

欧州経済：景気後退は回避の見込みも、回復の後ずれリスクに留意

1～3月期の実質GDP成長率は、ユーロ圏・英国ともにゼロ付近の成長となった公算が大きい。ユーロ圏では、ガス価格の下落などから企業の生産活動がエネルギーを中心に年明け以降、活発化。ただし、物価上昇による消費者の購買力の低下などから、財消費は減少が続く。英国ではストライキによる経済への影響も生じる中、先行きは楽観視できないまでも、21年夏以降続いていた財消費の減少傾向に一旦の歯止めなど、明るい材料もみられる。先行きについて、4～6月期も景気は停滞の後、年央ごろにはインフレの落ち着きを受けて、個人消費が持ち直し、成長ペースが加速する見通し。ただし、高い賃金上昇率による高インフレの継続や、3月に信用不安が高まった後遺症として、信用収縮につながる可能性などがリスクとして挙げられる。

(1) 欧州の景気動向

●銀行部門の混乱拡大は一先ず回避も、中央銀行はファンドを注視

- ▶ 欧州では、3月に米国発の銀行不安が飛び火。クレディ・スイスの経営不安の強まりや同社発行の「AT1 (Additional Tier1) 債¹⁾」の無価値化がきっかけとなり、信用不安がくすぶる状況が続いていたが、銀行の破綻リスクの大きさを表すCDSは足元で低下しつつある。
- ▶ 米国発の銀行不安について、クノット・オランダ中央銀行総裁²⁾は4/7のインタビューにおいて、「金利リスク管理の問題」とし、米国では「8大銀行のみが厳格な国際監督規則の下に管理されている。(そのような管理下になかった) シリコンバレーバンクのような地方銀行が、バランスシートに計上していた国債の金利が急上昇、その投資価値の急落を招いた」ことが問題となったものの、欧州では「バーゼル規制が全ての銀行に適用されている」として、銀行の金利リスク管理は十分になされていると整理している。今般の欧州における信用不安のくすぶりは、個社(クレディ・スイス)の経営不安の強まりに端を発したものとして、一先ず連鎖的な銀行破綻への懸念は後退しつつあるとみられる。
- ▶ ただし、クレディ・スイスが発行したAT1債が無価値とされて以降、銀行が発行するAT1債は利回りが高止まり、銀行の資本調達コストは上昇している。
- ▶ また、クノット氏およびECB(欧州中銀)³⁾は、「比較的新しい金融リスク」として、近年多くの投資資金

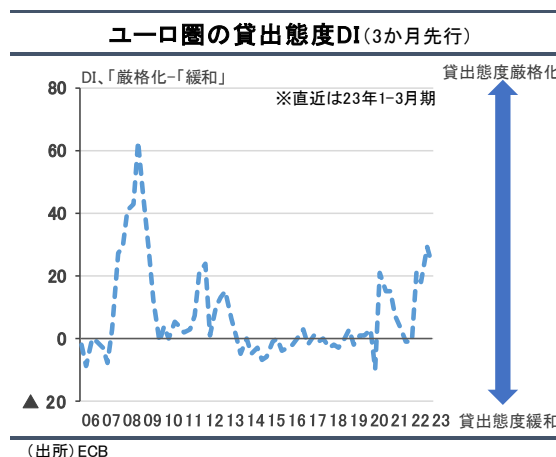


¹⁾ 劣後債の一種。

²⁾ G20の金融当局で構成される金融安定理事会(FSB)の議長を務める。

³⁾ “The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations”

が流入する不動産投資ファンドのようなノンバンクに関するリスクを挙げ、改めて警鐘を鳴らしている。具体的に、ECBはユーロ圏において、(1)商業用不動産に投資するファンドの割合は10年間で2倍となっており(2013年20%→2022年40%)、(2)特にオープンエンド型の投資ファンド⁴は、投資家の解約が容易な一方で、ファンドが保有する資産の流動性は低いことから「流動性のミスマッチ」が生じやすいといった特徴があることを指摘している。そのため、仮に投資家がファンドから資金を一斉に引き揚げようとするれば、ファンドは換金に応じるべく保有資産を投げ売りせざるを得なくなる結果、商業用不動産の価格が下落スパイラルに陥り、ファンドの破綻へとつながる可能性もある。また、その影響が融資元の銀行部門に波及した場合、ECBの急ピッチな利上げにより、既に慎重化している貸出態度が一段と厳格化し、経済の下押し要因となり得る点には留意が必要となる。



