

欧州経済：景気が上向くのは年明けか

7～9月期の実質GDP成長率は、ユーロ圏、英国ともに利上げや物価高により個人消費や設備投資などの内需が抑制され、海外経済の鈍化により輸出が低迷したとみられる中で、前期比年率で0%程度となった公算が大きい。ユーロ圏では、コア・インフレ率の鈍化（8月5.3%→9月4.5%）や賃上げ先行指標の落ち着きなどを踏まえ、利上げの打ち止めがメインシナリオとなるだろう。今後は金融引き締め効果の本格化により低成長が続くものの、インフレ鈍化を受けた実質賃金の持ち直しにより個人消費が下支えされる見込みである。ただし、消費者の節約志向が高まる中でマインドの改善は足踏みしており、景気が上向く時期は年明けへと後ずれする可能性が高まっている。

●物価：インフレ率は低下基調も、安堵はできず

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏では主要品目が総じて低下し、8月の5.2%から9月は4.3%へ大幅に低下。英国はエネルギーのマイナス寄与幅縮小を主因に、6.7%で横ばい。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、英国ともに低下（8月前年同月比5.3%→9月4.5%、英国：6.2%→6.1%）。ただし、英国のサービスインフレ圧力が根強いことに留意。
- 9月のインフレ率の内訳をみると、エネルギー価格は、ユーロ圏（▲3.3%→▲4.6%）でマイナス幅が拡大の一方、英国（▲3.2%→▲0.2%）では縮小。足元の原油価格の上昇を受けてガソリン価格（ユーロ圏：0.9%→3.2%、英国：▲16.4%→▲9.7%）が上昇する中、ユーロ圏では天然ガス価格の落ち着きを受けた光熱費（ユーロ圏：▲6.5%→▲10.4%、英国：7.0%→6.9%）のマイナス幅拡大が寄与。英国では3か月毎に消費者向けガス・電力の支払額の上限が設定されること、10月には2,074ポンド¹から1,923ポンドへと同上限の引下げが行われており、来月以降に光熱費の伸びが一段と低下する見込み。
- 食料品類の伸びは、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：9.7%→8.8%、英国：12.6%→11.8%）。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：11.2%→10.2%、英国：15.3%→13.3%）、非加工食品（ユーロ圏：7.8%→6.6%、英国：11.3%→10.6%）ともに騰勢は弱まる。ただし、未だ高水準の伸びが継続していることに留意。
- コア財の伸びは、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：4.7%→4.1%、英国：5.2%→4.7%）。需要の鈍化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、衣料品（ユーロ圏：3.9%→3.0%、英国：7.0%→6.9%）、家具・家庭用品³（ユーロ圏：5.4%→4.8%、英国：5.1%→3.7%）、娯楽用品（ユーロ圏：7.3%→6.5%、英国：5.8%→5.4%）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は、ユーロ圏（5.5%→4.7%）で低下した一方、英国（6.8%→6.9%）で僅かに上昇。ユーロ圏では、前年のドイツの政策⁴による価格下落の影響が剥落したことで、輸送関連サービス（7.5%

