

欧州経済：金融引き締めの影響が徐々に顕在化

7～9月期の実質GDP成長率は、ユーロ圏、英国ともに物価高や利上げにより個人消費や設備投資などの内需が低迷したとみられる中、小幅のマイナス成長となった（ユーロ圏：前期比年率▲0.2%、英国：同▲0.1%）。今後はインフレ率の低下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も、金融引き締め効果により設備投資や住宅投資の低迷が続く、景気の底入れはユーロ圏で2024年1～3月期、英国で4～6月期となる見通しである。一方、ユーロ圏、英国ともにコア・インフレ率は既にピークアウトしているとみられるが、資源価格や賃金の動向を含めてインフレ見通しの不確実性は高く、11/10にラガルド総裁が「今後数四半期は」政策金利の変更は予想されないと発言したように、各中央銀行は当面政策金利を据え置く公算が大きい。

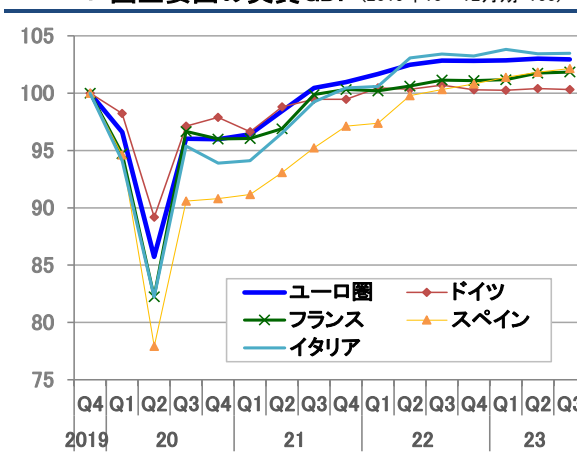
●7～9月期GDP：ユーロ圏、英国ともにマイナス成長に再転落

- ユーロ圏の7～9月期成長率（確報値）は、前期比▲0.1%（年率換算▲0.2%）と、3四半期ぶりのマイナス成長に転落（4～6月期は前期比0.1%）。

主要国では、ドイツ（4～6月期前期比0.1%→7～9月期▲0.1%）が2四半期ぶりにマイナス成長となったほか、イタリア（▲0.4%→0.0%）が横ばい、比較的消費が堅調であったフランス（0.6%→0.1%）やスペイン（0.4%→0.3%）は伸び幅が縮小したものの、プラス成長を確保。需要項目別の状況は未公表（12/7公表予定）であるが、物価高や利上げにより個人消費や住宅投資などの内需が低迷、輸出も海外経済の減速により減少傾向にある模様。

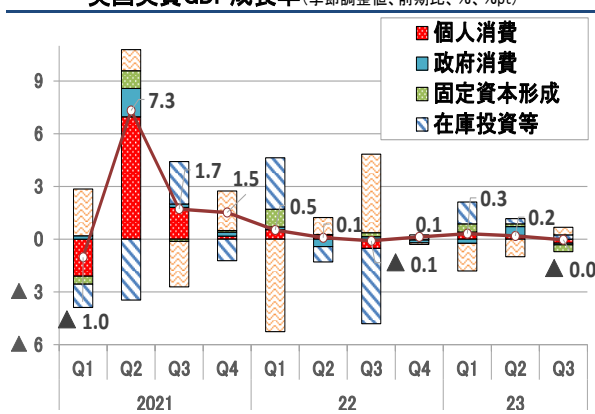
- 英国の7～9月期成長率（速報値）は、前期比▲0.0%（年率換算▲0.1%）と、4四半期ぶりのマイナス成長に転落（4～6月期は前期比0.2%）。需要項目別には、輸出（▲0.9%→0.5%）が3四半期ぶりにプラスに転じたものの、個人消費（0.4%→▲0.4%）や政府消費（2.5%→▲0.5%）、総固定資本形成（0.8%→▲2.0%）などの内需項目が軒並みマイナスに転じ、物価高や利上げの影響が確認された。単月ベースでは、7月に医師や教師のストライキ、悪天候により前月比▲0.6%と落ち込んだ後、ストライキの衣服や好天候から8月に0.1%、9月に0.2%と徐々に持ち直したものの、力強さには欠ける状況が続く。

