

## 欧州経済：景気は底堅さを見せるも、当面低空飛行が続く（改定見通し）

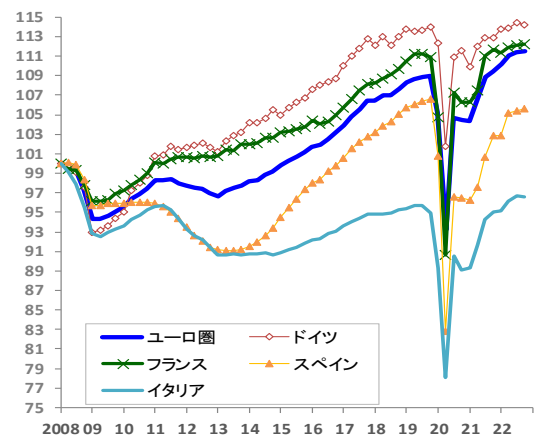
2022年10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比年率0.4%（7～9月期1.2%）と小幅のプラス成長を維持。英国も0.1%と、7～9月期の▲0.7%に続くマイナス成長を回避するなど、景気は底堅さを発揮。足元のガス価格の下落や政府のエネルギー高対策の継続などにより景況感は改善しており、景気の落込み緩和へとつながる見込み。しかし、インフレ圧力は残存、企業生産の落込みも顕在化、個人消費も引き続き減少しており、当面は物価高や利上げの継続による内需の下押しにより、低空飛行が続くとみられる。10～12月期GDP等を踏まえ、成長率予想をユーロ圏が2023年0.6%、2024年1.4%、英国が2023年▲0.5%、2024年0.8%と改定する。

## (1) 欧州の景気動向

## ●10～12月期GDP：ユーロ圏、英国ともにかろうじてマイナス成長を回避も、一時的要因も影響

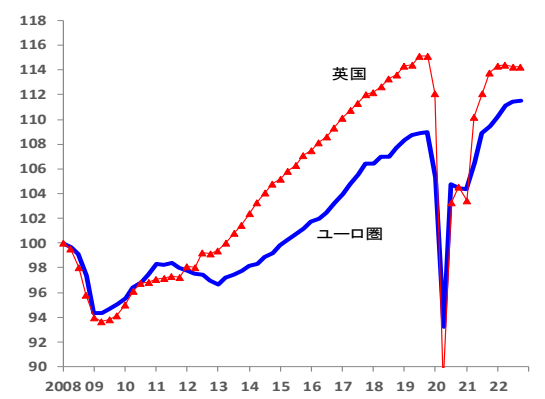
- ユーロ圏の成長率（速報値）は前期比0.1%（年率換算0.4%）と、7～9月期の0.3%（年率換算1.2%）から減速も、小幅のプラス成長を維持。 主要国では、ドイツ（7～9月期前期比0.5%→10～12月期▲0.2%）、イタリア（0.5%→▲0.1%）でマイナス成長へと転じた一方、フランス（0.2%→0.1%）はプラス幅が縮小、スペイン（0.2%→0.2%）は前期と同等のプラス幅を維持した。需要項目別の状況は未公表（3/8公表予定）であるが、各種経済指標の動き、および既に公表された一部の国の内訳から、物価高の影響やリベンジ消費の一巡を受けて個人消費が落ち込んだものの、政府の支出拡大が下支えしたものと推察される。また、前期に続くアイルランドの高成長（2.3%→3.5%）も成長率押し上げの一要因となった<sup>1</sup>。
- 英国の10～12月期成長率は前期比0.0%（年率換算0.1%）と、7～9月期（前期比▲0.2%、年率▲0.7%）に続くマイナス成長を回避。 需要項目別には、輸出（7～9月期前期比9.4%→10～12月期▲1.0%）や住宅投資（0.7%→▲3.2%）がマイナスに転じた一方、個人消費（▲0.4%→0.1%）は緩やかに増加<sup>2</sup>し、固定資本形成（0.3%→1.5%）は輸送用機器（0.7%→27.5%）を中心に全体を下支え。ただし、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、10月に反発した影響により、前期比が上振れ

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

<sup>1</sup> アイルランドは法人税率が12.5%と比較的低く、米国テック企業や製薬企業が欧州拠点を置く影響で統計が企業の動きに左右されやすい点が指摘。アイルランドを除くユーロ圏成長率は▲0.0%程度とみられる。

