

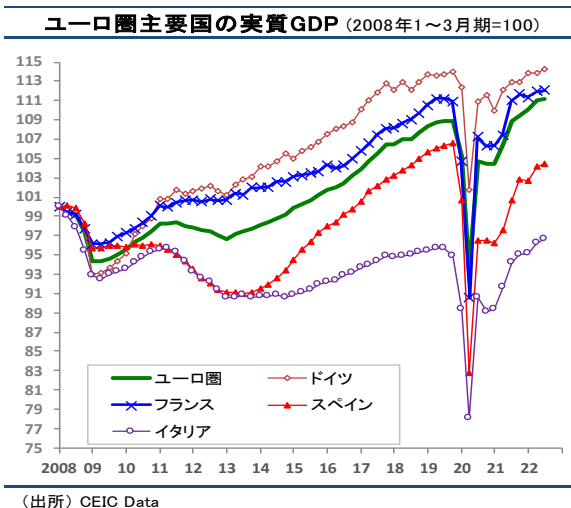
欧州経済：景気の下押しを覚悟したインフレ抑制に踏み切る

10月のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は、ユーロ圏が10.6%と過去最高を更新、英国が11.1%と41年ぶりの高水準となるなど、依然として高い伸びとなっている。こうした状況の下、ECBは10/27の定例理事会において2会合連続となる0.75%Ptの大幅利上げを決定、BOEも11/3の金融政策委員会で利上げ幅を0.75%Ptに拡大するなど、インフレ抑制姿勢を一段と鮮明化している。7～9月期はユーロ圏でゼロ近辺の成長、英国ではマイナス成長となったが、今後についても中立金利を超えた利上げが想定される中、一段の景気悪化が見込まれる。英国では、2027年度に550億ポンド相当の歳出削減・増税策を行うことを掲げた秋季財政報告が発表された。24年度までは歳出の増加を継続、本格的な財政再建は25年度以降に行われる内容となっており、足元の景気への配慮を行いながら財政再建の道筋を示すバランスのとれた計画として、一先ず評価できよう。

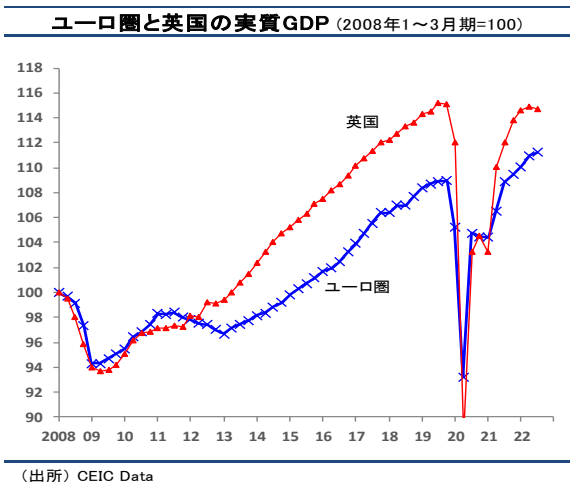
(1) 欧州の景気動向

●7～9月期 GDP：物価上昇の影響を受け、ユーロ圏は急減速、英国はマイナス成長

- ユーロ圏の成長率(速報値)は前期比0.2%(年率換算0.7%)と、かろうじてプラス成長を維持するも、4～6月期の0.8%(年率換算3.3%)から急減速。主要国では、ドイツ(4～6月期前期比0.1%→7～9月期0.3%)でプラス幅が拡大した一方、フランス(0.5%→0.2%)、スペイン(1.5%→0.2%)、イタリア(1.1%→0.5%)でプラス幅が縮小した。需要項目別の状況は未公表(12/7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、物価上昇の影響を受け、個人消費を中心に減速したことが7～9月期の成長を下押ししたと推察される。輸出の伸びも低下した模様である。



