

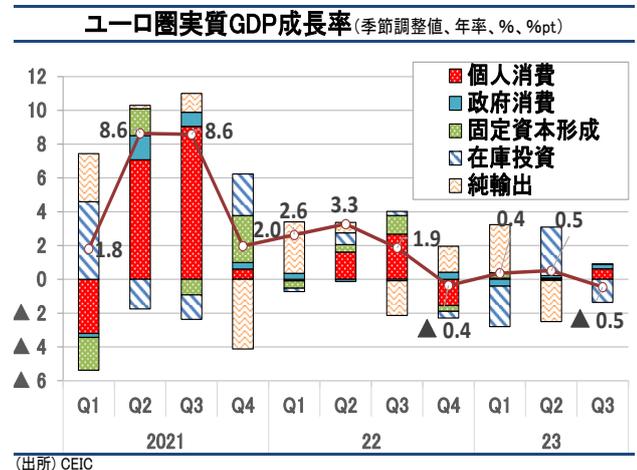
欧州経済：24年は後半に緩慢な回復が期待も通年で低成長に留まる（改定見通し）

ユーロ圏、英国ともに金融引き締めにより内需は低迷、輸出も外需の減速を受け減少し、景気は停滞している。インフレはピークアウトも、ECBとBOEはサービス価格や賃金の伸びが高いことへの警戒を緩めず、12月に政策金利の据え置きを継続したうえで、金融市場で広がる利下げ観測を牽制した。2024年の欧州経済は、①インフ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が個人消費の低迷に歯止めをかける一方、②金融引き締めによる住宅投資や設備投資の低迷が続く、③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1%台前半とみられる潜在成長率を下回る低成長にとどまる見込みである（ユーロ圏+0.5%、英国+0.3%）。

●ユーロ圏 7~9 月期 GDP 確報値：消費はサービス主導で持ち直しも、住宅投資や輸出の低迷が続く

- 12/7 に公表されたユーロ圏の 7~9 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（前期比▲0.1%、年率換算▲0.2%）から年率が僅かに下方改定。3 四半期ぶりのマイナス成長は変わらず。

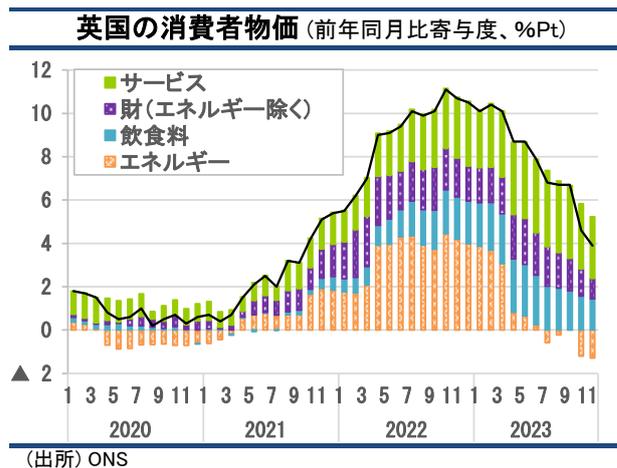
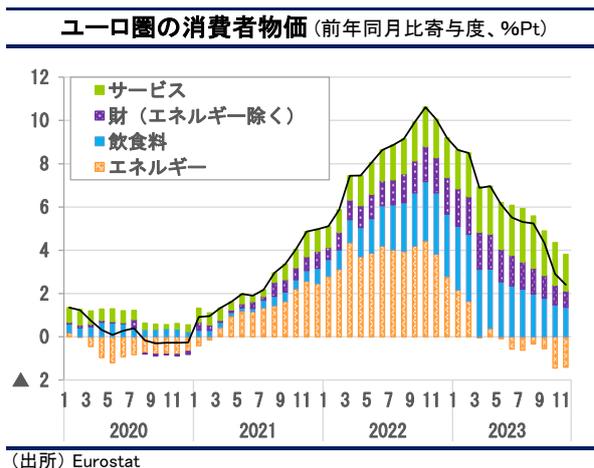
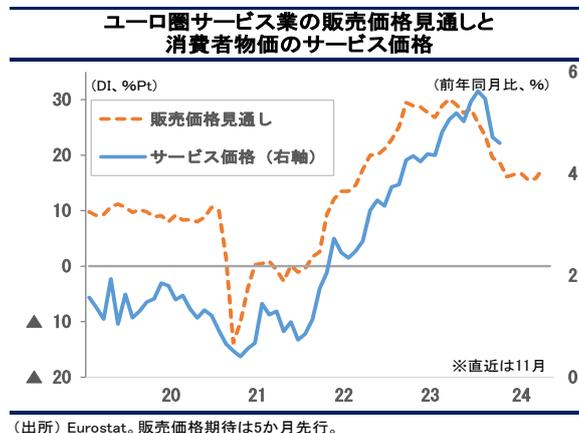
- 需要項目別の内訳は、個人消費（1~3 月期前期比 0.0%→0.3%）が持ち直し。月次統計の小売売上高は 7~9 月期に減少したものの、サービス需要が全体を押し上げた模様。固定資本形成（▲0.1%→0.0%）は横ばいとなったが、内訳としては金融引き締めの影響を受けたとみられる 住宅投資（▲1.5%→▲0.6%）を中心とした建設投資（▲0.8%→▲0.3%）の減少が続いた中、輸送用機械（2.8%→0.8%）を中心とした機械投資（0.3%→0.4%）および知財投資（1.4%→0.4%）が底堅く推移した。輸出（▲1.1%→▲1.1%）も海外経済の減速により財（▲1.6%→▲1.4%）の不振を主因に減少が続いた中、サービス（0.2%→▲0.6%）も 3 四半期ぶりに減少に転じた。



