

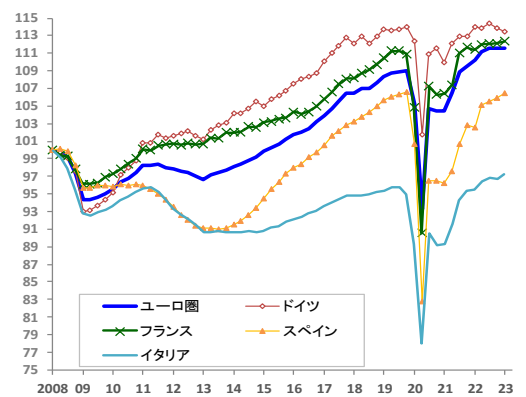
## 欧州経済：低空飛行の中、インフレ警戒が続く（改定見通し）

物価高の影響で個人消費の増加が抑えられる中、主に北米からのインバウンド消費や公共投資が下支えし、1～3月期の成長率はユーロ圏で前期比年率 0.3%（10～12月期▲0.2%）、英国で 0.5%（同 0.5%）とマイナス成長を回避。4月以降は、財消費は低迷するも、旅行などのサービス消費はリベンジ需要が再び盛り上がり、回復の動き。そのため、物価の基調を示すコア・インフレ率は、賃上げも加わってユーロ圏では高水準横ばい圏内で推移（3月 5.7%→4月 5.6%）、英国では大幅に上昇（6.2%→6.8%）しており、夏頃まで利上げが続く公算が大きい。今後の欧州経済は、(1)金融引き締めの影響が徐々に表れ内需が下押しされること、(2)主要輸出先である米中の成長ペース鈍化により輸出も力強さを欠くことから、停滞する見込み。成長率予想は、ユーロ圏が 2023 年 0.8%、2024 年 1.1%、英国が 2023 年 0.2%、2024 年 0.7%と改定する。

### ●1～3月期 GDP：ユーロ圏、英国ともに小幅のプラス成長

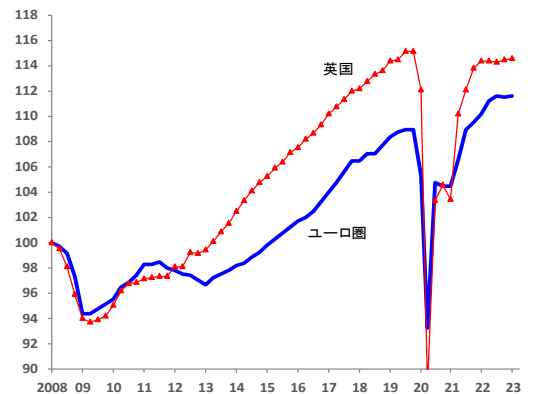
- ユーロ圏の 2023 年 1～3 月期成長率（速報値）は、前期比 0.1%（年率換算 0.3%）と、2022 年 10～12 月期の▲0.1（年率換算 ▲0.2%）からプラス成長へと転換<sup>1</sup>。主要国では、ドイツ（10～12 月期前期比▲0.5%→1～3 月期▲0.3%）が 2 四半期連続のマイナス成長（テクニカルリセッション）に陥ったものの、イタリア（▲0.1%→0.5%）はプラス成長へと転じ、フランス（0.0%→0.2%）およびスペイン（0.4%→0.5%）はプラス幅が拡大した。需要項目別の状況は未公表（6/8 公表予定）であるが、各種経済指標の動き、および既に公表された一部の国の内訳から、個人消費や政府支出など内需は抑制されたものの、サービス輸出（インバウンド消費<sup>2</sup>）など、輸出の増加が下支えしたものと推察される。
- 英国の 1～3 月期成長率は、前期比 0.1%（年率換算 0.5%）と、低空飛行ながらも 10～12 月期（前期比 0.1%、年率 0.5%）と同幅のプラス成長を維持。 需要項目別には、高インフレの影響を受け個人消費（0.2%→0.1%）は伸び悩んだ一方、公共投資（8.3%→9.7%）を中心とした固定資本形成（0.3%→1.3%）が全体を下支え。教育や保健などの項目でストライキの影響を受けた政府消費（0.5%→▲2.5%）はマイナスに転じた。

