

## 欧州経済：インフレの低下ペースは緩慢に留まる（改定見通し）

11月のインフレ率は、ユーロ圏・英国ともに依然として高い伸びではあるものの、エネルギーの上昇率低下を主因に小幅の低下。ただし、今後も川上分野から川下分野への価格転嫁や賃上げの動きの継続が見込まれる中、来年にかけて物価上昇の牽引役がエネルギーから非エネルギーへと移行することで、インフレ率の低下スピードは緩やかなものとなることが想定される。ECBは物価と賃金のスパイラルへの警戒感を強め、金融引き締め継続の必要性を改めて強調した。高インフレを受けた実質可処分所得の減少に加え、中銀による金融引き締めも急ピッチで進む中で、内需が下押しされ、ユーロ圏では2023年Q1まで2四半期連続、英国では2023年Q3まで5四半期連続のマイナス成長に陥ると予想する。今回改定した成長率予想は、ユーロ圏が2022年3.3%、2023年0.2%、2024年1.4%、英国が2022年4.4%、2023年▲0.8%、2024年0.8%となる。

### （1）欧州の景気動向

#### ●物価と金融政策：インフレ率は低下も、中央銀行は物価と賃金のスパイラル的上昇を警戒

##### <インフレの下落スピードは緩慢となる見込み>

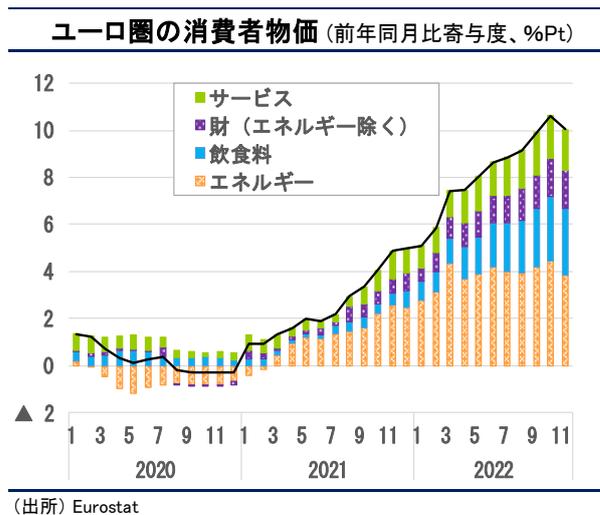
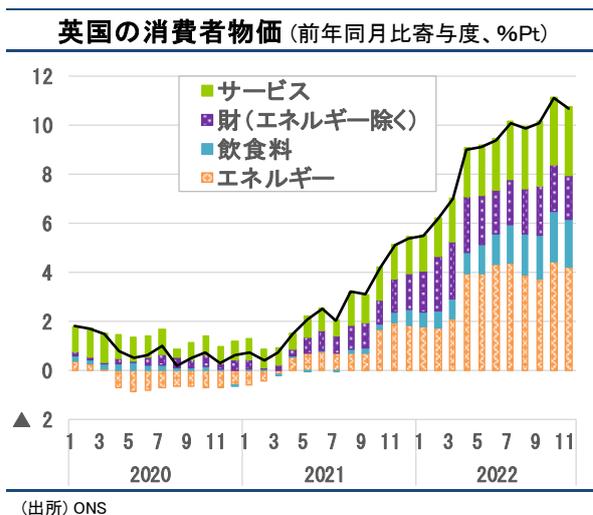
- インフレ率（消費者物価の前年同月比）は、ユーロ圏では10月の10.6%から11月には10.1%へ、英国では11.1%から10.7%へと低下した。ただし、低下の主因はベース効果（前年の伸びの裏）であり、変動の大きいエネルギー・食品類を除いたコアベースのインフレ率では横ばい圏内となっている（ユーロ圏：10月前年同月比5.0%→11月5.0%、英国：6.5%→6.3%）。今後も川上分野から川下分野への価格転嫁や賃上げの動きの継続が見込まれる中、来年にかけて物価上昇の牽引役がエネルギーから非エネルギーへと移行変わる形でインフレは続き、その下落スピードは緩やかなものとなることが想定される。
- 11月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格（ユーロ圏：41.5%→34.9%、英国：59.0%→55.6%）の伸びが低下した。ガソリン価格（ユーロ圏：23.2%→17.3%、英国：22.2%→17.2%）が前年の価格上昇の影響を受けて前年比で低下したほか、光熱費（ユーロ圏：58.2%→50.9%、英国：26.6%→26.6%<sup>1</sup>）が天然ガス価格の夏のピーク時からの下落を反映し始め、ユーロ圏で低下している。コアベースの財（ユーロ圏：6.1%→6.1%、英国：6.7%→6.3%）は、ユーロ圏では横ばい、英国では中古車価格（▲2.7%→▲5.8%）や衣料品<sup>2</sup>（8.5%→7.5%）を中心に伸びが低下した。
- 一方、高水準に達しているエネルギー価格や原材料価格などの各種コストが川上分野から川下分野へと着実に価格転嫁されており、食料・非アルコール飲料（ユーロ圏：15.5%→16.0%、英国：16.2%→16.4%）の価格上昇ペースは強まっている。また、賃金の上昇圧力を反映しやすいサービス価格（ユーロ圏：4.3%→4.2%、英国：6.3%→6.3%）は4~6%で高止まっている。特に英国の労働需給のひっ迫状況は深刻であり、9か月連続で上昇が加速した後、横ばいとなったものの、後述する通り名目賃金は引き続き上昇して