ユーロ圏主要国の実質GDP（2019年10～12月期=100）



(出所) CEIC Data

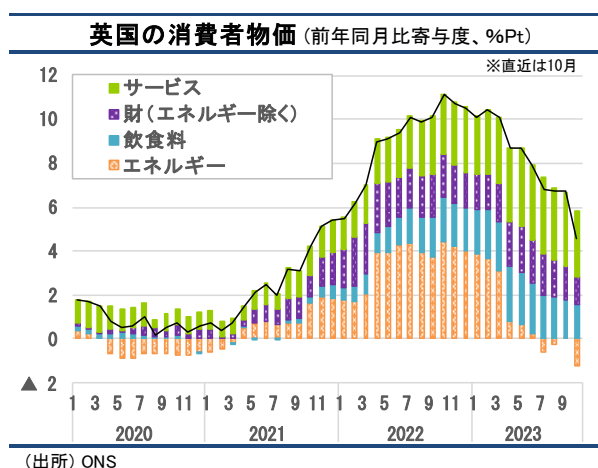
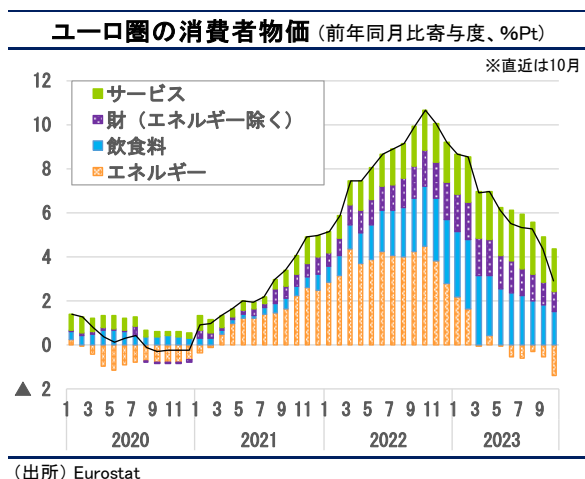
英国実質GDP成長率（季節調整値、前期比、%、%pt）



(出所) ONS

●物価：インフレ率は低下基調も、サービスの低下ペースは緩慢

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏、英国ともにエネルギーのマイナス幅拡大を主因に大幅の低下（ユーロ圏：9月前年同月比4.3%→10月2.9%、英国：6.7%→4.6%）。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も、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：4.5%→4.2%、英国：6.1%→5.7%）。ただし、サービス価格の低下ペースは緩慢であることに留意。
- 10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、英国ともに天然ガス価格の落ち着きを受けた光熱費（ユーロ圏：▲10.4%→▲18.3%、英国：6.9%→▲3.5%¹）のマイナス幅拡大が寄与し、下落（ユーロ圏：▲4.6%→▲11.2%、英国：▲0.2%→▲15.7%）。
- 食料品類の伸びは、ユーロ圏、英国ともに鈍化（ユーロ圏：8.8%→7.4%、英国：11.8%→10.3%）。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：10.2%→8.8%、英国：13.3%→11.4%）、非加工食品（ユーロ圏：6.6%→4.5%、英国：10.6%→8.5%）ともに騰勢は弱まる。ただし、主要品目の中では依然として高水準の伸びが継続。
- コア財の伸びは、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：4.1%→3.5%、英国：4.7%→4.3%）。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：3.0%→2.6%、英国：6.9%→6.2%）、家具・家庭用品³（ユーロ圏：4.8%→3.9%、英国：3.7%→3.1%）、中古車（ユーロ圏：6.7%→6.3%、英国：▲1.2%→▲3.6%）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、英国ともに低下（ユーロ圏：4.7%→4.6%、英国：6.9%→6.6%）。飲食・宿泊（ユーロ圏：6.8%→6.7%、英国：8.6%→7.5%）で低下したほか、英国では航空（14.9%→7.9%）、ユーロ圏では保険（5.3%→4.7%）などが低下。一方、娯楽・文化（ユーロ圏：4.4%→4.5%、英国：4.0%→4.2%）や教育（ユーロ圏：3.2%→3.9%、英国：4.1%→4.5%）などが上昇。コア財と比較して低下ペースは緩慢であり、賃金上昇圧力（詳細後述）を踏まえると、沈静化の判断は時期尚早と考えられる。