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）



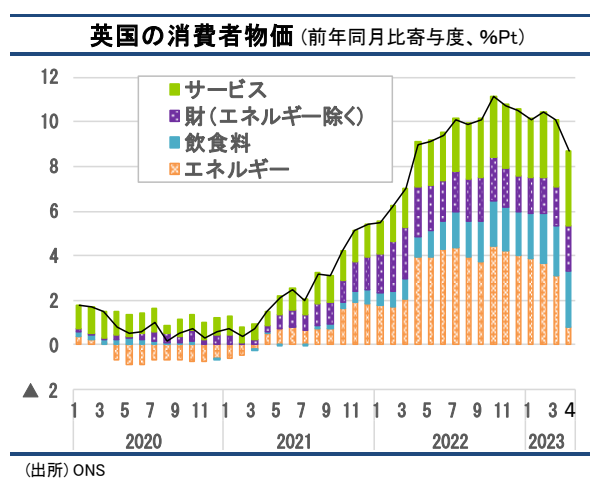
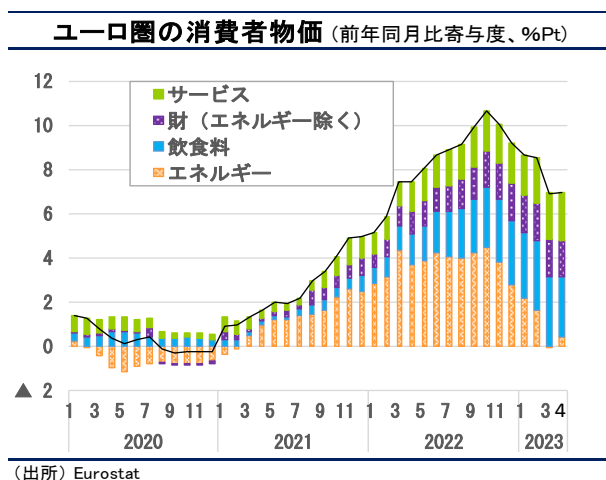
（出所）CEIC Data

<sup>1</sup> ただし、本数値は 5/25 に公表されたドイツの GDP 改定値を反映していない。ドイツの改定値が速報値から ▲0.3pt 下方修正されたことを加味すると、0.0%付近へと下方改定される可能性。

<sup>2</sup> 北米や（中国を除く）アジアからの観光客が回復した模様。

**●物価・金融政策：インフレ圧力は根強く、夏頃まで利上げが続く公算大**
**<サービスインフレが加速>**

- 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5か月連続で低下した後、3月の6.9%から4月には7.0%へと僅かに上昇。英国では3月の10.1%から4月には8.7%へと下落した。一方、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、ユーロ圏は僅かに低下も高水準で推移、英国は大幅に上昇しており、インフレ圧力は根強いと言えよう（ユーロ圏：2023年3月前年同月比5.7%→4月5.6%、英国：6.2%→6.8%）。
- 4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：▲0.9%→2.4%、英国：40.5%→10.8%）の伸びは、各種政策や天然ガス価格の下落を反映し、下落基調にある。前年の伸びの影響（ベース効果）から、ユーロ圏では一時的に上昇も、英国では低下している。
- 食料品類の伸びは、ユーロ圏（15.5%→13.5%）で低下、英国（15.0%→16.0%）は上昇。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る中、根強い伸びが続いているが、加工食品<sup>3</sup>（ユーロ圏：18.7%→17.1%、英国：21.3%→21.1%）および非加工食品（ユーロ圏：14.7%→10.0%、英国：16.5%→16.4%）で低下。英国では酒類およびたばこ（5.3%→9.1%）の伸びが高まったことが要因。
- コアベースの財の伸びは、ユーロ圏（6.6%→6.2%）で低下、英国（5.7%→6.6%）は上昇。家具・家庭用品（ユーロ圏：8.5%→8.1%、英国：8.0%→7.5%）や衣料・履物（ユーロ圏：4.7%→4.1%、英国：7.2%→6.8%）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：5.9%→6.8%）やその他娯楽用耐久財（ユーロ圏：8.6%→8.9%、英国：2.3%→5.5%）など、娯楽・文化関連品目で強い伸びを記録しており、英国の上昇加速の一因に。
- サービス価格（ユーロ圏：5.1%→5.2%、英国：6.6%→6.9%）の伸びは上昇。ユーロ圏では飲食・宿泊（ユーロ圏：8.5%→8.8%、英国：11.3%→10.2%）、英国ではパック旅行（ユーロ圏：17.8%→10.7%、英国：11.9%→12.7%）などが上昇しており、リベンジ消費が続いている旨を示唆。また、後述の通り、名目賃金の伸びはユーロ圏、英国ともに上昇を続けており、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。



