

欧州経済はスタグフレーション突入（改定見通し）

欧州では、ロシアによる天然ガス供給の不確実性が残る中で、少なくとも冬場にかけてはエネルギー価格が高止まりとなろう。また、川上分野から川下分野への価格転嫁もさらに進むと予想される。加えて、英国では、Brexitに伴う移民制限を背景に人手不足問題の解消が遅れており、それに伴うインフレ圧力も暫く残り続ける可能性が高い。以上の状況に対し、BOE（英国中銀）やECB（欧州中銀）は、2022年内に政策金利をそれぞれ中立金利と目される水準（BOEは2.5%、ECBは主要リファイナンス金利で1.5%）まで引き上げると考えられるが、インフレ率が中銀政策目標近辺の2%に落ち着くのは2024年入り後となろう。この間の欧州景気は、世界経済減速による輸出の伸び悩みも相俟って停滞感が一段と強まり、特に2022年後半は、ユーロ圏・英国ともに物価上昇と景気後退が同時に進む「スタグフレーション」の状況に直面すると予想される。今回改定した成長率予想は、ユーロ圏が2022年2.7%、2023年0.5%、2024年1.5%、英国が2022年3.0%、2023年0.1%、2024年1.2%である。

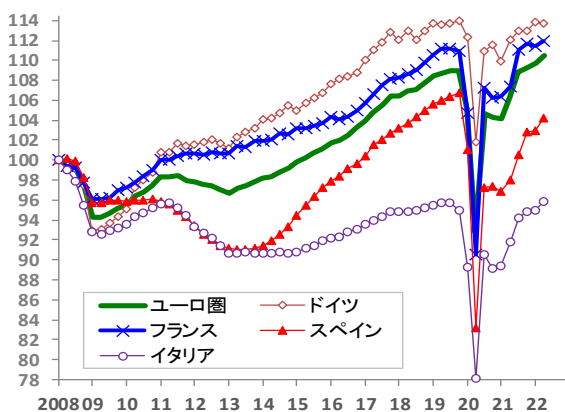
●4～6月期GDP：ユーロ圏はリベンジ消費拡大で予想以上の伸び、英国は消費拡大一服でマイナス成長

- 欧州の4～6月期の実質GDP成長率は、ユーロ圏が5四半期連続の前期比プラス成長となった一方、英国は5四半期ぶりのマイナス成長となった。
- ユーロ圏の成長率（速報値）は前期比0.6%（年率換算2.5%）と、大方の予想に反して1～3月期の同0.5%（年率2.0%）を上回る伸びとなった。主要国では、ドイツ（1～3月期前期比0.8%→4～6月期0.0%）が横ばいまで減速した一方、フランス（▲0.2%→0.5%）がプラスに転じ、スペイン（0.2%→1.1%）およびイタリア（0.1%→1.0%）がプラス幅を拡大した。

需要項目別の状況は未公表（9/7公表予定）であるが、各種経済指標の動き、および既に公表された一部の国の内訳から、主に行動制限解除を受けた外食・宿泊などの「リベンジ消費」の盛り上がりが4～6月期の成長をけん引したと推察される。ただし、輸出の伸びは鈍化した模様である。

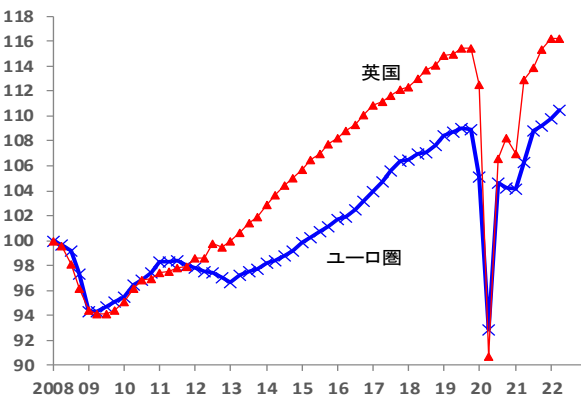
- 一方、英国の4～6月期成長率は前期比▲0.1%（年率換算▲0.3%）と、1～3月期（前期比0.8%、年率3.1%）の高成長の反動もあってマイナスに転じた。需要項目別には、輸出（1～3月期前期比▲4.4%→4～6月期2.4%）