<sup>1</sup> 英国では消費者向けガス・電力の支払額の上限（2022年10月から2023年3月まで、標準的な家庭のガス・電気使用量の場合同年2,500ポンド）が設定されているため、伸びは横ばい。

<sup>2</sup> 当局によると、例年11月に行われる価格改定が小幅にとどまった模様。

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。見通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。

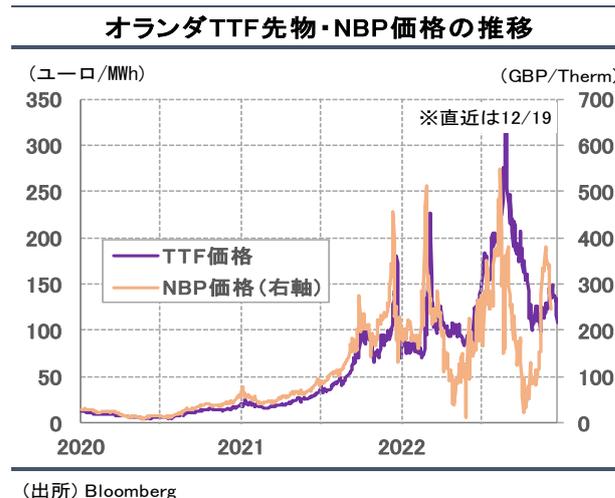
おり、予断を許さない状況にある。



<天然ガス価格は小幅の上昇傾向>

▶ 欧州の天然ガス価格は、EU 加盟国間で上限価格の設定合意がなされたことにより、一部不透明感が払しょくされたことから一旦下落したが、全体としては緩やかな上昇傾向にある。

\* 12/19、EU エネルギー担当相理事会において、ガスの上限価格の設定について合意がなされた。具体的には 3 日間、(1) 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) が 180 ユーロ/MWh を超え、更に(2) LNG 価格よりも 35 ユーロ/MWh 高い状態が続いた場合に取引は制限される。2023 年 2 月 15 日から 1 年間の時限措置として運用される。上限価格の導入については、賛成派と反対派の間で議論が長らく紛糾していたが、ガス不足の恐れがある場合に制限を迅速に解除できる等のセーフガードを導入した結果、最終的に合意した。本合意により、夏にみられたような価格の急騰は防がれる見込みであり、一部不透明感が払しょくされたことにより、TTF 価格は 12/19 に 108 ユーロ/MWh 付近へと下落した。



\* オランダ TTF 先物価格 (期近物) は、上記合意前の 12 月中旬には 130 ユーロ/MWh 付近で推移。EU の天然ガス貯蔵率は 12/18 時点で 84%<sup>3</sup> となり、徐々に取り崩しが始まっているが、依然として 2017~21 年平均を 15%程度上回る水準を維持している。一方で、(1)本格的な冬の到来、(2)ノルウェーの関連施設のメンテナンスや、(3)中国のゼロコロナ政策の一部緩和による需要回復期待などから、価格は小幅の上昇傾向にある。