●物価：インフレ率は低下基調にあるも、中央銀行は賃金動向を懸念し利下げを牽制

- インフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：10 月前年同月比 2.9%→11 月 2.4%、英国：4.6%→3.9%）。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：4.2%→3.6%、英国：5.7%→5.1%）。ただし、今後のサービス価格の低下ペースは緩慢なものとなる見通し。
- 11 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、英国ともに原油価格の下落を受けたガソリン価格（ユーロ圏：▲0.7%→▲2.9%、英国：▲7.6%→▲10.6%）のマイナス幅拡大が寄与し、下落（ユーロ圏：▲11.2%→▲11.5%、英国：▲15.7%→▲16.9%）。
- 食料品類は、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、ユーロ圏、英国ともに鈍化（ユーロ圏：7.4%→6.9%、英国：10.3%→9.4%）。

- コア財の伸びは、ユーロ圏、英国ともに低下（ユーロ圏：3.5%→2.9%、英国：4.3%→3.3%）。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：2.6%→2.2%、英国：6.2%→5.7%）、家具・家庭用品¹（ユーロ圏：3.9%→3.2%、英国：3.1%→2.3%）、中古車（ユーロ圏：6.3%→5.3%、英国：▲3.6%→▲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、英国ともに低下（ユーロ圏：4.6%→4.0%、英国：6.6%→6.3%）。航空運賃（ユーロ圏：4.1%→▲6.9%、英国：7.9%→3.3%）や保険（ユーロ圏：4.7%→4.3%、英国：21.3%→19.9%）の低下が寄与。一方、教育（ユーロ圏：3.9%→3.9%、英国：4.5%→4.5%）や娯楽・文化（ユーロ圏：4.5%→4.5%、英国：4.2%→3.2%）、飲食・宿泊（ユーロ圏：6.7%→6.0%、英国：7.5%→7.5%）など、ユーロ圏または英国で前月と同幅の伸びを記録している項目も目立つ。ユーロ圏のサービス価格については、先行指標となるサービス業の販売価格見通し²の下げ渋りの兆候もみられることから、今後の低下ペースは緩慢なものとなることが予想。



