

欧州経済：インフレにピークアウトの兆し

ユーロ圏の4～6月期の成長率は、圏内外の需要が低迷する中で前期比年率0.5%へと改定され、1～3月期（同0.2%）に続く低成長となった。足元でも、企業の景況感は製造業・サービス業ともに悪化が続くなど、景気は低迷している。一方、基調的なインフレ率の鈍化によって利上げの停止が視野に入り、実質可処分所得の持ち直しに支えられる形で個人消費主導の回復期待が高まる。英国でも、利上げ効果の浸透やリベンジ消費の一巡によりコア・インフレ率が単月ながら大幅に低下し、BOEは15会合ぶりの利上げ見送りを決めた。ただし、これまでの大幅な金融引き締めやストライキの影響から需要が強く抑制され、早ければ2023年7～9月期からの景気後退入りを予想する。

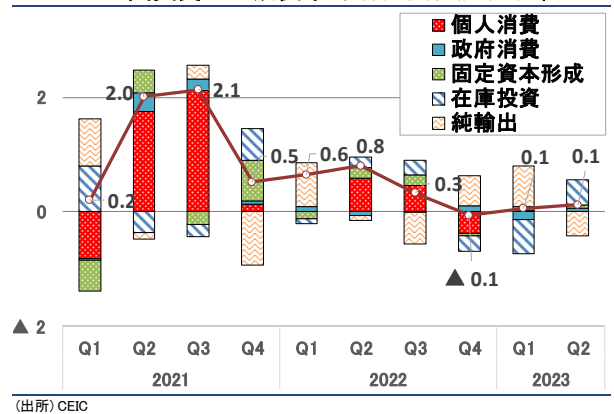
●ユーロ圏4～6月期GDP確報値：内需は下押し、輸出も不振

9/7に公表されたユーロ圏の2023年4～6月期実質GDP成長率（確報値）は、前期比0.1%（年率換算0.5%）と速報値の0.3%（同1.0%）から下方改定され、1～3月期の0.1%（同0.2%）に続く低成長となった。

需要項目別には、高インフレの影響を受け個人消費（1～3月期前期比0.0%→4～6月期0.0%）が横ばいとなる中、政府消費（▲0.6%→0.2%）や固定資本形成（0.3%→0.3%）が下支えしたものの、海外経済の減速により輸出（0.0%→▲0.7%）が大きく減少した。固定資本形成は、金利上昇の影響を受けたとみられる住宅投資（0.8%→▲1.0%）が減少も、知財投資

（▲2.5%→1.6%）や機械投資（1.5%→0.2%）が牽引した。輸出はサービス（3.3%→0.5%）の増加幅の縮小に加えて財（▲1.1%→▲1.2%）の不振が影響しており、主要国の中ではドイツの低迷が目立った。

ユーロ圏実質GDP成長率(季節調整値、前期比、%、%pt)



●物価：ユーロ圏、英国ともに「最悪期は過ぎた」可能性

インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、エネルギー寄与度のマイナス幅は縮小したものの、食料品類¹および変動の大きいエネルギー・食料品類を除いたコア・インフレ率の低下が全体を押し下げ、ユーロ圏では7月の5.3%から8月は5.2%へ、英国も6.8%から6.7%へと僅かに低下。