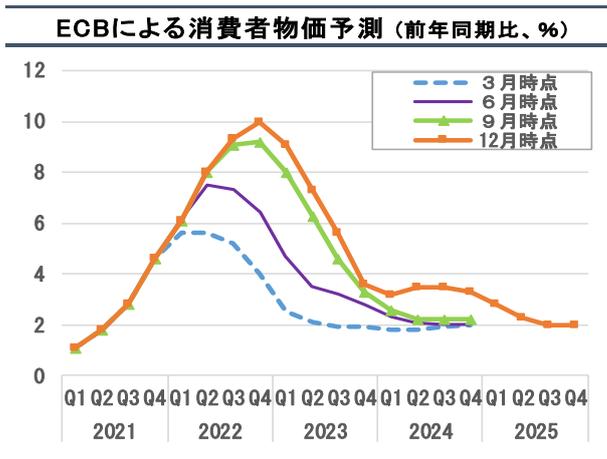
\* 英国市場での天然ガス価格の代表的指標である NBP 価格 (National Balancing Point) も TTF に連動 (1Therm<10 万 BTU>あたり 300 ポンド付近で推移)。

<sup>3</sup> 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

### <ECB は利上げ幅を 0.50Pt に縮小も、引き締め長期化を予告>

➤ ECB（欧州中銀）は 12/15 の定例理事会で、0.50%Pt の政策金利の引上げを決定。 大方の予想どおり、利上げ幅を前回（10 月）の 0.75%Pt から 0.50%Pt に縮小する形で、主要リファイナンス金利を 2.00%から 2.50%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を 1.50%から 2.00%へそれぞれ引き上げた。今後についても、インフレ率を 2%の中期目標に回帰させるため、政策金利を大幅に、安定したペースで引き上げる必要があるとの判断を示した。 また、量的引き締めについて、APP（資産購入プログラム）の下で保有する債券の償還再投資額について、現行の満額再投資を 2023 年 2 月に終了し、2023 年 3 月～6 月<sup>4</sup>にかけて月平均で 150 億ユーロ減額する方針を発表<sup>5</sup>した。

➤ 今後の政策金利の「大幅に、安定したペースでの引上げ」について、ラガルド総裁が理事会後の記者会見において、「0.50%Pt ペースの利上げがしばらく続く」可能性に言及したことは、景気減速を示唆する指標が増える中で利上げの終了が遠くないと見込んでいた市場にとって、サプライズとなった。今回発表された ECB スタッフによる経済見通しでは、前回（9 月）の見通しと比較して、試算の前提となるエネルギー価格の見通し想定が下方修正された中、コアインフレの高止まりを主因に、来年以降のインフレ率が大幅に上方修正<sup>6</sup>される姿となっており、(1)ECB が足元の労働需給の逼迫状況や賃上げの動きから、インフレが高止まりすることへの警戒を強めた様子や、(2)試算の前提となった 3%弱の短期金利水準<sup>7</sup>は、2024 年中の物価目標の達成には不十分とのメッセージがみてとれる<sup>8</sup>。



（出所）ECB

➤ 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「2/2 の次回委員会で 0.50%Pt、3 月に 0.50%Pt、5 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 3.75%、預金ファシリティ金利が 3.25%へと到達」と変更する。

### <BOE も利上げ幅を 0.50Pt に縮小>

➤ BOE（英国中銀）は 12/15 の金融政策委員会で、政策金利の 3.00%から 3.50%への引上げを賛成多数（6 対 3）で決定。 利上げは昨年 12 月以降 9 会合連続で、利上げ幅は前回（11 月）の 0.75%Pt から 0.50%Pt に縮小した。ただし、今回 0.50%Pt の利上げに反対した委員のうち 2 名は 3.00%での据え置きを支持、1 名は 0.75%Pt の利上げを支持と、意見が分かれた。声明文では、「11 月の金融政策報告書の予測に沿った形で経済が推移する場合、更なる利上げが必要」、「より持続的なインフレ圧力が見られる場合、必要に応じて強力に対応」との文言により、2023 年 2 月以降も追加利上げを行う意向を表明した。