<sup>2</sup> 当局によると、物価高により家庭用品・サービス、食料品類、娯楽・文化は減少した模様。増加の要因は言及されていないが、価格の下落や政府によるエネルギー高対策により、エネルギー関連支出が増加した可能性も。

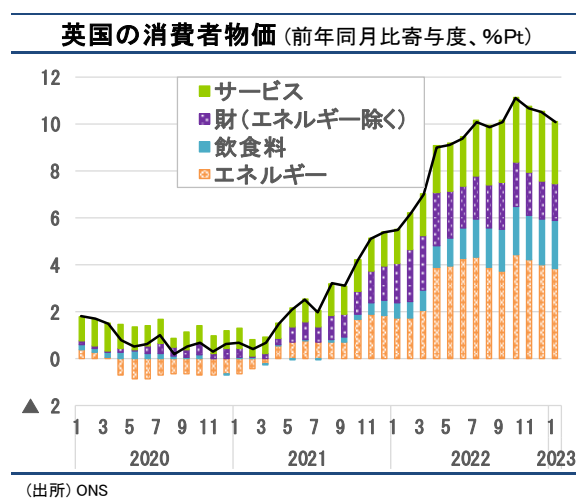
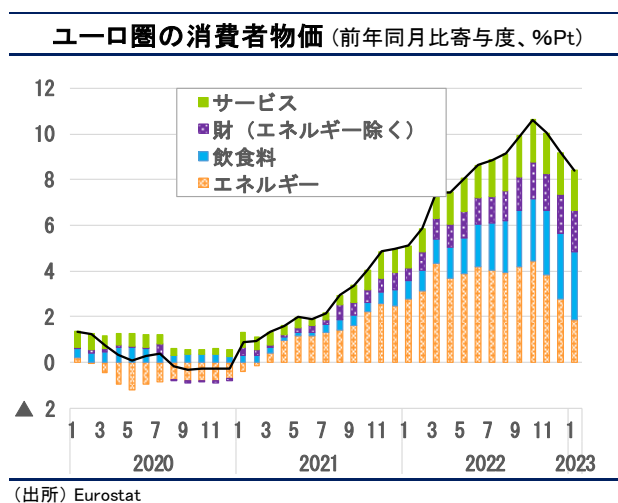
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

ている点に留意。

## ●物価と金融政策：ヘッドラインのインフレ率は低下継続も、インフレ圧力は残存

### <コアベースのインフレ率は、英国で低下もユーロ圏は僅かに上昇>

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏では12月の9.2%から1月には8.6%へ、英国では10.5%から10.1%へと3か月連続で低下した。ただし、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は、ユーロ圏では僅かに上昇、英国では単月の「瞬間風速」ながらサービス価格を中心に低下したものの、今後持続的な低下へとつながるかは注視が必要な状況と言えよう（ユーロ圏：2022年12月前年同月比5.2%→2023年1月5.3%、英国：6.3%→5.8%）。今後もエネルギー・食品類を含むインフレ率の低下ペースは緩やかなものとなることが想定される。
- 1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：25.5%→18.9%、英国：52.8%→51.2%）の伸びの低下が継続。ユーロ圏では各種政策の影響や天然ガス価格の上昇一服を受けて、光熱費（ユーロ圏：37.8%→23.7%、英国：26.6%→26.7%<sup>3</sup>）を中心に低下した。
- 一方、高水準に達している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、食料品類（ユーロ圏：13.8%→14.1%、英国：12.9%→13.2%）の価格上昇率は高まっている。ユーロ圏では1月の食料品類の寄与度（2.9%Pt）はエネルギー（2.2%Pt）を上回っている。
- コアベースの財（ユーロ圏：6.4%→6.9%、英国：5.8%→5.6%）は、英国では主にベース効果により、中古車（▲5.5%→▲7.2%）や衣料・履物（6.5%→6.2%）などで伸びが低下したものの、ユーロ圏では引き続き上昇。サービス価格（ユーロ圏：4.4%→4.4%、英国：6.8%→6.0%）の伸びはユーロ圏で横ばい、英国は低下。英国では航空サービス（44.1%→18.4%）を中心に輸送サービス（14.2%→5.5%）の伸びが低下している。行動制限解除下で迎えた昨年12月の休暇シーズンに価格上昇率が高まった影響が剥落した側面もあるが、それを除いてもエネルギー価格の下落が一部サービス価格に波及し始めた可能性も示唆される。しかし、後述の通り名目賃金は引き続き上昇しているなど労働需給はひっ迫しており、賃金の動向にも左右されやすいサービス価格の持続的な低下は、未だ見通せない状況にある。