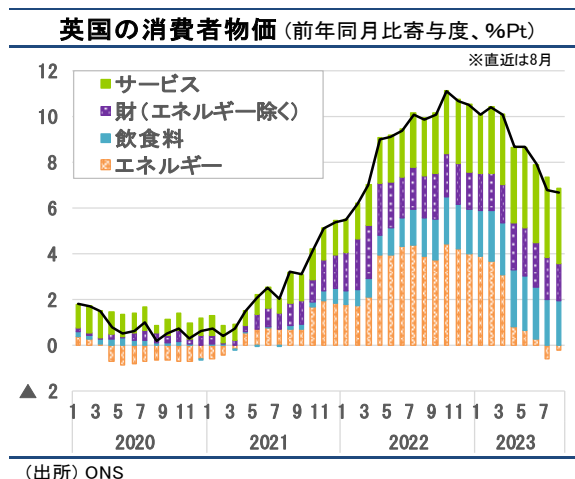
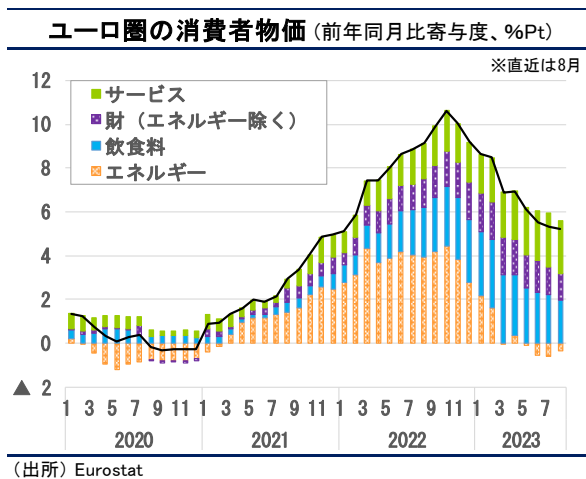
8月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格（ユーロ圏：2023年7月前年同月比▲6.1%→8月▲3.3%、英国：▲7.8%→▲3.2%）は、足元の原油価格の上昇を受けたガソリン（ユーロ圏：▲11.1%→0.9%、英国：▲24.9%→▲16.4%）の上昇を主因としてマイナス幅が縮小。一方、食料品類の伸びは低下（ユーロ圏：10.8%→9.7%、英国：13.2%→12.6%）。原材料価格などの各種コストが川上分野から川下分野へと着実に価格転嫁される中で高い伸びが続いてきたが、加工食品²（ユーロ圏：12.5%→11.2%、英国：16.2%

¹ 食料、酒類、たばこ。

² 酒類およびたばこ除く。

→15.3%)、非加工食品（ユーロ圏：9.2%→7.8%、英国：13.1%→11.3%）ともに騰勢は弱まっている。

- コア・インフレ率は低下（ユーロ圏：5.5%→5.3%、英国：6.9%→6.2%）。コア財（ユーロ圏：5.0%→4.7%、英国：5.9%→5.2%）の伸び低下について、需要の弱含みやコロナ禍収束に伴う供給制約の緩和、各種生産コストの低下などを背景に、家具・家庭用品³（ユーロ圏：6.0%→5.4%、英国：6.2%→5.1%）、娯楽用品（ユーロ圏：7.6%→7.3%、英国：6.6%→5.8%）、その他娯楽用耐久財（ユーロ圏：7.7%→7.0%、英国：3.2%→3.0%）など幅広い品目で伸びが低下基調にある。
- コアサービス価格の伸びも低下（ユーロ圏：5.6%→5.5%、英国：7.4%→6.8%）。品目別には、飲食・宿泊（ユーロ圏：7.7%→7.3%、英国：9.6%→8.3%）やパック旅行（ユーロ圏：6.8%→6.6%、英国：12.4%→10.5%）などを中心に伸びが低下。英国では娯楽・文化サービス（4.4%→3.7%）も伸びが低下しており、リベンジ消費関連需要の一巡が示唆される。ユーロ圏では、前年のドイツの政策⁴による価格下落の反動により、複合旅客輸送サービス（39.5%→39.9%）のプラス幅が幾分拡大しているが、9月にはその効果の剥落も見込まれる。ただし、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、持続的な鈍化には、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。