- 一方、英国の7～9月期成長率は前期比▲0.2%(年率換算▲0.7%)と、4～6月期(前期比0.2%、年率0.9%)からマイナスに転じた。ロックダウン下にあった2021年1～3月期以来、6四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目別には、政府消費(4～6月期前期比▲1.5%→7～9月期1.3%)や公共投資(▲21.5%→7.6%)がプラスに転じたものの、個人消費(0.1%→▲0.5%)や企業設備投資(3.7%→▲0.5%)の落ち込みが全体を下押しした。個人消費の減少は物価上昇に伴う実質購買力低下の影響、設備投資の減少は先行き不透明感の強まりを反映しているものとみられる。

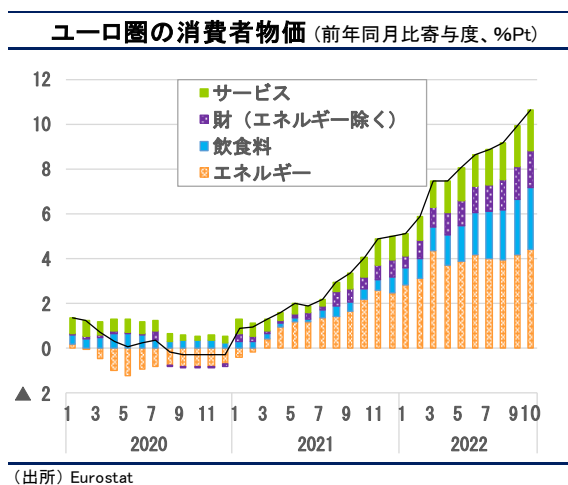
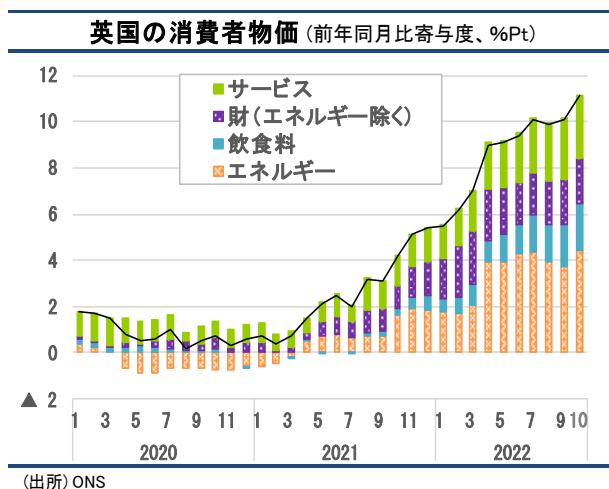


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

●物価と金融政策：高インフレは依然として収まらず、ECB と BOE は 0.75%Pt の利上げを決定

<英国は 41 年ぶりの高水準、ユーロ圏は過去最高を更新>

- インフレ率（消費者物価の前年同月比）は依然として高い伸びとなっている。英国では 9 月の 10.1% から 10 月には 11.1%、ユーロ圏では 9.9% から 10.6% へと高まった。変動の大きいエネルギー・非加工食品を除いたコアベースのインフレ率でも上昇が加速している（英国：9 月前年同月比 7.1%→10 月 7.2%、ユーロ圏：6.0 %→6.4%）。
- 内訳をみると、エネルギー価格（英国：49.6%→59.0%、ユーロ圏：40.7 %→41.5%）は、ガソリン価格が下落したものの、夏場の天然ガス高騰の影響が尾を引き、引き続き伸びが高まっている。特に、英国では 10 月に行われた消費者向けガス・電力の支払額の上限引き上げ（年間 1,971 ポンド→2,500 ポンド¹）により、上昇が加速した。また、高水準に達しているエネルギー価格など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んだため、食品類（英国：11.8%→13.2%、ユーロ圏：11.8 %→13.1%）の伸びも高まった。コアベースの財（英国：7.0 %→6.7%、ユーロ圏：5.5 %→6.1%）については、英国では中古車価格が前年の価格上昇の影響を受けて前年比で低下（2.4%→▲2.7%）したことを反映し伸びが低下したものの、ユーロ圏では家具・家事用品（7.8%→8.5%）などを中心に伸びが高まった。賃金の上昇圧力を反映しやすいサービス価格（英国：6.1 %→6.3%、ユーロ圏：4.3%→4.3%）も 4～6% で高止まっており、特に労働需給のひっ迫が続く英国では、9 か月連続で上昇が加速している。



