

2024 年 9 月 20 日 全 10 頁

# 欧州経済見通し 利下げ加速はあるか？

ECB・BOE とともに、景気減速よりもインフレの上振れリスクを警戒

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

- ECB は 9 月の理事会で、6 月以来 2 会合ぶりに今利下げサイクル 2 度目の利下げを実施した。一方、次回以降の利下げについては、データ次第で毎会合ごとに決定していくとされ、先行きの利下げパスについては事前にコミットしないというスタンスを維持している。
- ユーロ圏経済の下振れリスクが高まっていることに加えて、米国 FRB がインフレ抑制から景気の下支えへと政策の重心を変化させたことで、このところ金融市場では ECB が利下げペースを加速するのではないかとの見方が広がりつつある。しかし、ECB の責務はあくまで物価の安定であること、インフレ率についてはなおも上振れリスクが大きいことから、ECB が利下げペースを速める可能性は現状、高くないと考えられる。
- 9 月の金融政策委員会で政策金利の据置きを決めた BOE も、先行きはデータ次第ながらも、緩やかなペースで利下げを続ける意向を示した。サービス価格の上昇率が依然として高く、インフレ率が高止まりするリスクが残ることや、ユーロ圏に比べて景気腰折れ懸念が大きいことを踏まえれば、3 カ月に 1 度程度の利下げが基本シナリオになるだろう。

## ユーロ圏経済

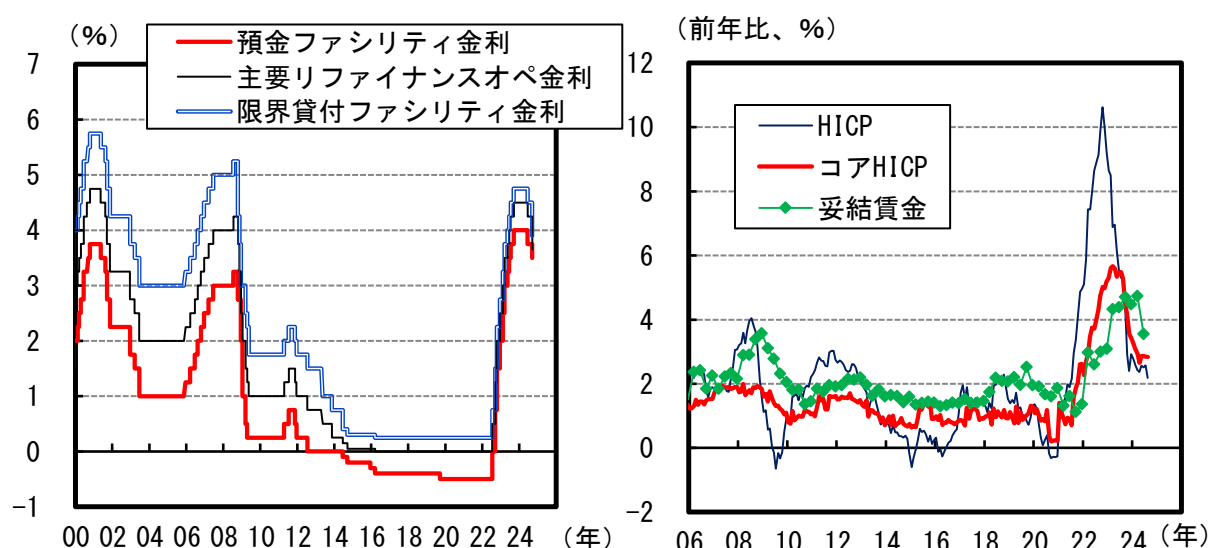
### ECB は予想通り今サイクル 2 度目の利下げを実施、先行きは引き続きデータ次第

9 月 12 日に行われた ECB 理事会では、6 月会合以来 2 会合ぶりとなる 0.25%pt の利下げが全会一致で決定され、政策金利（預金ファシリティ金利）は 3.50% となった。9 月会合での利下げは事前にほぼ金融市場で織り込まれていたため、サプライズはない。

