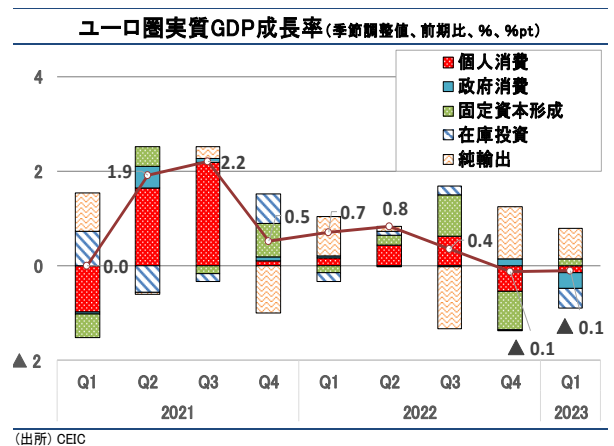


欧州経済：落ち着く兆しが見えない英国のインフレ圧力

ユーロ圏 1～3 月期の成長率は、個人消費や輸出の不振により前期比年率▲0.4%（10～12 月期▲0.5%）へと改定され、テクニカルリセッション入りとなった。4 月以降も、製造業を中心とした企業活動やマインドの低下が見られ、比較的堅調なサービス業についてもリベンジ需要の盛り上がりが一巡。ただし、コア・インフレ率の上昇にブレーキがかかりつつあり、利上げの打ち止めや個人消費などの需要下げ止まりにつながる動きになっていくのか注目。一方、英国ではストライキや労働力不足の問題から賃上げ圧力が根強く、コア・インフレ率が再上昇、BOE は利上げ幅を 0.50pt へと再拡大した。総選挙を控え、移民受入れ拡大や歳出抑制など構造的なインフレ体質を改善するための政策議論は期待できない中、高インフレおよび金融引き締めが長引く見込み。

●ユーロ圏 1～3 月期 GDP 確報値：テクニカルリセッション入り

- 6/8 に公表されたユーロ圏の 2023 年 1～3 月期成長率（確報値）¹は、前期比▲0.1%（年率換算▲0.4%）と、2022 年 10～12 月期の▲0.1%（年率換算▲0.5%）に続く 2 四半期連続のマイナス成長（テクニカルリセッション）となった。
- 需要項目別には、高インフレの影響を受けた個人消費（10～12 月期前期比▲1.0%→1～3 月期▲0.3%）や海外経済の減速を受けた輸出（▲0.2%→▲0.1%）が 2 四半期連続で減少、政府消費（0.8%→▲1.6%²）も減少に転じた。一方、固定資本形成（▲3.5%→0.6%）は建設投資（▲0.9%→1.3%）や機械投資（▲1.4%→1.8%）が牽引する形で 2 四半期ぶりの増加に転じており、利上げによる投資抑制効果は確認できなかった。