●物価：インフレ圧力は依然として根強い

<娯楽関連で伸びが加速>

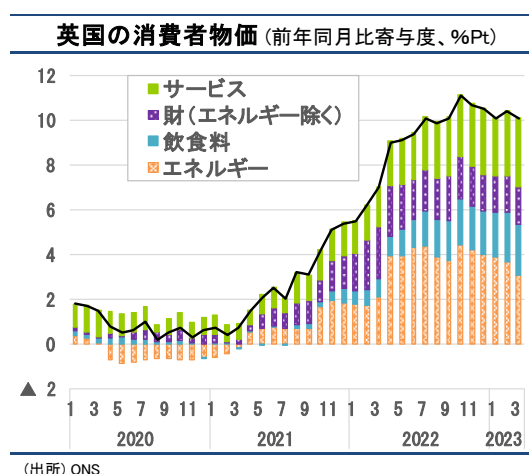
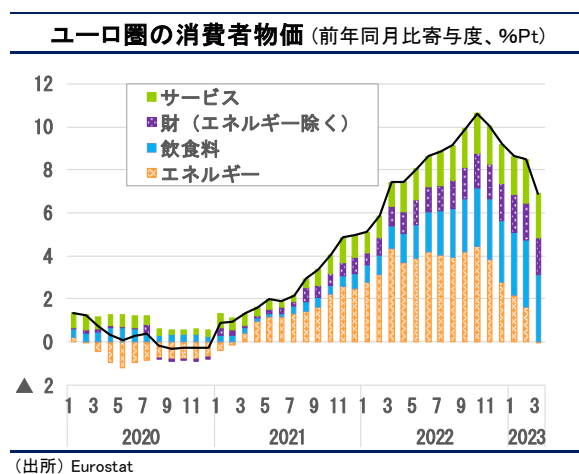
- インフレ率(消費者物価指数の前年同月比)は、ユーロ圏では2月の8.5%から3月には6.9%へと5か月連続で低下。英国では1月まで3か月連続で低下した後、一時的要因⁵により2月は10.4%へと再加速したが、3月は10.1%へと再び低下した。ただし、依然として2桁台に留まっており、その低下ペースは緩慢である。変動の大きいエネルギー・食料品類を除いたコアベースのインフレ率は、ユーロ圏は上昇、英国は横ばいとなっている(ユーロ圏：2023年2月前年同月比5.6%→3月5.7%、英国：6.2%→6.2%)。
- 3月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格(ユーロ圏：13.7%→▲0.9%、英国：49.0%→40.5%)の伸びの低下が継続。光熱費(ユーロ圏：19.0%→8.2%、英国：26.6%→26.1%)について、ユーロ圏では各種政策や天然ガス価格の下落の影響を受け伸びが低下。英国では高止まりが続くが、天然ガス価格の下落の影響が反映されるまでの間、政府は支援の継続を決定⁶しており、夏にかけて低下が見込まれる。
- 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：15.0%→15.5%、英国：14.3%→15.0%)の価格上昇率は、特にパンやシリアルなどの加工食品で高まっている。

⁴ オープンエンド型の割合が高く、現金バッファが小さい国として、オランダやアイルランド、フランス等が挙げられている。

⁵ 衣料・履物やアルコール類の値上げ等。

⁶ 2022年10月から2023年6月まで、消費者向けガス・電力の支払額の上限(標準的な家庭のガス・電気使用量の場合年間2,500ポンド)を設定。当初は期限を3月末までとしていたが、3か月間の支援の継続により、約1%Ptのインフレ率低下に寄与する見込み。