<sup>3</sup> 酒類およびたばこ除く。

**<ECBは0.25Ptの利上げを決定>**

- ECB（欧州中銀）は5/4の定例理事会で、0.25%Ptの政策金利の引上げを決定。利上げ幅を前回（3月）の0.50%Ptから縮小し、主要リファイナンス金利を3.50%から3.75%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を3.00%から3.25%へそれぞれ引き上げた。単月ながら、コアベースのインフレ率が低下したこと、後述の銀行貸し出し調査において、前期に続き資金需要の減退が確認されたことや、政策の実体経済への波及ラグなどを考慮し、利上げ幅を縮小したものとみられる。また、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を7月で終了するなど、量的引き締め強化も併せて発表している。
- 今後についてはデータ次第とするアプローチ<sup>4</sup>を改めて強調しつつも、ラガルド総裁は前回に続き、「カバーすべき道のりが残る（利上げすべき）」と言及し、次回6/15の理事会での利上げを否定しない姿勢を示唆した。労働需給の逼迫や賃金の動向等を鑑みると、サービス価格の高止まりが想定される中、利上げの継続がメインシナリオとして考えられる。
- 弊社では、6/15および7/27の理事会でそれぞれ0.25%Ptの追加利上げを実施し、預金ファシリティ金利が3.75%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予想を変更する。

**<BOEは0.25Ptの利上げを決定>**

- BOE（英国中銀）は5/11の金融政策委員会で、政策金利の4.25%から4.50%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12会合連続。また、3月に高まった信用不安について、英国経済に与える影響は限定的と判断した。
- 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」との文言を維持。インフレリスクについて、3月の委員会で「顕著に上方」とした文言を取り下げたが、今回復活させるなど、各種経済指標<sup>5</sup>を踏まえ、インフレに対する警戒感が再び高まった模様。
- 後述のように、3月の賃上げ率が再加速した中で、4月のインフレ率もエネルギー以外は軒並み伸びが高まっている状況を鑑みると、利上げの継続がメインシナリオとして考えられる。
- 弊社では、6/22および8/3の理事会でそれぞれ0.25%Ptの追加利上げを実施し、政策金利が5.00%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予想を変更する。

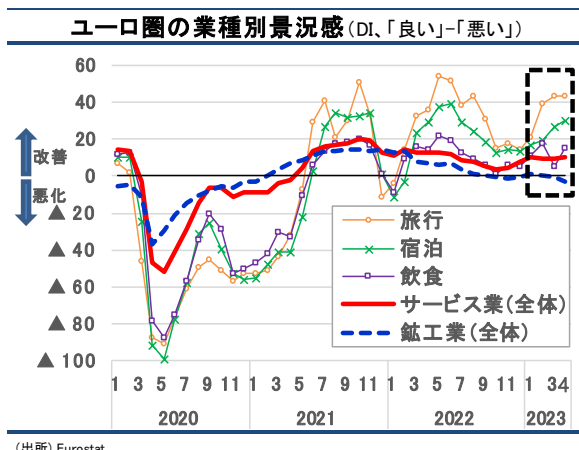
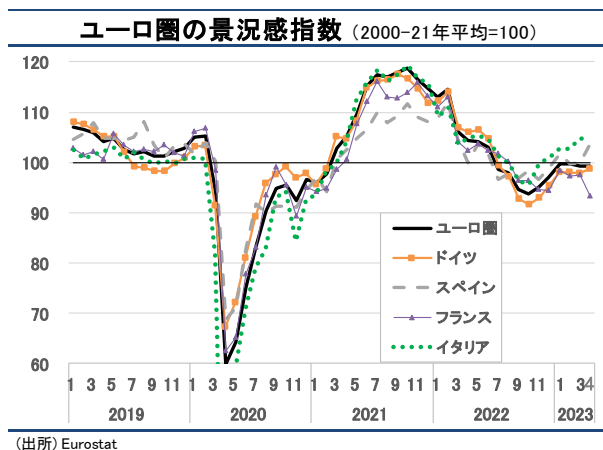
**●その他の経済指標：鉱工業とサービス業に明暗**