<エネルギー価格は一旦下落も、前年同月比で 4 割高の状態が続く>

- 欧州のエネルギー価格は、足元では一旦下落しているが、冬の需要期に向けて再高騰する懸念は残る。
 * 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、直近 10 月中旬以降、120 ユーロ/MWh 付近で推移。これまでのところ、比較的穏やかな気候が暖房需要を抑制していること、EU の天然ガス貯蔵率が 11/14 時点で 95%に到達²していることが越冬に向けた一つの安心材料となったほか、貯蔵余地の低下からガス供給が一時的に過剰な状態となったことなどから、価格は足元では下落傾向にある。ただ、前年同月比では未だ 4 割高の状態が続いており、水準は高い。

¹ 標準的な家庭のガス・電気使用量の場合であり、実際はエネルギー使用量などによって左右される。

² Gas Infrastructure Europe（欧州のガスインフラを運営する企業の非営利団体）公表データ

* 英国市場での天然ガス価格の代表的指標である NBP 価格 (National Balancing Point) も TTF に連動して下落 (1Therm<10 万 BTU>あたり 110 ポンド付近で推移)。

* しかし、上記のようにガス貯蔵が進捗した下でも、需給ひっ迫を回避するためには例年以上の需要抑制が必要と見込まれており³、先行き不透明感は払しょくしきれていない。また、今冬にかけては、(1)寒波の襲来によって需要が高まった場合や、(2)ロシア以外の国々からの十分な供給が期待通りに実現しなかった場合などに、価格が再高騰するリスクがある。

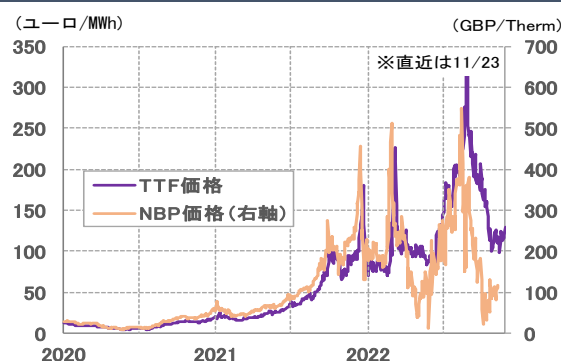
さらに、来冬に向けては、これまでロックダウンにより抑制されていた中国の需要が回復するとみられる中、ロシア産ガスに頼らず貯蔵率を回復する必要があり、先物価格が示すように足元の 120 ユーロ/MWh 付近⁴で価格が高止まる可能性がある。

- 英国では、トラス前首相が 10/1 より 2 年間、消費者向けガス・電力の支払額の上限を年間 2,500 ポンドに据え置くエネルギー高対策を発表した後、ハント財務相は本対策の期間を来年 4 月までの半年に短縮、以降は対象を絞り込むと発表。最終的には、後述する秋季財政報告において、2023 年 4 月から 2024 年 3 月までの一年間、支払額の上限は年間 3,000 ポンドへと据え置かれることが発表されたため、一時懸念された支払額上限の 4,000 ポンド超への大幅引き上げは回避された形となった。

<ECB は 2 会合連続で 0.75Pt の大幅利上げを実施>

- ECB (欧州中銀) は 10/27 の定例理事会で、0.75%Pt の政策金利の引き上げを決定。11/2 より、主要リファイナンス金利を 1.25%から 2.00%へ、中銀預金金利 (預金ファシリティ金利) を 0.75%から 1.50%へそれぞれ引き上げた。
- ECB の考える中立金利 (景気に緩和的でも引き締めのでもない政策金利の水準) は、これまでの高官発言から「1.5%から 2%程度」と想定されている。ECB は、足元の預金ファシリティー金利が 1.50%と、中立金利と目される水準へと近づく中で、「金融緩和の巻き戻しが相当程度進捗した」と評価した。
- 今後については、データに基づいた政策判断を会合ごとに行う旨の言及に留まった。ただ、足元の高インフレや期待インフレの上昇などを踏まえると、今後も利上げは続くものと考えられる。ラガルド総裁は「必要であれば『中立金利』を超える利上げも辞さない」姿勢を表明しており、政策金利の到達点 (ターミナルレート) について、9/29 にスペイン中央銀行総裁が「2.25%から 2.5%程度」と発言するなど、2%超の水準が意識されている模様である。
- こうした状況の下、今後の ECB 政策金利に関する弊社の予想を「12/15 の次回委員会で 0.50%Pt、来年 2 月に 0.25%Pt の追加利上げをそれぞれ実施し、主要政策金利 (主要リファイナンス金利) が 2.75%へと到達」と変更する。景気減速を示唆する指標が増える中、利上げのペースは鈍化していくものと考えられる。