¹ 標準的な家庭のガス・電気使用量の場合であり、実際はエネルギー使用量などによって左右される。

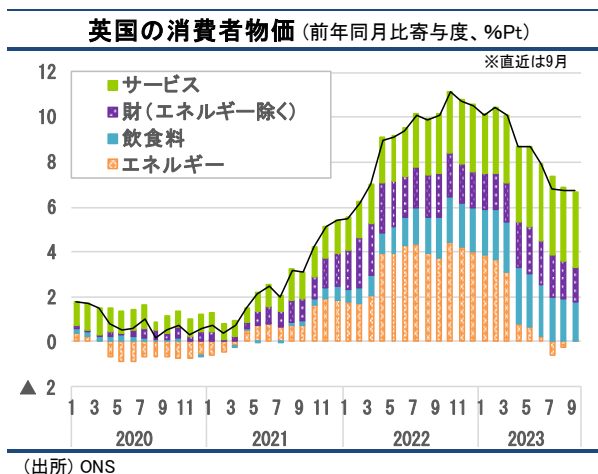
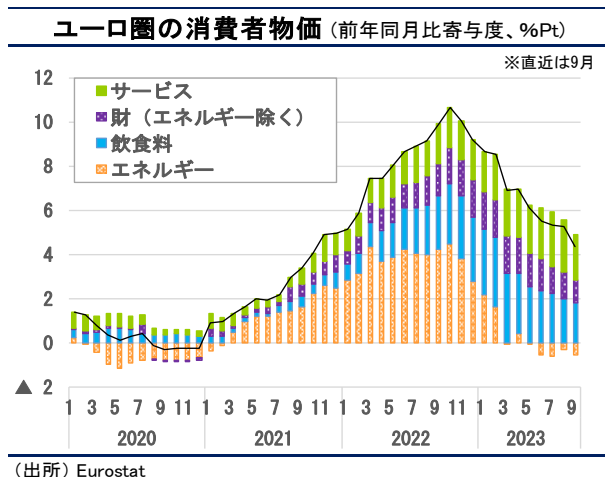
² 酒類およびたばこ除く。

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。

→0.0%)が大幅に低下⁵。その他、飲食・宿泊(7.3%→6.8%)や娯楽・文化サービス(4.7%→4.4%)なども低下。一方、英国では、飲食・宿泊(8.3%→8.6%)や娯楽・文化サービス(3.7%→4.0%)などで伸びが上昇しており、根強いリベンジ消費関連需要や賃金上昇圧力(詳細後述)を反映している可能性がある。

- ▶ 10/26にECB(欧州中銀)の定率理事会が、11/2にBOE(英国中銀)の金融政策委員会が予定されるが、7~9月期は各中央銀行の想定内のペースで物価が推移しているほか、今後もこれまでの金融引き締め効果が一層強まる中で、インフレ率は低下傾向を続ける可能性が高いことを考慮すると、利上げの打ち止めがメインシナリオとなるだろう。ただし、足元の原油価格の上昇や賃上げの動きが反映されやすいサービス価格の下げ渋りなどのリスクに備え、利上げ再開の余地は残すとみられる。



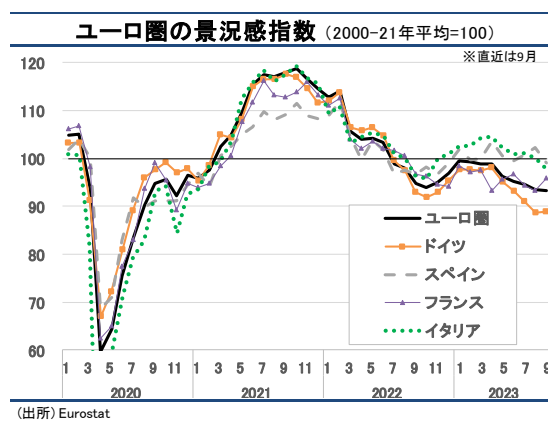
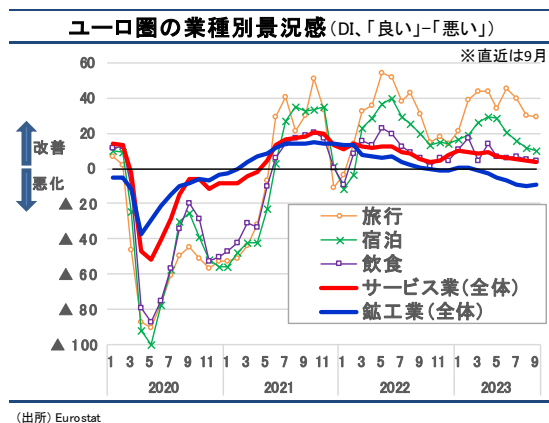
●その他の経済指標：7~9月期も景気は低迷の見込み