- 4月分の経済指標は一部しか公表されていないが、欧州では、物価高による消費者の購買力低下が続いており、財消費は低迷。一方、旅行などのサービス消費はリベンジ需要が再び盛り上がり回復の動き。こうした状況の下、鉱工業の景況感が低迷する中、サービス業は改善が続く。

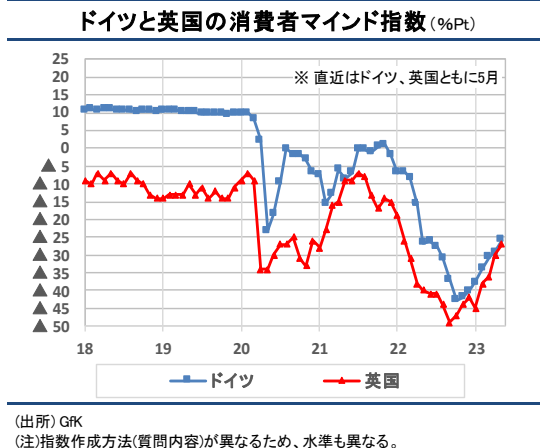
<sup>4</sup> 具体的には、(1)足元の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、(2)基調となるインフレ動向、(3)金融政策の波及具合を注視。

<sup>5</sup> 特に3月のコアベースの財および食料品価格のインフレ率がBOE予想を上回って推移したこと。

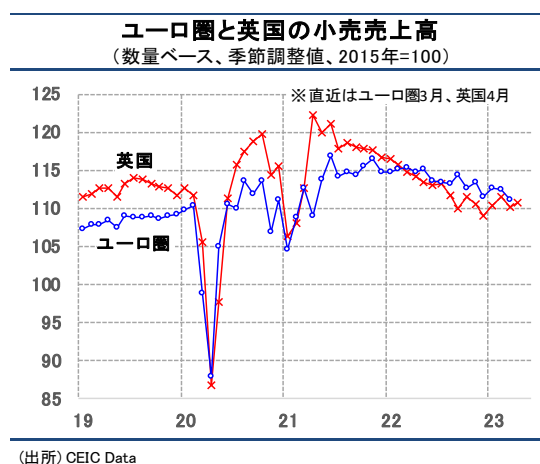
\* **ユーロ圏の景況感** (指数、DI (「良い」-「悪い」)) … 4月の景況感指数は99.3 (3月は99.2) と前月から横ばい。主要国ではイタリア (4月:104.9) およびスペイン (103.6) が好不調の境目の目安となる長期平均である100を上回る水準まで回復も、ドイツ (98.7) は同平均を僅かに下回る水準で停滞、年金改革に対するストライキの影響を受けたとみられるフランス (93.3) は前月から大幅に低下など、明暗が分かれた。業種別の景況感 DI (「良い」-「悪い」) では、鉱工業(▲2.6)が昨年末から景気の良し悪しの分かれ目となる0を下回る状態が続く一方、サービス業 (10.5) は年明けから改善傾向。特に旅行 (43.8) や宿泊 (29.9) で改善幅が大きい。



\* ドイツ・英国の**消費者マインド指数** (GfK 社調べ)  
 … ドイツの5月は▲25.8%Pt (4月▲29.3%Pt) と、昨年10月に底入れした後、改善が続く。  
英国の5月は▲27.0%Pt (4月▲30.0%Pt) と、4か月連続の改善。  
 インフレ率は依然として高いものの、ヘッドラインのインフレ率の落ち着きや名目賃金の上昇、政府の光熱費支援の継続等が、マインドの改善を後押ししている模様。  
 ただし、依然としてマイナス圏内で推移。



\* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏の3月は前月比▲1.2% (2月は▲0.2%) と減少。1~3月期の前期比も▲0.4%と5四半期連続の減少となった。主要国の1~3月期は、スペイン (前期比1.8%) を除く、ドイツ (同▲1.4%)、フランス (同▲0.3%)、イタリア (同▲0.4%) で前期比マイナス。品目別では、食料品類 (同▲0.3%)、自動車燃料 (同▲0.6%)、非食料品 (自動車燃料を除く) (同▲0.2%) 全て減少。  
英国の4月は前月比0.5% (3月は▲1.2%) と増加、1~3月平均比は▲0.0%と横ばい。4月の1~3月平均比の内訳としては、自動車燃料 (前期比▲2.5%)、無店舗販売 (同▲0.7%)、家庭用品店 (同▲0.2%)、衣料品店 (同▲0.2%) などがマイナスに寄与したものの、その他非食料品店 (同1.4%) や百貨店 (同