結果公表後の会見でラガルド総裁は、利下げの理由に関して、直近のデータが 2% のインフレ目標に向かいつつあるという自信を強めるものであったためと述べた。8 月の消費者物価指数（HICP）が前年比 +2.2% と、2021 年 7 月以来の低い伸びに留まったことに加えて、4-6 月期の妥結賃金が前年比 +3.6% となり、上昇ペースの鈍化が確認されたことなどが追加利下げを後押しする材料になったと考えられる。

なお、3 月に公表されていた金融政策の運用枠組みの見直しに従って、預金ファシリティ金利と主要リファイナンス・オペ金利のスプレッドがこれまでの 0.50%pt から 0.15%pt へと縮小された。この結果、主要リファイナンス・オペ金利の引き下げ幅は 0.60%pt となった。主要リファイナンス・オペ金利と、限界貸付ファシリティ金利のスプレッドは 0.25%pt のままで維持されたため、限界ファシリティ金利も 0.60%pt 引き下げられている。これは短期金利誘導における上限金利（限界貸付ファシリティ金利）と下限金利（預金ファシリティ金利）の幅（コリドー）を縮小することで、金利変動の幅を抑えることを意図したテクニカルな調整であり、金融政策スタンスの変更ではない<sup>1</sup>。

図表 1 ECB の政策金利の推移（左）、ユーロ圏のインフレ率と賃金上昇率（右）



（出所）ECB、Eurostat より大和総研作成

<sup>1</sup> 運営枠組み変更では、金融政策スタンスの方向付けは預金ファシリティ金利の変更で行うことが明示されている。これに伴い、これまで主要リファイナンス・オペ金利を表示していた経済見通し（後掲図表 8）における政策金利を、今回の見通しから預金ファシリティ金利に変更した。

一方、9月理事会での利下げをほぼ確実と見込んでいた金融市場は、次回以降の追加利下げのタイミングへの示唆がなされるかに注目していたが、ほとんどヒントは与えられなかった。声明文におけるフォワードガイダンスは従来通り据え置かれ、データ次第で会合ごとに決定していくこと、事前に決まった経路にコミットしないという従来の文言が維持されている。

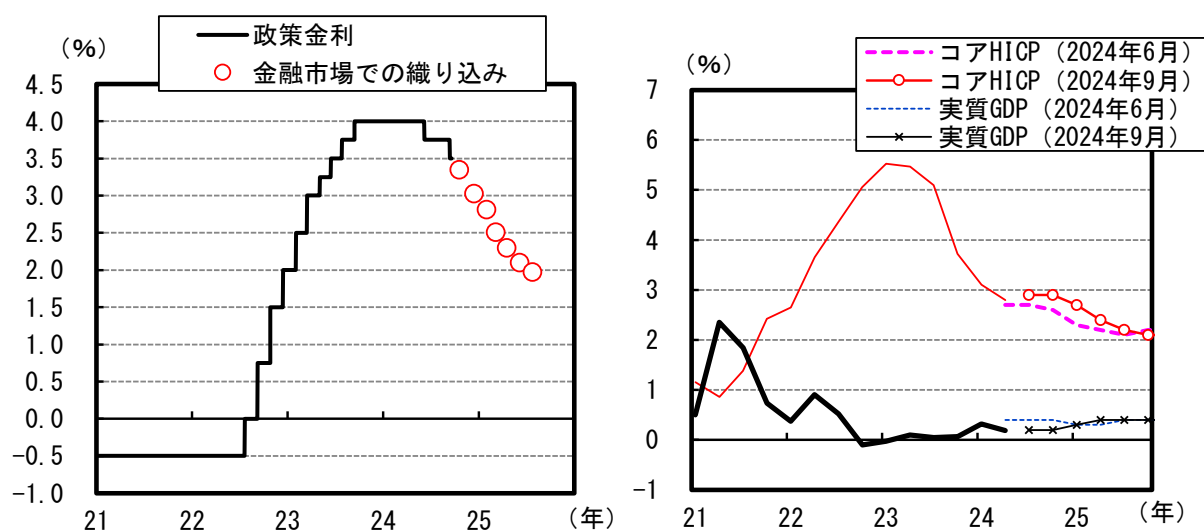
会見でも話題に上がったように、次回、10月の理事会までの期間は5週間と短く、その間に公表される経済指標は限られている。また、政策判断の材料となるデータには、経済指標の実績値のみならず、ECBによる見通しも含まれることから、経済見通しが公表されるタイミング（3月、6月、9月、12月）での利下げが先行きも基本シナリオとなろう。10月の理事会では政策金利が据え置かれ、その次の12月理事会で、今年3回目の利下げが決定されると予想する。