<sup>3</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・電気使用量の場合年間2,500ポンド）が設定されているため、伸びは横ばい。ただし、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ポンドへと引き上げられるため、4月以降はその分の上昇が想定される。

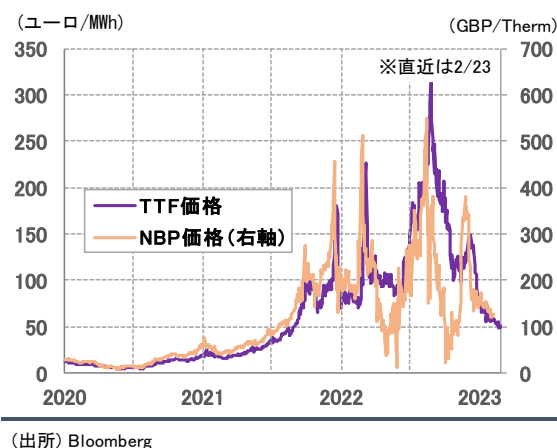
## <天然ガス価格は下落も、次の冬に向けて需給が綱渡りの状況は変わらず>

▶ 欧州の天然ガス価格は、足元でガス不足のリスクが後退したことから下落している。

\* 記録的な暖冬となっている中で冬場のガス需要が抑制<sup>4</sup>されていることや、堅調な LNG 輸入などを背景に、在庫は高水準を維持<sup>5</sup>しており、足元の供給不安が後退。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、2月中旬以降 50 ユーロ/MWh を切る水準へと下落。ロシアのウクライナ侵略前の水準（70～80 ユーロ台/MWh）を下回る水準で推移。

\* 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 120 ポンド付近で推移）。

### オランダ TTF 先物・NBP 価格の推移



▶ しかし、未だコロナ禍前<sup>6</sup>の 2 倍超の価格水準となっているほか、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が、次の冬に向けて天然ガスの需給は、中国など域外の LNG 需要や域内ガス需要の回復状況等に左右されるなど、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やその他供給要因など、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ことには留意が必要となる。

## <ECB は 0.50Pt の利上げを決定、3 月の同幅利上げも予告>

▶ ECB（欧州中銀）は 2/3 の定例理事会で、0.50%Pt の政策金利の引上げを決定。利上げ幅を前回（12 月）に引き続いて 0.50%Pt とし、主要リファイナンス金利を 2.50%から 3.00%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を 2.00%から 2.50%へそれぞれ引き上げた。また、今後についても、次回 3/16 の理事会で 0.50%Pt の利上げを意図している旨を明示。総裁は記者会見で、5 月以降の政策について、「基調的なインフレ圧力は残存しており、3 月までに金利は十分な引き締め水準に到達しないだろう」として金利引上げを継続する意向を示したが、具体的な引上げ幅やペースについては明言を避けた。足元の失業率は過去最低水準<sup>7</sup>で 3 か月連続で横ばいとなっているが、失業者数は 2 か月連続で増加、求人件数も減少に転じているなど、労働需給緩和の兆しもみられる。また、後述のように 10～12 月期のユーロ圏妥結賃金は前期から横ばいの伸び率となるなど、頭打ち感も示唆される。一方で、上述のようにコアベースのインフレ率は未だピークアウトが見通せていないなど、注視が必要な状況下にある。

▶ 弊社では、次回 3/16 の理事会で 0.50%Pt、5/4 の理事会で 0.25%Pt の追加利上げを実施した後、その影響を見極めるためしばらくは維持すると想定するが、引き締めが長期化するリスクも残る。

<sup>4</sup> 欧州シンクタンクの Bruegel によると、2023 年 1 月時点において、天然ガス需要は 2019～21 年平均比▲25%。

<sup>5</sup> 冬場の取り崩しが進むものの、EU の天然ガス貯蔵率は 2/19 時点で約 64%となり、同時期の 2017～21 年平均を 5 割弱上回る水準を維持。