<ECBは念押し0.25Pt利上げを決定も、利上げ打ち止めがメインシナリオ>

- ECB（欧州中銀）は9/14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4.25%から4.50%へ、中銀預金金利（預金ファシリティ金利）を3.75%から4.00%へ引き上げた。今回の引上げにより、中銀預金金利は過去最高水準となった。
- 追加利上げの背景として、前回に引き続き「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」されるとの指摘のほか、「目標に向けた進展を強化するため（In order to reinforce progress towards its target）」との説明が追加され、念押し0.25Ptの利上げであったことが伺える。
- 今回新たに公表されたECBスタッフによるインフレ見通しは、エネルギー価格の上振れによって2023年、2024年のヘッドラインの数値がそれぞれ0.2%Ptずつ上方修正⁵された一方、コアベースでは2024、2025年の数値が▲0.1%Ptずつ下方修正⁶された。後者は同時に発表された成長率見通しの下方修正を反映したものとみられる。四半期ベースでは、ヘッドラインのインフレ率で2025年7～9月期に2%まで低

³ メンテナンス含む。

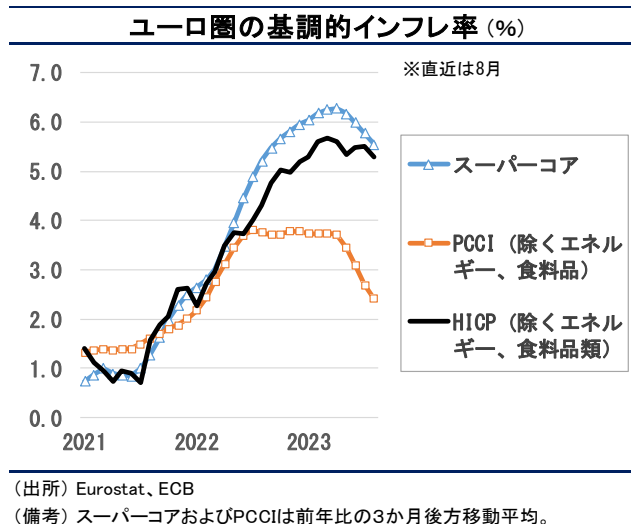
⁴ 2022年6～8月にドイツで公共交通機関の定額チケット（月額9ユーロ）が発売された影響。

⁵ 2023年5.6%、2024年3.2%、2025年2.1%

⁶ 2023年5.1%、2024年2.9%、2025年2.2%

下する見通しとなっている。

- ECB は今後の方針について、(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の3つを重視する姿勢を維持するが、「政策金利の水準が十分に長い間維持されれば、インフレ率が目標に向かって速やかに回帰するうえで大きく貢献する水準に達した」との評価が声明に追加されたこと、ECB の算出するいくつかの基調的なインフレ率もピークアウトを示唆していることから、利上げは今回で打ち止めというのが基本シナリオとみられる。