### 利下げペース加速への期待感

ただし、このところ金融市場では、ECBがこれまでの3ヵ月に一度のペースから、利下げペースを加速するのではないかとの見方が広がりつつある。スワップ市場金利から計算される政策金利予想によれば（2024年9月19日時点）、10月理事会での利下げ確率は25%程度と高いものの、12月理事会以降は、2025年6月まで5会合連続での利下げが織り込まれている。

こうした市場での利下げ加速期待は、ユーロ圏経済の下振れリスクが高まっていることが最大の要因と思われるが、これに加えて、米国FRBがインフレ抑制から景気の下支えへと政策の重心を変化させていることも影響しているとみられる。FRBが2024年9月のFOMCで0.50%ptの利下げに踏み切った<sup>2</sup>こともあり、ECBの利下げペース加速に対する期待は今後さらに強まる可能性がある。

図表2 金融市場が織り込むECBの政策金利（左）、ECBによる実質GDP・コアHICP見通し（右）



(注) 左図の「金融市場での織り込み」は2024年9月19日時点。

右図の実質GDPは前期比変化率、コアHICPは前年比変化率。

(出所) Bloomberg、ECBより大和総研作成

<sup>2</sup> 矢作大祐・藤原翼「FOMC 0.50%ptの利下げを決定」（2024年9月19日、大和総研レポート）

しかし、実際に ECB が利下げペースを加速するためのハードルは高いと思われる。FRB が物価の安定のみならず、雇用の最大化に対しても責務を負っているのに対し、ECB は物価の安定のみが課された責務となる。当然ながら、ECB も政策判断において景気動向や経済見通しを十分に考慮するが、その重要度は物価動向に比べれば劣後する。

9 月理事会で示された ECB による経済見通しでは、2024 年、2025 年の実質 GDP 成長率見通しがそれぞれ▲0.1%pt 前回見通しから引き下げられた一方、コア HICP 上昇率の予想は同+0.1%pt 引き上げられた。景気については下振れリスクが高まる一方、インフレ率については引き続きサービス価格の高止まりによる上振れリスクが強いとみられ、こうした状況では ECB は利下げペースの加速には動きにくい。利下げペースを速めるとすれば、景気の下振れリスクのみならず、インフレ率の下振れリスクが高まる場合と考えられ、結局のところインフレ動向を幅広く注視していくしかない。

