

欧州経済：ECB 利上げ加速などインフレ抑制策が相次ぐが、 英トラス新政権の大型減税発表は裏目に

欧州では、冬の需要期が近づきエネルギー需給をめぐる強い先行き不透明感が残る中で、高インフレが依然として収まらない。8月のインフレ率（消費者物価の前年同月比）はユーロ圏が9.1%と過去最高を記録、英国が9.9%と小幅に下落したものの、引き続き高止まりしている。こうした状況の下、ECBは9/8の定例理事会において、ユーロ誕生後初となる0.75%Ptの大幅利上げを打ち出し、さらに今後複数回の利上げを示唆するなど、インフレ抑制姿勢を一段と鮮明化している。一方、英国では9/6にトラス新首相が誕生し、早速、10月から2年間のエネルギー価格凍結を発表した。しかし、ほぼ同時に発表された大型減税策は、財政コストの増大懸念から債券安（国債利回り上昇）・ポンド安・株安のトリプル安を招く展開となっており、むしろスタグフレーション懸念を高める材料となりつつある。

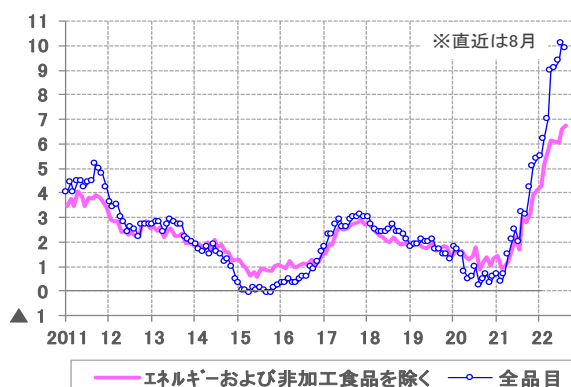
（1）欧州の景気動向

●物価と金融政策：インフレ率は引き続き上昇、ECBが利上げペース加速

<高インフレは依然として収まらず>

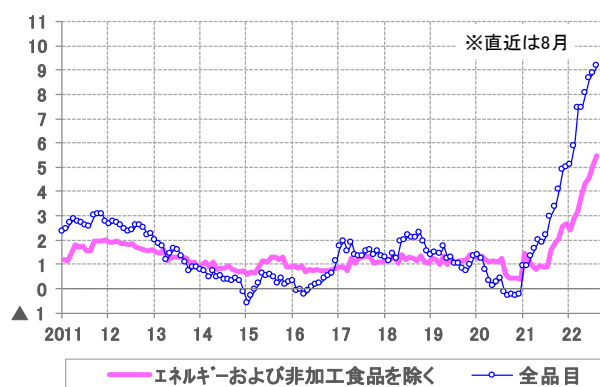
- インフレ率（消費者物価の前年同月比）は依然として強い伸びとなっている。英国では7月の10.1%から8月には9.9%へ小幅に下落したものの、ユーロ圏では7月の8.9%から8月には9.1%へと高まった。エネルギー価格（英国：7月前年同月比57.8%→8月52.0%、ユーロ圏：39.6%→38.6%）はガソリン価格の下落を反映して伸びが小幅鈍化となったものの、各種コストが増大する川上分野から川下分野への価格転嫁が着実に進み、エネルギー分野以外でも軒並み価格上昇ペースが加速している。エネルギーや非加工食品を除いたコアベースのインフレ率で見ても、英国（7月6.6%→8月6.7%）、ユーロ圏（5.1%→5.5%）ともに上昇が続いている。特に、英国ではサービス価格の上昇が7か月連続で続いている。