<BOE は 15 会合ぶりの利上げ見送りを決定、利上げ局面終了の期待高まる>

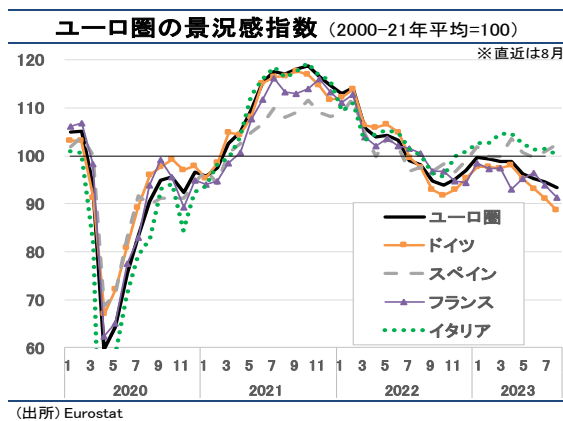
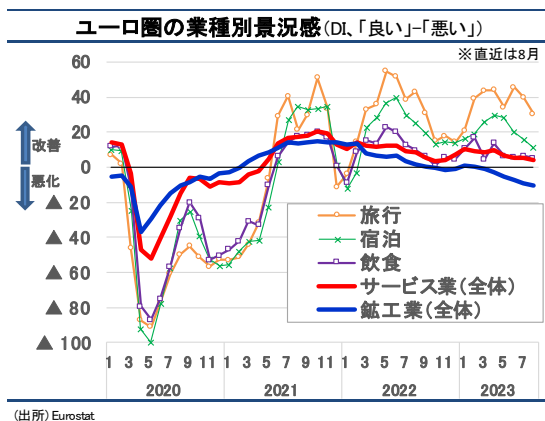
- BOE (英国中銀) は 9/20 の金融政策委員会で、政策金利の 5.25%での据え置きを 5 対 4 の僅差で決定。
- 据え置きの背景として、「金融引き締めが労働市場や実体経済のモメンタムに及ぼす影響が強まっている」として、具体的には、①8月のコア・インフレ率の低下、②7月の失業率の上昇や雇用関連指標の緩和、③7月の月次 GDP の減少や 8月の景況感の悪化などの経済指標に言及している。
- 一方で、変動の大きい旅行関連要因を除いたサービス価格のインフレ率や、民間部門の賃金上昇率（後述の平均週給ベース）は引き続き高水準で推移していることから、（持続的なインフレ圧力となりやすい）サービ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。声明文でも「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・ガイダンスが維持され、利上げ再開の余地を残した。
- BOE は「政策金利の大幅な上昇により、金融政策の姿勢は制限的（政策金利が景気に中立な水準を上回る）」と評価しており、賃金上昇率についても、平均週給以外の賃金指標は「より安定している傾向にある」ことを指摘。加えて、今後金融引締め効果が本格化することに伴い、コア・インフレ率も更なる低下が見込まれることを考慮すれば、利上げ局面は終了となる公算が大きい。ただし、サービス価格を中心としてインフレ圧力が想定よりも弱まらない場合は 11 月の「念押し」利上げも否定できないなど、引き続き不確実性が高い状況にある。

●その他の経済指標：利上げ効果の浸透により景気は低迷

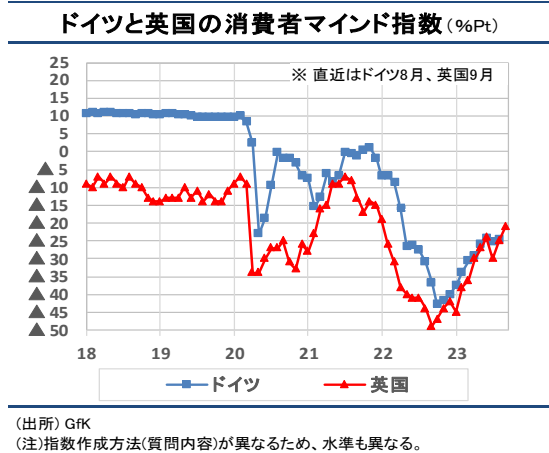
- ユーロ圏では、消費者マインドの改善が足踏みする中で小売売上高は力強さに欠け、輸出も低迷するなど、圏内外の需要が低迷。そうした状況の下、製造業、サービス業ともに企業の景況感悪化、生産は減少傾向にある。ただし、今後はインフレピークアウトの兆しを受け、個人消費の増加期待が高まる。
- 英国では、消費関連指標は需要の底堅さを示唆するものの、大幅な金融引き締めやストライキの影響から、7～9月期はマイナス成長が視野に入る。

* ユーロ圏の景況感 (指数、DI (「良い」-「悪い」)) … 8月の景況感指数は 93.3 と、7月の 94.5 から▲1.2Pt 低下し 4か月連続の悪化。業種別の景況感 DI (「良い」-「悪い」) では、鉱工業が昨年末

