

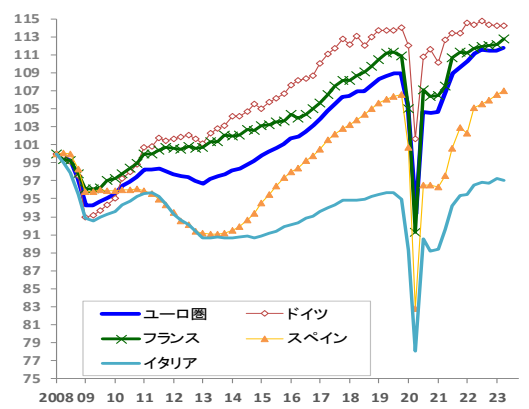
欧州経済：景気は底堅く推移も、足取りは重い（改定見通し）

インフレ率の鈍化や経済再開を受けて個人消費が下げ止まったとみられる中、4～6月期の成長率はユーロ圏で前期比年率1.0%（1～3月期0.0%）、英国で0.8%（同0.6%）と底堅く推移。ただし、域内外の需要の低迷を受けて製造業は不振であり、相対的に底堅く推移してきたサービス業についてもモメンタムは鈍化しつつあるなど、景気の足取りは重い。今後の欧州経済は、①金融引き締め効果が本格化し、②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、2024年にかけて、1%台前半とみられる潜在成長率を下回る0%台の低成長が継続する見込み。成長率予想は、ユーロ圏が2023年0.6%、2024年0.8%、2025年1.3%、英国が2023年0.3%、2024年0.3%、2025年1.2%と改定する。

●4～6月期GDP：ユーロ圏、英国ともに小幅のプラス成長

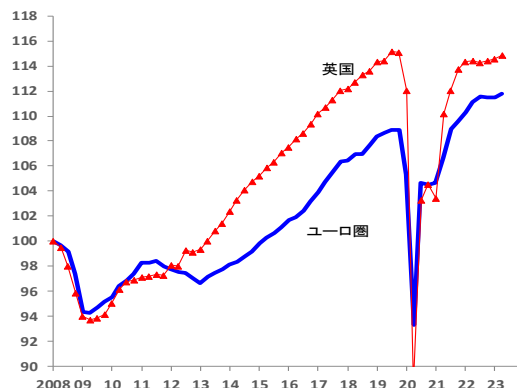
- ユーロ圏の2023年4～6月期成長率（確報値）は、前期比0.3%（年率換算1.0%）と底堅い伸び。3四半期ぶりに明確なプラス成長となった（1～3月期は前期比0.0%）。主要国では、イタリア（1～3月期前期比0.6%→4～6月期▲0.3%）がマイナス成長に陥ったほか、ドイツ（▲0.1%→0.0%）は横ばい、フランス（0.1%→0.5%）、スペイン（0.5%→0.4%）はプラス成長を維持とまだら模様。需要項目別の状況は未公表（9/7公表予定）であるが、各種経済指標の動き、および既に公表された一部の国の内訳より、インフレ率の鈍化から個人消費が下げ止まったものとみられる。しかし、フランスでは一時的に船舶輸出が牽引したとみられ、振れが大きいアイルランドは前期の反動で大幅なプラス成長¹（▲2.8%→3.3%）となるなど、基調が強いとは言えない状況。
- 英国の4～6月期成長率（速報値）は、前期比0.2%（年率換算0.8%）と、低空飛行ながらも1～3月期（前期比0.1%）から成長ペースを拡大し、3四半期連続のプラス成長を維持。需要項目別には、公共投資（8.2%→▲6.7%）がマイナスに転じ、輸出（▲6.7%→▲2.5%）も前期に続き減少したものの、個人消費（▲0.0%→0.6%）や政府消費（▲1.8%→3.1%）、企業投資（3.3%→3.4%）を中心とした内需が牽引した。個人消費については、インフレ率の鈍化や賃金上昇を受けて実質可処分所得が回復したことに加え、当局は輸送や娯楽・文化など、リベンジ消費関連の需要の強さを指摘。