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、%）



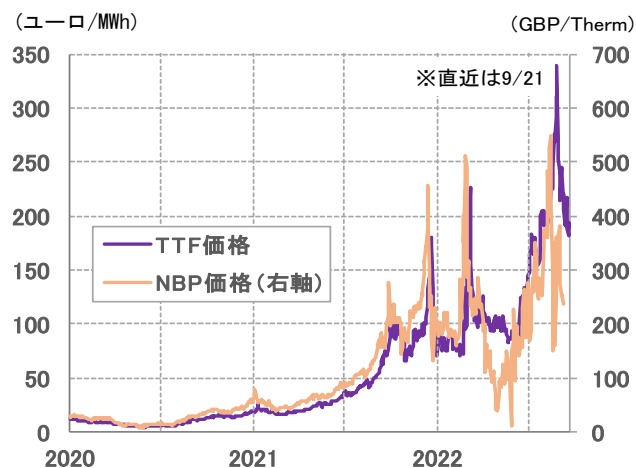
（出所）Eurostat

＜冬の需要期に向け、エネルギー価格高騰を受けた支援策の発表が相次ぐ＞

- 足元では価格上昇は一服しているが、冬の需要期に向け、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 8 月下旬には一時 340 ユーロ台を記録するなど最高値を更新。8/31 より「ノルドストリーム 1」を通じたロシアから EU へのガス供給が断絶。その後、EU の天然ガス貯蔵率が 9/21 時点で 87%と回復¹、11 月までに貯蔵率を 80%に引き上げる目標の前倒し達成が越冬に向けた一つの安心材料となり、直近 9 月中旬以降は 200 ユーロ付近で推移。相場推移は落ち着いたように見えるが、冬の需要期が近づく中、需給をめぐる先行き不透明感が払拭しきれず、前年同期比ではなお 2 倍弱の高値が続いている。

オランダ TTF 先物・NBP 価格の推移



（出所）Bloomberg

- ＊英国市場での代表的指標である NBP 価格（National Balancing Point）も一時上昇（1Therm<10 万 BTU>あたり 500 ポンド台へ到達）。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。
- 欧州委員会のフォンデアライエン委員長は、9/14 に行った施政方針演説の中で、エネルギー価格高騰による物価高抑制策を発表。天然ガス以外のエネルギー関連企業（電力会社および化石燃料事業者）が、エネルギー価格高騰によって得た超過利潤に対する課税（総額 1,400 億ユーロ）、電力需要の 10%削減義務化などを具体策として挙げた。9/30 の加盟国エネルギー担当相理事会にて本提案が議論される予定。今後、賛成多数で可決されれば各国で法施行へと移される。
- フランスは、EU 全体の取り組みを先取る形で、9/14 にボルヌ首相がエネルギー高対策を発表。来年 1 月から消費者・小規模事業者向けのガス料金、2 月から同電気料金の価格に 15%の上昇上限を設ける予定。加えて低所得層 1,200 万世帯を対象に最大 200 ユーロの光熱費を補助する。コストは 160 億ユーロとなる見込み。フランスはこれまでも個人向けガス料金の価格固定などの物価対策が奏功し、インフレ率が 6.6%（8 月）と、ユーロ圏最低水準に抑えられている。
- 英国でも、9/8 にトラス新首相がエネルギー高対策を発表。具体的には（1）消費者向けガス・電力の上限価格を年間 2,500 ポンドに 2 年間据え置き、（2）企業向けにも卸売価格の割引を少なくとも半年間講じ、10 月 1 日から予定されていた上限価格の引き上げを回避する計画となっており、10 月からの半年間で約 600 億ポンドを投じる見込み（ただし、価格によって財政コストは変わり得る）。英国政府によると、本対策によって、短期的にはインフレ率を 4~5%程度抑制できる見込み。

¹ Gas Infrastructure Europe による発表。

<ECB は利上げペース加速>

- ECB（欧州中銀）は 9/8 の定例理事会で、ユーロ誕生後初となる 0.75Pt の政策金利の引き上げを全会一致で決定。 9/14 より、主要リファイナンス金利を 0.50%から 1.25%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を 0.00%から 0.75%へそれぞれ引き上げた。
- ECB は 7/21 の理事会で、11 年ぶりの利上げを 0.5Pt の引上げ幅で決定したが、今回は更に利上げ幅の拡大を行ったことになる。主な理由としては、①足元のインフレ率の上振れおよび今後さらに長期化する可能性に対処し、②インフレ期待の持続的な上振れリスクを阻止するため、需要を抑制することを挙げている。
- 今後について、ラガルド総裁は会見で「中長期的に 2%の目標達成が視野に入る政策金利からはまだ遠く、データに基づいて会合ごとに金利引き上げを継続しなければならない」「必要であれば『中立金利』を超える利上げも辞さない」とした上で、利上げの回数は「2 回以上 5 回未満であろう」と発言した。
- 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）については、従来は複数の高官の間で「1~2%」「1%台半ば」などとする発言が出ていたが、9/9 にフランス中央銀行総裁が「2%未満、あるいは 2%に近い」、ギリシャ中央銀行総裁が「1.5%から 2%程度」と発言するなど、直近になり認識が「2%近辺」まで上方修正されている模様。
- 以上を踏まえ、今後の ECB 政策金利に関する弊社の予想を「10 月に 0.50%Pt、12 月に 0.25%Pt の追加利上げを実施し、主要政策金利（主要リファイナンス金利）が年末までに概ね中立金利と目される 2.0%に到達」と変更する。