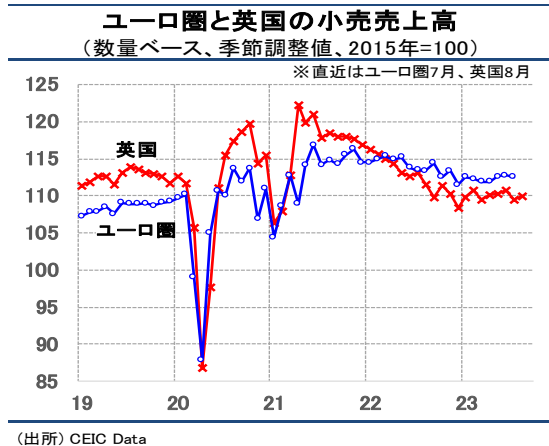
から景気の良し悪しの分かれ目となる 0 を下回る状態が続く中で、8月は▲10.3（7月▲9.3）と前月から▲1.0Pt 低下し、7か月連続の悪化。比較的堅調なサービス業も、8月は3.9（7月5.4）と▲1.5Pt 低下し、4か月連続の悪化。リベンジ消費も息切れの様相。主要国では観光業が盛んで、比較的堅調なサービス業の GDP に占める割合が高いイタリア（8月 100.3）、スペイン（同 102.4）が好不調の境目の目安となる長期平均である 100 を上回る水準を維持も、ドイツ（同 88.6）は4か月連続、フランス（同 91.4）は2か月連続の低下となり全体を下押し。製造業の GDP に占める割合が高いドイツは、利上げの影響を受けやすい耐久財消費の低迷や中国の景気減速などによる輸出減が企業活動を下押し。個人消費の弱さが目立つフランスは、サービス業・製造業ともに悪化が継続。



* ドイツ・英国の消費者マインド指数 (GfK 社調べ) …
ドイツの 8 月は▲24.6%Pt (7 月▲25.2%Pt) と改善も、6 月 (▲24.4%) と同程度の水準に留まり、均してみると改善は足踏み。公表元は食料品類やエネルギー価格の上昇⁷が家計の購買力を下押ししており、しばらく低水準に留まる可能性を示唆。
英国の 9 月は▲21.0%Pt (8 月▲25.0%Pt) と前月から改善し、2022 年 1 月以来の水準まで上昇。ただし、依然としてコロナ前の水準までは回復していない。



* 小売売上高 (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏の 7 月は前月比▲0.2% (6 月 0.2%) と減少。7 月は、4~6 月平均比では 0.1% と増加しており、7~9 月期も増加が続くことが見込まれるも、増勢は鈍化している。7 月の品目別の内訳（4~6 月平均比）は、自動車燃料（▲1.2%）で減少も、非食料品（自動車燃料を除く）（0.8%）および食料品類（0.6%）は増加。主要国の増減率（4~6 月平均比）は、フランス（1.0%）とスペイン（0.6%）でプラスも、イタリア（▲0.5%）とドイツ（▲0.3%）でマイナス。スペインはユーロ圏の中では



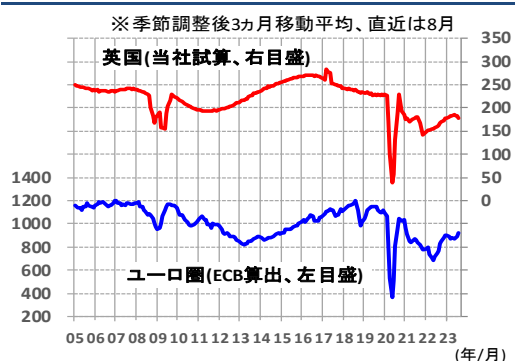
⁷ ドイツは主要国の中では、エネルギー価格の上昇率が未だ高水準にある（8月は5.3%）。

例外的にインフレ率が大幅に低下しており⁸、消費を後押し。ドイツは消費者マインドの改善足踏みが影響の可能性。

英国の8月は前月比0.4%（7月▲1.1%）と増加。悪天候の影響を受けた7月の落込みを、食料品や衣料品を中心に一部取り戻した形。上述のとおり消費者マインドも持ち直している中で、2023年で6度目の（前月比の）増加となるなど、需要の底堅さを示唆。ただし、7月の落込みが深く、7~8月平均の4~6月平均比は▲0.5%と減少。7~8月平均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（2.4%）については好調であったものの、家庭用品店（▲0.6%）、衣料品店（▲2.3%）、食料品店（▲1.6%）、百貨店（▲0.9%）など幅広い業態で減少。