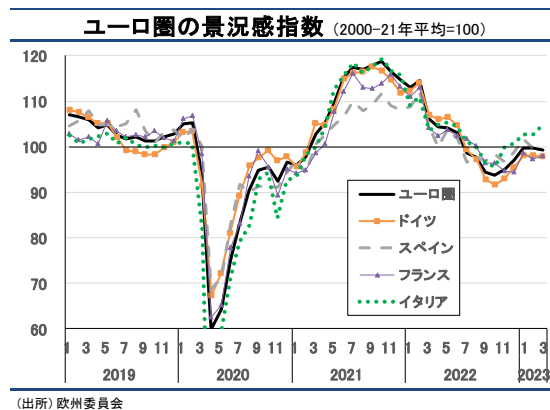
- ▶ コアベースの財の伸びは、ユーロ圏（6.8%→6.6%）で低下、英国（5.7%→5.7%）は横ばい。家具・家庭用品（ユーロ圏：8.9%→8.5%、英国：8.7%→8.0%）や衣料・履物（ユーロ圏：5.3%→4.7%、英国：8.1%→7.2%）など、前年に伸びが急速に高まった品目で伸びが低下。一方、娯楽用品（ユーロ圏：8.4%→8.9%、英国：5.2%→5.9%）やその他娯楽用耐久財（ユーロ圏：8.6%→8.9%、英国：2.3%→2.3%）など、娯楽・文化関連品目で強い伸びを記録。
- ▶ サービス価格の伸びは、ユーロ圏（4.8%→5.1%）で加速、英国（6.6%→6.6%）は横ばい。飲食・宿泊（ユーロ圏：8.6%→8.5%、英国：12.1%→11.3%）は僅かに伸びが低下したものの、パック旅行（ユーロ圏：11.1%→17.8%、英国：11.6%→11.9%）などが上昇。リベンジ消費が続いている旨を示唆。また、後述の通り、名目賃金の伸びは英国では頭打ちの兆しもみられるものの、ユーロ圏では上昇を続けており、賃金動向の影響が大きいサービス価格の伸びが低下に転じるにはまだ時間がかかるとみられる。



●その他の経済指標：1～3月期はマイナス成長回避の可能性

- ▶ 各経済指標の動きによれば、1～3月期の実質 GDP 成長率はユーロ圏・英国ともにゼロ付近のプラス成長となった公算が大きい（10～12月期成長率はユーロ圏：前期比年率▲0.2%、英国：同 0.5%）。
- ▶ ユーロ圏では、ガス価格の下落などから企業の生産活動がエネルギーを中心に年明け以降、活発化。ただし、物価高に伴う消費者の購買力の低下などから、財消費は引き続き減少。英国ではストライキによる経済への影響も生じる中、先行きは楽観視できないまでも、21年夏以降続いていた財消費の減少傾向に一旦の歯止めなど、明るい材料もみられる。

* ユーロ圏の景況感指数 … 3月は99.3（2月は99.6）と前月から僅かに低下。主要国ではイタリアが好不調の境目の目安となる長期平均を上回る水準まで回復も、ドイツやフランス、スペインは同平均を僅かに下回る水準で停滞。主体別の内訳は、小売業や建設業、鉱工業で前月から僅かに低下。家計、サービス業は足踏み状態。今後は3月に高まった信用不安が企業や家計のマインドに与える影響について、要注視⁷。



⁷ 今回の回答の大部分（企業経営者回答の約 2/3、消費者回答の 8 割）は米国発銀行不安が起こる前に行われたもの。

*ドイツ・英国の**消費者マインド指数** (Gfk 社調べ) …

ドイツの3月は▲30.6%Pt (2月▲33.8%Pt) と、昨年10月に底入れした後、改善が続く。

英国の4月は▲30.0%Pt (3月▲36.0%Pt) と、3か月連続の改善。低水準ながらも、英国はコロナ第1波発生直後(2020年4~5月)の水準を回復。景気の現状・先行き判断、家計の金融環境の現状・先行き判断、耐久財の買い時判断など全ての項目で改善。公表元によると、「突如とした楽観主義の芽生え」が生じている模様。

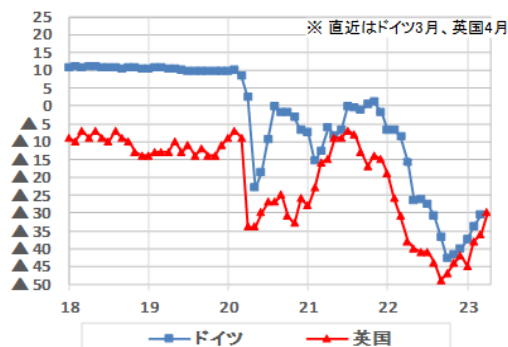
 ***小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) …