●物価・金融政策：特に英国におけるインフレ圧力は根強く、利上げは長期化の様相

<英国ではコア・インフレ率が加速>

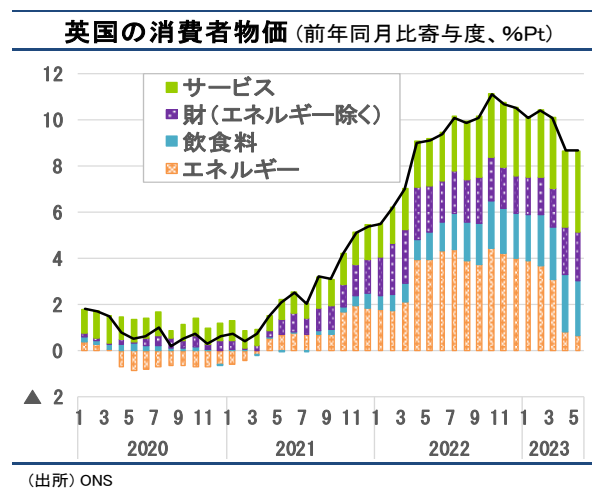
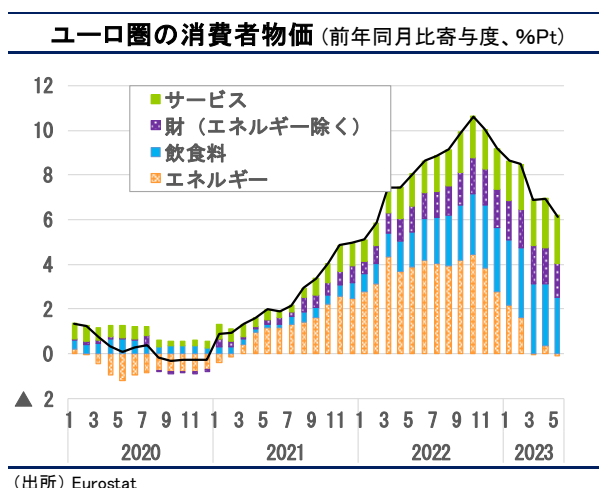
- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏では 4 月の 7.0%から 5 月には 6.1%へと低下。英国の 5 月は 8.7%と 4 月から横ばい。変動の大きいエネルギー・食料品類を除いたコアベースのインフレ率は、ユーロ圏は低下の一方、英国は上昇しており、英国のインフレ圧力は相当に根強いと言えよう（ユーロ圏：2023 年 4 月前年同月比 5.6%→5 月 5.3%、英国：6.8%→7.1%）。
- 4 月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格（ユーロ圏：2.3%→▲1.8%、英国：10.8%→8.4%）の伸びは、各種政策の効果や天然ガス価格の下落、前年の強い伸びの反動（ベース効果）により、弱まる方

¹ 速報値は前期比 0.1%（年率換算 0.3%）。

² 政府消費の減少については、ドイツ（前期比▲4.9%、統計開始以来の減少幅）の寄与が大きい。

向にある。

- ▶ 食料品類³の伸びは、ユーロ圏（13.5%→12.5%）、英国（16.0%→15.6%）ともに小幅低下。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きたが、加工食品⁴（ユーロ圏：17.1%→15.4%、英国：21.1%→19.9%）、非加工食品（ユーロ圏：10.0%→9.6%、英国：16.4%→16.3%）ともに2か月連続で低下しており、騰勢一服の兆し。
- ▶ コアベースの財の伸びは、ユーロ圏（6.2%→5.8%）で低下、英国（6.6%→6.8%）で上昇。ユーロ圏では家具・家庭用品（8.1%→7.2%）、自動車（6.9%→6.3%）、娯楽用品（8.3%→8.0%）、その他娯楽用耐久財（8.7%→7.9%）など幅広い品目で低下。2月にピークをつけた後、需要の弱含みやコロナ禍収束に伴う供給制約の緩和、エネルギーなど生産コストの低下などを背景に、低下基調にある。一方、英国では、娯楽用品（6.8%→7.9%）やその他娯楽用耐久財（5.5%→5.7%）など娯楽・文化関連品目の他、中古車（1.2%→3.9%）などが上昇。
- ▶ サービス価格の伸びは、ユーロ圏（5.2%→5.0%）で低下、英国（6.9%→7.4%）で上昇。ユーロ圏ではドイツの政策要因⁵により輸送サービス（7.1%→3.0%）が低下を主導も、引き続き高い伸びが持続。英国では文化サービス（2.8%→4.6%）やパック旅行（12.7%→13.1%）など、前述のコア財と同じく、娯楽・文化関連品目を中心に伸びを高めた⁶。なお、ユーロ圏、英国のいずれにおいてもサービス価格の高い伸びには、賃金上昇圧力が根強いことが少なからず影響している（詳細後述）。



<ECBは0.25Ptの利上げを決定>

- ▶ ECB（欧州中銀）は6/15の定例理事会で、0.25%Ptの政策金利の引上げを決定。主要リファイナンス金利を3.75%から4.00%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を3.25%から3.50%へそれぞれ引き上げた。また、前回の理事会で発表した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停止を、7月から開始することが改めて確認された。
- ▶ 追加利上げの背景として、「インフレ率は低下しているが、高すぎる状況が長期間続くことが予想」されることを指摘。ラガード総裁は従前、データに基づいたアプローチを強調しているところ、具体的には次