ユーロ圏主要国の実質GDP（2008年1～3月期=100）



(出所) CEIC Data

ユーロ圏と英国の実質GDP（2008年1～3月期=100）



(出所) CEIC Data

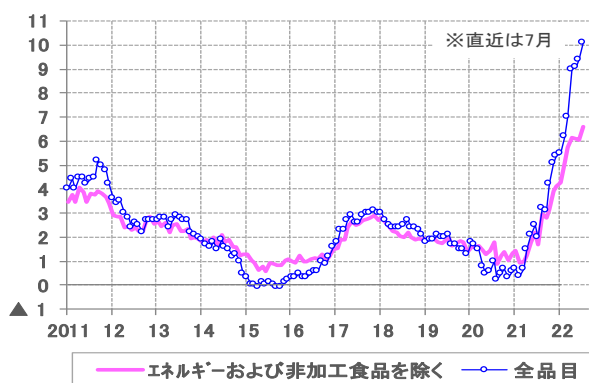
や企業設備投資（前期比▲0.6%→3.8%）がプラスに転じたものの、個人消費（0.5%→▲0.1%）や公共投資（16.9%→▲9.5%）、政府消費（▲1.3%→▲2.9%）の落ち込みが全体を下押しした。個人消費や公共投資の減少は行動制限緩和・解除直後の需要急増の反動、政府消費の減勢の強まりはコロナ対策関連業務の縮小が主因である。また、個人消費を中心に、物価上昇に伴う実質購買力低下の影響が及んだことも考えられる。

●物価と金融政策：インフレ率は引き続き上昇、BOE が利上げペース加速

<英国のインフレ率が 40 年ぶりの 2 桁に>

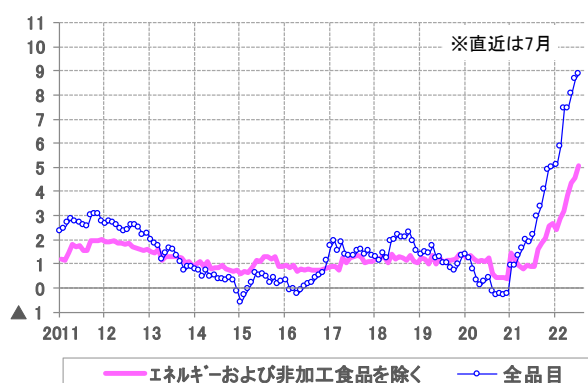
- インフレ率（消費者物価の前年同月比）の上昇に歯止めがかからない。英国では 6 月の 9.4% から 7 月には 1982 年以來の 2 桁となる 10.1% へ、ユーロ圏でも 6 月の 8.6% から 7 月には 8.9% へ高まった。エネルギー価格（英国：6 月前年同月比 57.3% → 7 月 57.8%、ユーロ圏：42.0% → 39.6%）の記録的な伸びが続いているほか、各種コストが増大する川上分野から川下分野への価格転嫁が着実に進み中で、エネルギー分野以外でも軒並み価格上昇ペースが加速している。エネルギーや非加工食品を除いたコアベースのインフレ率で見ても、英国（6 月 6.1% → 7 月 6.6%）、ユーロ圏（4.6% → 5.1%）ともに上昇が続いている。