<sup>6</sup> 2017～19 年平均で 20 ユーロ/MWh 弱。

<sup>7</sup> 6.6%。欧州委員会はインフレを加速させない失業率を 6.7%程度と推計。

## <BOEは0.50Ptの利上げを決定、打ち止めも視野に>

- ▶ BOE（英国中銀）は2/3の金融政策委員会で、政策金利の3.50%から4.00%への引上げを賛成多数（7対2）で決定。利上げは2021年12月以降10会合連続で、利上げ幅は前回（2022年12月）と同等の0.50%Ptを維持。声明文では、「より持続的なインフレ圧力が見られる場合、一段の金融引き締めが必要となるだろう（前回：必要に応じて強力に対応）」との文言変更により、今後の利上げペースの縮小を示唆した。賃上げの動きは継続するなどインフレ圧力は残存しているものの、求人件数は減少、コロナ前の水準に戻り切っていない労働参加率も3か月連続で上昇するなど労働需給緩和の兆しもみられる中で、コアベースのインフレ率も単月ながら低下に転じたことから、利上げの打ち止めが視野に入る。ただし、消費者マインドを含めた2月の景況感指数は大幅に改善しており、景気の上振れリスクにも警戒が必要となる。
- ▶ 弊社では、次回3/23の委員会で0.25%Ptの追加利上げを実施し、政策金利が4.25%へと到達した後にその影響を見極めるため、しばらくは維持すると想定する。

## ●その他の経済指標は強弱混在

- ▶ 1月分の経済指標は一部しか公表されていないが、足元のガス価格の下落や政府のエネルギー高対策の継続などにより景況感は改善。高インフレを受け個人消費が引き続き減少、企業サイドでは生産の落込みが顕在化しているものの、景況感の改善や供給制約の緩和等により、落込みが緩和される見込み。

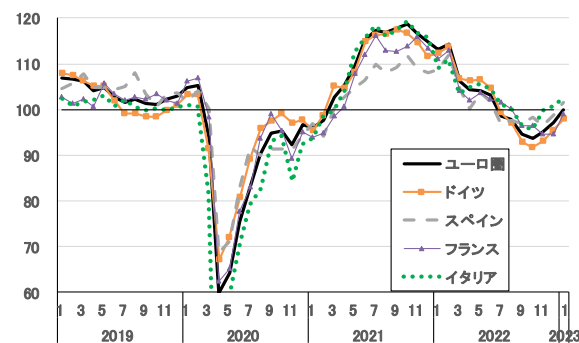
\* ユーロ圏の景況感指数 … 1月は99.9（12月は97.1）と3か月連続の改善。主要国ではイタリア（102.5）やスペイン（101.5）で長期平均（100）を上回る水準まで回復。企業の景況感は鉱工業が2か月、サービス業が3か月、小売業が4か月連続の改善。2月<sup>8</sup>については消費者マインドが低水準ながらも5か月連続で改善。

\* ドイツ・英国の消費者マインド指数（GfK社調べ） … ドイツの1月は▲37.6%Pt（12月▲40.1）と底打ちの兆しがみられる。英国の2月は▲38.0%Pt（1月▲45.0%Pt）と、1月に4か月ぶりに再低下した後、大幅改善。ただし、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。英国では耐久財の買い時判断、家計の金融環境の現状判断や景気の現状・先行き判断が軒並み前月から改善しており、インフレ率低下などの影響が表れ始めている模様。

\* 小売売上高（数量ベース、自動車を除く） …

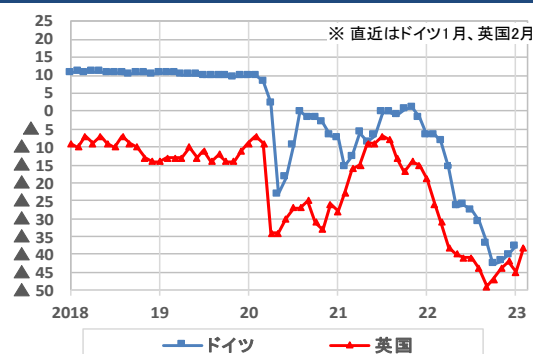
ユーロ圏の12月は前月比▲2.7%（11月は1.2%）と大幅減。10～12月期は前期比▲1.1%（7～9月期は同▲0.6%）と4四半期連続の減少となり、減少幅も拡大。主要国の10～12月期は、スペイン