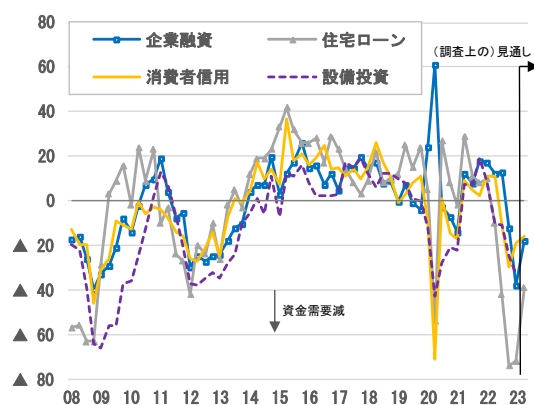
1.0%)、食料品店(同0.4%)などがプラスに寄与。当局によると、その他非食料品店については宝飾店やスポーツ小売店が好調だった。天候不順の影響を受けた前月からの反動がみられたほか、高インフレを反映した一部世帯への補助金増額が下支えした模様。

\* **乗用車販売台数** … ユーロ圏( ECB 算出の季節調整値) の4月は年率868万台と、1~3月期の同884万台から減少。2019年通年の1121万台から22.6%低い水準。2022年7~9月期、10~12月期と増加した後、年明けから足踏み。英国(当社試算の季節調整値)の4月は年率172万台と、1~3月期の同174万台から横ばい。2019年通年の229万台と比較して24.9%低い水準で停滞。ユーロ圏、英国ともに供給制約緩和の動きが続くものの、需要の伸び悩みが懸念。

\* **ユーロ圏の資金需要**(DI、「増加」-「減少」、ECB 調べ) … 企業の1~3月期は▲38%Ptと、10~12月期(▲12%Pt)から減少幅を拡大。リーマンショック後(▲40%Pt)に匹敵する水準まで落ち込み。設備投資を目的とした資金需要は1~3月期は▲33%Ptと、10~12月期(▲25%Pt)に引き続き減退。その他、M&Aや金利水準を理由とする需要の冷え込みも強まり、企業の資金需要を支えていた在庫管理や運転資金のための需要も一巡。家計の1~3月期は住宅ローンで▲72%Pt、消費者信用で▲19%Ptと、10~12月期(住宅ローン▲74%Pt、消費者信用▲30%Pt)と比較して、落ち込み幅が僅かに緩和。先行きの4~6月期について、企業▲18%Pt、住宅ローン▲39%Pt、消費者信用▲16%Ptと、落ち込み幅は緩和が見込まれるものの、引き続き資金需要の減退が見込まれる。

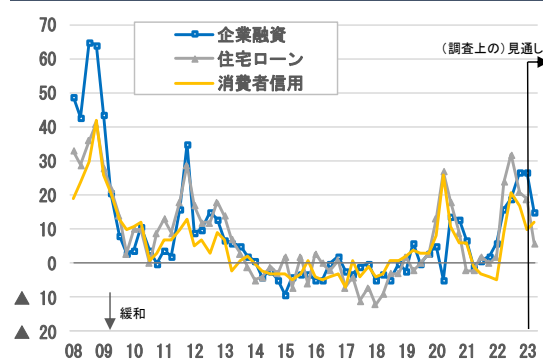
\* **ユーロ圏の貸出態度**(DI、「厳格化」-「緩和」、ECB 調べ) … 企業の1~3月期は27%Ptと、10~12月期(27%Pt)から不変。家計の1~3月期は住宅ローンで19%Pt、消費者信用で10%Ptと、10~12月期(住宅ローン21%Pt、消費者信用17%Pt)と比較して、厳格化度合いがやや縮小。先行きの4~6月期について、企業15%Pt、住宅ローン6%Pt、消費者信用12%Ptと、引き続き貸出態度の厳格化が見込まれるものの、3月のクレディ・スイス買収に関連した、銀行が発行するAT1債<sup>6</sup>の利回り高止まり(自己資本調達コストの上昇)などの影響は、今のところみられない模様。