ユーロ圏の2月は前月比▲0.8% (1月は0.8%) と減少。1~2月平均の10~12月平均比も▲0.4%と、1~3月期も5四半期連続の減少となる公算が大きい。主要国の1~2月平均は、スペイン(10~12月平均比1.4%)を除く、ドイツ(同▲2.0%)、フランス(同▲1.4%)、イタリア(同▲0.4%)で10~12月平均比マイナス。品目別では、食料品類(同0.0%)が横ばいの一方、自動車燃料(同▲1.2%)や非食料品(自動車燃料を除く)(同▲0.4%)が減少。食料品についても、消費者が物価高により外食を控えたことであらうじてプラス圏内に留まった可能性があり、消費全体の基調は弱い。

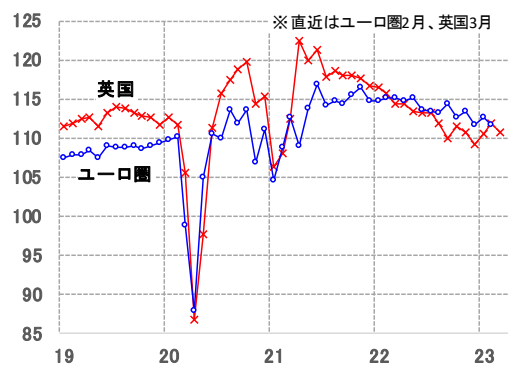
英国の3月は前月比▲0.9% (2月は1.1%) と減少も、1~3月期の前期比は0.6%と、21年夏以降の減少傾向に一旦の歯止め。1~3月期の内訳としては、衣料品店(同▲0.6%)、その他非食料品店(前期比▲0.4%)、自動車燃料(同▲0.4%)がマイナスに寄与したものの、家庭用品店(同3.3%)や無店舗販売(同1.7%)、食料品店(同0.0%)がプラスに寄与。当局は、1~2月の堅調な数字について、一部販売促進キャンペーンによる無店舗販売等での売上げの前倒し、また食料品について、消費者が物価高により外食を控えたことがプラスに寄与した可能性を指摘しており、物価高が続く中で、先行きは慎重に見るべきだろう。

 ***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**はコロナ後の在庫復元に向け積み上がり(2023年2月7.6Pt →3月10.0Pt)。**鉱工業**の3月は7.2Ptと2月(7.8Pt)からは低下も、昨年末より高水準で高止まり。高インフレを受けた最終需要の伸び悩みに影響を受けている可能性。

ドイツと英国の消費者マインド指数(%Pt)

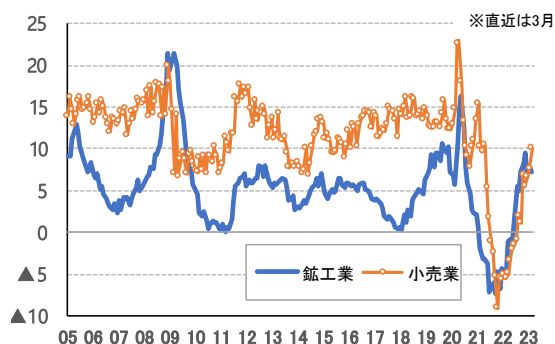


(出所) GfK
(注)指数作成方法(質問内容)が異なるため、水準も異なる。

 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

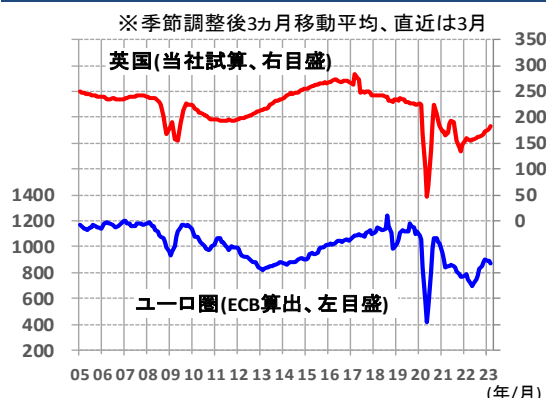
ユーロ圏の在庫DI (「多い」-「少ない」、%Pt)



(出所) 欧州委員会

* **乗用車販売台数** … **ユーロ圏** (ECB 算出の季節調整値) の **1~3 月期は年率 871 万台と、10~12 月期の同 898 万台から減少**。2022 年 7~9 月期、10~12 月期と増加した後、2019 年通年の 1126 万台から 20.3% 低い水準で足踏み。**英国** (当社試算の季節調整値) は **1~3 月期は年率 182 万台と、10~12 月期の同 173 万台から増加**。2019 年通年の 229 万台と比較して 24.5% 低い水準で停滞。ユーロ圏、英国ともに需要の伸び悩みは懸念されるものの、供給制約緩和の動きが続いている可能性。