<sup>4</sup> 7 月以降については、今後決定。

<sup>5</sup> 3 月～6 月に償還を迎える約 1,315 億ユーロのうち、まずは約半分にあたる 600 億ユーロの再投資を停止することで、慎重に量的引き締めを始める試み。ラガルド総裁は 10/27 に、12 月に APP ポートフォリオ削減に関する主要な方針決定を行う旨を予告していた。

<sup>6</sup> 9 月見通し：2022 年 8.1%、2023 年 5.5%、2024 年 2.3%→12 月見通し：2022 年 8.4%、2023 年 6.3%、2024 年 3.4%、2025 年 2.3%

<sup>7</sup> 3 か月物 EURIBOR で 2023 年 2.9%、2024 年 2.7%

<sup>8</sup> 理事会後、市場が見込む政策金利は 3%超で推移。

- こうした状況を踏まえ、弊社は、BOEが「2/2の次回委員会に0.50%Pt、3月に0.25%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」と予想する。足元の高インフレや賃金上昇率の高さから、利上げが続くと考える。一方で、英国は既に景気後退局面に突入しており、金融引き締め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し、インフレ率の増勢が前期比で鈍化し始めるとみられる2024年前半に利下げに転じるものと想定する。

### ●その他の経済指標：景気の悪化を示す指標が増加

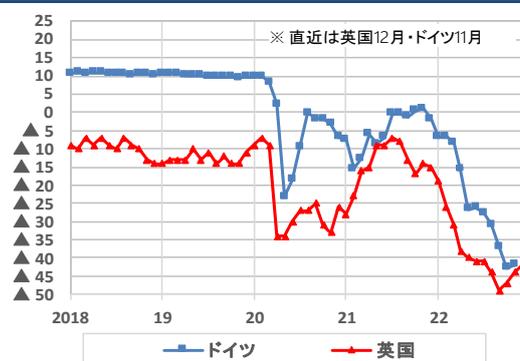
- 足元の経済指標から、ユーロ圏・英国では(1)家計の支出は引き続き減少しており、(2)企業サイドではエネルギー価格高騰の影響を受け、特にエネルギーを比較的多く消費する重厚長大産業における生産の落込みが顕在化しつつあり、(3)金利上昇とマインドの悪化により、家計及び企業の資金需要が減退している状況が確認される。主な個別指標の動きは以下の通り。

\* **ドイツ・英国の消費者マインド指数** (GfK 社調べ)  
 … ドイツの11月は▲41.9%Pt (10月▲42.8%Pt)、英国の12月は▲42.0%Pt (11月▲44.0%Pt)と底打ちの兆しもみられるが、ともにコロナ第1波発生直後(2020年4~5月)を下回る記録的な低水準で推移。

\* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) …  
ユーロ圏の10月は前月比▲1.8%と大幅減、7~9月平均比でも▲1.3%と、10~12月期の滑り出しは相当に弱い。主要国の10月は、スペイン(7~9月平均比0.8%)を除くドイツ(同▲2.4%)、フランス(同▲1.5%)およびイタリア(同▲1.3%)で、7~9月比でマイナスとなった。品目別では、自動車燃料(同0.5%)が増加した一方、食料品類(同▲1.3%)や非食料品(自動車燃料を除く)(同▲1.3%)が減少した。また、例年盛り上がり期待されるクリスマス商戦についても、ドイツ小売業協連盟は実質ベースで前年比▲4.0%の落込みを予想しており、4四半期連続の減少が見込まれる。

英国の11月は前月比▲0.4% (10月は0.9%<sup>9</sup>)と減少。10~11月平均も、7~9月平均比▲0.9%と減少し、昨夏以降の減少傾向が持続している。11月はワールドカップやブラックフライデーによる消費の押上げが期待されたが、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、食品店<sup>10</sup>を除く全ての販売チャンネルで減少となった。12月についても、公共交通機関におけるストライキや雪の天候が買い物客数を減少させているといった現地報道もあり、10~12月期は6四半期連続の減少となる可能性が高い。

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)