< ECB は 2 会合連続の金利据え置きを決定 >

- ECB（欧州中銀）は 12/14 の定例理事会で、政策金利の据え置き（預金ファシリティ金利で 4.0%）およびパンデミック緊急資産購入プログラム（PEPP）の償還再投資の段階的削減を決定。PEPP の償還再投資については、従来「少なくとも 24 年末まで実施」とされていたが、24 年下半期は再投資を継続しながら投資額をおよそ半分に削減³し、24 年末に完全停止するとのスケジュールを発表した。
- 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「現在の政策金利は、こ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」との評価を踏襲しており、低下基調にあるインフレ率や停滞する景気情勢を鑑みても 当面政策金利を維持する公算が大きい。記者会見の質疑応答では、前日の米国 FOMC で

¹ メンテナンス含む。
² 5 か月先行で、相関係数は 0.7。
³ 保有残高を月平均で 75 億ユーロずつ削減。

利下げ時期に関する議論があったとされたことを背景に、利下げに関する質問も散見されたが、ラガルド総裁は「利下げの議論は全く行っていない」と牽制した。今回の理事会では単位労働コストの強い伸びに言及がなされる形で賃金動向への懸念が示された。地政学的緊張の高まりや天候要因など従来のインフレリスクも引き続き懸念される中、ECBは特に24年前半に得られる賃金上昇率や企業の利益率を見極めたい方針であり、「利下げの議論には時期尚早」とする情報発信が当面続く見通し。

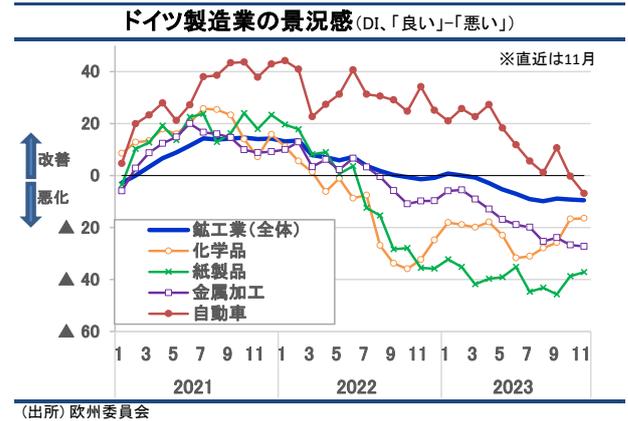
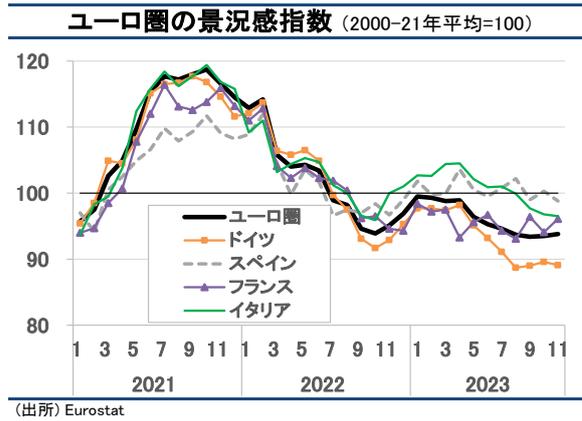
<BOEは3会合連続の金利据え置きを決定>

- BOE（英国中銀）は12/14の金融政策委員会で、5.25%での政策金利の据え置きを6対3で決定（3人の委員は0.25%Ptの引上げを主張）。
- 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」「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必要性を示している」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や高金利を長期間維持する必要性について引き続き強調（利下げは時期尚早と牽制）された。インフレ圧力の持続性を確認するため、BOEが注視している指標の一つであるサービス価格については10月に低下したものの、宿泊費や航空運賃など比較的振れのある項目の低下が主因となっており、金利据え置きを支持した委員は「サービス価格や賃金上昇率が確実に低下基調にあると結論付けるのは時期尚早」と主張した模様である。後述のように、サービス価格に影響を与える賃金上昇率については頭打ちしているとみられるものの未だ高水準にあり、2024年4月から9.8%の最低賃金引上げが予定されていることも、賃金上昇率が下げ渋るリスクとして指摘された。
- 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。一方、後述のように賃上げ圧力は未だ根強い。最終的にはBOEが懸念する最低賃金引上げのサービス価格への影響を見極めた後、利下げの議論を行うものと考えられる。