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）



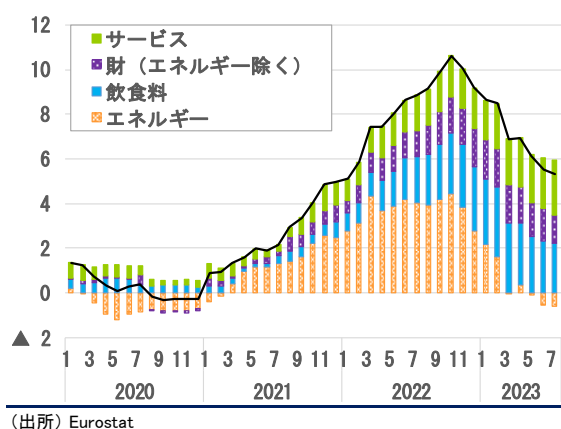
（出所）CEIC Data

¹ ユーロ圏成長率への寄与は前期比0.12%Pt程度。

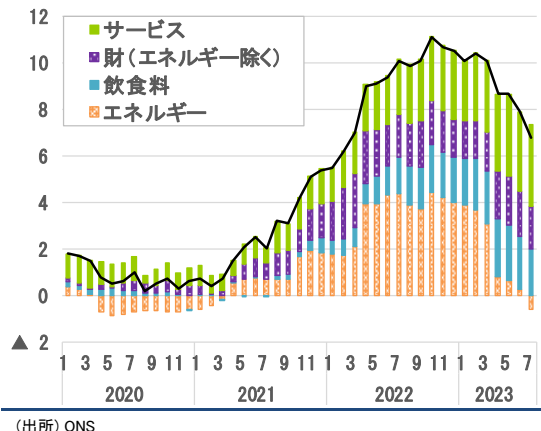
●物価：ユーロ圏、英国ともにサービス分野のインフレ圧力が根強い

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、エネルギーを中心に騰勢が弱まり、ユーロ圏では6月の5.5%から7月は5.3%へ、英国も7.9%から6.8%へと低下。
- 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、英国ともに横ばい（ユーロ圏：2023年6月前年同月比5.5%→7月5.5%、英国：6.9%→6.9%）。ただし、ユーロ圏は一時的な政策要因も影響しており、長いスパンで見ると低下基調にあるとみる一方、英国のインフレ圧力は根強い。
- 7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：▲5.6%→▲6.1%、英国：3.2%→▲7.8%）の伸びは、資源価格の下落や前年の強い伸びの反動（ベース効果）などにより、弱まる方向にある。英国では7月に消費者向けガス・電力の支払額の上限設定が引き下げられたため、大幅な低下となっている。
- 食料品類²の伸びは、ユーロ圏（11.6%→10.8%）、英国（14.9%→13.2%）ともに低下。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で高い伸びが続いてきたが、加工食品³（ユーロ圏：14.1%→12.5%、英国：19.4%→16.2%）、非加工食品（ユーロ圏：9.0%→9.2%、英国：14.6%→13.1%）ともに騰勢は一服。
- コアベースの財の伸びは、ユーロ圏（5.5%→5.0%）、英国（6.4%→5.9%）ともに低下。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、家具・家庭用品⁴（ユーロ圏：6.6%→6.0%、英国：6.5%→6.2%）、娯楽用品（ユーロ圏：7.7%→7.6%、英国：7.4%→6.6%）、その他娯楽用耐久財（ユーロ圏：7.7%→7.7%、英国：5.3%→3.2%）など幅広い品目で低下基調にある。
- サービス価格の伸びは、ユーロ圏（5.4%→5.6%）、英国（7.2%→7.4%）ともに上昇。ユーロ圏の上昇は前年のドイツの政策⁵による価格下落の反動により、複合旅客輸送サービス（38.7%→39.5%）が上昇していることが影響しており、一時的な側面も大きい。その他の品目については、パック旅行（ユーロ圏：8.8%→6.8%、英国：12.5%→12.4%）などで伸びが低下したものの、宿泊サービス（ユーロ圏：8.1%→8.7%、英国：11.3%→12.2%）や保険（ユーロ圏：4.0%→4.3%、英国：21.0%→21.9%）などで上昇。ユーロ圏、英国のいずれにおいてもサービス価格の伸びは引き続き高水準であり、更なる鈍化には、根強い賃金上昇圧力（詳細後述）が和らいでいくことが必要になると考えられる。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比寄与度、%Pt）