<ECBは11会合ぶりの金利据え置きを決定>

- ECB（欧州中銀）は10/27の定例理事会で、政策金利の据え置きを全会一致で決定。判断の背景として、

¹ 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ポンドから1,923ポンドへ同上限の引下げが実施。

² 酒類およびたばこ除く。

³ メンテナンス含む。

「インフレ率は依然として高水準に長期間留まることが予想」と警戒感を残しつつも、9月のインフレ率の大幅低下や（ECBが算出する）多くの基調的なインフレ率が低下基調にあることを評価した。

- 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。ただし、今回の理事会でも「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」との前回評価を踏襲したように、足元の経済情勢を鑑みると当面政策金利を維持する公算が高い。一方、中東情勢の緊迫化を受けた資源価格の上昇リスクや後述の賃金動向を含め、インフレ見通しの不確実性は高く、11/10にラガルド総裁が「今後数四半期は」政策金利の変更は予想されないと発言したように、「利下げの議論には時期尚早」な状況が続くとみられる。

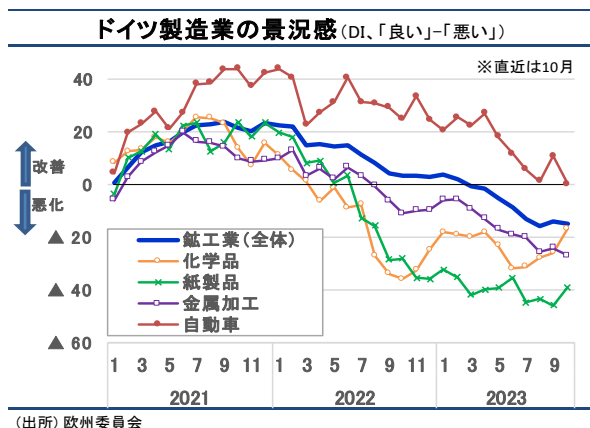
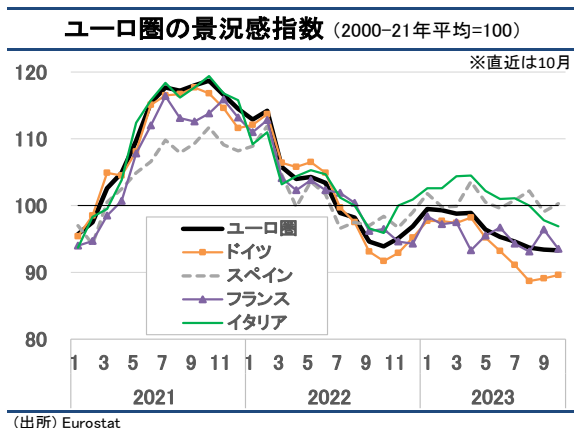
<BOEも2会合連続の金利据え置きを決定>

- BOE（英国中銀）は11/1の金融政策委員会で、政策金利の据え置きを6対3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影響を及ぼしている兆しが引き続きみられる」とした。一方で、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・ガイダンスが維持され、利上げ再開の余地がある点について引き続き強調されたほか、「直近の見通しは、金融政策を長期間にわたって引き締める的必要性を示している」として、高金利を長期間維持する必要性を強調（利下げは時期尚早と牽制）した。
- 今後はユーロ圏同様、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、利上げ局面は終了している公算が大きい。ただし、引き続きインフレ見通しの不確実性が高い状況にあり、高インフレ継続への警戒感が残る。

●その他の経済指標：10月以降も景気は低迷

- 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、企業の景況感は悪化しており、生産は減少傾向が続く。
- 英国でも、国内外の需要低迷は顕著であると同時に賃上げ圧力も根強く、高インフレ継続が警戒される。

* ユーロ圏の景況感（指数、DI（「良い」-「悪い」））… 10月の景況感指数は93.3と、9月の93.4から僅かに低下。7~9月平均（93.9）比でも0.6Pt低下。業種別の景況感DI（「良い」-「悪い」）では、鉱工業が昨年未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、10月は▲9.3（9月▲8.9）と、8か月ぶりの改善となった前月から再び悪化。一方、サービス業は、10月は4.5（9月4.1）と前月から0.4Pt上昇し、6か月ぶりの改善。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るスペイン（10月100.3）が好不調の境目の目安となる長期平均である100を上回った。一方、ドイツ（同89.6）はサービス業の改善により2か月連続の上昇、フランス（同95.9）は鉱工業の悪化により再びの低下、イタリア（同97.9）はサービス業の悪化により3か月連続の低下となるなど、まちまちの動き（左下図）。ドイツでは、企業向け電気料金が依然高水準にあり、製造業の景況感は化学品や紙製品等のガス多消費産業を中心に悪化（右下図）。