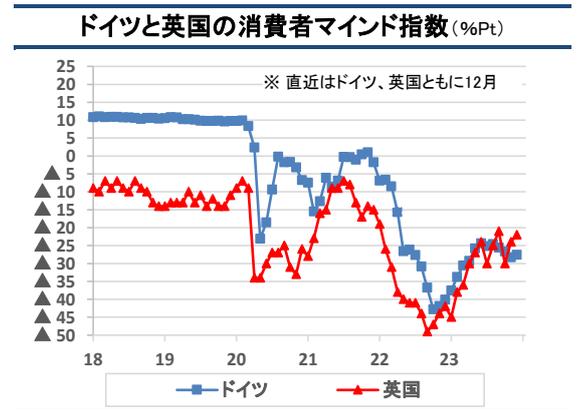
●その他の経済指標：10～12月期も景気低迷の公算大

- ユーロ圏では、消費者マインド改善の兆しもみられるが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、企業の景況感も低迷、生産は減少傾向が続く。
- 英国でも国内外の需要は低迷。賃上げ圧力は、景気停滞を背景に鈍化しつつあるが、未だ根強い状況。

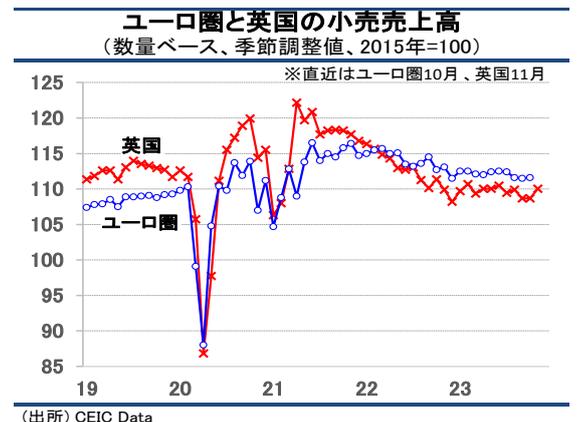
* ユーロ圏の景況感（指数、DI（「良い」-「悪い」））… 11月の景況感指数は93.8と、10月の93.5から僅かに上昇も、10～11月平均は93.7と7～9月平均比で0.2Pt低下し、低迷が続く。主要4か国では、企業向け電気料金が依然高水準であることを背景に、ドイツはガス多消費産業（化学品や紙製品等）などの製造業を中心に景況感が低迷（11月89.1）し、フランス（同96.1）、イタリア（同96.5）、スペイン（同98.8）でも好不調の境目の目安となる長期平均である100を下回る。業種別の景況感DI（「良い」-「悪い」）では、鉱工業が昨年末から景気の良し悪しの分かれ目となる0を下回る状態が続く中で、11月は▲9.5（10月▲9.2）と僅かに悪化の一方、サービス業は4.9（10月4.6）と僅かに改善。



*ドイツ・英国の消費者マインド指数 (GfK 社調べ) …
 ドイツの12月は▲27.6%Pt (11月▲28.3%Pt)と4か月ぶりの改善、公表元が発表した1月の予測値は▲25.1%と更に持ち直す見込み。ただし、6月(▲24.4%Pt)の水準には戻っておらず、持続的な回復につながるか注視する必要がある。公表元は、食料品価格の高騰やウクライナ・中東地域の紛争などによる経済の不確実性の高まりを、消費者マインドの改善の遅れの背景として指摘。英国の12月は▲22.0%Pt (11月▲24.0%Pt)と低水準ながらも2か月連続の改善。公表元は、所得の先行きを問う項目(12月▲2.0%Pt)がプラス圏に向けて徐々に改善していることは明るい兆しとコメント。