³ 食料、酒類、たばこ。

⁴ 酒類およびたばこ除く。

⁵ 5月よりドイツで公共交通機関の定額チケットが発売された影響。

⁶ ただし、当局はイースター休暇の時期のずれが、4月から5月にかけての上昇幅の拡大をもたらした可能性を指摘。

の(1)~(3)のポイントについて評価を行った上での利上げ決定となった模様。(1)「足元の経済・金融データに照らしたインフレ見通し」に関連して、ECBは今回新たなスタッフ見通しを公表。2025年までのインフレ率について2%を上回る予想⁷を示しており、総裁は本見通しについて「満足していない(望ましい経済・物価の姿ではない)」と発言。(2)「基調となるインフレ動向」については、判断の際に重視されるコア・インフレ率の見通しを、足元の実績を踏まえて大幅上方修正⁸。修正理由について、総裁は「大部分が単位あたり労働コストの上方修正によるもの」と説明しており、労働市場の動向を注視している旨を示唆。(3)「金融政策の波及具合」については、過去の利上げは借入れ費用の上昇や貸出しの減速の形で金融環境に変化をもたらし、経済にも段階的に波及しているとした。

- 今後について、総裁は「ベースラインの見通しに重要な変更がなければ、7月も利上げを行う可能性が高い」と言及し、次回7/27の理事会での追加利上げを事実上予告した一方、9月については明言を避けた。
- 9月以降の方針については物価や賃金を中心としたデータの動き次第となろうが、前述のように、コア財の伸びは低下基調にあり、サービス価格についても、(1)先行指標となるサービス業の販売価格見通しが4か月連続で低下していること、(2)賃金全体の先行指標となる求人広告ベースの名目賃金上昇率も5月に鈍化していることから、コア・インフレ率はこのまま3月の5.7%をピークとした低下傾向をたどると予想する。
- そのため、弊社では、7/27の理事会で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、既往利上げの影響を見極めるため、しばらくは政策金利を維持するとの予想を据え置く。

<BOEは利上げ幅を0.50Ptへと再拡大、利上げは長期化の様相>

- BOE(英国中銀)は6/21の金融政策委員会で、政策金利の4.50%から5.00%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13回連続となるが、過去2回は利上げ幅を0.25Ptへと縮小していたところ、今回0.50Ptへと再拡大した形。
- 追加利上げの背景として、(1)(特に民間部門)賃金上昇ペースの加速および(2)サービス価格の騰勢の強まりを指摘。労働需給の逼迫や需要の底堅さを背景に、それぞれ、5月に発表された金融政策報告書の想定を上回り、インフレ圧力がかなり根強いとの認識を示唆。
- 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」とのフォワード・ガイダンスを維持。利上げの継続がメインシナリオとして考えられるが、ユーロ圏と比較した際、労働需給の逼迫状況は深刻であり、賃金全体の先行指標となる求人広告ベースの名目賃金上昇率も加速基調にあるなど、コア・インフレ率の低下は見通し難い状況。
- 弊社では、8/3、9/21、11/2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5.75%まで引き上げられると予想を修正する。

●その他の経済指標：4月以降も企業部門、家計部門ともに力強さを欠く

- ユーロ圏では、圏内外の需要低迷を受け、製造業を中心に企業の景況感および生産は停滞。比較的堅調なサービス業についても、リベンジ需要の盛り上がりは一巡しつつあるとみられる。また、物価高による消費者の購買力低下が続く中で、財消費は低迷。しかし、雇用・所得環境の改善などによりマインドは持ち