英国の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) CEIC Data

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



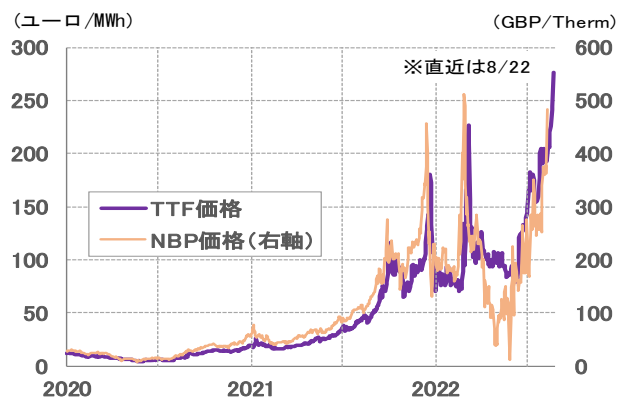
(出所) Eurostat

<エネルギー価格高騰は長期化の様相>

- ロシアのウクライナ侵攻や欧露関係の悪化が続き、英国では電力・ガス上限価格の改定も予定される中で、欧州のエネルギー価格高騰はなお暫く続く公算が大きい。

* 大陸欧州の天然ガス価格の代表的指標である オランダ TTF 先物価格（期近物） は 6 月中旬にかけて 120 ユーロ/MWh 近辺で推移していたが、7 月下旬から 8 月中旬にかけては 200 ユーロ台で推移、8 月下旬には 270 ユーロ台を記録するなど最高値を更新。8/18 時点で EU

オランダ TTF 先物・NBP 価格の推移



(出所) Bloomberg

の天然ガス貯蔵率が76%と例年並みに回復¹、11月までに貯蔵率を80%に引き上げる目標の達成が射程に入りつつあることは越冬に向けた一つの安心材料となっているが、(先月紹介した)「ノルドストリーム1」を通じたロシアからEUへのガス供給に関する不確実性は依然として高い(8/31からの設備点検による停止が長期間の供給断絶につながるのではとの懸念も)。加えて、記録的な猛暑により一部の石炭輸送や原子炉稼働に障害が発生していることも、短期的な相場押し上げ要因となっている模様。

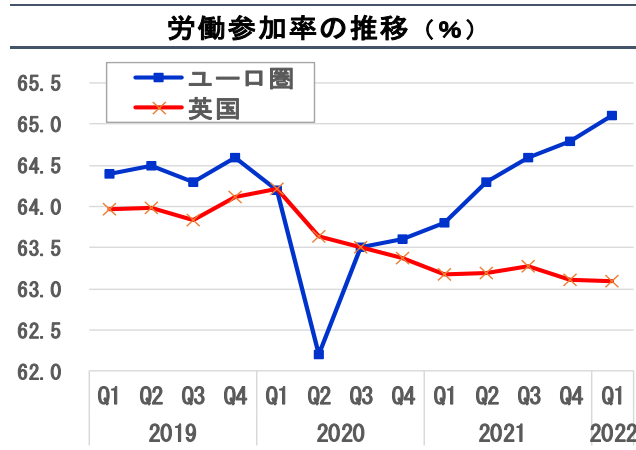
*英国市場での代表的指標であるNBP価格(National Balancing Point)も足元で上昇(1Therm<10万BTU>あたり400ポンド台へ)。年央ごろまではTTFとの相対的な割安感が指摘されていたが、EUが英国からのガス輸入を増やしている中で、足元ではTTFとの連動性が強まっている。

*英国はEUと比較してエネルギーの対露依存度は低いが、電力の約4割がガス由来であるなど(EUは約2割)、相対的に天然ガス価格の動向に左右されやすい経済構造である。その中で、10/1から家庭向け電力・ガスの上限価格引き上げが予定²され、また、上限価格の見直し周期を従来の半年ごとから四半期ごとに変更する方針(8/4にガス・電力市場局Ofgemが発表)であることから、今後の英国の家計はより即時的にガス市況高騰の影響にさらされていくこととなる。こうした状況は、英国のインフレ率を目先一段と押し上げる要因になると考えられる。

<英国では深刻な人手不足もインフレに拍車>

➤ また、英国では、人手不足に伴うインフレ圧力も根強く残っている。具体的には、①Brexitによる移民制限もあって、コロナ禍後の外国人労働者の回復が遅れていること、②労働参加率(生産年齢人口のうち就業または職探しをしている人の割合)の低下傾向が依然として続いていることが労働需給をひっ迫させ、賃金上昇を通じてサービス分野を中心とした価格上昇につながっていると考えられる。

➤ このうち、英国の労働参加率の低下について、統計上は、「長期の健康疾患(Long-term sickness)」のために職探しをしない人が増えていることが最大の理由となっており、一部メディアからコロナ後遺症に苦しむ人が多いのではないかとの指摘もある。しかし、コロナ後遺症の多さが、ユーロ圏との大きな乖離をもたらしているとは考え難く、現時点において、実状は謎と言わざるを得ない。