* **乗用車販売台数** … ユーロ圏（ECB算出の季節調整値）の7~8月平均は年率942万台と、4~6月平均比の同876万台から増加。ただし、2019年通年の1127万台から16.4%低い水準。英国（当社試算の季節調整値）の7~8月平均は年率177万台と、4~6月平均比の同183万台から減少。2019年通年の229万台と比較して22.9%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るが、息切れ時期に注視を要する。

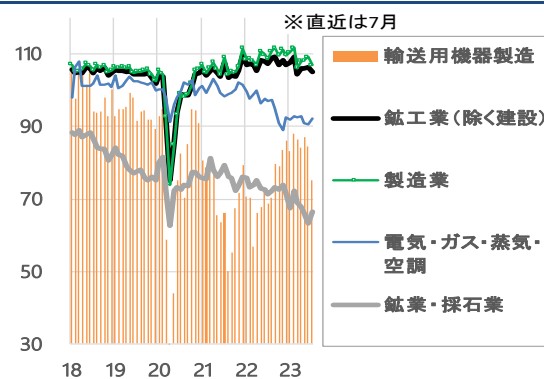
ユーロ圏・英国の乗用車販売台数（年率換算値、万台）



(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）… 7月は前月比▲1.1%（6月0.4%）と4か月ぶりの減少。4~6月平均比でも▲0.8%と減少し、7~9月期の滑り出しは弱い。7月の増減率（4~6月平均比）を部門別に見ると、**製造業**は、輸送用機器（▲11.9%）、コンピュータ（▲2.7%）や機械（▲2.0%）などで減少し、全体として▲1.5%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。一方、一時的な事象である可能性も高いが、**鉱業・採石業**は1.3%、**電気・ガス・蒸気・空調**は0.8%と増加。

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** … 7月は前月比▲0.5%（6月0.5%）と2か月ぶりの減少。4~6月平均比でも▲0.2%と減少し、7~9月期のマイナス成長も視野に入る。7月の部門別の内訳（4~6月平均比）について、**サービス業**が▲0.4%と減少し、全体を下押し。医師や教師によるストライキの影響を受けた医療・社会保障（▲2.0%）や教育（▲1.1%）を中心に減少、悪天候の影響により卸・小売（▲0.5%）もさえなかった。一方、**鉱工業生産**は0.3%と増加。内訳として、製造業は基礎医薬品（2.9%）や供給制約の緩和を受けた輸送用機器（2.6%）が牽引し、0.7%の増加。そのほか、電気・ガス・蒸気・

⁸ 8月のインフレ率は2.4%。

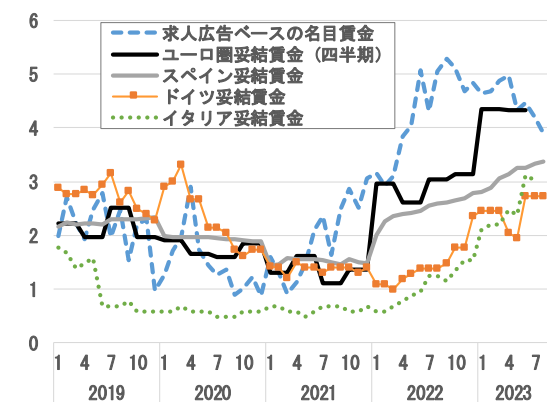
空調が▲2.5%と減少したものの、水・廃棄物処理 (0.0%) は横ばい、鉱業・採石業 (0.6%) は増加。建設業は天候により単月の振れが大きいが、均してみると 0.5%と増加。