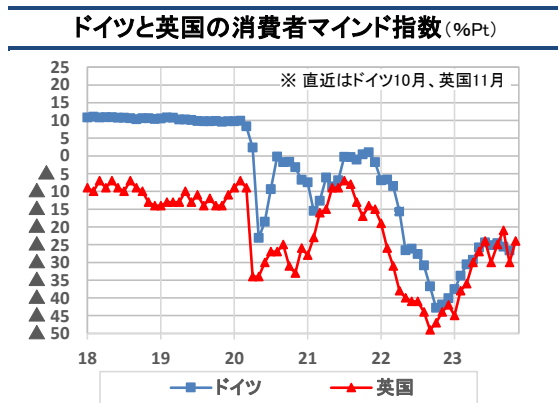


*ドイツ・英国の消費者マインド指数 (GfK 社調べ) …

ドイツの10月は▲26.7%Pt (9月▲25.6%Pt)と2か月連続の悪化。直近では6月の▲24.4%Ptをピークに改善が足踏み状態。公表元は、特に食料品価格の上昇が家計の購買力を下押ししており、貯蓄性向は先月より更に高まって2011年4月以来の高水準となっていることを指摘。家計の節約志向が強まる中、年内の回復期待は潰えたことを示唆。

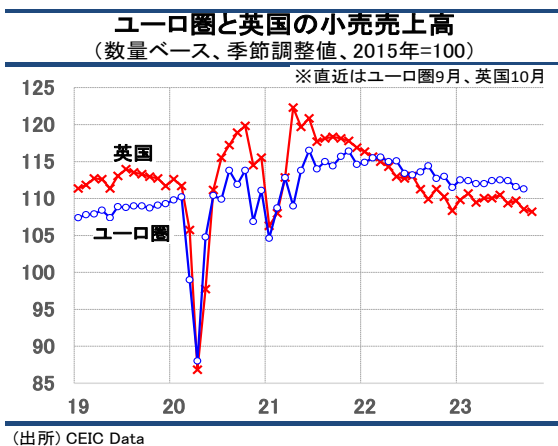
英国の11月は▲24.0%Pt (10月▲30.0%Pt)と2か月ぶりの改善も、均してみれば6月の水準付近で停滞。

最近のマインドの浮き沈みについて、公表元はインフレ鈍化や名目賃金上昇といった好材料と生活コストの上昇といった悪材料が混在し、人々が一喜一憂していると分析。



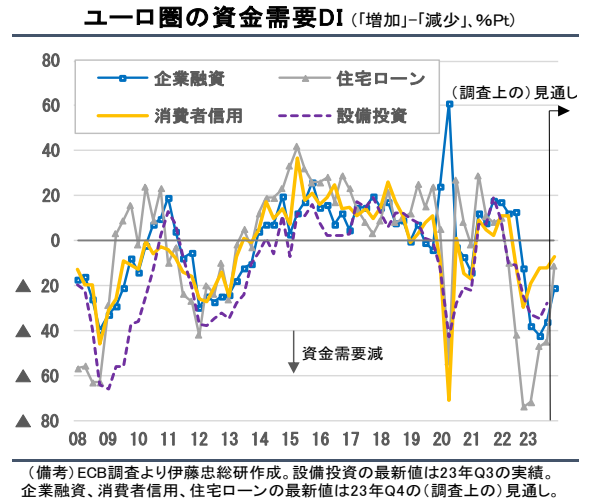
*小売売上高 (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏

の9月は前月比▲0.3% (8月▲0.7%)と減少。7~9月期の前期比も▲0.5%と2四半期ぶりの減少に転じた。品目別の内訳 (7~9月期の前期比) は、かろうじて食料品類(0.4%)が増加したものの、自動車燃料(▲2.3%) および非食料品 (自動車燃料を除く) (▲0.5%) が減少。主要国の増減率 (同上) は、スペイン (0.9%) とフランス (0.4%) でプラスも、イタリア (▲1.2%)、ドイツ (▲1.2%) 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、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。