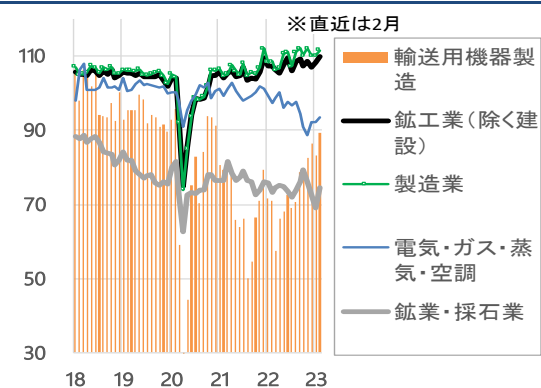
ユーロ圏・英国の乗用車販売台数(年率換算値、万台)



(出所) CEIC Data、伊藤忠総研

* **ユーロ圏の鉱工業生産** (数量ベース、建設を除く) … **2 月は前月比 1.5% (1 月は 1.0%)、1~2 月平均は 10~12 月平均比で 1.3% の増加**。昨年末に牽引役となった基礎医薬品の勢いは一服する中、エネルギーを中心に回復。1~2 月平均の 10~12 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 (10~12 月平均比▲9.8%) が前期の反動により減少した一方で、食料品 (同 1.9%) や機械 (同 0.2%) を中心に増加し、全体として 0.1% の増加。鉱業・採石業は▲5.5% と減少。電気・ガス・蒸気・空調は 2.7% と 5 四半期ぶりに増加に転じた。ただし、物価高や利上げの影響で当面は需要の低迷が続くとみられ、生産の先行きも楽観視できない状況が続く見込み。**

ユーロ圏の鉱工業生産 (季節調整値、2015年=100)

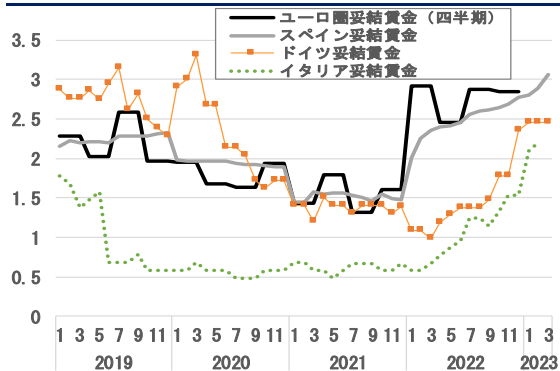


(出所) CEIC Data

* **英国の月次 GDP** … **2 月は前月比 0.0% (1 月は 0.4%) と横ばい。1~2 月平均は 10~12 月平均比で 0.1% と微増**。1~2 月平均の増減率 (10~12 月平均比) を部門別に見ると、**鉱工業生産は▲0.4% と、鉱業・採石業 (▲4.2%) を主因に減少**。製造業は、前期の反動から医薬品 (▲5.6%) や輸送用機器 (▲0.3%) が減少し、▲0.1% の減少。電気・ガス・蒸気・空調は▲0.6% と減少、水・廃棄物処理は 0.4% と増加。**サービス業は、ストライキの影響を受けた医療・社会保障 (▲0.9%) や運輸・倉庫 (▲0.5%) などで減少したものの、情報通信 (1.8%) や金融・保険 (0.6%) などが牽引し、全体は 0.2% と増加。建設業は 0.1% と増加。**

* **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 3 月は前年比 2.5% (2 月は 2.5%)、スペインの 3 月は同 3.1% (2 月は 2.9%)、イタリアの 2 月は同 2.2% (1 月は 2.1%) と横ばいから上昇傾向にある**。ECB の試算する wage tracker⁸によれば、賃上げ率は 2022 年の 4.4% から、2023 年は 4.8% へと加速する見込み。

ユーロ圏の賃金 (前年比、%)