オランダTTF先物・NBP価格の推移



(出所) Bloomberg

³ OECD “Economic Outlook, Interim Report September 2022” はガス貯蔵率が 9 割を超えた下でも、需要が十分に抑制されない場合、供給不足のリスクが高まる水準までガス貯蔵の水準が下がると予測。

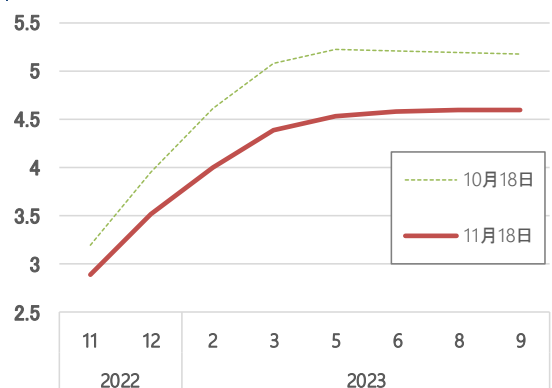
⁴ コロナ禍前 (2017~19 年平均) は 20 ユーロ/MWh 弱で推移。

<BOE は 5%超への利上げ期待を牽制しつつも、利上げ継続の意向を示す>

➤ BOE（英国中銀）は 11/3 の金融政策委員会で、政策金利の 2.25%から 3.00%への引き上げを賛成多数（7 対 2）で決定。利上げは昨年 12 月以降 8 会合連続で、利上げ幅は前回（9 月）の 0.50%Pt から 0.75%Pt に拡大した。声明文では、「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、12 月以降も追加利上げを行う意向を表明した。

➤ 一方で、どこまで追加利上げを行うかについて、BOE は、「ピークの政策金利の水準は、金融市場が織り込むよりも低いだろう」として、市場の織り込むターミナルレートを牽制する姿勢を見せた。BOE が金融政策報告において前提とした市場の政策金利見通し（10/25 までの 7 営業日平均）のピークは 23 年 7-9 月期で約 5.25%となっていたことから、5%超への利上げを否定した形となる。本委員会後の 11/4 以降、市場は政策金利見通しのピークを 4.6%付近と見込んでいる。

市場が見込む英国政策金利(%)



(出所) Bloomberg

➤ こうした状況を踏まえ、弊社は、BOE が「12/15 の次回委員会で 0.75%Pt、来年 2 月に 0.50%Pt の追加利上げをそれぞれ実施し、政策金利が 4.25%へと到達」と予想を変更する。足元の高インフレや賃金上昇率の高さから、当面は大幅利上げが続くと考え。一方で、11 月に BOE が行った金融機関へのアンケート調査において、中立金利の水準は 3.0%付近と考えられていることから、今後の利上げの継続は、金融引き締めへと舵を切る意味合いを帯びてくる。英国は既に景気後退局面に突入しており、金融引き締めの効果が今後ラグをもって表れることから、来年早々に引上げを完了、その影響を見極めるためしばらくは維持するものと想定する。