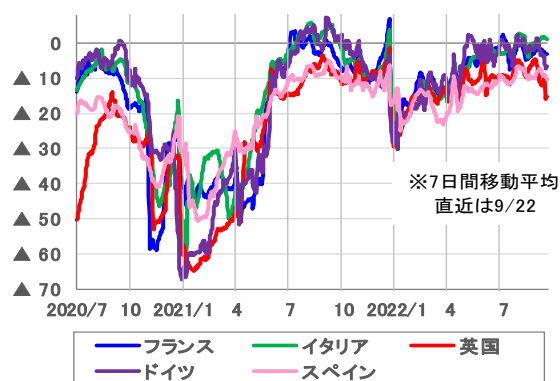
●その他の経済指標：7~9 月期の滑り出しは総じて低調

- 7~8 月分の経済指標（人出は 9 月分も）は、7~9 月期の実質 GDP 成長率がユーロ圏で大幅減速、英国で 2 四半期連続のマイナス成長となる可能性を示唆（4~6 月期成長率はユーロ圏：前期比 0.8%、年率換算 3.1%、英国：前期比▲0.1%、年率▲0.3%）。家計行動は慎重化しており、また、企業サイドでは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、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んでいたが、その後 9 月中旬にかけて、特にドイツ、英国で減少傾向。足元では物価高、消費者マインドの低下が抑制要因となっている可能性が高い。

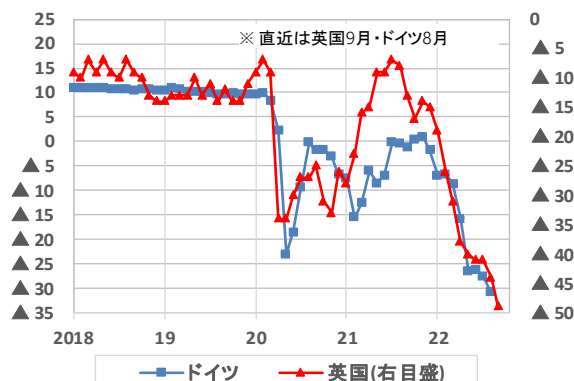
* 英国・ドイツの 消費者マインド指数（GfK 社調べ）… 英国は 9 月にかけて、ドイツは 8 月にかけて悪化傾向が続き、ともにコロナ第 1 波発生直後（2020 年 4~5 月）を下回る水準まで落ち込み。

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)

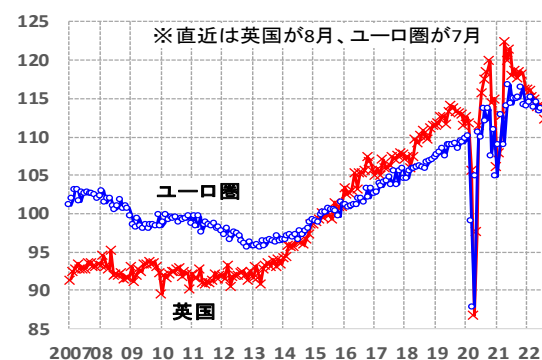
ドイツと英国の消費者マインド指数 (%Pt)