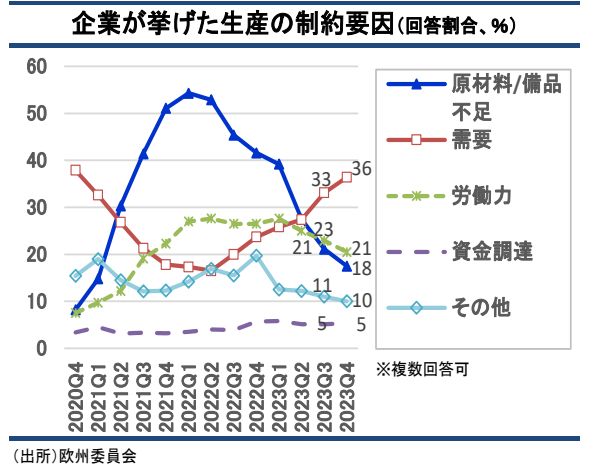


英国の10月は前月比▲0.3% (9月▲1.1%)と前月に続いて減少し、7~9月平均比でも▲0.9%と減少。コロナ禍のロックダウン時にあたる2021年2月以来の低水準。当局によると、高インフレにより生活コストが上昇する中、消費者は優先付けを行いつつ、より安価な製品を選択している模様。また、雨天による客足の滞りなども影響した。販売業態別の内訳 (10月の7~9月平均比) は、食料品店(0.1%)についてはかろうじてプラスを確保したものの、家庭用品店(▲2.6%)、衣料品店(▲1.7%)、百貨店(▲1.6%)、無店舗販売(▲1.0%)など幅広い業態で減少。

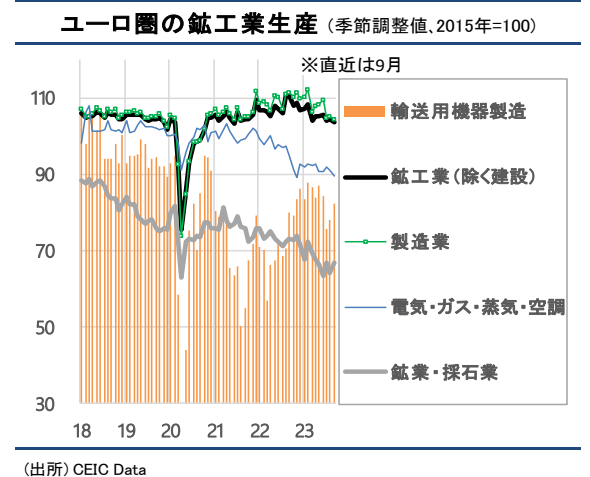
* **ユーロ圏の資金需要** (DI、「増加」-「減少」、ECB 調べ) … 企業の7~9月期は▲36%Ptと、4~6月期(▲42%Pt)から「減少」超過幅は縮小。用途別には、金利水準を理由とする資金需要(1~3月期▲42%Pt→4~6月期▲37%Pt)や設備投資を目的とした需要(▲35%Pt→▲28%Pt)等で総じて「減少」超過幅が縮小。家計の7~9月期も引き続き「減少」超過であるものの、消費者マインドの改善などを受けて超過幅が緩和(住宅ローン:4~6月期▲47%Pt→7~9月期▲45%Pt、消費者信用:▲12%Pt→▲12%Pt)。ただし、企業の持ち直し具合と比較して落込みはなお顕著。先行きの10~12月期について、貸出主体の銀行は企業▲21%Pt、住宅ローン▲11%Pt、消費者信用▲7%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) … 10月調査では、「需要(の減退)」を挙げた企業の割合は36%(7月33%)と上昇し、前期に続き筆頭の生産制約要因に。また、「労働力(の不足)」を挙げた企業の割合は21%(同23%)と低下基調であり、需要の減退が労働需要の頭打ちしている姿が窺える。一方、「原材料・備品の不足」を挙げた企業は18%と、7月の21%から引き続き低下。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。「資金調達」を挙げた企業は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) … 9月は前月比▲1.1%(8月0.6%)と減少に転じ、7~9月期の前期比も▲1.2%と4四半期連続の減少。部門別の増減率(7~9月期の前期比)について、製造業は、輸送用機器(▲7.6%)、コンピュータ(▲2.8%)や機械(▲1.3%)などで減少し、全体で▲3.4%と大幅減少。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0.3%、電気・ガス・蒸気・空調は▲0.5%。