英国の消費者物価（前年同月比寄与度、%Pt）



² 食料、酒類、たばこ。

³ 酒類およびたばこ除く。

⁴ メンテナンス含む。

⁵ 2022年6～8月にドイツで公共交通機関の定額チケット（月額9ユーロ）が発売された影響。

<ECBは0.25Ptの利上げを決定、9月は利上げ休止の可能性も>

- ECB（欧州中銀）は7/27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4.00%から4.25%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を3.50%から3.75%へ引き上げた。
- 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。6月に引き続き(1)足元の経済・金融データに照らしたインフレ見通し、(2)基調となるインフレ動向、(3)金融政策の波及度合いについて評価の上、決定を行った模様。
- 7月の引上げについては従前示唆されていた内容であり、9月以降の具体的な方針の言及に注目が集まったものの、総裁は「データ次第」として明確な言及は避けた。一方、将来の決定に関し、インフレの2%目標への速やかな回帰のため「政策金利を十分に制限的なレベルに引き上げる（brought to）」とされていたガイダンスが、「政策金利を十分に制限的なレベルに設定する（set）」と改められたことで、追加利上げ休止の可能性が提示された形。
- 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、コアベースの財の伸びは低下基調にあり、サービス価格についても、①リベンジ消費が8月の猛暑も手伝って一巡、②不動産業などを中心に利上げの影響が顕在化、③賃上げにも頭打ちの兆しがみられることなどから徐々に沈静化に向かうことが期待され、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、9/27の理事会で利上げを休止、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0.25Ptの利上げを決定、年内更なる利上げが見込まれる>

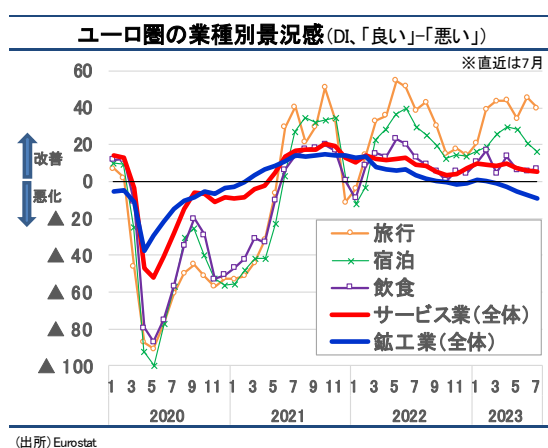
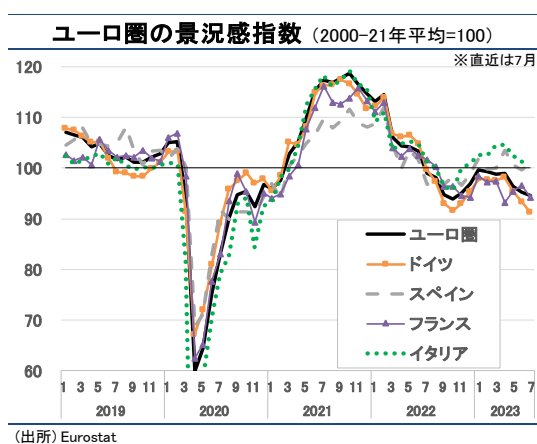
- BOE（英国中銀）は8/2の金融政策委員会で、政策金利の5.00%から5.25%への引上げを賛成多数（6対3）で決定。利上げは2021年12月以降14会合連続。
- 追加利上げの背景として、具体的には賃金上昇率が5月に発表された金融政策報告書の想定を上回っていることを指摘。サービス価格のインフレ率は予想より下振れたものの、持続的なインフレ圧力となりやすいサービス価格や労働需給の逼迫度合い、賃金上昇率の動向を引き続き注視する姿勢を維持。
- ユーロ圏と比較した際、労働需給の逼迫状況は深刻であり、賃金全体の先行指標となる求人広告ベースの名目賃金上昇率も高止まっているなど、インフレの粘着性が警戒される状況。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・ガイダンスを維持しており、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、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の予想を据え置く。