(出所) ECB、各国政府統計

⁸ ユーロ圏 7 国が 2022 年中に妥結に至った労使交渉の結果を使用し、試算。

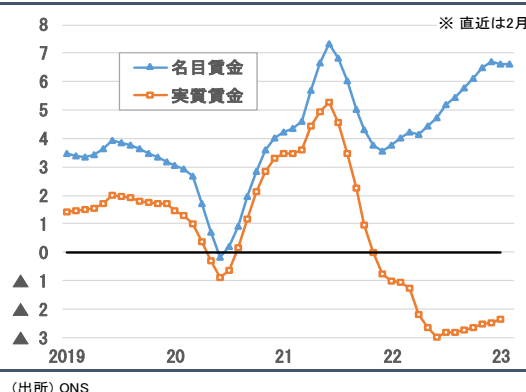
* **英国の賃金**（ボーナス除く）… 2月の平均週給（後方3か月移動平均）は名目ベースで前年比6.6%（1月6.6%）と、12月まで8か月連続で伸びが高まり、1月に低下した後、横ばい。民間部門では6.9%（1月7.0%）と、公的部門の5.3%（1月4.9%）と比較して高い伸びが継続するものの、公共部門を中心としたストライキの影響もあり、両部門の差は縮まりつつある。実質ベースでは▲2.3%（1月▲2.3%）と、15か月連続で、マイナス圏内で推移しており、物価高騰による賃金目減りの状態が継続。

* **輸出**（財のみ）… ユーロ圏の圏外向け輸出数量の、全体値は1月分までしか公表されておらず、その1月の10~12月平均比は▲1.1%と減少。一部地域向け指数の1~2月平均は、対米国で10~12月平均比▲4.1%、対ASEANで同▲3.0%と減少も、対中国は2月の急回復から同4.4%と増加。3月も中国向けの回復が続けば、1~3月期は小幅の減少が予想。

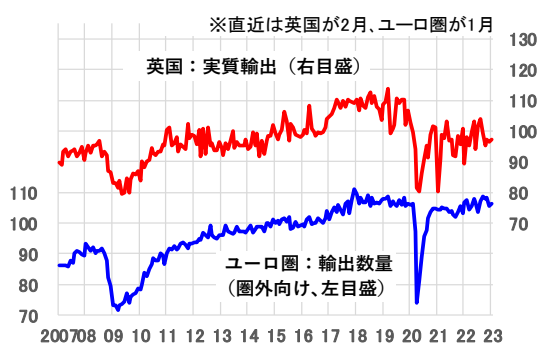
英国の実質輸出⁹の1~2月平均は10~12月平均比▲0.7%と、10~12月期の前期比▲5.2%に続いて減少。

コロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を10.6%下回る水準で停滞。

英国の賃金（前年比%、3か月移動平均）



ユーロ圏と英国の輸出
（財、2015年平均=100、季節調整値）



●景気見通し：景気は当面停滞、回復期の後ずれリスクに留意

- ▶ 今後の欧州経済は、高インフレを受けた実質可処分所得の減少に加え、中央銀行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、4~6月期も停滞する見込み。一方、年央ごろにはインフレの落ち着きを受けて、個人消費が持ち直し、成長ペースが加速するとのシナリオを維持する。ただし、高インフレの長期化や、米国発銀行不安が飛び火した信用不安の高まりの後遺症として、信用収縮につながる可能性がリスクとして挙げられる。
- ▶ インフレについて、足元でエネルギー価格の伸びは低下しているが、食料品類やコアベースのインフレ率の上昇が続いており、インフレ圧力は根強い。一方で、コア・インフレ率については、前年の価格上昇の影響や、エネルギー価格下落の一部サービス価格への波及等が見込まれることから、4~6月期には伸び率は低下に転じるとみるが、(1)特にユーロ圏で賃金上昇率¹⁰が高止まっていることや、(2)娯楽関連で伸びの加速がみられるなど新たな要因もあいまって、ピークアウトの時期が後ずれし、中央銀行による金融引き締めが長期化するリスクがある。
- ▶ 米国発銀行不安の欧州への飛び火について、足元で混乱拡大は回避されつつある。ただし、金融引き締めにより既に銀行の貸し出し態度は慎重化しているところ、銀行の資金調達コストの上昇等を背景に企業への資金供給が一段と抑制、設備投資が想定以上に減少するリスクがあることには留意が必要である。

⁹ 貴金属を除く数値。

¹⁰ サービス価格は賃金動向の影響を受けやすい。