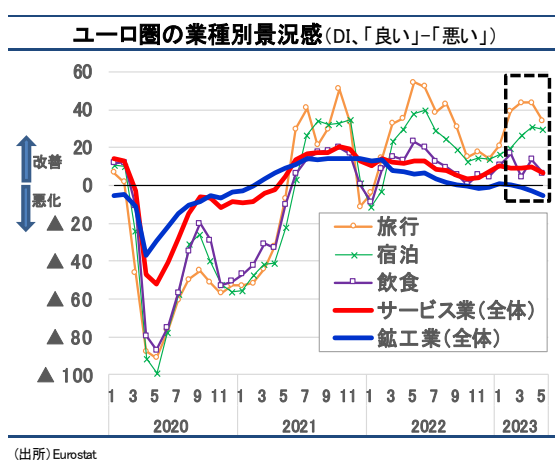
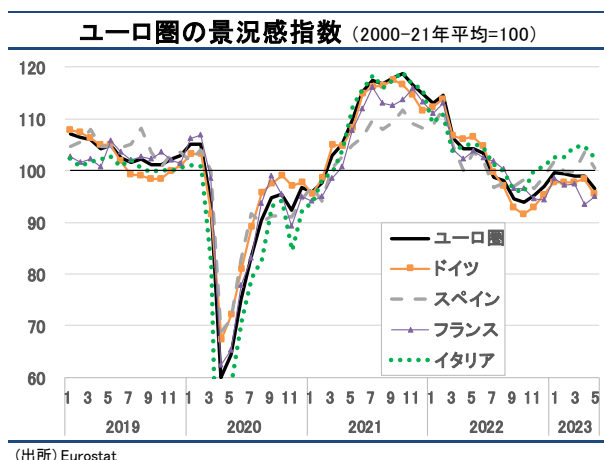
⁷ 2023年5.4%、2024年3.0%、2025年2.2%。

⁸ 2023年5.1%、2024年3.0%、2025年2.3%(3月見通しは、2023年4.6%、2024年2.5%、2025年2.2%)。

直しており、今後はインフレが鎮静化すれば個人消費も回復に向かうと考えられる。

- ▶ 英国では、ユーロ圏に比べ個人消費が底堅いうえ、ストライキなどが活発で賃金に強い上昇圧力がかけられ続けていることから、高インフレがより解消されにくい状況になっている。そのため、リセッションに至っていない一方で、先行きの回復は力強さを欠くと考えられる。

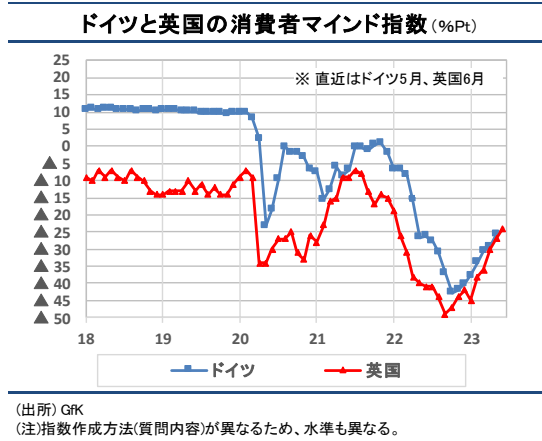
* **ユーロ圏の景況感** (指数、DI (「良い」-「悪い」)) … 5月の景況感指数は96.5と4月の99.0から▲2.5Pt低下。主要国ではイタリア (5月 102.5) およびスペイン (同 100.5) が好不調の境目の目安となる長期平均である100を上回る水準まで回復も、ドイツ (同 95.5) およびフランス (同 94.9) が長期平均を下回る水準で停滞。業種別の景況感DI (「良い」-「悪い」) では、**鉱工業**が昨年末から景気の良し悪しの分かれ目となる0を下回る状態が続く中で、5月は▲5.2と4月の▲2.8から更に低下。一方、**サービス業**は年明けから改善傾向が続くが、5月は7.0と4月の9.9から低下。



* 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6月は▲24.0%Pt (5月▲27.0%Pt) と、5か月連続の改善。

インフレ率は依然として高いものの、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していることに留意。



* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏の4月は前月比0.0% (3月は▲0.5%) と横ばい、1~3月平均比は▲0.4%と減少。昨年からの緩やかな減少傾向が続く。 4月の品目別の内訳 (1~3月平均比) は、自動車燃料 (▲2.1%)、食料品類 (▲1.1%)、非食料品 (自動車燃料を除く) (▲0.1%) 全てで減少。主要国の4月の増減率 (1~3月平均比) は、スペイン (1.9%) を除く、フランス (▲1.3%)、イタリア (▲0.5%)、ドイツ (▲0.1%) でマイナス。スペインはユーロ圏の中では例外的にインフレ率の低下⁹が見られ、消費を後押し。