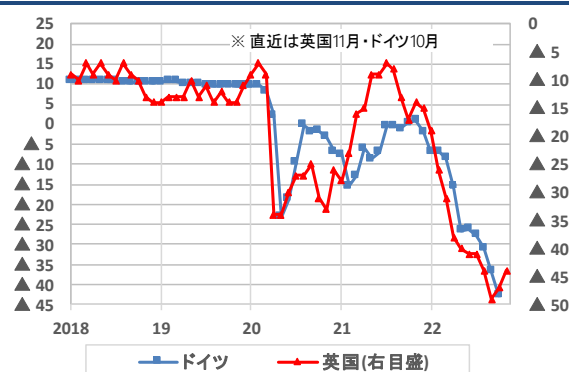
●その他の経済指標：最終需要伸び悩みの影響が、企業サイドに表れ始める

➤ 10 月分の経済指標は一部しか公表されていないが、家計行動は慎重化しており、企業サイドでは最終需要伸び悩みの影響が、在庫の積み上がりや求人数の減少という形で顕在化しつつある。物価以外の主な個別指標の動きは以下の通り。

* 英国・ドイツの消費者マインド指数（GfK 社調べ）… 英国とドイツはともにコロナ第 1 波発生直後（2020 年 4～5 月）を下回る水準まで落ち込んでいるが、英国の 11 月は▲44.0%（10 月▲47.0%）と底打ちの兆しもみられる。

* 小売売上高（数量ベース、自動車を除く）… 英国の 10 月分は前月比 0.6%と増加したものの、7～9 月平均比で▲0.9%と減少しており、昨夏以降の減少傾向が継続。10 月の増加は、エリザベス女王の国葬関連で店舗休業期間があった 9 月の反動によるもの。傾向としては、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、ほぼ全ての販売チャネルで減少が続いている。なお、ユーロ圏の 10 月分は未公表（12/5 公表予定）。

ドイツと英国の消費者マインド指数 (%Pt)

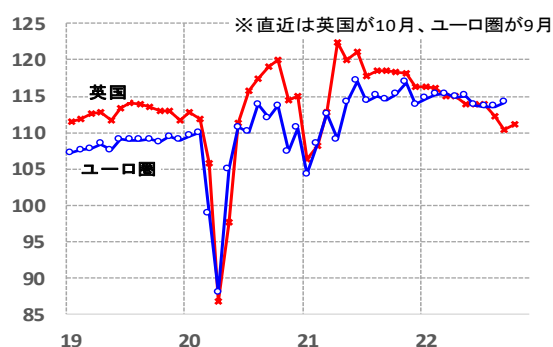


(出所) GfK

(注) 指数作成方法(質問内容)が異なるため、水準も異なる。

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)

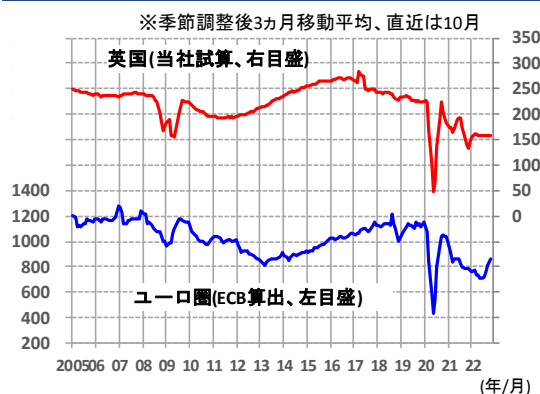


(出所) CEIC Data

* 乗用車販売台数 … 英国 (当社試算の季節調整値)

は7~9月期の年率157万台から10月は同158万台と横ばい、2019年通年の229万台と比較して31.1%低い水準まで落ち込み。ユーロ圏 (ECB算出の季節調整値) は7~9月期の同808万台から10月は同892万台へと増加。ただし、2019年通年の1129万台から21.0%低い水準となっており、回復は道半ば。ユーロ圏の動きから、供給制約の問題が徐々に解消に向かっていると推測されるが、英国は高インフレを受け需要が伸び悩んでいる可能性が高い。

ユーロ圏・英国の乗用車販売台数 (年率換算値、万台)