### 景況感指数は 3 ヶ月ぶりの改善も、域内格差が拡大

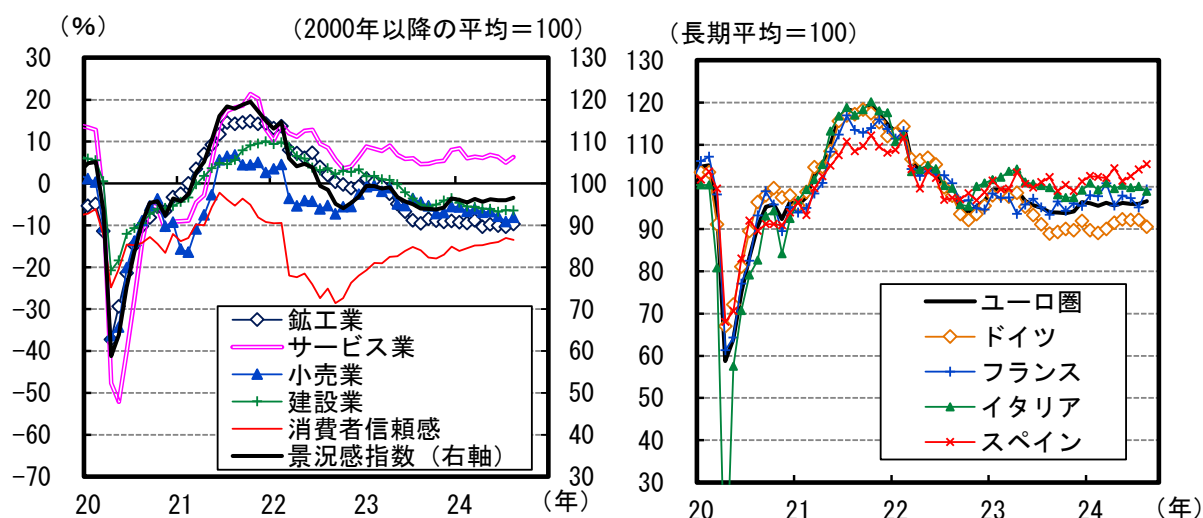
2024 年 8 月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は前月差+0.6pt と 3 ヶ月ぶりに増加した。指数の水準は 96.6 と 2023 年 5 月以来の高さとなり、ここしばらく続いてきた横ばい圏のレンジからわずかに上振れる形となった。

指数の内訳を見ると、8 月はサービス業が前月差+1.3pt と大きく改善したことが全体を押し上げたが、これに加えて小売業（同+1.0pt）、鉱工業（同+0.7pt）で改善が見られた。いずれも 3 ヶ月ぶりの改善である。一方で、建設業が同▲0.1pt と小幅に低下したほか、消費者信頼感指数は同▲0.5pt と 7 ヶ月ぶりの低下に転じた。

8 月の改善をけん引したサービス業については、パリ五輪による観光需要が押し上げに作用した可能性がある。S&P Global が公表するサービス業 PMI では、8 月にフランスで大幅な改善が見られ、オリンピック効果が指摘されている。欧州委員会が公表する景況感指数では、フランスのサービス業の改善幅は+1.1pt とさほど小さくなく、むしろスペイン（同+4.0pt）やイタリア（同+1.8pt）の方が大幅に改善した。オリンピック効果のみならず、ホリデーシーズンの観光需要が全般的に好調だったと推察されるが、フランスで 9 月に反動減が表れる可能性には留意が必要だろう。

フランスではサービス業よりもむしろ鉱工業（前月差+5.6pt）、消費者信頼感指数（同+2.3pt）の改善幅が大きく、これを主因に景況感指数全体は同+4.3pt と大幅に改善した。また、主要国の中でも好調さが続くスペインは同+1.3pt と 3 ヶ月連続で改善し、水準は 2022 年 2 月以来の高さに達している。他方、イタリアが同▲1.2pt と低下し、ドイツは同▲1.7pt と大きく低下した。ドイツの指数は 2024 年 3 月以来の低水準となり、主要国の中でも好不調の差が広がる形となっている。ドイツの内訳では、ウェイトが大きい消費者信頼感（同▲2.2pt）、サービス業（同▲2.0pt）、鉱工業（同▲1.5pt）が揃って低下しており、内容も冴えない。

図表3 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、主要国の景況感指数（右）



(出所) 欧州委員会より大和総研作成

## 7月の鉱工業生産指数は自動車足が引っ張り再び低下

ハードデータを確認すると、製造業の悪化には歯止めが掛からない。7月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比▲0.3%と前月の横ばいから再び低下に転じた。指数の水準は新型コロナ禍による落ち込みからの回復途上にあった2020年9月以来の低さまで落ち込んでおり、4-6月期平均よりも0.6%低い。四半期ベースでは7-9月期も低下する可能性が高まっており、仮にそうなれば、6四半期連続の低下となる。