(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。

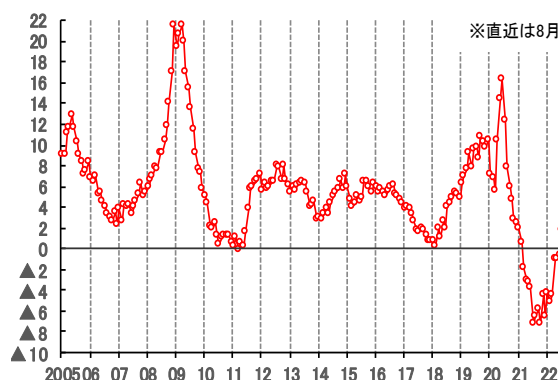
- * **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … 英国の7~8月平均は、4~6月平均比▲0.8%と減少。昨夏以降の減少傾向が持続しており、5四半期連続の減少となる可能性が高い。特に、8月は前月比▲1.6%と大幅な減少を記録。物価高に伴う実質購買力の低下や消費者マインドの悪化を背景として、全ての販売チャネルで減少となった。一方、ユーロ圏の7月分は前月比0.3%と増加したものの、4~6月平均比でみれば▲0.2%と微減(8月分は未公表)。3四半期連続の減少が視野に入る。

ユーロ圏と英国の小売売上高
(数量ベース、季節調整値、2015年=100)

(出所) CEIC Data

- * **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) … 8月は5.9Ptと一部企業で在庫が積み上がり始めた兆しが見られる。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歯止め。しかし、高インフレを受けた最終需要の伸び悩みに影響を受け始めている模様。

ユーロ圏鉱工業の在庫DI (「多い」-「少ない」、%Pt)



(出所) 欧州委員会

- * **ユーロ圏の鉱工業生産** (数量ベース、建設を除く) … 7月平均は4~6月平均比▲1.2%と急減、製造業の落込みが顕著(同▲1.1%)。4~6月期まで3四半期連続で増加していたが、7~9月期の滑り出しは相当弱く、ユーロ圏景気の減速を示唆。
- * **英国の月次GDP** … 7月分は前月比0.2%(6月分は▲0.6%)、4~6月平均比で▲0.0%と単月の「瞬間風速」ながら滑り出しは低調。4~6月平均比の増減率を部門別に見ると、鉱業は2.6%、サービス業は0.1%と拡大が続き、建設業が▲1.2%、製造業が▲0.5%となった。サービス業では、消費者向けサービス(小売、飲食、旅行・運輸、娯楽・レクリエーション)0.5%と、バカンスシーズンの滑り出しとしては好調。

(2) 政治トピックス：英国でトラス新政権が始動し、歴史的規模の減税策を発表

(1) 新首相就任

- ジョンソン氏の退陣に伴って行われた保守党党首選で、党内右派に位置付けられるリズ・トラス氏が勝利、9/6 に新首相として就任した。
- トラス首相は故サッチャー元首相、メイ前首相に続く 3 人目の女性首相となる。労働党支持者の家庭に育ち、大学在学中に自由民主党員として活動した後、保守党支持に転換。また、2016 年の国民投票時は EU 残留派であったが、その後 Brexit (EU からの離脱) 支持に鞍替えするなど、その時々的情勢に応じて柔軟にスタンスを転換する側面が指摘されている。
- 全国の保守党員約 16 万人による決選投票では、当面のインフレ対策の優先および財政健全化の方針を訴えたリシ・スナク元財務相と争った。事前の世論調査では、前政権で先陣をきって辞意を表明したスナク氏について「ジョンソン氏を辞任に追い込んだ中心人物」として不信感をもつ党員も多いとみられた中、トラス氏が一貫して安定したリードを保っていたが、決選投票の得票率はトラス氏の 57.4% (81,326 票) に対しスナク氏は 42.6% (60,399 票) と、スナク氏が想定外に健闘する結果となった。
- また、調査会社 YouGov が 9/5 に行った調査によると、トラス氏が次期首相となることについて、「喜んでいる (pleased)」とした一般市民は約 2 割にとどまり、5 割は「がっかりしている (disappointed)」と回答するなど、一般市民の受け止め方は決して前向きとは言えない。
- さらに、新政権の主要閣僚にスナク氏の支持者を起用せず、財政健全化を一旦棚上げし、歴史的規模の減税策を打ち出したことが、保守党内の一部に波紋を呼んでいる。次期総選挙の実施が見込まれる 2024 年までに、野党労働党に逆転を許し低迷する保守党の支持率を回復することに加え、一枚岩とは言えない保守党内の団結を図ることが課題と言えよう。