●その他の経済指標：景気の足取りは重い

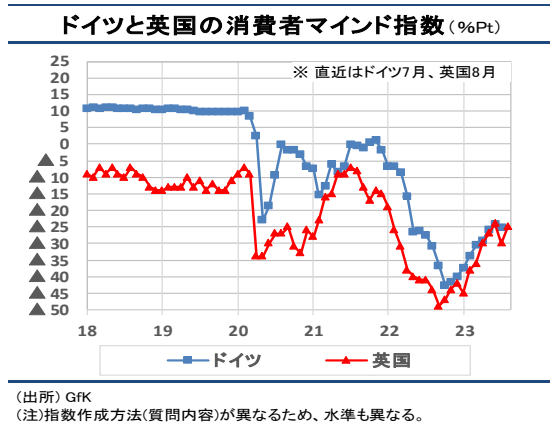
- ユーロ圏では、インフレ率が低下基調にあることで一部の国では財消費が増加に転じるなど、個人消費の下げ止まりの兆しが窺える。しかし、圏内外の需要低迷を受け、製造業を中心に企業の景況感悪化、生産は減少傾向にある。比較的底堅いサービス業についても、リベンジ需要は一巡しつつあるとみられる。

▶ 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かり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。他国と比較しても物価の高い伸びが継続する中、消費者マインドも改善が足踏みしており、先行きの景気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」)) … 7月の景況感指数は94.5と6月の95.3から▲0.8Pt 低下。主要国ではイタリア (7月 101.4)、スペイン (同 100.9) がかろうじて好不調の境目の目安となる長期平均である 100 を上回る水準を維持も、ドイツ (同 91.2)、フランス (同 94.3) が長期平均を下回る水準へ低下。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、7月は▲9.4 (6月▲7.3) と前月から▲2.1Pt 低下し、6か月連続の悪化。一方、比較的堅調な**サービス業**も、7月は5.9 (6月5.7) と▲0.2Pt 低下し、3か月連続の悪化。リベンジ消費も息切れの様相。



* ドイツ・英国の**消費者マインド指数** (GfK 社調べ)
 … ドイツの7月は▲25.2%Pt (6月▲24.4%Pt) と、9か月ぶりの悪化。公表元によると、長引く高インフレや金融引き締めを受けた景気回復期待の低下などが背景。ただし、「悪化」超過幅は▲0.8%Pt と同月の英国の悪化幅 (▲6.0%Pt) と比較しても軽微であり、大幅な再悪化が見込まれる状況にはないと考えられる。
英国の8月は▲25.0%Pt (7月▲30.0%Pt) と前月からは改善も、6月 (▲24.0%Pt) の水準を下回る水準であり、一進一退の状況が続く。他国と比較してインフレ圧力が根強く残る状況の中、BOE の利上げ長期化観測やインフレ率の低下など、月々の経済状況がマインドを左右している模様。



* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏の6月は前月比▲0.3% (5月0.6%) と減少も、4~6月期の前期比は0.0%と横ばい。5四半期連続の減少の後、一旦の歯止め。4~6月期の品目別の内訳 (前期比) は、自動車燃料 (▲1.8%)、食料品類 (▲0.8%) で減少も、非食料品 (自動車燃

料を除く) (0.1%) は増加。主要国の4~6月期の増減率は、フランス(前期比▲1.5%)とイタリア(同▲0.7%)でマイナスも、スペイン(同2.2%)とドイツ(同1.1%)でプラス。スペインはユーロ圏の中では例外的にインフレ率が大幅に低下しており⁶、消費を後押し。ドイツもインフレ率の鈍化と消費者マインドの改善が消費を後押しし始めている可能性。

英国の7月は前月比▲1.2%(6月0.6%)と減少、4~6月平均比も▲0.8%と7~9月期の滑り出しは不振。7月の

販売業態別の内訳(4~6月平均比)は、当局によると雨天および様々な販売促進活動により後押しされた無店舗販売(3.8%)については好調であったものの、家庭用品店(▲3.5%)、衣料品店(▲3.2%)、食料品店(▲2.1%)、百貨店(▲1.1%)など幅広い業態で減少。消費者マインドも改善が足踏みしていることから、減少は一時的な天候要因か基調の弱まりか注視が必要な状況。

* ユーロ圏の資金需要 (DI、「増加」-「減少」、ECB調べ)

… 企業の4~6月期は▲42%Ptと、1~3月期(▲38%Pt)から「減少」超過幅を拡大。2003年の統計開始以来の最低水準に落ち込み。金利水準を理由とする資金需要(1~3月期▲40%Pt→4~6月期▲42%Pt)や設備投資を目的とした需要(▲33%Pt→▲35%Pt)の冷え込みが強まり、昨年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(0%Pt→▲3%Pt)も「減少」超過へと転じた。家計の4~6月期も引き続き「減少」超過であるものの、消費者マインドの改善などを受けて超過幅が緩和(住宅ローン:1~3月期▲72%Pt→4~6月期▲47%Pt、消費者信用:▲19%Pt→▲12%Pt)。先行きの7~9月期について、貸出主体の銀行は企業▲6%Pt、住宅ローン▲18%Pt、消費者信用▲8%Ptと「減少」超過幅の更なる緩和を予想。ただし、特に企業の資金需要は見通しが実績よりも楽観的な傾向にあり、予断を許さない状況が続く。