(出所) Eurostat, ONS

<BOEは利上げペース加速>

➤ BOE(英国中銀)は8/3の金融政策委員会で、政策金利の1.25%から1.75%への引き上げを賛成多数(8対1)で決定。利上げは昨年12月以降6会合連続で、利上げ幅は過去5回の0.25%Ptから0.50%Ptに拡大。

¹ Gas Infrastructure Europeによる発表。

² BOE(英国中銀)は8/3に公表した金融政策報告書の中で、その引き上げ幅を75%と想定している。実際の引き上げ幅は8/26に公表予定。

また、①声明文で、「より持続的なインフレ圧力の兆候に特に注意を払い、必要であれば強力に対応する」との前の文言を残したほか、②同時に公表した金融政策報告書で、上記の家庭向け電力・ガスの上限価格引き上げを念頭に、「インフレ率が今年10月に13%付近までさらに上昇する」などの見通しを示し、9月以降も追加利上げを行う可能性を示唆した。

さらに、BOEは早ければ9月から、量的緩和政策の下で買い入れた国債の売却を開始する計画³を発表。9/15の次回委員会で最終判断される予定となった。

- どこまで追加利上げをするかについて、弊社は、金融政策委員会の中でタカ派メンバーとされてきたソーンダース委員（8月退任）が5月に『中立金利』（景気に緩和的でも引き締めのでもない名目政策金利の水準）は1.25%～2.50%と示唆していた点に着目したい。

すなわち、弊社は、BOEが9/15の次回委員会で0.50Pt、11月にも0.25%Ptの追加利上げをそれぞれ実施し、政策金利がBOE関係者発言の中から確認される「中立金利」のレンジの上限である2.50%まで引き上げられると想定する。

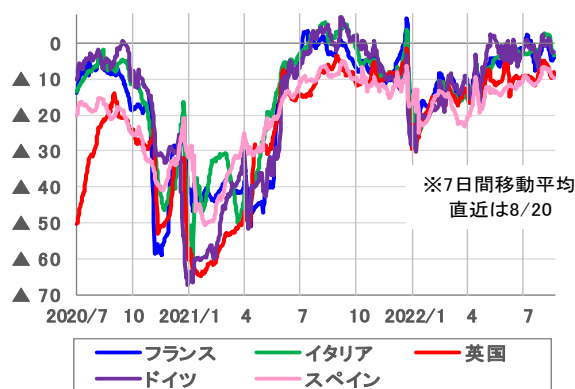
●その他の経済指標：家計需要の伸び悩みを確認

- 7月分の経済指標は一部しか公表されていないが、家計行動の慎重化を示唆するものが増えてきている。また、企業サイドでは（ユーロ圏の指標の限りではあるが）、コロナ禍に伴う操業面での制約や在庫不足が緩和してきた一方、最終需要の伸び悩みに対する警戒感を強めている状況が窺える。物価以外の主な個別指標の動きは以下の通り。

* 商業施設や娯楽施設への人出（昨年1/3～2/6<コロナ前>の平均水準との比較、Google集計）…ドイツ、フランス、イタリアは6月までに概ねコロナ前の水準を回復。ただし、その後8月中旬にかけては横ばい傾向。また、英国、スペインは、コロナ前より約1割少ない水準で伸び悩み。足元では物価高が抑制要因となっている可能性が高い。

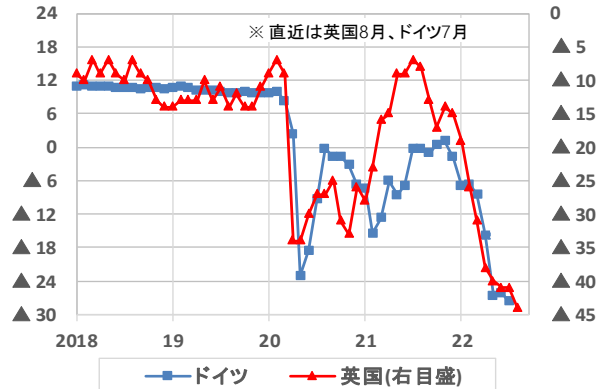
* 英国・ドイツの消費者マインド指数（GfK社調べ）…英国は8月にかけて、ドイツは7月にかけて悪化傾向が続き、ともにコロナ第1波発生直後（2020年4～5月）を下回る水準まで落ち込み。