- ▶ 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再び減少に転じ、輸出も低迷するなど、圏内外の需要が低迷。そうした状況の下で、企業の景況感は悪化しており、生産は減少傾向にある。
- ▶ 英国では、大幅な金融引締めやストライキ⁶の影響から、7~9月期は小幅の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」)) … 9月の景況感指数は93.3と、8月の93.6から▲0.3Pt低下し、5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、9月は▲9.0(8月▲9.9)と前月から0.9Pt上昇し、8か月振りの改善となったものの低水準にとどまる。一方、比較的堅調であったサービス業は、9月は4.0(8月4.3)と▲0.3Pt低下し、5か月連続の悪化。主要国ではサービス業のGDPに占める割合が高く比較的堅調に推移していたイタリア(9月97.9)、スペイン(同99.0)が好不調の境目の目安となる長期平均である100を下回った一方、ドイツ(同89.0)は鉱工業の改善により5か月振り、フランス(同95.9)は鉱工業やサービス業の改善により3か月振りの上昇となるなど、まちまちの動き。

⁵ ユーロ圏のコア・インフレ率を0.2%Pt程度押し下げ。

⁶ 特に7月には賃上げを求め、国民医療制度(NHS)の医師や看護師、教職員などのストライキが頻発した。



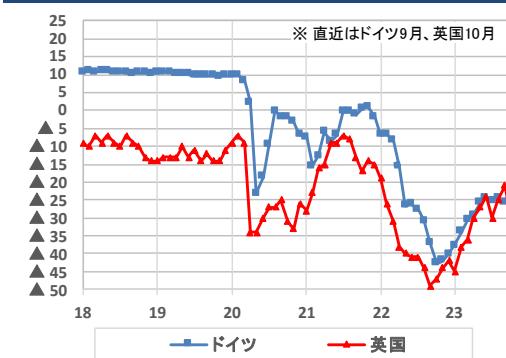
* **ドイツ・英国の消費者マインド指数** (GfK 社調べ) …

ドイツの9月は▲25.6%Pt (8月▲24.6%Pt) と2か月ぶりの悪化。直近では6月の▲24.4%Ptをピークに改善が足踏み状態となっている。公表元は食料品やガソリン価格の上昇が家計の購買力を下押ししており、貯蓄性向が2011年4月以来の水準に高まっていることを指摘。家計の節約志向が強まる中、少なくとも年内は低水準に留まる可能性を示唆。

英国の10月は▲30.0%Pt (9月▲21.0%Pt) と3か月ぶりの悪化となり、直近2か月の改善を打ち消す形で

7月の水準まで後戻り。単月の悪化幅 (▲9.0%Pt) としては、コロナ直後の2020年3月以来となる大幅悪化。公表元は足元の住宅ローン金利やガソリン価格の上昇、雇用市場の減速、中東情勢の緊迫化による先行きの不透明感などを指摘。直ちに改善する見通しは立たない見込み。

ドイツと英国の消費者マインド指数 (%Pt)



* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏

の8月は前月比▲1.2% (7月▲0.2%) と大幅に減少。

7~8月平均 (4~6月平均比) も▲0.6%と減少しており、7~9月期は2四半期ぶりの減少に転じることが予想される。品目別の内訳 (7~8月平均の4~6月平均比) は、非食料品 (自動車燃料を除く) (0.0%) がかるうじて横ばいとなったものの、自動車燃料 (▲2.0%) および食料品類 (▲0.4%) が減少。主要国の増減率 (同上) は、スペイン (0.8%) でプラスも、フランス (▲1.0%)、イタリア (▲0.9%)、ドイツ (▲0.8%) 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が大幅に低下しており⁷、消費を後押し。その他の主要国は消費者マインドの改善足踏みが影響している可能性が高い。

英国の9月は前月比▲0.9% (8月0.4%) と減少し、7~9月期の前期比でも▲0.8%と減少。当局によると、生活コストの上昇が続く中で消費者が不要不急の支出を控えたことに加え、温暖な天候により