*小売売上高 (数量ベース、自動車を除く) … ユーロ圏の10月は前月比0.1%(9月▲0.1%)と4か月ぶりの増加も、7~9月平均比は▲0.2%と減少しており、基調は弱い。10月の品目別の内訳(7~9月平均比)は、自動車燃料(▲1.2%)、食料品類(▲0.6%)、非食料品(自動車燃料を除く)(▲0.1%)が総じて減少。主要国の増減率(同上)は、ドイツ(0.7%)がプラスに転じるも、スペイン(▲0.1%)やフランス(▲1.2%)がマイナスに転じ、イタリア(▲0.4%)もマイナス。

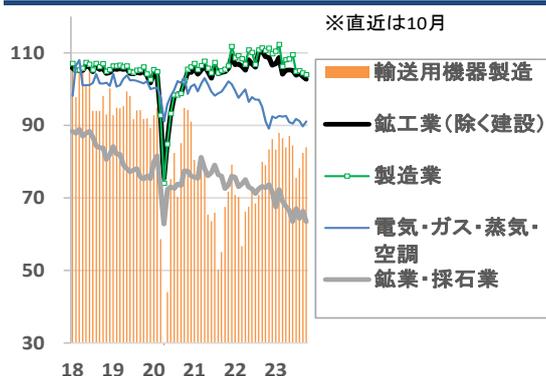


英国の11月は前月比1.3%(10月0.0%)と増加も、10~11月平均の7~9月平均比は0.0%と横ばい。当局によると、11月はブラックフライデーセールなどが奏功した模様。10~11月平均の販売業態別の内訳(7~9月平均比)は、食料品店(1.0%)や衣料品店(0.2%)でプラスを確保したものの、家庭用品店(▲2.4%)、無店舗販売(▲1.4%)、百貨店(▲0.2%)などの減少が相殺。

* ユーロ圏の鉱工業生産 (数量ベース、建設を除く) …

10月は前月比▲0.7% (9月▲1.0%)と2か月連続の減少、7~9月平均比も▲1.1%となり、10~12月期の滑り出しは弱い。10月の部門別の増減率 (7~9月平均比) について、製造業は、輸送用機器 (6.7%) や 医薬品 (1.1%) が増加したものの、コンピュータ (▲2.2%) や 機械 (▲2.6%) など減少し、全体は▲0.8%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、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ため、先行きも低調が続く見込み。鉱業・採石業は▲3.7%、電気・ガス・蒸気・空調は0.2%。

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 … 10月は前月比▲0.3% (9月0.2%)と3か月ぶりの減少。7~9月平均比も▲0.1%と減少しており、10~12月期の滑り出しは弱い。10月の部門別の内訳 (7~9月平均比) について、サービス業は0.0%と横ばい。情報通信 (▲1.2%) を中心とした落込みを医療・社会保障 (1.3%) が相殺。後者については、医師によるストライキ日数が9月から減少したことや、コロナワクチンの接種キャンペーンが寄与。一方、鉱工業は▲0.9%と大幅に減少。内訳として、製造業は供給制約の緩和を受けた輸送用機器 (0.2%) の増加が続くものの、コンピュータ・電子・光学製品製造 (▲1.8%) をはじめ幅広い業種で減少。高インフレと高金利による借入コストの上昇が重荷となっていることを示唆。そのほか、水・廃棄物処理 (2.2%) は増加の一方、鉱業・採石業 (▲0.2%) および 電気・ガス・蒸気・空調 (▲2.2%) は減少。建設業も高金利や悪天候を受け、民間新築住宅を中心に▲0.5%と減少。

* ユーロ圏の賃金 … 2023年7~9月期の一人当たり

名目雇用者報酬は、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で上昇も、前年同期比5.2%と4~6月期の5.5%から減速。物価上昇を加味した実質ベースではプラスに転化。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、11月に前年比3.7% (10月3.8%)と低下。ただし、その他の指標は妥結賃金が4.7% (4~6月期4.4%)、単位あたり労働コストが6.6% (同6.3%) など、引き続き高い伸びを記録していることに留意。

ユーロ圏の雇用者報酬 (前年比、%)