商業・娯楽施設への人出（2020/1/3～2/6の平均比、%）



（出所）CEIC Data(元データはGoogle)

ドイツと英国の消費者マインド指数(%Pt)



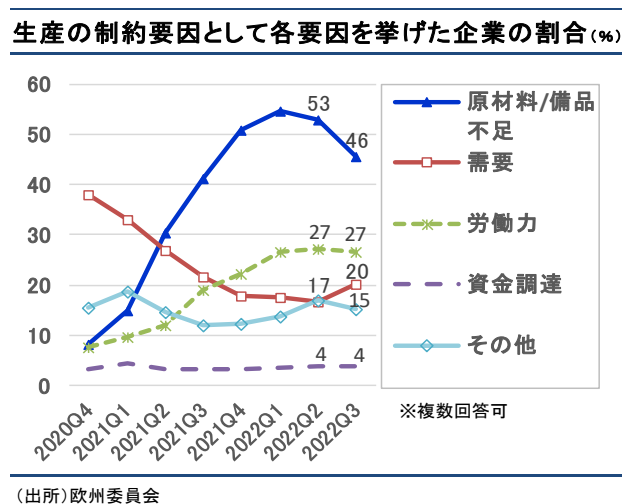
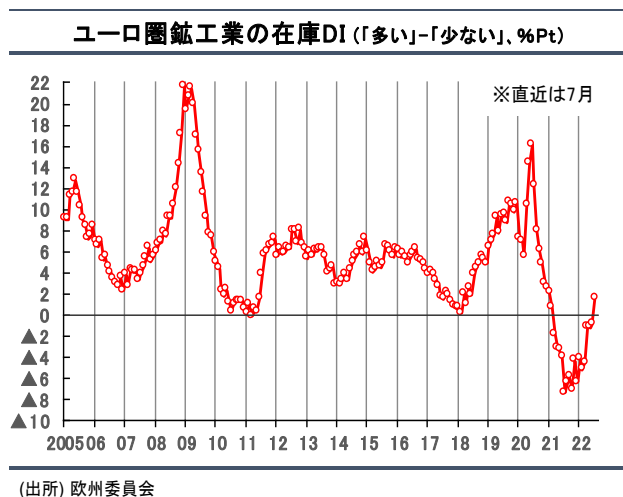
（出所）GfK
（注）指数作成方法(質問内容)が異なるため、水準も異なる。

³ 具体的には、9月からの1年間で、年間800億ポンド程度の国債保有額削減を想定（満期償還約400億ポンドおよび四半期ごとに約100億ポンドの売却を想定）。

* 英国の**小売売上高**（数量ベース、自動車を除く） … 英国の7月分はオンライン商戦が健闘し前月比0.3%と増加したものの、4~6月平均比では▲0.1%と微減、昨夏以降の減少傾向が持続。物価高に伴う実質購買力の低下や消費者マインドの悪化が背景。なお、ユーロ圏の7月分は未公表。

* **ユーロ圏鉱工業の在庫判断指数**（DI、「多い」-「少ない」、欧州委員会調べ） … 7月は1.5Ptと2021年2月以来のプラス。ユーロ圏では、コロナ禍後の人手不足に起因するモノ不足に一応の歯止め。むしろ高インフレを受けた最終需要の伸び悩みにより一部企業で在庫が積み上がり始めた兆しが示唆される。

* **ユーロ圏企業の生産制約要因**（欧州委員会によるアンケート、複数回答可） … 7月調査では「原材料・備品の不足」を挙げる企業が46%と、依然高い水準ながら4月の53%からは低下。半導体不足やサプライチェーンの混乱の影響は後退する方向。また、「労働力（の不足）」を挙げる企業の割合も上昇に歯止め（27%で横ばい）。一方で、「需要（の減退）」を挙げた企業の割合が4月の17%から7月には20%へ緩やかに上昇。