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)

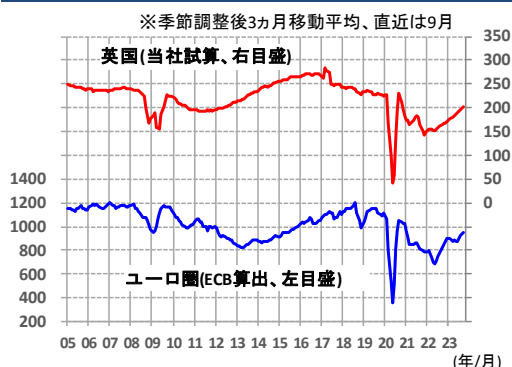


⁷ 9月のインフレ率は3.3%。

秋物衣料品の販売も振るわなかった模様。販売業態別の内訳（7～9月期の前期比）は、7月の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（1.3%）については好調であったものの、家庭用品店（▲0.2%）、衣料品店（▲2.8%）、食料品店（▲1.3%）、百貨店（▲1.9%）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7～9月期は年率950万台と、4～6月期の同877万台から増加。英国（当社試算の季節調整値）の7～9月期は年率201万台と、4～6月期の同190万台から増加。それぞれ2019年通年（ユーロ圏：1127万台、英国：229万台）と比較して低い水準（ユーロ圏：▲15.7%、英国▲12.2%）であるものの、昨年後半から供給制約緩和による持ち直しがみられ、個人消費を下支えしているものとみられる。

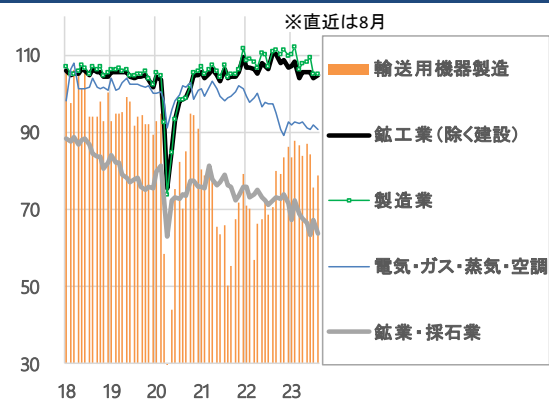
ユーロ圏・英国の乗用車販売台数（年率換算値、万台）



(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）… 8月は前月比0.6%（7月▲1.3%）と増加に転じるも、前月のマイナス分を打ち消すことはできず、4～6月平均比は▲1.0%と減少。7～9月期は4四半期連続のマイナスとなる公算が大きい。部門別の増減率（7～8月平均の4～6月平均比）について、**製造業**は、輸送用機器（▲9.5%）、コンピュータ（▲3.3%）や機械（▲1.7%）などで減少し、全体として▲3.1%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▲0.2%、**電気・ガス・蒸気・空調**は▲0.0%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

* **英国の月次GDP** … 8月は前月比0.2%（7月▲0.6%）と2か月ぶりの増加。一方、7～8月平均の4～6月平均比は▲0.1%と減少し、7～9月期のマイナス成長も視野に入る。部門別の内訳（7～8月平均の4～6月平均比）について、**サービス業**が▲0.2%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（▲1.3%）や教育（▲0.5%）などで減少。一方、**鉱工業生産**は▲0.0%と横ばい。内訳として、製造業は基礎医薬品（2.5%）や供給制約の緩和を受けた輸送用機器（2.1%）が牽引し、0.1%の増加。そのほか、**鉱業・採石業**（0.9%）は増加、**水・廃棄物処理**（▲1.4%）および**電気・ガス・蒸気・空調**（▲0.4%）は減少。**建設業**は天候により単月の振れが大きいのが、均してみると0.5%と増加。