(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

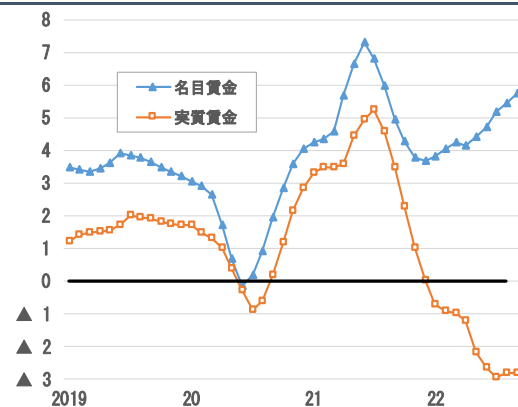
* 英国の賃金 (ボーナス除く) … 9月の平均週給 (後

方3か月移動平均)は名目ベースで5.7%(8月5.5%)と、5か月連続で伸びが高まった。ただし、実質ベースでは▲2.7%(8月▲2.8%)と、10か月連続で、マイナス圏内で推移しており、物価高騰による賃金目減りの状態が継続。

* 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) … 10月は7.7Ptと9月

(5.2Pt)に続き、在庫の積み上がりの動きが確認される。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がかかると同時に、高インフレを受けた最終需要の伸び悩みにも影響を受け始めている模様。

英国賃金の推移 (前年比、3か月移動平均)



(出所) ONS

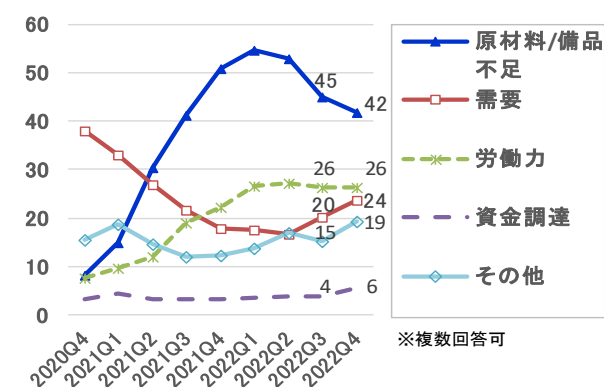
* ユーロ圏の鉱工業生産 (数量ベース、建設を除く) … 7~9月期は前期比で0.5%と4四半期連続の

増加。部門別に見ると、製造業は、繊維・衣料 (▲3.1%) などが減少した一方で、輸送用機器 (5.3%) やコンピュータ (4.4%) が増加し、全体として0.5%の増加。鉱業・採石業 (▲2.1%) や電気・ガス・蒸気・空調 (▲1.6%) は減少に転じた。エネルギー価格高騰の影響から化学品部門など、一部の企業では既に生産縮小を余儀なくされてきたが、足元の在庫の積み上がり状況も踏まえると、需要面から

も生産の下押し圧力が高まる。

＊**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）… 10月調査では「原材料・備品の不足」を挙げる企業が42%と、依然高い水準ながら7月の45%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している。また、「労働力（の不足）」を挙げる企業の割合は26%で横ばい。一方で、「**需要（の減退）**」を挙げた企業の割合が7月の20%から10月には24%へと上昇傾向にある。

生産の制約要因として各要因を挙げた企業の割合（%）



＊**英国の求人数**… 9月（8～10月平均）は122.5

（出所）欧州委員会

万件と8月（124.1万件）に続き、5か月連続の減少。コロナ禍前と比較して未だ高水準を維持するものの、当局によると、**経済の減速を背景に採用を控えると回答した企業数が増加**。今後も徐々に労働需要の鈍化が進むと考えられる。

●景気認識：一段の景気悪化が見込まれる

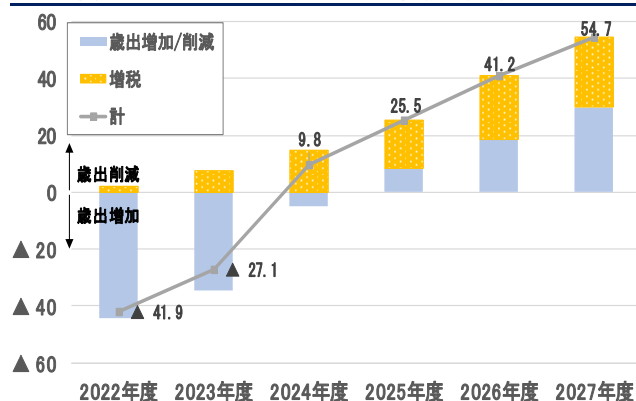
- 以上の状況より、欧州経済は、春から初夏にかけてのサービス需要の盛り上がりは一巡しつつあり、ロシア・ウクライナ情勢を映じた**記録的な高インフレを主因に足元の景気は減速**している。今後についても、**エネルギー価格が再び高騰する懸念が払拭されず、川上分野から川下分野への価格転嫁もさらに進むなど高い物価上昇率が続く見込みであり、中央銀行も金融引き締め領域へ利上げを進めるとみられるため、一段の景気悪化が見込まれる。**