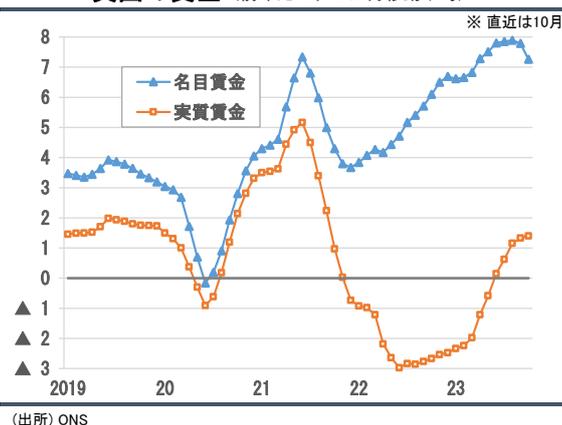


(出所) Eurostat

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。

* **英国の賃金**（ボーナス除く）… 労働市場が緩やかに減速する中、10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7.3%（9月7.8%）と2023年4月の水準まで低下。部門別では、民間部門（9月7.9%→10月7.3%）、公的部門（7.4%→6.9%）ともに伸びが低下。求人広告ベースの名目賃金上昇率も、11月に前年比6.5%（10月6.7%）と4月の7.5%をピークに低下。物価上昇を加味した**実質ベースは1.4%**（9月1.3%）と**上昇継続も、名目ベースの伸び低下により伸び率は緩やかに**。

英国の賃金（前年比%、3か月移動平均）



* **輸出**（財のみ）… ユーロ圏の圏外向け輸出数量の全体値は9月分までしか公表されておらず、7～9月期の前期比は▲1.0%と減少。一部地域向け指数の10月（7～9月平均比）は、米国向けが0.6%と小幅増加も、対中国が▲4.8%と大幅に減少したほか、対ASEANも▲1.2%と減少。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10月の7～9月平均比は▲3.8%と減少。依然としてコロナ禍およびBrexit以前の2019年平均を13.5%下回る低水準にある。

●経済見通しの改定：目先は停滞、24年は後半に緩慢な回復が期待も通年で低成長に留まる

- **2023年のインフレ率（総合指数）**は、2022年の高インフレの主因となったエネルギー価格が落ち着いたことで低下したものの、労働需給の逼迫などを背景とした賃上げや、企業の強気の価格設定行動などが上昇圧力となり、川上分野から川下分野へのラグを伴った価格転嫁が進んだ結果、低下ペースは緩やかなものとなった（ユーロ圏2022年8.4%（実績）→2023年5.5%（弊社見込み）、英国9.1%→7.3%）。
- **2023年の欧州経済（ユーロ圏、英国）**は、上記の物価高や既往の利上げの影響、中国経済の減速など輸出環境の悪化により、明確な成長ドライバーが不在となる中、7～9月期まで前期比年率で0%付近と停滞。10月以降も、経済指標は引き続き景気低迷を示唆しており、10～12月期の成長率も横ばい圏内と予想。
- **今後の金融政策・物価動向**について、足元では物価上昇はピークアウトしたが、賃金上昇圧力の弱まりやサービス価格⁶の持続的な低下が確認されるまでは時間を要するとみられる。資源価格の動向を含め物価見通しの不確実性も高い中、ECBやBOEはこれまでの利上げ効果を一旦見極める姿勢をとり、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。ECBが利下げに転じる時期は、コア・インフレ率が2%台前半に低下し、主要労働組合の賃上げ交渉の結果も出揃い始める2024年6月頃、BOEについては、明確な労働需給の緩和⁷や賃上げ鈍化の確認が期待される同年8月頃と予想する。
- **今後の欧州経済（ユーロ圏、英国）**は、①インフ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が個人消費の低迷に歯止めをかける一方、②金融引き締めによる住宅投資や設備投資の低迷が続き、③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年通年では1%台前半とみられる潜在成長**

⁵ 貴金属を除く数値。

⁶ 弊社コア・インフレ率予想：ユーロ圏2024年2.7%→2025年2.2%、英国3.8%→2.2%。

⁷ インフレを加速させない水準（4.5%程度）を上回る失業率の上昇を想定。

率（成長の巡航速度）を下回る 0%台の成長率にとどまる見込み。2025 年は物価上昇の鈍化を背景に実質可処分所得の増加や金融引締め修正が一段と進むことから、巡航速度並みの成長への回帰を予想する。