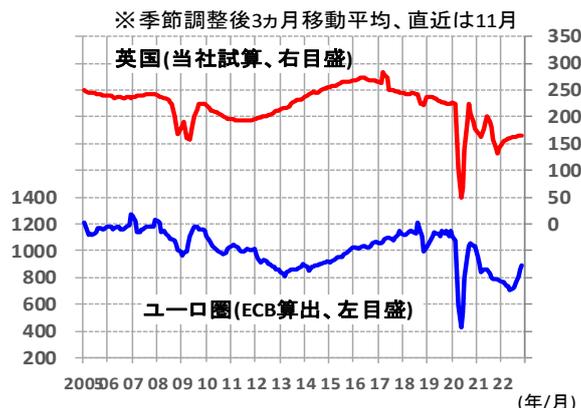
(出所) CEIC Data

<sup>9</sup> 10月の増加は、エリザベス女王逝去に伴う休日があった9月の反動によるもの。

<sup>10</sup> 当局は、人々がクリスマスシーズンの支出を分散させる観点から、クリスマス用の食料品を事前に購入した可能性を示唆。

\* **乗用車販売台数** … 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 10~11 月平均は同 905 万台へと増加。ただし、2019 年通年の 1129 万台から 19.8%低い水準となっており、回復は道半ば。英国 (当社試算の季節調整値) は 7~9 月期の年率 164 万台から 10~11 月平均は同 164 万台と横ばい、2019 年通年の 229 万台と比較して 28.6%低い水準まで落ち込み。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)

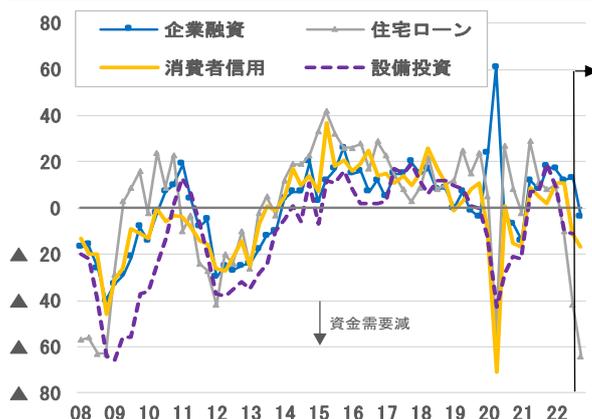


(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

\* **ユーロ圏の賃金** … 7~9 月期の妥結賃金は 2.9%と、2%のインフレ目標達成と整合的と目される 3%を上回る状況には至らず。妥結賃金は労使交渉の結果であり、労働協約の適用率<sup>11</sup>が高いユーロ圏において、多くの既存労働者の賃金状況を反映する。

\* **ユーロ圏の資金需要** (DI、「増加」-「減少」、ECB 調べ) … 企業の 7~9 月期は 13%Pt と、4~6 月期 (12%Pt) 同様、「増加」超過の基調を維持。しかし、内訳としては在庫管理や運転資金のための需要が強く、設備投資を目的とした資金需要に限れば、7~9 月期は▲11%Pt と、4~6 月期 (▲10%Pt) に引き続き減退。家計の 7~9 月期は住宅ローンで▲42%Pt、消費者信用で▲11%Pt と、4~6 月期 (住宅ローン▲10%Pt、消費者信用 11%Pt) と比較して、資金需要が大きく低下。先行きの 10~12 月期については、企業▲4%Pt、住宅ローン▲64%Pt、消費者信用▲17%Pt と、更なる資金需要の減退が見込まれており、金融引き締めや消費者マインド悪化の影響が顕在化していくと考えられる。

ユーロ圏の資金需要DI (「増加」-「減少」、%Pt)



(備考) ECB調査より伊藤忠総研作成。設備投資の最新値は22年Q3の実績。企業融資、消費者信用、住宅ローンの最新値は22年Q4の(調査上の)見直し。

\* **ユーロ圏の在庫判断指数** (DI、「多い」-「少ない」、欧州委員会調べ) … 小売業の 11 月は 6.8Pt と 10 月 (1.1Pt) から急上昇。鉱工業の 11 月も 8.8Pt と 10 月 (7.7Pt) 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、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。