（2）政治トピックス

●英国：秋季財政報告の公表 ～市場はひとまず好感、本格的な財政再建は2025年度以降に～

- 11/17、英国政府は2027年度（2027年4月～2028年3月）に550億ポンド相当の歳出削減・増税策（うち、歳出削減策が300億ポンド、増税策が250億ポンド）を行うことを掲げた**秋季財政報告**を発表。発表前後で国債利回りや為替、株価に混乱はみられず、市場はひとまず好感した模様。
- 財政再建の道筋としては、足元でエネルギー価格の高騰を主因として人々の生活が困窮、景気後退局面に入りつつあることに配慮し、**2024年度までは所得補填を中心とする歳出の増加を継続**。その後、**2025年度以降は歳出削減に転じ、増税と併せて財政再建を急ピッチで行う内容**となっている。歳出削減が2025年度まで行われない背景としては、2025年1月までに予

秋季財政計画における歳出削減・増税予定額（10億ポンド）



（出所）英国財務省

⁵ 英国財務省が翌年度（英国の会計年度は4月から開始）の経済・財政政策を明らかにするもので、「予算書」のベースとなる。同時に、OBR（英予算責任局）が向こう5年間の経済財政見通しを公表。

定される総選挙の実施も少なからず意識されているとみられる。当面の主な財政政策としては、消費者向けガス・電力の支払額上限の年間 3,000 ポンドへの据え置き（2023 年 4 月から 2024 年 3 月まで）や低所得者への補助金支給が想定されている。また、増税策としては、様々な所得階層を対象とした実質的な増税⁶や、所得税の最高税率 45%の対象となる年収額の引下げ（年 15 万ポンド→12 万 5 千ポンド、2023 年 4 月から）、巨額の利益を上げている石油・ガス会社への課税税率引き上げ（25%→35%）及び期間延長（2025 年 12 月→2028 年 3 月まで）などが挙げられている。

- 上記の財政再建策が行われる結果、公的債務残高の対 GDP 比率は 2026 年度の 97.6%から 2027 年度に 97.3%へと低下、財政赤字は 2027 年度に対 GDP 比率で 2.4%となる見通しである。政府は従来、「公的債務残高の対 GDP 比率を予測期間の 3 年目までに低下」させることを財政ルールとして掲げていたが、今回、本ルールを「予測期間の 5 年目までに低下」と修正、「財政赤字は対 GDP 比率で 3%未満」とすることを新たに掲げており、今回発表された財政見通しはこの二つのルールを満たす形となっている。
- 本策については、短期的には国民の負担および景気に配慮しつつ、中期的には市場の要求する財政再建の道筋を示す、バランスのとれた計画として評価できるだろう。ただし、①税収見通しの前提となる OBR（予算責任局）の経済予測は、BOE と比較しても、2025 年度以降の成長率を 2.2%~2.7%と比較的楽観視していること、②総選挙実施後は歳出の内容が見直される可能性が高いことから、想定通りに財政再建が進むか、あるいは必要策が実行に移せるかについては不確実性が残る。また、十分な説明なしに上記のような財政ルールの見直しが行われるようであれば、財政への信認が再び揺らぎかねない点はリスクとして挙げられる。

⁶ 所得税、相続税、国民保険料（雇用主負担分を含む）に関し、累進課税の区分額を物価上昇率などと連動させずに据え置く（所得税の最高税率の対象となる年収額の引下げを除く）ことで、賃金や資産価格の上昇により課税対象の金額が増加した場合、より高税率の対象者が増えることとなり、実質的な増税となる。