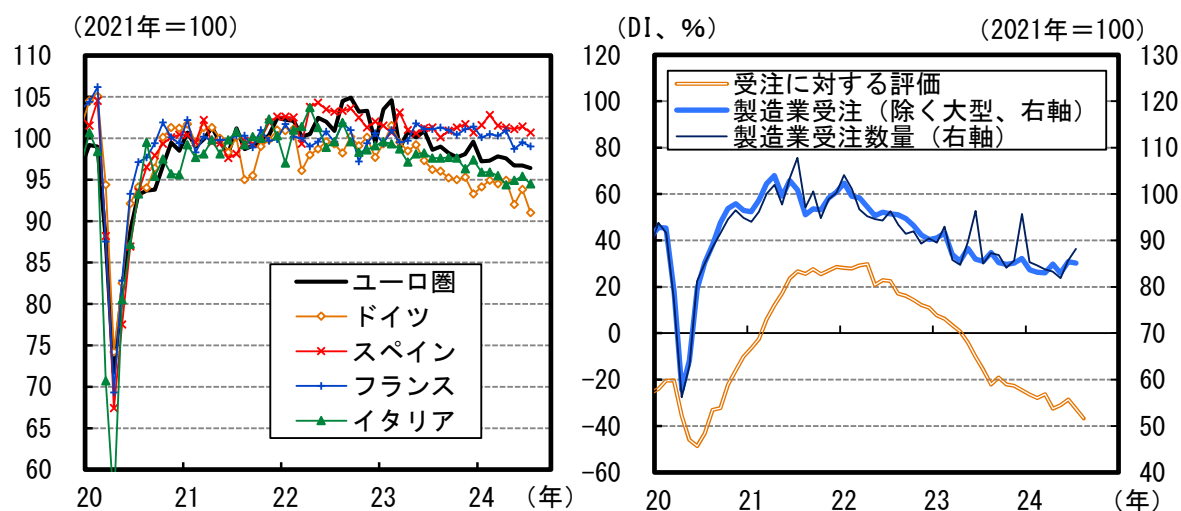
国別に見ると、ドイツ（前月比▲3.0%）、フランス（同▲0.5%）、イタリア（同▲0.9%）、スペイン（同▲0.7%）が揃って低下し、特に最大のウェイトを占めるドイツの大幅な落ち込みが全体を押し下げた。毎月の振れが大きいアイルランドが、前月の落ち込みからの反動で同+9.2%と大幅に上昇したことでユーロ圏全体のマイナス幅は小幅に留まったが、ヘッドラインの落ち込み以上に内容は悪い。

財別の動向では、資本財が同▲1.6%、中間財が同▲1.3%低下し、一方で消費財は同+1.1%と2四半期ぶりの上昇に転じている。もっとも、消費財の内訳では非耐久消費財が+1.8%上昇したことが押し上げに寄与する一方、耐久消費財は同▲2.8%と大幅に低下しており、全般的に好調というわけではない。業種別に見ると、自動車が同▲5.6%と最大の低下となっており、これが資本財、耐久消費財の押し下げ要因になったとみられる。

製造業の需要動向に目を向けると、7月のドイツの製造業受注数量は、国内向けが横ばいとなる中、海外向けが増加（同+5.1%）したことで、前月比+2.9%と増加した。前月の大幅な増加（同+4.6%）に続き、2ヵ月連続で増加しており、受注は下げ止まっているように見える。ただし、大型受注除くベースで見ると、7月は同▲0.4%と減少に転じており、大型受注が全体を押し上げる要因となっている。大型受注を除くベースでも2024年初頭を底にして下げ止まっては