\* **ユーロ圏の鉱工業生産** (数量ベース、建設を除く) … 10 月は前月比▲2.0% (9 月は 0.8%)、7~9 月平均比でも▲0.9%と大幅減。7~9 月期に 4 四半期連続の増加を記録した後、10~12 月期は弱い出だしとなった。7~9 月平均比の増減率を部門別に見ると、製造業は、基礎医薬品 (7~9 月平均比

<sup>11</sup> OECD “Collective bargaining coverage” によると、2018 年時点で米国 12%、日本 17%に対し、イタリア 100%、フランス 98%、スペイン 80%、ドイツ 54%。

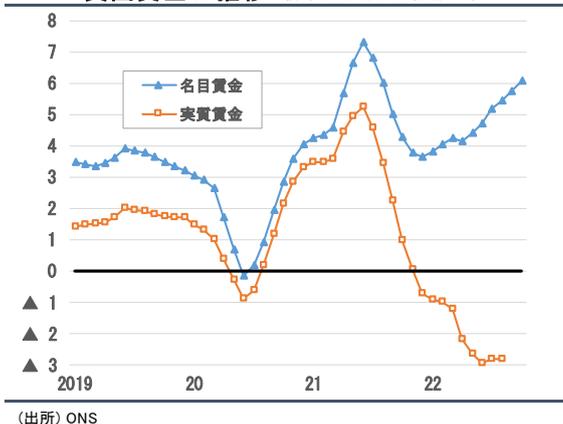
16.4%) や供給制約の緩和を反映したとみられる輸送用機器 (同 6.5%) を中心に増加した一方で、石油・石炭製品 (同▲7.2%) や繊維・衣料等 (同▲2.6%) などが減少し、全体として▲0.5%の減少。鉱業・採石業は 0.4%と増加に転じたが、電気・ガス・蒸気・空調は▲3.9%と引き続き減少。10月に行われた ifo 経済研究所の調査によると、生産プロセスで天然ガスを使用する調査対象企業の中で、ガス使用量を減らすため、過去半年に既に生産縮小を余儀なくされた企業はわずか 14%程度だが、今後半年に生産縮小を行う必要がある企業は約 41%、更に生産を完全に停止する必要がある企業は約 12%に上るなど、生産の減少加速が示唆される。また、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。

\* **英国の月次 GDP** … 10月は前月比 0.5% (9月は▲0.6%)、7~9月平均比で 0.2%と滑り出しは悪くないように見えるが、エリザベス女王逝去に伴う休日が9月の活動を押し下げた影響が大きく、基調は弱い。7~9月平均比の増減率を部門別に見ると、鉱工業生産は7~9月期に5四半期連続の減少を記録した後、10月は▲0.3%と、10~12月期も弱い滑り出し。うち製造業は、基礎医薬品 (7~9月平均比 13.3%) や輸送用機器 (同 3.3%) が牽引する形で 0.3%と増加に転じたが、電気・ガス・蒸気・空調は▲1.8%と減少に転じた。当局は、10月の平均気温が例年より高かったことや、足元の価格高騰の影響を受けて、エネルギー需要が抑制された可能性を指摘。鉱業・採石業は▲3.0%、水・廃棄物処理は▲1.1%と引き続き減少。サービス業は、卸売・小売業 (同 0.5%) や輸送・倉庫業 (同 0.8%) などで前月の反動がみられたほか、医療・社会保障 (同 1.7%) が秋のコロナ検査・追加接種のキャンペーンを反映して増加したものの、情報通信業 (同▲1.4%) などの減少に相殺され、0.0%と横ばい。建設業は供給制約の緩和や資材価格高騰の一服等を背景に 1.3%と拡大が続くが、前述の家計の資金需要減やマインドの冷え込みが徐々に下押し要因として顕在化してくるだろう。

\* **英国の賃金** (ボーナス除く) … 10月の平均週給(後方3か月移動平均)は名目ベースで 6.1% (9月 5.8%) と、6か月連続で伸びが高まった。特に、民間部門では名目ベースで 6.9% (9月 6.6%) と、11月時点の BOE の予想を 0.5%Pt 上回る形で上昇。ただし、実質ベースでは▲2.7% (9月▲2.7%) と、11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。こうした状況を受け、民間部門と比較して賃金の伸びが緩やかな公的部門 (公共交通機関や救急隊員、看護師など) を中心として大規模ストライキが発生するなど、賃上げ圧力が更に高まっている。