(2) 経済政策

- トラス新首相は 9/6 に行われた就任演説で、(1) 減税と改革による経済成長、(2) エネルギー危機への対応、(3) 医療サービスへのアクセス改善の 3 点を当面の優先課題と位置付けた上で、9/8 に早速、エネルギー高対策を発表 (概要は本稿 2 ページの通り)。
- 続いて 9/23、クワーテング財務相が「成長率 2.5%」という野心的な目標およびそれを実現するための減税と改革のプランを公表した。主な施策案は下記のとおり。
 - 国民保険料の引下げ：2022 年 4 月に実施された 1.25%Pt 引上げの取りやめを 11/6 より実施。
 - 法人税引上げの撤回：2023 年 4 月から、25 万ポンド以上の利益を上げている企業を対象に、税率の 19% から 25% への引上げが予定されていたが、すべての企業の税率が 19% に据え置かれることに。
 - 所得税引下げ：2023 年 4 月から「基本税率」を 20% から 19% へ引下げ (従来、2024 年 4 月から予定されていたものの、1 年前倒し)。10 万 5 千ポンドを超える年収に対する 45% の「追加税率」を撤廃 (5 万 270 ポンドを超える年収はすべて、40% の「高額税率」を適用)。
 - 住宅用不動産購入時の印紙税課税対象を縮小：支払い開始の水準を 12 万 5 千ポンドから 25 万ポンドへ引上げ。

- 個人減税の恩恵の約3分の2は、上位5分の1の富裕層にもたらされるとの英シンクタンク試算²もあり、富裕層優遇が中間層や貧困層への富の浸透につながると説く「トリクルダウン」を目指す予算に対する世論は厳しいものとなっている。
- プランに盛り込まれた一連の措置は、2026-2027 会計年までの約5年間で約450億ポンドの規模となるが、その財源は他分野への増税ではなく、公的借入れの増大によって賄われるとしている。また、9/25にクワテング財務相が「450億ポンドは始まりに過ぎない」と述べ、追加措置の可能性を示唆。そのため、英国金融市場は債券安（国債利回り上昇）・ポンド安・株安のトリプル安で反応。加えて、BOEが9/26の声明で、市場で俄かに高まった緊急利上げ観測を遠ざけたことも、ポンド安地合いを強めたようにも思われる。

(3) その他

- 対EU関係：トラス新首相はジョンソン前政権で外相を務め、EUとの間でBrexit後の北アイルランドの取扱いを定めた「北アイルランド議定書」の一方的な内容変更を主導してきた。そのため、首相としても対EUの強硬姿勢を貫くかどうかは今後の大きな注目点となる。目下、①就任直後に早速踏み切るのではとの一部観測もあった議定書第16条に基づく緊急措置（EUへの挑発行為とみなされる、議定書の一部効力を停止する措置）の発動は見送られ、②議定書内容変更の国内関連法案（下院通過済み）は上院での審議待ちの状態を維持しているが、エリザベス女王逝去を受けた服喪期間を9/19に終えた中、今後次の展開が出てくる可能性が高く、予断を持たずに注視していく必要がある。
なお、トラス首相は、9/21に行われた米国バイデン大統領との会談で、北アイルランドの和平合意である「ベルファスト合意」の締結25周年となる2023年の復活祭までに一連の問題を解決したいとの意欲を示した。
- 環境・エネルギー戦略：前政権が掲げた2050年ネットゼロ目標をトラス新政権も維持する見込みだが、ロシア・ウクライナ問題を受け、短期的にはエネルギー価格高騰対策およびエネルギー安全保障の確保に重点をシフト。9/8には、従来のクリーンエネルギー（原子力、風力、太陽光など）の開発促進に加え、フラッキング（水圧破砕法）による国内シェールガス採掘の一時停止措置の解除、北海油田・ガス田の再開発を行う方針も提示。

² <https://www.resolutionfoundation.org/app/uploads/2022/09/Blowing-the-budget.pdf>