ユーロ圏の景況感指数（2000-21年平均=100）



（出所）欧州委員会

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。

<sup>8</sup> 消費者マインドのみ、速報値が発表済。

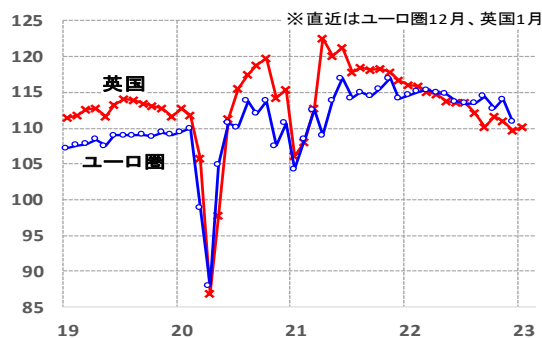
(前期比 2.7%) を除くドイツ (同▲2.7%)、イタリア (同▲1.5%) およびフランス (同▲0.6%) で、前期比マイナス。品目別では、燃料価格の下落から自動車燃料 (同 1.1%) が増加した一方、高インフレの影響から食料品類 (同▲2.4%) や非食料品 (自動車燃料を除く) (同▲0.4%) が減少。

英国の1月は前月比0.5% (12月は▲1.2%) と増加。ただし、1月の 10~12月平均比は▲0.5%と昨夏以降の減少傾向は継続。内訳としては、衣料品店 (10~12月平均比▲2.4%) やその他非食料品店 (同▲2.3%)、食料品店 (同▲0.7%) を中心にマイナスに寄与したものの、自動車燃料 (同 0.9%) や無店舗販売 (同 1.1%)、家庭用品店 (同 1.5%) などがプラスに寄与。当局によると、1月は一部販売促進キャンペーンが増加に寄与した模様。ただし、高インフレが継続する中で上述のとおり消費者マインドも再び低下しており、先行きも減少が見込まれる。

\* **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10~12月期は同 910万台へと増加。ただし、2019年通年の1129万台から19.4%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10~12月期は同165万台と横ばい、2019年通年の229万台と比較して27.9%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。

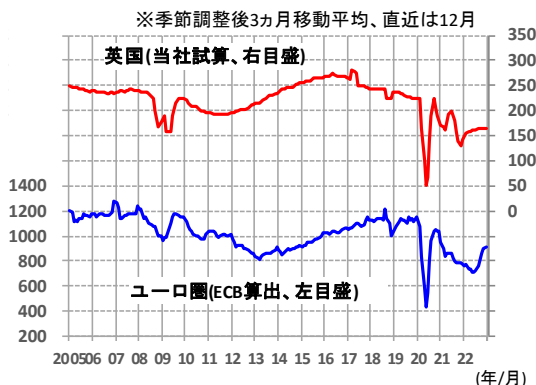
\* **ユーロ圏企業の生産制約要因** (欧州委員会によるアンケート、複数回答可) … 12月調査では「原材料・備品の不足」を挙げる企業が39%と、依然高い水準ながら10月の42%からは低下。半導体不足やサプライチェーンの混乱の影響は後退。また、「労働力 (の不足)」を挙げる企業の割合は26%で横ばい。一方で、「需要 (の減退)」を挙げた企業の割合が10月の24%から12月には26%へと上昇傾向にある。

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)