* ユーロ圏製造業の生産制約要因 (欧州委員会によるアンケート、複数回答可)

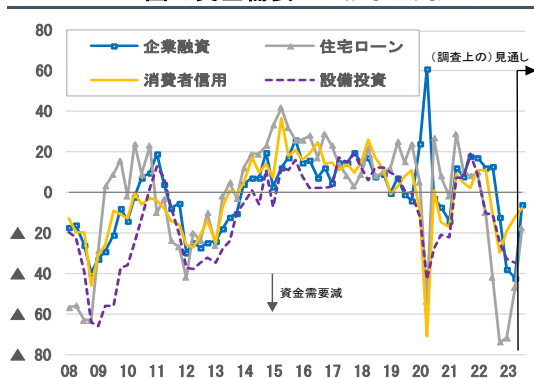
… 7月調査では「原材料・備品の不足」を挙げた企業が21%と、依然高い水準ながら4月の28%から低下。半導体不足やサプライチェーンの混乱の影響は引き続き後退。一方、「需要(の減退)」を挙げた企業の割合は33%(4月27%)と上昇し、筆頭の生産制約要因に。「労働力(の不足)」を挙げた企業の割合は23%(同25%)と僅かに低下し、需要の減退が労働需要の頭打ちにつながっている可能性。「資金調達」を挙げた企業は

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)



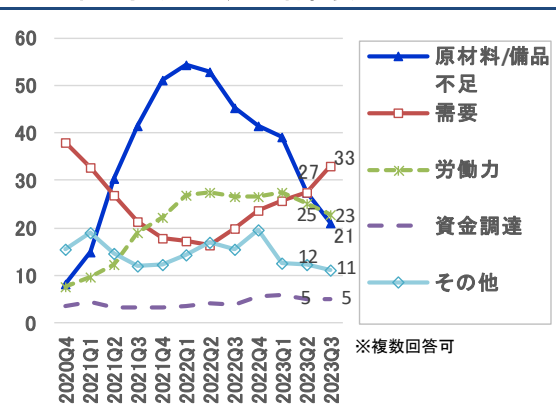
(出所) CEIC Data

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Q2の実績。企業融資、消費者信用、住宅ローンの最新値は23年Q3の(調査上の)見通し。

企業が挙げた生産の制約要因(回答割合、%)



(出所) 欧州委員会

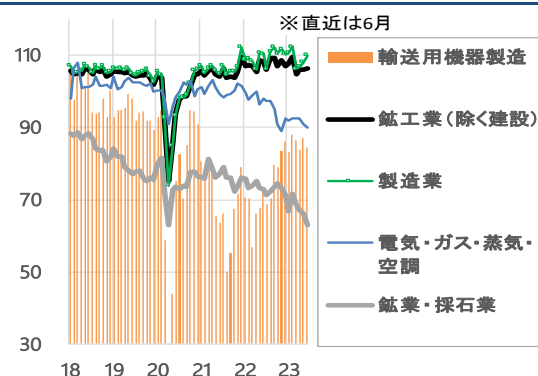
⁶ 7月のインフレ率(消費者物価指数の前年同月比)は2.1%。

5%（同 5%）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）…

6月は前月比0.5%（5月0.0%）と増加も、4～6月期の前期比は▲1.0%と減少。4～6月期の増減率（前期比）を部門別に見ると、**製造業**は、コンピュータ（11.2%）が1～3月期の大幅減（前期比▲10.1%）の反動として増加も、医薬品（▲15.7%）や機械（▲1.8%）など幅広い品目で減少し、全体として▲1.3%と減少。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、先行きも低調が続く見込み。**鉱業・採石業**は▲1.0%と減少。**電気・ガス・蒸気・空調**も▲1.3%と減少。