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23年Q1の実績。企業融資、消費者信用、住宅ローンの最新値は23年Q2の(調査上の)見通し。

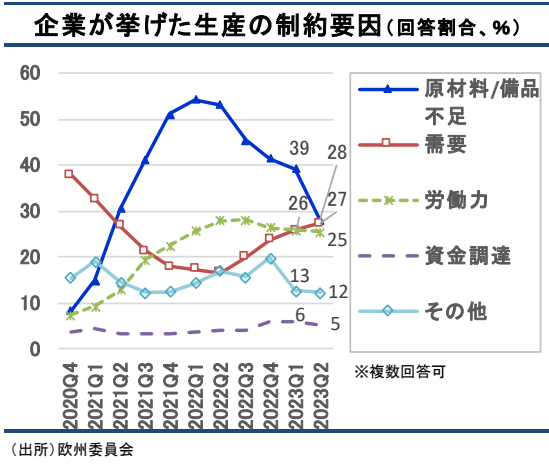
ユーロ圏の貸出基準DI(「厳格化」-「緩和」、%Pt)



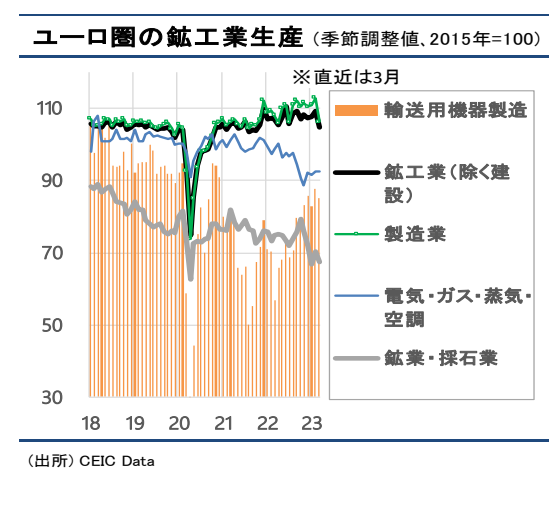
(備考) ECB調査より伊藤忠総研作成。設備投資の最新値は23年Q1の実績。企業融資、消費者信用、住宅ローンの最新値は23年Q2の(調査上の)見通し。

<sup>6</sup> 劣後債の一種。

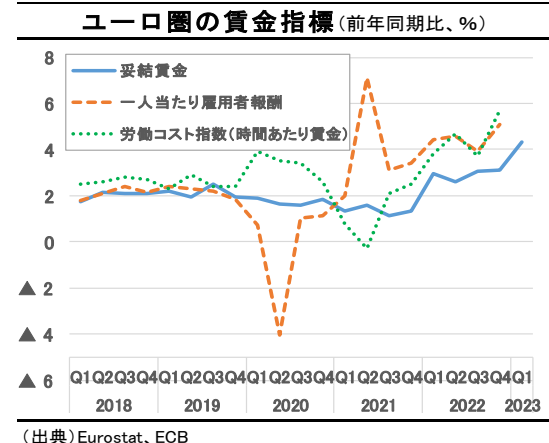
\* **ユーロ圏企業の生産制約要因** (欧州委員会によるアンケート、複数回答可) … 4月調査では「原材料・備品の不足」を挙げる企業が28%と、依然高い水準ながら1月の39%からは大幅低下。半導体不足やサプライチェーンの混乱の影響は引き続き後退。また、「需要(の減退)」を挙げた企業の割合は27%、「労働力(の不足)」を挙げた企業の割合は25%と、横ばい水準で推移。一方、「資金調達」を挙げた企業は6%から5%へと低水準横ばいで推移しており、生産面におけるビジネスの制約要因にはなっていない模様。



\* **ユーロ圏の鉱工業生産** (数量ベース、建設を除く) … 3月は前月比▲4.1%<sup>7</sup> (2月は1.5%)、1~3月期は前期比で▲0.2% (10~12月期▲0.3%) と2期連続の減少。1~3月期の前期比の増減率を部門別に見ると、製造業は、基礎医薬品(前期比▲8.3%)や機械(同▲0.6%)が減少に転じたほか、コンピュータ(同▲10.1%)が大幅減など、全体として▲0.7%の減少。受注残の消化も終わりが近づく中、物価高や利上げの影響で当面需要の低迷が続くとみられ、先行きも楽観視できない状況。鉱業・採石業は▲10.1%と減少。電気・ガス・蒸気・空調は1.9%と5四半期ぶりに増加に転じた。