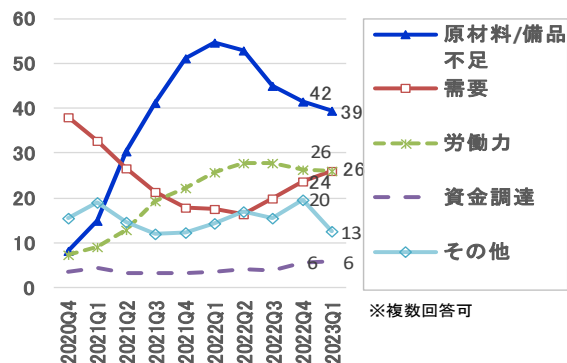
(出所) CEIC Data

ユーロ圏・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

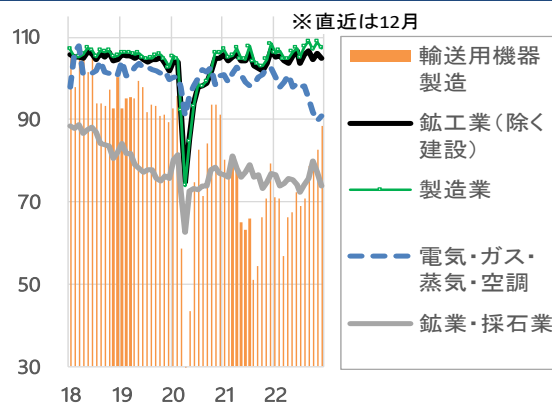
企業が挙げた生産の制約要因 (回答割合、%)



(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) … 12月は前月比▲1.1% (11月は1.4%)、10~12月期は前期比▲0.2%と減少。10~12月期の前期比の増減率を部門別に見ると、製造業は、木材・紙等 (前期比▲3.5%) や繊維・衣料等 (同▲3.1%) などが減少した一方で、基礎医薬品 (同21.1%) や供給制約の緩和を反映したとみられる輸送用機器 (同13.9%) を中心に増加し、全体として0.5%の増加。鉱業・採石業は4.0%と増加も、電気・ガス・蒸気・空調は▲6.3%と引き続き減少。

ユーロ圏の鉱工業生産 (季節調整値、2015年=100)

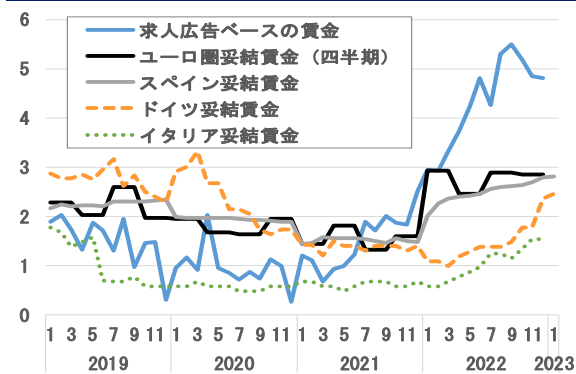


(出所) CEIC Data

\* ユーロ圏の賃金 … 主要国の月次ベースの妥結賃金 について、ドイツの1月は前年比2.5% (12月は2.4%)、スペインの1月は同2.8% (12月は2.8%)、イタリアの12月は同1.5% (11月は1.5%) と横ばい傾向にある。また、10~12月期のユーロ圏妥結賃金も2.85%と前期 (2.88%) から横ばいの伸び率となるなど、頭打ち感も示唆される。

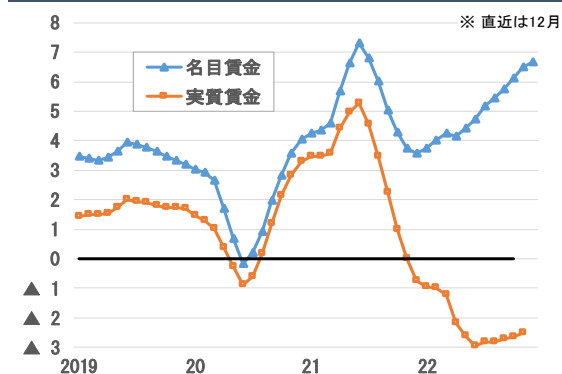
\* 英国の賃金 (ボーナス除く) … 12月の平均週給 (後方3か月移動平均) は名目ベースで6.7% (11月6.5%) と、8か月連続で伸びが高まった。特に、民間部門では7.3% (11月7.3%) と、公的部門の4.2% (11月3.4%) と比較して高い伸び。ただし、実質ベースでは▲2.5% (11月▲2.5%) と、13か月連続で、マイナス圏内で推移しており、物価高騰による賃金目減りの状態が継続。こうした状況を受け、大規模ストライキが発生するなど、賃上げ圧力が更に高まっている。

ユーロ圏の賃金 (前年比、%)



