%	4.0%	3.5%
鉱工業生産 (除く建設)	-0.1%	0.5%	1.5%	1.0%	0.9%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.4%	1.7%	0.7%	0.1%	1.1%
実質小売売上高	6.1%	1.0%	-0.6%	-2.6%	-0.6%	0.3%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	0.9%	0.5%	1.8%
消費者物価	6.1%	8.0%	9.3%	10.0%	7.5%	5.4%	4.3%	3.0%	3.2%	2.4%	2.3%	1.9%	8.4%	5.0%	2.4%
生産者物価	33.1%	36.5%	41.2%	27.3%	14.2%	7.0%	6.1%	5.4%	5.0%	2.5%	2.1%	3.0%	34.3%	8.0%	3.1%
失業率	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.8%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	6.8%	6.8%	6.7%	6.9%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	-43.7	-94.7	-122.4	-60.6	20.6	26.0	25.3	13.0	17.4	17.7	18.4	18.2	-321.4	85.0	71.8
経常収支	11.2	-39.2	-105.9	28.0	43.3	44.1	43.5	43.6	42.1	42.6	44.3	45.7	-105.9	174.5	174.7
独 国債10年物 (期中平均)	0.16%	1.09%	1.35%	2.13%	2.36%	2.66%	2.64%	2.58%	2.50%	2.45%	2.39%	2.32%	1.18%	2.56%	2.41%
欧 政策金利 (未値)	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.25%	2.50%	4.00%	3.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年2月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表10 英国経済・金利見通し

	2022				2023				2024				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.8%	0.4%	-0.7%	0.1%	-1.5%	-0.7%	0.0%	0.1%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%	4.0%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	3.9%	2.7%	-1.5%	0.5%	-0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	5.3%	-0.0%	0.3%
一般政府消費支出	-1.6%	-5.7%	2.1%	3.2%	1.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.9%	1.3%	1.0%
総固定資本形成	28.2%	-2.2%	1.2%	6.3%	5.8%	-9.5%	-4.8%	-1.2%	2.6%	3.2%	3.4%	4.5%	7.7%	0.0%	0.5%
輸出等	-24.0%	22.5%	43.1%	-4.0%	-0.6%	0.8%	1.3%	1.9%	2.3%	2.5%	3.2%	2.7%	10.3%	5.2%	2.1%
輸入等	32.5%	0.7%	-11.3%	6.1%	2.3%	-1.0%	1.3%	1.8%	2.2%	1.8%	2.3%	2.5%	12.6%	0.3%	1.8%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	10.5%	3.9%	1.9%	0.4%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	0.1%	0.6%	1.0%	1.3%	4.0%	-0.5%	0.7%
家計消費支出	14.7%	4.8%	1.5%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.0%	-0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	5.3%	-0.0%	0.3%
一般政府消費支出	9.0%	-0.2%	-0.1%	-0.6%	0.2%	2.0%	1.7%	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.9%	1.3%	1.0%
総固定資本形成	11.3%	6.3%	5.7%	7.8%	2.7%	0.7%	-0.8%	-2.6%	-3.3%	-0.1%	2.0%	3.4%	7.7%	0.0%	0.5%
輸出等	7.7%	6.5%	21.2%	6.4%	13.7%	8.3%	-0.7%	0.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.7%	10.3%	5.2%	2.1%
輸入等	20.2%	16.8%	8.6%	5.9%	-0.8%	-1.2%	2.2%	1.1%	1.1%	1.8%	2.0%	2.2%	12.6%	0.3%	1.8%
鉱工業生産	-1.7%	-3.1%	-5.3%	-4.2%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	-3.6%	1.5%	1.9%
実質小売売上高	6.1%	-6.0%	-5.2%	-5.8%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	-2.9%	0.4%	0.5%
消費者物価	6.3%	9.1%	10.0%	10.7%	9.9%	7.4%	6.2%	4.5%	4.0%	3.3%	2.6%	1.8%	9.1%	6.9%	2.9%
生産者物価 (出荷価格)	11.6%	17.9%	19.0%	16.1%	14.9%	9.9%	7.6%	4.3%	3.3%	1.9%	0.5%	-1.0%	16.2%	9.0%	1.2%
失業率	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	3.7%	4.1%	4.5%
10億英ポンド															
貿易収支	-70.6	-64.4	-49.4	-45.5	-37.3	-36.5	-36.5	-36.5	-36.5	-36.2	-35.8	-35.6	-229.9	-146.9	-144.1
経常収支	-46.5	-35.1	-19.4	-14.3	-11.5	-10.7	-10.8	-10.8	-10.8	-10.5	-10.2	-10.1	-115.2	-43.8	-41.5
国債10年物 (期中平均)	1.42%	2.04%	2.66%	3.68%	3.56%	3.64%	3.58%	3.49%	3.36%	3.18%	3.08%	2.98%	2.45%	3.57%	3.15%
政策金利 (未値)	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	4.00%	3.50%	3.50%	4.25%	3.50%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2023年2月21日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研