⁹ 5月のインフレ率 (消費者物価指数の前年同月比) は2.9%。

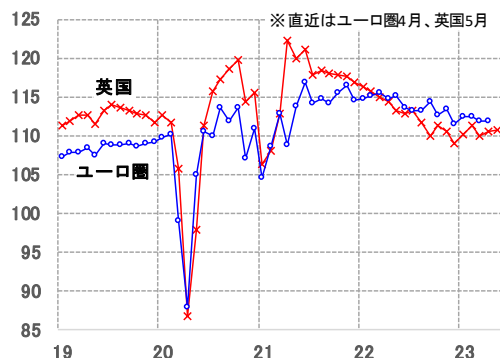
英国の5月は前月比0.3%（4月は0.5%）と増加、4～5月平均の1～3月平均比も0.2%と増加。力強さには欠けるものの、4～6月期は前期に続いて2四半期連続の増加となる可能性が高い。4～5月平均の販売業態別の内訳（1～3月平均比）は、自動車燃料（▲1.6%）、衣料品店（▲0.4%）、家庭用品店（▲0.2%）などがマイナスに寄与したものの、食料品店（同0.0%）が横ばい、百貨店（1.8%）、無店舗販売（1.4%）、その他非食料品店（0.4%）などがプラスに寄与。当局によると、温暖な天候も後押しし、アウトドア用品や夏物衣料の販売が好調だった模様。

* **乗用車販売台数** … ユーロ圏 (ECB 算出の季節調整値) の4～5月平均は年率859万台と、1～3月平均の同883万台から減少。2019年通年の1121万台から22.3%低い水準。英国（当社試算の季節調整値）の4～5月平均は年率177万台と、1～3月平均の同177万台から横ばい。2019年通年の229万台と比較して22.7%低い水準。ユーロ圏、英国ともに昨年後半から供給制約緩和による持ち直しが見られたが、このまま息切れしてしまうのか注視を要する。

* **ユーロ圏の鉱工業生産**（数量ベース、建設を除く）… 4月は前月比1.0%（3月は▲3.8%¹⁰）と2か月ぶりの増加も、1～3月平均比は▲1.1%と減少。4～6月期の滑り出しは弱い。4月の増減率（1～3月平均比）を部門別に見ると、製造業は、コンピュータ（13.4%）が1～3月期の大幅減（前期比▲10.3%）の反動として増加も、医薬品（▲12.4%）や機械（▲2.3%）など幅広い品目で減少し、全体として0.0%と横ばい。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内需の低迷が続くとみられるほか、米国や中国の景気減速などを受け、海外需要の増加も期待できない中で、先行きも楽観視できない状況。鉱業・採石業は▲4.2%と減少。電気・ガス・蒸気・空調は1.5%と増加。

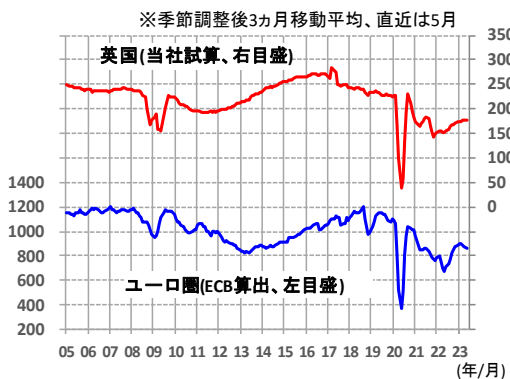
* **英国の月次GDP** … 4月は前月比0.2%（3月は▲0.3%）と2か月ぶりの増加も、1～3月平均比は0.0%と横ばい。4～6月期の滑り出しは弱い。4月の部門別の内訳（1～3月平均比）について、鉱工業生産は0.2%と、鉱業・採石業（▲2.0%）を除いて増加。製造業は供給制約の緩和を受けた輸送