* **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⁹で上昇。その他、4~6月期は一人当たり雇用者報酬が5.6% (1~3月期5.5%)、単位あたり労働コストが6.5% (同6.0%) など、様々な指標で引き続き高い伸びを記録。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8月に前年比3.9% (7月4.2%) と、4月の5.0%をピークに低下基調を辿るなど、頭打ちの兆し。

* **英国の賃金** (ボーナス除く) … 失業率は上昇、雇用者数は減少する中で労働需給は緩和傾向にあるものの、7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% (6月7.8%) と高水準横ばいで推移。民間部門では8.1% (6月8.2%) と僅かに低下も、公的部門で6.6% (同6.2%) と伸びが高まった。実質ベースでは0.6% (6月0.1%) と前月よりプラス圏に回復し、消費者の購買意欲を後押ししている模様。求人広告ベースの名目賃金上昇率は、8月に前年比7.4% (7月7.1%) と再加速、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懸念。

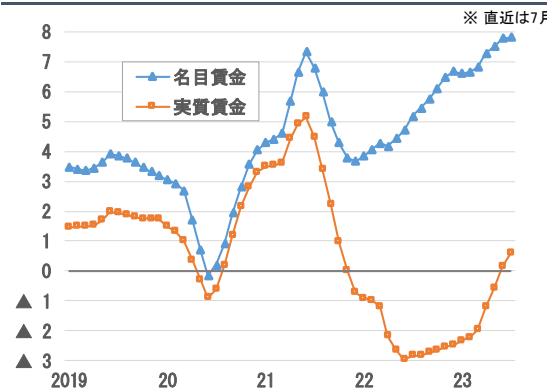
* **輸出** (財のみ) … **ユーロ圏**の圏外向け輸出数量の、全体値は6月分までしか公表されておらず、4~6月期の前期比は▲1.4%と減少。一部地域向け指数の7月の4~6月平均比は、対中国が▲2.6%と減少したほか、対ASEANも▲7.0%と減少。海外経済の減速などが重しとなり、域外向け輸出は当面低調が続く見通し。
英国の実質輸出¹⁰の7月の4~6月平均比は2.5%と増加。ただし、依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を7.1%下回る低水準にある。

ユーロ圏の賃金 (前年比、%)



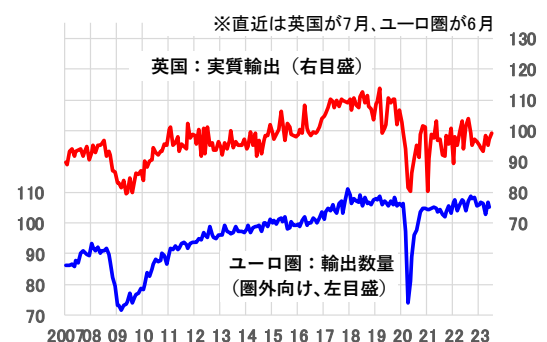
(出所) ECB、各国政府統計、Indeed eage tracker

英国の賃金 (前年比%、3か月移動平均)



(出所) ONS

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。

⁹ 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。

¹⁰ 貴金属を除く数値。

●景気見通し：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、利上げ効果の浸透等により景気は低迷していると同時に、インフレ鈍化を受け利上げは最終局面に入っているとみられる。一方、賃金上昇圧力の弱まりやサービス価格の持続的な低下が確認されるまでは時間を要する見込みであり、資源価格の動向を含めインフレ見通しの不確実性も高い。
- 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（成長の巡航速度）を下回る0%台の低成長が継続するとの見通しを維持する。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とみるが、消費者マインドの動向を含め個人消費の回復度合いを注視する必要がある。一方で、英国では大幅な金融引き締めやストライキの影響から需要がより強く抑制される結果、早ければ2023年7～9月期からの景気後退入りを予想する。ユーロ圏、英国ともに今後の金融政策の焦点は、金利の水準から利下げ時期（政策金利の据え置き期間）に移ると考えられるが、持続的なインフレ低下のサインが見通せるまで時間を要し、早くとも2024年後半以降になると予想する。