\* **英国の求人数** … 9~11月平均は 118.7 万件と 8~10月平均 (121.7 万件) に続き、6か月連続の減少。ただし、コロナ禍前と比較して未だ高水準を維持。

英国賃金の推移 (前年比%、3か月移動平均)



## ●経済見通しの改定：高インフレの下、景気後退局面が続く

今般、7~9月期実質 GDP の実績値 (英国は前期比▲0.2%、ユーロ圏は 0.3%)、インフレ率の想定以上の騰勢となったことに伴う利上げ幅の上振れなどを踏まえ、2022~2024年の成長率予想を見直す。

### <インフレ、金融政策の見通し>

- まず、2022年の高インフレの大きな要因となった天然ガス市場の混乱について、本格的な冬の到来前に在庫が十分に積み上がったことから、ガス価格の上昇は一服している。今後も足元の価格水準で推移<sup>12</sup>すれば、2023年年央にかけてエネルギー価格の伸びは低下すると見込まれる（ユーロ圏のインフレ率ヘッドラインへのエネルギーの寄与は10月の4.5%Ptをピークに低下、2023年3月には1.5%Pt程度に縮小すると試算）。一方、(1)エネルギー価格や原材料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ラグを伴った価格転嫁が引き続き進むと考えられること、(2)労働需給の逼迫を反映した賃金上昇圧力が高まっていることから、来年にかけて、物価上昇の牽引役がエネルギーから非エネルギーへと移り変わる形で、インフレ率の低下ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。特に、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も残存するなど、ユーロ圏と比較して賃金上昇圧力が強い。
- これに対し、BOEやECBは政策金利の引き上げを継続。前述のとおり、2023年前半に、BOEは4.25%、ECBは主要リファイナンス金利で3.75%への到達を予想する（8月時点での弊社見込みはBOE2.5%、ECB1.5%）。また、BOEとECBは共に量的金融緩和の巻き戻しを加速する。このような中銀の金融引き締め策はインフレ抑制に寄与するものの、欧州の高インフレは供給要因による部分も多く<sup>13</sup>、また利上げの効果が発揮されるまでに時間を要することからインフレ率が中銀政策目標近辺に落ち着くのは2025年入り後となろう（弊社インフレ率予想：ユーロ圏2022年8.5%→2023年5.7%→2024年2.6%、英国2022年9.0%→2023年7.4%→2024年2.7%）。

### <上記を踏まえた経済の先行き>

- 今後の欧州経済は、(1)高インフレを受けた実質可処分所得の減少に加え、(2)中銀による金融引き締めも急ピッチで進む中で、内需が下押しされるほか、(3)世界経済の減速による輸出の伸び悩みもあって、ユーロ圏では2023年1~3月期まで2四半期連続、英国では2023年7~9月期まで5四半期連続のマイナス成長となる見込み。個人消費はリベンジ消費の影響剥落や高インフレを反映した実質賃金の目減り、利上げの継続による各種ローン金利上昇やマインドの悪化などの要因により当面減少が続いた後、2023年年央にかけて暖房需要の後退とともに、エネルギーを中心にインフレ率が緩やかに低下していくことで、徐々に回復すると予想する。また、企業についてもエネルギー価格の高止まりを受けて稼働率が低下、需要の減退や利上げの影響を受けた借入コストの上昇により、設備投資も減少基調をたどった後、需要の回復とともに持ち直していくとみる。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。
- 通年の成長率は、ユーロ圏が2021年5.3%（実績）の後、2022年3.3%、2023年0.2%、2024年1.4%、英国が2021年7.5%（実績）の後、2022年4.4%、2023年▲0.8%、2024年0.8%と予想。インフレ率の上振れにより中銀の金融引き締めが想定以上のピッチで進むことを踏まえ、8月時点の見通し<sup>14</sup>から2023年を中心に下方修正した。