\* **ユーロ圏の賃金** … 2022年10~12月期の各種賃金指標の前年同期比について、時間あたり労働コスト指数<sup>8</sup>は5.7% (7~9月期は3.7%)、一人当たり雇用者報酬は5.1% (同3.9%) など、高い伸びを記録。また、2023年1~3月期の妥結賃金の前年同期比は4.3%と前期の3.1%から急加速。高インフレが足元の賃金を押し上げる状況はしばらく続くものとみられる。



\* **英国の賃金** (ボーナス除く) … 3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6.7%(2月6.6%)と、3か月ぶりに再上昇。民間部門では7.0%(2月7.0%)と高い伸びが継続、公的部門では5.6%(2月5.3%)と、20年来の高水準に達した。公的部門ではストライキの影響により、民間部門を追いかける形で賃金が加速的に上昇。一方、実質ベースでは▲2.0%(2月▲2.3%)と、減少幅は縮小傾向にあるものの、16か月連続、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。

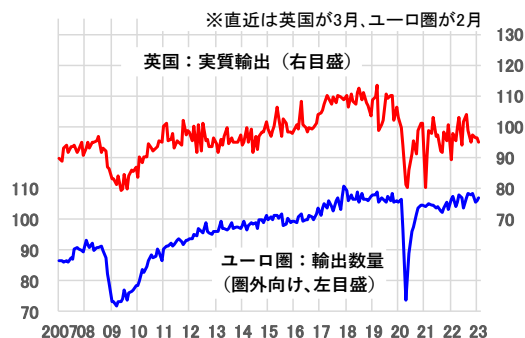
<sup>7</sup> 3月の大幅な減少は、アイルランドの大幅減産(▲26.3%)の影響が大きい。同国は製薬、科学技術分野を中心に多国籍企業が事業を展開しており、統計の振れが大きいことが問題となっている。

<sup>8</sup> 賃金および税金など賃金以外の費用を含む。

\***輸出** (財のみ) … ユーロ圏の圏外向け輸出数量の、全体値は2月分までしか公表されておらず、1~2月の10~12月平均比は▲0.7%と減少。一部地域向け指数の1~3月期は、対中国は2月の急回復から前期比1.7%と増加も、対米国で前期比▲2.7%、対ASEANで同▲1.9%と減少。今後も、米国の景気減速などが重しとなり、域外向け輸出は低調で推移する見通し。

英国の実質輸出<sup>9</sup>の1~3月期は前期比▲1.7%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11.5%下回る水準で停滞。

**ユーロ圏と英国の輸出**  
(財、2015年平均=100、季節調整値)



(出所) Eurostat、CEIC Data。英国は貴金属を除く数値。

## ●経済見通しの改定：低空飛行の中、インフレ警戒が続く

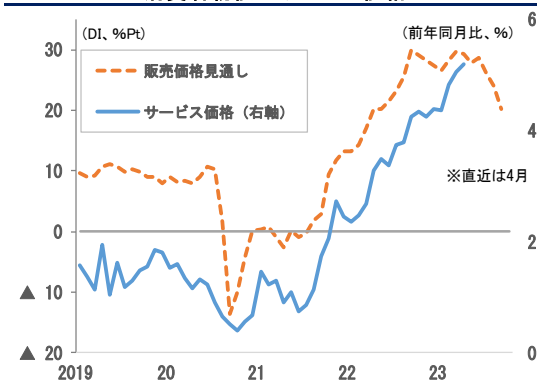
今般、1~3月期実質GDPの実績値や足元の経済指標を踏まえ、前回(2023年2月)示した見通しから、2023年の成長率予想を上方改定、24年の予想を下方改定する。

➤ まず、ユーロ圏、英国ともにインフレ圧力が根強い状態が続いていることから、インフレ率は、ユーロ圏が2022年8.4%(実績)→2023年5.5%→2024年2.5%、英国が2022年9.1%(実績)→2023年7.2%→2024年2.5%と予想を改定<sup>10</sup>する。また、それに伴って上述のように(前回の想定と比較して)金融引き締めの長期化を見込む。