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）



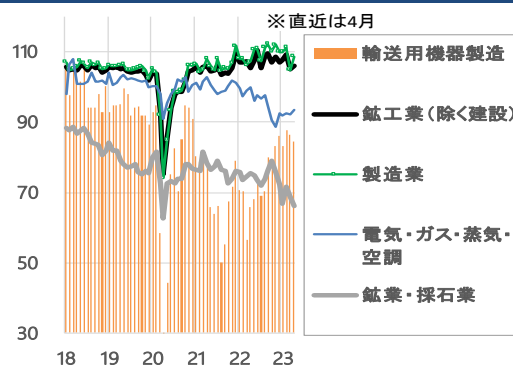
(出所) CEIC Data

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

ユーロ圏の鉱工業生産（季節調整値、2015年=100）

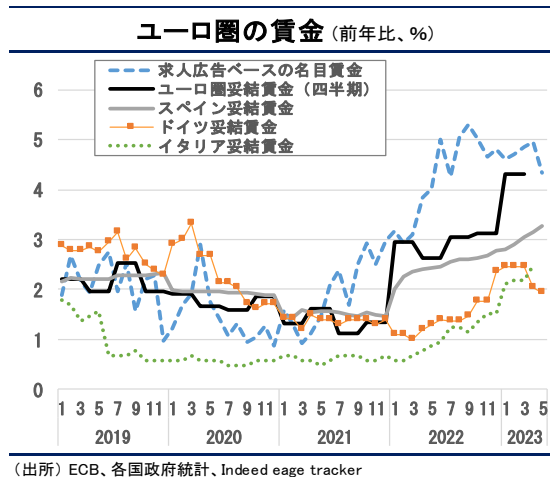


(出所) CEIC Data

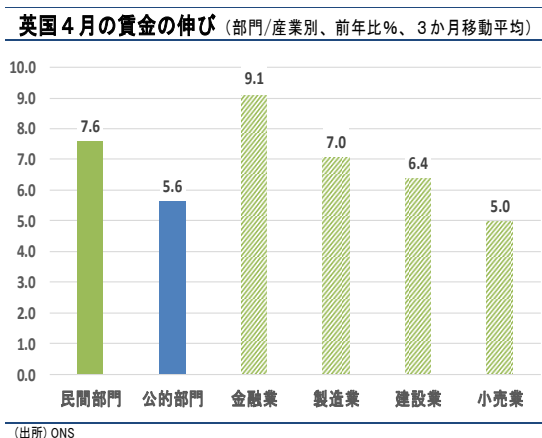
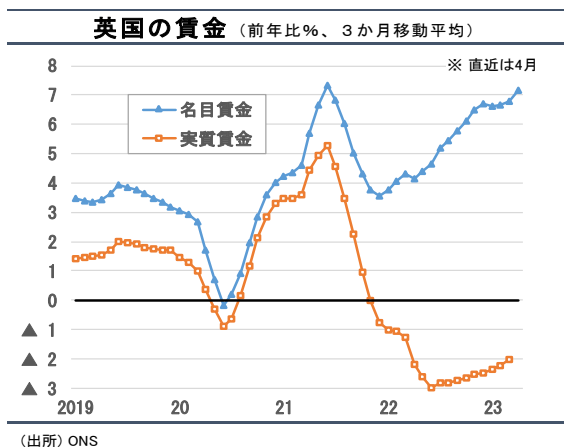
¹⁰ なお、3、4月の動きはアイルランドの月ごとの大きな振れ（3月前月比▲27.0%、4月21.5%）が影響している側面がある。

用機器 (3.5%) が牽引し、0.2%の増加。電気・ガス・蒸気・空調は0.8%、水・廃棄物処理は0.5%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 (▲0.8%) や運輸・倉庫 (▲0.8%) などで減少したものの、芸術・娯楽 (1.6%) や宿泊・外食 (1.3%) を中心に増加し、全体は0.0%と横ばい。建設業は0.3%と増加。