(出所) Indeed wage tracker, ECB, 各国政府統計

英国の賃金 (前年比、3か月移動平均)



(出所) ONS

● **経済見通しの改定：足元ではリセッション回避の見込みも、当面低空飛行が続く**

今般、10~12月期実質 GDP の実績値 (ユーロ圏は前期比0.1%、英国は同0.0%) や足元の経済指標を踏まえ、前回 (2022年12月) 示した見通しから、主に2023年の成長率予想を上方改定する。

- まず、欧州の天然ガス価格は足元でガス不足のリスクが後退したことから下落している。今後も需給は綱渡りの状況が続くものの、価格の再高騰が避けられれば、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<sup>9</sup>。また、賃上げ圧力の高まりに起因する賃金インフレは引き続き警戒されるものの、

<sup>9</sup> 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も2022年10月の4.5%Ptをピークに低下を続け、2023年年央には0%Pt程度に縮小すると試算。

労働需給緩和の兆しもみられ、英国ではエネルギー価格の下落が一部サービス価格に波及し始めた可能性も示唆されるなど、前回と比較した際、インフレ圧力は緩和に向かっている可能性がある。これらの状況を踏まえ、インフレ率は、ユーロ圏が2022年8.4%（実績）→2023年5.2%→2024年2.2%、英国が2022年9.1%（実績）→2023年6.8%→2024年2.1%と予想<sup>10</sup>する。これに対し、ECBやBOEは政策金利の引き上げを継続するが、年央までには様子見の姿勢に転じると想定する。

- 今後の欧州経済は、足元の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の影響もラグを伴って顕在化する中で、内需が下押しされ、年央にかけて当面は低空飛行が続くとのシナリオを維持する。一方で、エネルギー価格の下落や政府のエネルギー高対策の継続等により、生産や個人消費の落込みが前回想定より緩和される見込みであり、経済活動の正常化を進める中国向け輸出の回復も見据え、緩やかな生産の持ち直しや設備投資の増加も期待される。ところ、1～3月期のマイナス幅は小幅に止まると見込む（ユーロ圏は前期比▲0.2%、英国は同▲0.3%）。通年の成長率は、ユーロ圏が2022年3.5%（実績）の後2023年0.6%、2024年1.4%、英国が2022年4.0%（実績）の後、2023年▲0.5%、2024年0.8%と予想<sup>11</sup>する。英国では Brexit 等により労働力不足の問題がユーロ圏と比較して深刻であることから、インフレ鎮静化に時間を要する見込みであり、2023年はマイナス成長を想定している。
- ただし、次の冬に向け、ロシア・ウクライナ問題の行方や、域外のLNG需要、足元の価格下落を受けた域内のエネルギー需要の想定以上の強まり等によってエネルギー価格が再高騰するリスクは残存しており、加えて賃金上昇分を価格転嫁する動きも引き続き見込まれることから、高インフレや金融引き締めの長期化がリスクとして挙げられる。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2020	2021	2022	2023	2024
	実績	実績	実績/見込	予想	予想
実質GDP	▲6.3	5.3	3.5	0.6	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	3.9	0.6	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	1.3	1.0	1.1
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(1.3)	(▲0.0)	(0.1)	(0.2)
輸出	▲9.0	10.5	7.3	2.9	4.3
輸入	▲8.6	8.2	8.0	2.9	4.3

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

英国の成長率予想

%, %Pt	2020	2021	2022	2023	2024
	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	▲11.0	7.6	4.0	▲0.5	0.8
個人消費	▲13.2	6.2	5.4	▲0.5	0.8
固定資産投資	▲10.5	6.1	7.7	▲0.2	0.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.0)	(0.0)	(▲0.2)	(0.0)
政府消費	▲7.3	12.5	1.9	1.9	0.8
純輸出(寄与度)	(1.5)	(▲1.2)	(▲0.8)	(1.5)	(0.2)
輸出	▲12.1	2.2	10.3	5.0	2.2
輸入	▲16.0	6.2	12.6	0.2	2.0

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

<sup>10</sup> 前回はユーロ圏 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%と予想。

<sup>11</sup> 前回はユーロ圏 2022年3.3%→2023年0.2%→2024年1.4%、英国 2022年4.4%→2023年▲0.8%→2024年0.8%と予想。