ユーロ圏の鉱工業生産（季節調整値、2015年=100）

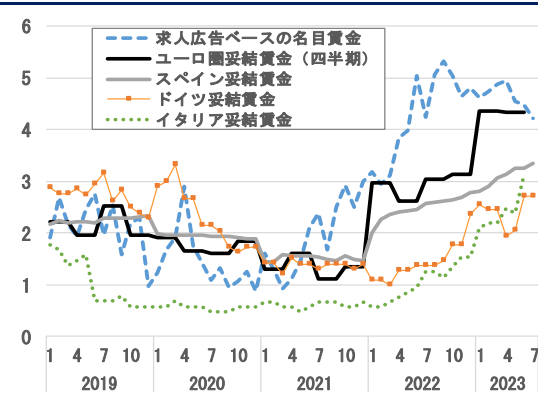


(出所) CEIC Data

* **ユーロ圏の賃金** … 2023年4～6月期の妥結賃金は、

前年同期比4.3%と1～3月期の4.4%から僅かに低下。ただし、依然としてインフレ率2%と整合的な水準を超えたペース⁷で上昇。その他、1～3月期は一人当たり雇用者報酬が5.2%（10～12月期4.8%）、単位あたり労働コストが5.8%（同4.5%）など、様々な指標で高い伸びを記録。一方、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、7月に前年比4.2%（6月4.5%）と3か月連続の低下となっており、頭打ちの兆しも。**

ユーロ圏の賃金（前年比、%）

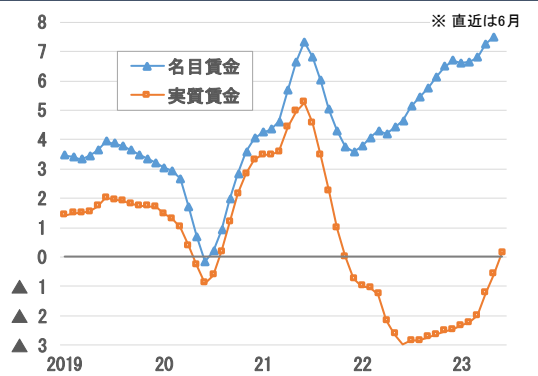


(出所) ECB、各国政府統計、Indeed eage tracker

* **英国の賃金**（ボーナス除く）… 6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7.8%（5月7.5%）と上昇。民間部門では8.2%（5月7.9%）、公的部門では6.2%（同5.9%）と高い伸びが続く。**実質ベースでは0.1%（5月▲0.6%）と19か月ぶりにプラス圏に回帰し、消費者の購買意欲を後押ししている模様。**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。**求人広告ベースの名目賃金上昇率は、7月に前年比7.1%（6月7.3%）と3か月連続で僅かに低下も、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。

英国の賃金（前年比%、3か月移動平均）



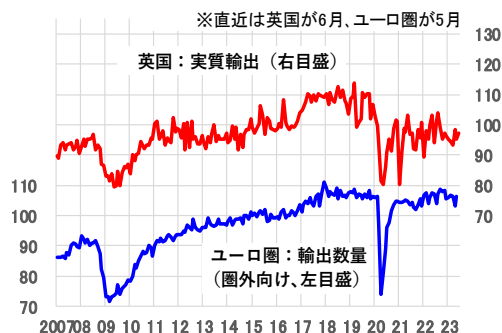
(出所) ONS

⁷ インフレ目標を安定的に達成するため整合的な賃金上昇は3%程度とされる。

* **輸出** (財のみ) … ユーロ圏の圏外向け輸出数量の、全体値は5月分までしか公表されておらず、4~5月平均の1~3月平均比は▲1.5%と減少。一部地域向け指数の4~6月期の前期比は、対ASEANで8.8%と増加も、シェアの大きい対中国は▲3.4%、対米国は▲0.8%と減少。中国や米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⁸の4~6月期の前期比は2.7%と増加。ただし、依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を9.0%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。

●経済見通しの改定：金融引締め効果の本格化で、来年にかけて低成長が続く

ユーロ圏・英国ともに、4~6月期実質GDP成長率は、前回(2023年5月)示した見通しの想定を僅かに上回ったものの、企業活動を中心に停滞感がより強まっている状況を反映し、7~9月期以降の成長率を下方改定する(結果として、ユーロ圏は2023年、2024年の成長率予想を下方改定、英国は2023年を僅かに上方改定の一方、2024年を下方改定する。また、双方の2025年の予想を新たに示す)。