* **ユーロ圏の賃金** … 2023年7~9月期の妥結賃金は、前年同期比4.7%と4~6月期の4.4%から加速。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⁴で上昇。その他の指標は4~6月期になるが、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、引き続き高い伸びを記録。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も、10月に前年比3.8%（9月3.6%）と4か月ぶりの上昇となり、予断を許さない状況が続く。**

* **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、9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7.7%（8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7.8%（8月8.1%）と頭打ちの兆しも、公的部門では7.3%（同6.8%）と伸びが高まった。物価上昇を加味した**実質ベースでも1.3%（8月1.2%）と上昇。**求人広告ベースの名目賃金上昇率は、10月に前年比6.8%（9月6.9%）と小幅低下も、**高水準を維持**しており、高インフレの長期化要因となることが懸念。

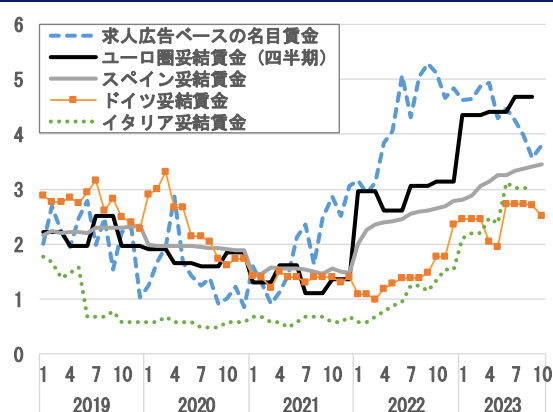
* **輸出**（財のみ）… **ユーロ圏**の圏外向け輸出数量の全体値は8月分までしか公表されておらず、7~8月平均の4~6月平均比は▲1.0%と減少。一部地域向け指数の7~9月期の前期比は、米国向けが2.7%と増加も、対中国が▲2.4%と減少したほか、対ASEANも前期の反動から▲4.5%と大幅減少。今後も**海外経済の減速が重しとなり、域外向け輸出は低調が続く見通し。**

英国の実質輸出⁵の7~9月期の前期比は▲0.5%と減少。依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を13.2%下回る低水準にある。

●景気見通し：金融引締め効果が目先一層強まることから、来年にかけて低成長が続く

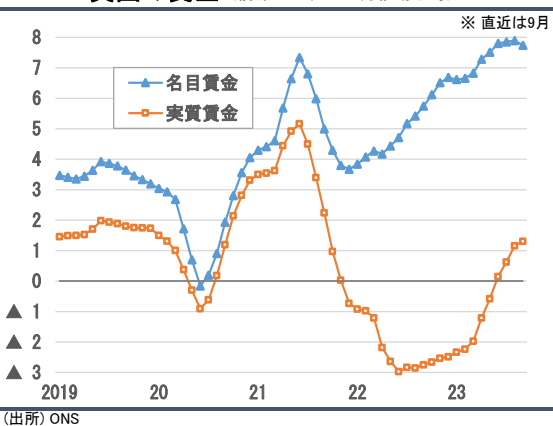
- ユーロ圏、英国ともに、物価高や利上げの影響により景気が低迷するも、インフレ率が低下基調に転じたことを受け、さらなる利上げは実施されないことがメインシナリオとみられる。一方、賃金上昇圧力の弱まりやサービス価格の持続的な低下が確認されるまでは時間を要し、資源価格の動向を含めインフレ見通しの不確実性も高いことから、当面は現状の金融引き締め水準が維持される見込みである。
- 今後の欧州経済は、①金融引き締めによる設備投資や住宅投資の低迷が続き、②米中の成長ペース鈍化により輸出も力強さを欠くことから、通年の成長率で2023年、2024年ともに1%台前半とみられる潜在成長率（成長の巡航速度）を下回る0%台の成長率にとどまるとの見通しを維持する。ユーロ圏では、インフ

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

⁴ 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。

⁵ 貴金属を除く数値。

レ率の低下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、消費者マインドの改善の遅れにより個人消費の増勢は依然弱く、個人消費主導で景気が底入れする時期は2024年1~3月期となる公算が大きい。英国では同年1~3月期まで続くと思込まれる4%台のインフレ率が景気回復を阻害し、また、需要抑制のためにユーロ圏対比でより大幅な金融引き締めが実施されたことから、底入れは4~6月期と予想する。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。