ユーロ圏では、グリーン・デジタル分野の投資を促す EU 復興基金の支給による投資の下支えが期待される中、2024 年 1～3 月期に景気が底入れしたのち、年央以降は利下げ開始や外需復調もあいまって回復ペースが加速するとみる。**英国**では同年 1～3 月期まで続くと見込まれる 4%台のインフレ率が景気回復を阻害するとみられ、底入れは 4～6 月期と予想する。年央以降の回復経路はユーロ圏と同様であるが、短期の固定金利ローンが主流であるため利払い負担増による影響も大きく、回復は力強さにかける見通し。

- **通年の成長率**は、**ユーロ圏が 2022 年 3.4%（実績）の後、2023 年 0.5%（見込み）、2024 年 0.5%、2025 年 1.3%、英国が 2022 年 7.5%（実績）の後、2023 年 0.5%（見込み）、2024 年 0.3%、2025 年 1.2%**と予想。8 月時点の見通し⁸から、ユーロ圏では 2023 年後半の停滞感の強まりから 2023 年および 2024 年を下方修正、英国では実績の底堅さを反映し 2023 年を上方修正した。

ユーロ圏の成長率予想						英国の成長率予想					
	2021	2022	2023	2024	2025		2021	2022	2023	2024	2025
%,%Pt	実績	実績	予想	予想	予想	%,%Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	5.3	3.4	0.5	0.5	1.3	実質GDP	8.7	4.3	0.5	0.3	1.2
個人消費	3.6	4.2	0.5	0.8	1.3	個人消費	7.4	5.2	0.3	0.1	1.3
固定資産投資	3.9	2.8	0.8	0.6	0.9	固定資産投資	7.4	7.9	2.6	▲1.1	1.2
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(0.3)	(▲0.2)	(0.9)	(0.0)	在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.9)	(▲1.1)	(▲0.1)	(0.0)
政府消費	3.9	1.6	0.2	0.8	0.7	政府消費	14.9	2.5	▲0.2	1.3	1.0
純輸出(寄与度)	(1.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(▲1.7)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.4)
輸出	10.5	7.4	▲0.7	1.0	3.1	輸出	4.9	8.6	▲0.4	1.2	1.5
輸入	8.2	8.0	▲1.2	1.5	2.8	輸入	6.1	14.1	▲1.4	1.2	1.6

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

(出所)ONS、伊藤忠総研

- **来年の注目点**としては、欧州の右傾化と議会選を挙げたい。2023 年の欧州各国は、高インフレやエネルギーコスト高で家計の実質所得や企業収益が圧迫された。こうした状況を背景に、更なる負担を強いる脱炭素政策の推進や移民受入れに対して反発の声が高まり、オランダやドイツなどで右派ポピュリズム政党の台頭を招くこととなった。2024 年 6 月に予定される欧州議会選では、中道政党系グループが過半数を維持し、現体制の政策方向性が続く公算が大きい。ただ、極右勢力が伸長して過半数に迫るリスクもあり、その場合、EU で進める政策が停滞することが見込まれる。2027 年⁹以降の脱炭素政策については、①EU 内の合意形成の遅れや②支援規模の減少（投資減による景気下押し）が懸念される。また、各国で行き過ぎた反移民政策が進むことで、③移民の増加に歯止めがかかり、労働力不足の解消が遅れることも不安視される。

なお、2023 年 12 月に EU 首脳はウクライナの EU 加盟交渉開始で合意し、支援継続の期待が高まっている。ただ、実際の加盟までには、ウクライナは数年単位で国内改革を進めて EU 法体系を自国に取り入れ、加盟国から承認を得る必要がある。最終的には右傾化した加盟国の反対により加盟が阻まれる可能性も否定できず、ウクライナ支援に影響を及ぼしかねないことには注意が必要である。

⁸ 8 月時点の見通しは、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%。

⁹ 2026 年までの措置については、復興・強靱化ファシリティ（RRF）にて決定済。