* **ユーロ圏の賃金** … 2023年1~3月期の妥結賃金は、前年同期比4.3%と10~12月期の3.1%から加速。一人当たり雇用者報酬は5.2% (10~12月期は4.8%)、単位あたり労働コストは5.8% (同4.5%) など、様々な指標で高い伸びを記録。一方、4月以降の状況について、賃上げの動き全体の先行指標として捉えられる求人広告ベースの名目賃金上昇率は、5月に前年比4.3% (4月5.0%) と低下。ドイツの月次ベースの妥結賃金についても5月は前年比1.9%と、2か月連続で低下しており、こうした状況が続けば、2024年にかけて、ユーロ圏妥結賃金の伸びも鈍化していく可能性が高い。



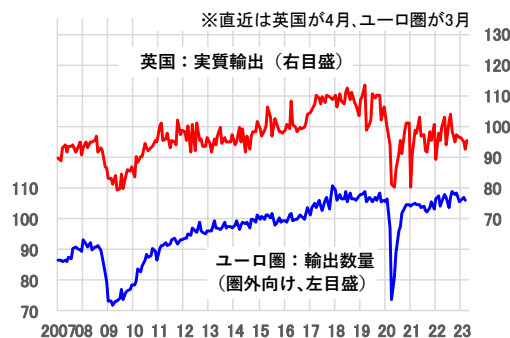
* **英国の賃金** (ボーナス除く) … 4月の平均週給(後方3か月移動平均)は名目ベースで前年比7.2% (3月6.8%) と上昇。コロナ禍において労働市場から退出していた人々が徐々に復帰するなど、労働需給緩和の兆しがみられるものの、ストライキの頻発を受けて最低賃金の改定(4月に前年比9.7%)が行われるなど、物価高を賃金に反映させる動きが強まっていることが背景。民間部門では4月は7.6% (3月7.1%) と伸びが再加速、公的部門では5.6% (同5.6%) と20年来の高水準で横ばい。民間部門の産業別の賃金の伸びは、最低賃金近くで働く従業員の割合が相対的に高い小売業 (4月5.0%) などよりも、転職時の賃金交渉力が強い金融業 (同9.1%) などで上昇。求人広告ベースの名目賃金上昇率は、5月に前年比7.2% (4月7.5%) と僅かに低下も、高水準を維持しており、今後も容易に下がらず、高インフレ及び利上げの長期化要因となることが予想。実質ベースでは▲1.3% (3月▲2.0%) と17か月連続マイナス圏内で推移し、物価高騰による目減り状態が継続しているが、賃金上昇加速を受けてマイナス幅は緩やかに縮小してきている。



* **輸出** (財のみ) … ユーロ圏の圏外向け輸出数量の、全体値は3月分までしか公表されておらず、1~3月期の前期比は▲0.8%と減少。一部地域向け指数の4月の1~3月平均比は、対ASEANで4.9%と増加も、シェアの大きい対中国は▲6.2%、対米国は▲3.4%と減少。今後も、米国や中国の景気減速などが重しとなり、域外向け輸出は当面低調が続く見通し。

英国の実質輸出¹¹の4月の1~3月平均比は1.2%と、4~6月期の滑り出しとしては良好。ただし、依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を10.4%下回る低水準にある。

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。

●景気見通し：低空飛行が続く中、インフレ抑制に向けて労働市場の動向を注視

- ▶ 今後の欧州経済は、(1)金融引き締めの影響が徐々に広がり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、ユーロ圏、英国ともに停滞する見込み。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、個人消費が回復、成長ペースを引き上げる見通し。主なリスクとしては、賃上げの更なる加速によりサービス価格が高止まり、高インフレおよび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。
- ▶ 特に英国では(1)元々Brexitなどによる労働力不足の問題を抱える中、(2)ストライキの頻発や最低賃金の改定など、物価高を賃金に反映させる動きが強まっており、また(3)2025年初めまでに総選挙が実施される予定であるところ、移民受入れ拡大や歳出抑制など構造的なインフレ体質を改善するための政策議論は期待できない状況であるなどの要因により、上記のリスクはユーロ圏よりも大きい。少なくとも、来年以降の成長ペースがユーロ圏よりも弱くなる可能性は高まっている。

¹¹ 貴金属を除く数値。