<sup>12</sup> 来冬に向けては(1)ロックダウン政策の一部見直しによる中国の需要回復により、LNG確保も困難になることが想定される中、(2)ロシア産ガスに頼らず貯蔵率を回復する必要がある、ガス価格は下落することまでは見込めない。

<sup>13</sup> ECBは、2022年8月の財（エネルギーを除く）インフレ率5.1%のうち、供給要因と需要要因はそれぞれ60対40で起因、サービスインフレ率3.8%のうち、供給要因と需要要因はそれぞれ30対70で起因すると推計。

<sup>14</sup> 8月時点の見通しは、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%。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲6.3	5.3	3.3	0.2	1.4
個人消費	▲7.8	3.6	4.0	▲0.0	1.2
固定資産投資	▲6.4	3.9	3.7	0.0	1.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	0.9	3.9	1.1	0.9	1.3
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(1.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)
輸出	▲9.0	10.5	7.2	2.6	4.2
輸入	▲8.6	8.2	8.2	3.1	4.3

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

英国の成長率予想

%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲11.0	7.5	4.4	▲0.8	0.8
個人消費	▲13.2	6.2	4.7	▲1.2	0.8
固定資産投資	▲10.5	5.6	5.3	▲1.3	0.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(0.9)	(1.8)	(▲1.0)	(0.0)
政府消費	▲7.3	12.6	1.7	2.8	0.8
純輸出(寄与度)	(1.5)	(▲1.0)	(▲0.9)	(1.8)	(0.3)
輸出	▲12.1	▲0.3	8.8	2.4	2.2
輸入	▲16.0	2.8	11.6	▲3.4	2.0

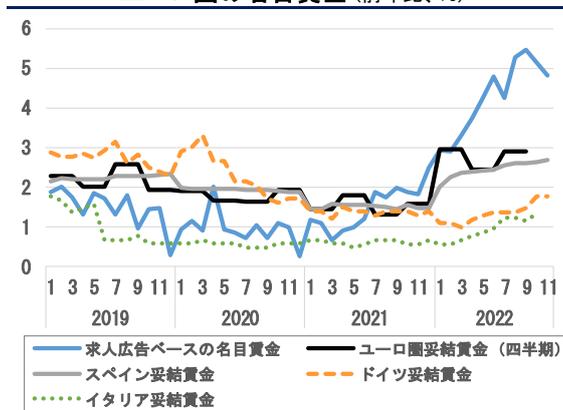
(出所)Eurostat、伊藤忠総研

➤ 主なリスクとしては、物価上昇の長期化を挙げたい。

一つ目の観点は、天然ガス価格の高止まりである。先物価格は中国の需要回復による世界的なガス需給のタイト化等の一部要因を既に織り込み済と考えられ、また12/19には2/15からの上限値(180ユーロ/MWh)導入も合意された中で、足元の価格上昇は一服している。しかしながら、既にロシアからのガス供給の大半が絶たれ、完全な途絶(ウクライナやトルコ経由の供給もゼロに)も想定される中で、欧州は代替調達先の確保を急ぐものの、来年にかけて天然ガスの供給は綱渡りの状態が続く状況には変わりがない。そうしたもと、寒波襲来などの天候要因(来冬への在庫持ち越し減や来冬需要増)やその他供給要因(ガス関連施設や原子力発電などのガス需要代替施設における障害発生等)など、例年想定される事項についても非常に脆弱な状態となっており、高インフレが継続する要因となり得る。

二つ目の観点は、ユーロ圏における物価と賃金のスパイラル発生である。7~9月期の妥結賃金に加え、各国月次ベースの妥結賃金をみても、足元では緩やかな上昇傾向に留まり、強い上昇機運までは確認できない。一方で、賃上げの動き全体の先行指標として捉えられる、新規採用者に限定した求人広告ベースの名目賃金上昇率は11月に前年比4.8%と比較的強い伸びを示していること、欧州は労働協約の適用率が他国と比較して高いことから、高インフレを受け賃上げの圧力が強まれば、多くの労働者の賃金へと波及、物価と賃金のスパイラルが発生し、インフレが更に長期化、金融引き締めスタンスの強化とともに景気の下振れを招くことにつながる。

ユーロ圏の名目賃金(前年比、%)



(出所) Indeed wage tracker, ECB, 各国政府統計