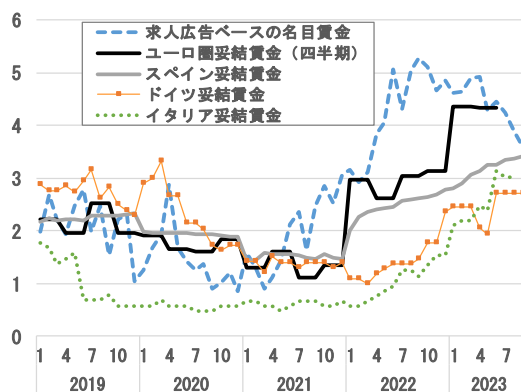
* **ユーロ圏の賃金** … 2023年4~6月期の妥結賃金は、前年同期比4.3%と1~3月期の4.4%から僅かに低下。ただし、依然としてインフレ率2%と整合的な水準を超えたペース⁸で上昇。その他、4~6月期は一人当たり雇用者報酬が5.6%（1~3月期5.5%）、単位あたり労働コストが6.5%（同6.0%）など、様々な指標で引き続き高い伸びを記録。一方、賃上げの動き全体の先行指標として捉えられる**求人広告ベースの名目賃金上昇率は9月に前年比3.6%（8月3.9%）と3か月連続で低下しており、頭打ちの兆し。**

* **英国の賃金**（ボーナス除く）… 労働市場は緩やかに減速する中、**8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%（7月7.9%）と僅かに低下も、高水準横ばい圏内で推移。**民間部門では8.0%（7月8.1%）と頭打ちの兆しも、公的部門では6.8%（同6.6%）と伸びが高まった。物価上昇を加味した**実質ベースでも1.1%（7月0.6%）と加速している。**求人広告ベースの名目賃金上昇率は、9月に前年比6.9%（8月7.3%）と鈍化も、高水準を維持しており、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7月分までしか公表されておらず、7月の4~6月平均比は▲2.0%と減少。**一部地域向け指数の7~8月平均の4~6月平均比は、対中国が▲1.7%と減少したほか、対ASEANも▲1.2%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。**

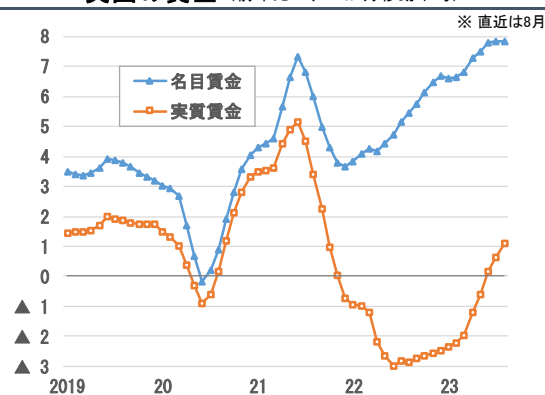
英国の実質輸出⁹の7~8月平均の4~6月平均比は▲0.4%と減少。依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を12.0%下回る低水準にある。

ユーロ圏の賃金（前年比、%）



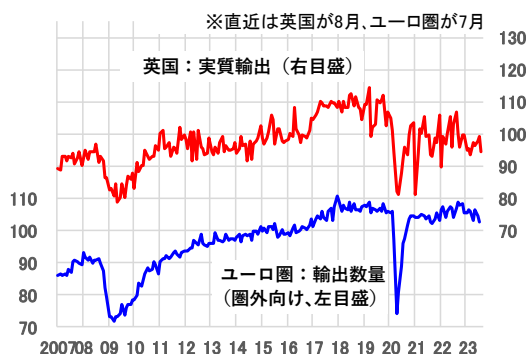
(出所) ECB、各国政府統計、Indeed eage tracker

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。

⁸ 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。

⁹ 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の打ち止めがメインシナリオとみられる。一方、特に英国では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、通年の成長率で2023年、2024年ともに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%台の低成長にとどま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。一方、消費者マインドの改善状況を鑑みると、個人消費主導で景気が上向く時期は後ずれし、年明け以降となる公算が大きい。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。