- インフレ率(消費者物価の前年比)の鈍化や経済再開を受けて個人消費が下げ止まったとみられる中、4~6月期の成長率はユーロ圏、英国ともに底堅く推移している。ただし、域内外の需要の低迷を受けて製造業は不振であり、相対的に底堅く推移してきたサービス業についてもモメンタムは鈍化しつつあるなど、景気の足取りは重い。
- こうした需要の弱含みやコロナ禍収束に伴う供給制約の緩和などを反映し、インフレ率については、ユーロ圏では低下基調に転じている可能性が高い。サービス価格は、伸びが明確に鈍化するには時間を要する見込みであるが、①リベンジ消費が8月の猛暑も手伝って一巡、②不動産業などを中心に利上げの影響が顕在化、③賃上げにも頭打ちの兆しがみられることなどから、徐々に沈静化に向かうことが期待され、9月にはECB(欧州中銀)による利上げの休止も想定される。インフレ率は、足元の5%程度から緩やかに伸びを縮め、2025年には2%に近づくまで低下する見込みである(2022年8.4%(実績)→2023年5.5%→2024年2.6%→2025年2.1%⁹)。
- 一方、英国ではユーロ圏と比較して需要が底堅く、労働需給の逼迫や賃上げの状況も深刻であり、インフレ率は、2023年と2024年はユーロ圏よりも高止まることが予想される(2022年9.1%(実績)→2023年7.5%→2024年3.3%→2025年2.1%¹⁰)。このため、BOE(英国中銀)は11月まで利上げを続ける公算が大きく、景気の冷え込みを経て、インフレ率は2025年には2%に近づくまで低下する見込みである。
- 今後の欧州経済は、①金融引き締めの効果が本格化し、②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、2024年にかけて、1%台前半とみられる潜在成長率(成長の巡航速度)を下回る0%台の低成長が継続する見込みである。ただし、ユーロ圏では、インフレ率の鈍化や賃上げを受けた実質可処分所得の持ち直しに支えられ、景気後退入りは回避するだろう。一方で、英国では金融引き締めの強化で需要が

⁸ 貴金属を除く数値。

⁹ 前回は2023年5.5%→2024年2.5%と予想。

¹⁰ 前回は2023年7.2%→2024年2.5%と予想。

強く抑制され、2023年末から2024年初めにかけて景気後退入りを見込む。インフレ率の落ち着きや金融引締め効果が一巡した2025年には、ユーロ圏と英国ともに、巡行速度並みの成長への回帰を予想する。

- 通年の成長率は、ユーロ圏が2022年3.4%（実績）の後、2023年0.6%、2024年0.8%、2025年1.3%、英国が2022年4.1%（実績）の後、2023年0.3%、2024年0.3%、2025年1.2%と予想¹¹する。リスクとしては、ガス関連施設における障害発生など一時的な供給要因や天候要因による天然ガス価格の再高騰やサービス価格の高止まりから、インフレ率が中央銀行の想定よりも低下せず、金融引き締めが長期化することが挙げられる。

	2021	2022	2023	2024	2025
%, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	5.3	3.4	0.6	0.8	1.3
個人消費	3.6	4.5	0.1	1.1	1.2
固定資産投資	3.9	3.0	0.6	0.9	1.2
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(0.0)
政府消費	3.9	1.4	▲0.4	0.9	0.7
純輸出(寄与度)	(1.3)	(▲0.1)	(0.8)	(0.1)	(0.2)
輸出	10.5	7.2	1.4	1.9	2.9
輸入	8.2	8.1	▲0.2	2.4	2.8

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

	2021	2022	2023	2024	2025
%, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	7.6	4.1	0.3	0.3	1.2
個人消費	6.2	5.6	0.5	0.2	1.3
固定資産投資	6.1	8.6	2.3	0.1	1.6
在庫投資(寄与度)	(1.0)	(0.3)	(▲1.3)	(▲0.1)	(0.0)
政府消費	12.5	1.8	0.6	1.4	1.0
純輸出(寄与度)	(▲1.2)	(▲1.2)	(0.4)	(▲1.1)	(▲0.8)
輸出	2.2	9.9	▲3.7	0.7	1.2
輸入	6.2	13.3	▲4.6	1.3	1.6

(出所)ONS、伊藤忠総研

¹¹ 前回はユーロ圏2023年0.8%→2024年1.1%、英国2023年0.2%→2024年0.7%と予想。