●経済見通しの改定：当面「スタグフレーション」の状況に

- 今般、4~6月期実質GDPの実績値（英国は弊社想定通り、ユーロ圏は上振れ）や、インフレ率の想定以上の騰勢などを踏まえ、2022~2023年の成長率予想を見直すとともに、予想期間を2024年まで延長した。
- まず、現下の高インフレの大きな要因となっている天然ガス市場の混乱について、当面の在庫枯渇リスクは後退しているものの、ロシアによる供給の不確実性が残り、安定調達への懸念がくすぶり続けることから、少なくとも冬場の需要期にかけて価格が高止まりすると予想される。このもとの、エネルギー価格の高止まりに加え、引き続き川上分野から川下分野への価格転嫁が進むと見込まれる。
- 加えて、英国では、Brexit（外国人労働者の流入制限）などを背景とした人手不足に伴うインフレ圧力（コストプッシュ要因）も残存する見通し。
- これに対し、BOE（英国中銀）やECB（欧州中銀）は政策金利の引き上げを継続。2022年内にそれぞれ中立金利と目される金利水準（BOEは2.5%、ECBは主要リファイナンス金利で1.5%）への到達を予想する（8月下旬時点ではBOE1.75%、ECB0.50%）。また、BOEは量的金融緩和の巻き戻しを加速する（従

来の再投資停止のみならず保有国債の売却も実施して保有資産を圧縮)。

- このような中銀の金融緩和縮小策はインフレ抑制に寄与するものの、上述したエネルギー市場の状況なども踏まえると、インフレ率が中銀政策目標近辺に落ち着くのは 2024 年入り後となろう (弊社インフレ率予想：ユーロ圏 2022 年 7.9%→2023 年 4.4%→2024 年 2.0%、英国 2022 年 9.6%→2023 年 8.8%→2024 年 2.0%)。
- 従って、今後の欧州経済は、①物価上昇が続き、中銀による金融緩和縮小も急ピッチで進む中で、内需が下押しされるほか、②世界経済の減速による輸出の伸び悩みもあって、停滞感が一段と強まる見込み。特に 2022 年後半は、行動制限解除後初めてのバカンス需要の盛り上がりを見ても、マイナス成長となる可能性が高く、ユーロ圏・英国ともに、物価上昇と景気後退が同時に進む「スタグフレーション」の状況に直面する見通し。
- 通年の成長率は、ユーロ圏が 2021 年 5.3% (実績) の後、2022 年 2.7%、2023 年 0.5%、2024 年 1.5%、英国が 2021 年 7.4% (実績) の後、2022 年 3.0%、2023 年 0.1%、2024 年 1.2%と予想。
インフレ率の上振れにより中銀の金融緩和縮小が想定以上のピッチで進むことを踏まえ、5 月時点の見通し⁴から 2023 年を中心に下方修正。
なお、2024 年については今のところ、高インフレが沈静化することを前提に、景気が持ち直して成長率がややリバウンドする展開を想定している。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2020	2021	2022	2023	2024
	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	▲6.3	5.3	2.7	0.5	1.5
個人消費	▲7.8	3.6	2.7	1.0	1.4
固定資産投資	▲6.4	3.9	2.6	1.7	1.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.4)	(0.6)	(▲0.2)	(0.0)
政府消費	0.9	3.9	0.9	0.6	1.1
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(1.3)	(0.0)	(▲0.3)	(1.4)
輸出	▲9.0	10.5	3.6	1.6	2.6
輸入	▲8.6	8.2	3.8	2.4	2.7

(出所) Eurostat、伊藤忠総研

⁴ 5 月時点の見通しは、ユーロ圏が 2022 年 2.6%、2023 年 1.7%、英国が 2022 年 3.1%、2023 年 1.2%。なお、2022 年のユーロ圏の小幅上方修正は、4~6 月期の見込み以上の成長のほか、昨年 10~12 月期・今年 1~3 月期の実績値の上方改定による。