➤ ユーロ圏のインフレ率について、今後も天然ガスおよび原油価格が安定して推移すれば、エネルギー価格の伸びはベース効果などからマイナスに転じる見込み<sup>11</sup>。食料品類やコアベースの財については、ベース効果や供給制約の緩和、市況やエネルギー価格の落ち着き、為替要因などを背景に、1~3月期にピークをつけた後、低下基調にあると考えられる。一方で、サービス価格については、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇及びリベンジ消費の高まりにより、伸びの低下に時間を要する見込み。先行指標となるサービス業の販売価格見通し<sup>12</sup>は4か月連続で低下していることから、4~6月期にピークをつけた後、金融引き締め効果の顕在化とともに低下に転じることが示唆されるものの、そのペースは緩やかなものとなる見通し。

➤ 今後の欧州経済は、(1)金融引き締めの影響が徐々に表れ内需が下押しされること、(2)主要輸出先である米中の成長ペース鈍化により輸出も力強さを欠くことから、停滞する見込み。一方、景気の停滞を受けて、来年にかけてはインフレも徐々に沈静化し、個人消費の持ち直しが本格化、成長ペースが加速する見通し。

**ユーロ圏サービス業の販売価格見通しと消費者物価のサービス価格**



(出所) Eurostat。販売価格期待は5か月先行。

<sup>9</sup> 貴金属を除く数値。

<sup>10</sup> 前回はユーロ圏2023年5.2%→2024年2.2%、英国2023年6.8%→2024年2.1%と予想。

<sup>11</sup> ヘッドラインへのエネルギーの寄与は昨年10月の4.5%ptをピークに低下しており、2023年5月には0.0%pt程度、その後マイナスの寄与となる見通し。

<sup>12</sup> 5か月先行で、相関係数は0.7。

通年の成長率は、**ユーロ圏**が2022年3.5%（実績）の後、2023年0.8%、2024年1.1%、**英国**が2022年4.1%（実績）の後、2023年0.2%、2024年0.7%と予想<sup>13</sup>する。英国ではBrexit等による労働力不足の問題から賃上げ圧力が根強く、高インフレが長引く見込みであること、ストライキが実態経済を下押ししていること等を背景に、ユーロ圏と比較した際、2023年を中心としてより低成長となる見通しである。

- リスクとして、サービス価格が高止まり、インフレ・金融引き締めが長期化、景気の低迷も長引くことが挙げられる。また、3月のクレディ・スイスの買収とそれに伴う一部債権市場の混乱について、足元で深刻な経済的影響は生じていない。ただし、近年多くの投資資金が流入する不動産投資ファンド（特にオープンエンド型の投資ファンド）は、仮に投資家が資金を一斉に引き揚げようとするれば、商業用不動産の価格が下落スパイラルに陥り、融資元の銀行部門への影響波及も懸念されるなど、注視が必要である<sup>14</sup>。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2020	2021	2022	2023	2024
	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	▲6.3	5.3	3.5	0.8	1.1
個人消費	▲7.8	3.6	4.3	0.0	1.0
固定資産投資	▲6.4	3.9	3.8	▲0.1	1.3
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.0)
政府消費	0.9	3.9	1.4	1.0	1.1
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(1.3)	(▲0.1)	(0.3)	(0.1)
輸出	▲9.0	10.5	7.1	2.4	2.8
輸入	▲8.6	8.2	8.0	2.1	2.8

(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	実績	予想	予想
実質GDP	▲11.0	7.6	4.1	0.2	0.7
個人消費	▲13.2	6.2	5.6	0.2	0.9
固定資産投資	▲10.5	6.1	8.6	0.1	0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.0)	(0.3)	(▲1.2)	(0.1)
政府消費	▲7.3	12.5	1.8	▲1.2	1.0
純輸出(寄与度)	(1.5)	(▲1.2)	(▲1.2)	(1.5)	(▲1.4)
輸出	▲12.1	2.2	9.9	0.4	2.3
輸入	▲16.0	6.2	13.3	▲4.2	3.1

(出所) ONS、伊藤忠総研

<sup>13</sup> 前回はユーロ圏2023年0.6%→2024年1.4%、英国2023年▲0.5%→2024年0.8%と予想。

<sup>14</sup> 詳しくは4月のEconomic Monitor<<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2332/>>参照。