いるものの、欧州委員会のサーベイによるドイツ製造業の受注判断は7、8月に一段と落ち込んでおり、まだ楽観的になれるような状況ではない。

図表4 ユーロ圏主要国の鉱工業生産（左）、ドイツの製造業受注と受注判断（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 7月は個人消費も低調

個人消費関連では、7月の実質小売売上高は前月比+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じた。前月の減少（前月比▲0.4%）に比べて増加幅は小さいが、均してみれば横ばい圏での推移が続いている。

内訳を見ると、自動車燃料が前月比▲1.0%と2ヵ月連続で減少したことが足を引っ張ったが、飲食料品・たばこが同+0.4%と増加に転じたことに加え、非食品（除く燃料）も同+0.1%と3ヵ月ぶりの増加に転じた。国別では、スペインが同+0.5%と前月に引き続き好調な結果となり、2023年11月以来の高さとなったほか、フランスが同+0.1%と小幅に増加している。他方、イタリアは同▲0.3%と2ヵ月連続で減少、減少幅は前月から拡大する軟調な結果となった<sup>3</sup>。

一方、実質小売売上高に含まれない自動車に関して見ると、7月の新車販売台数（ECBによる季節調整値）は、前月の大幅増の反動で前月比▲12.3%と大きく落ち込み、さらに8月も同▲4.4%と2ヵ月連続で減少した。サービス消費についてはまだ7月以降の動向が明らかとなっていないが、少なくとも財消費については7-9月期に入っても冴えない状況が続いている。

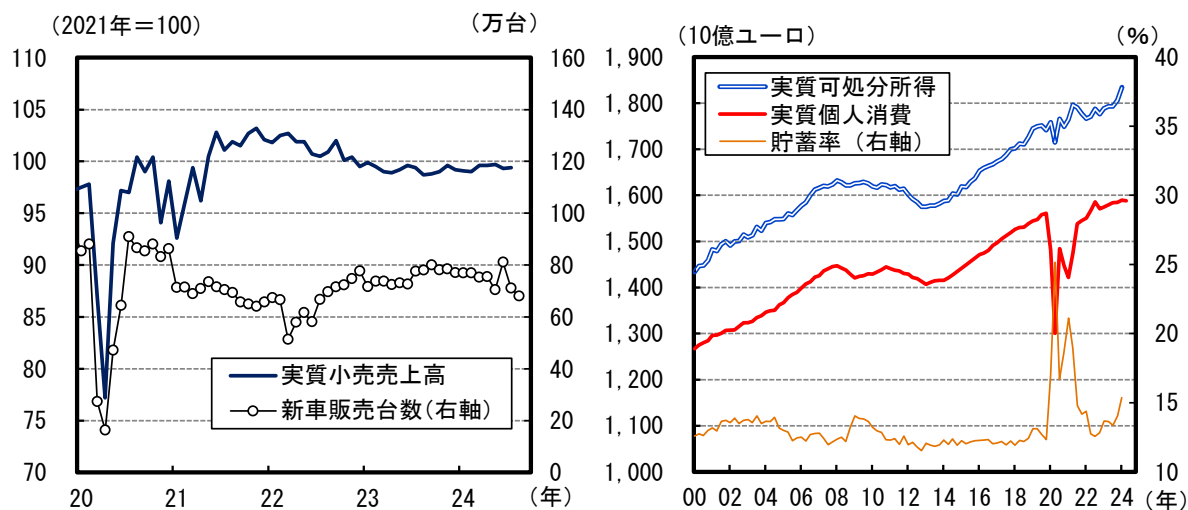
なお、9月6日に公表された2024年4-6月期GDPの需要項目別内訳では、ユーロ圏の個人消費が前期比▲0.1%と6四半期ぶりの減少に転じたことが明らかとなった。特に2023年後半以降、家計の所得増加ペースが加速する中、貯蓄率が上昇し個人消費が伸び悩んできたが、こうした状況は4-6月期に入っても変わっていないとみられる（4-6月期の可処分所得、貯蓄率は未公

<sup>3</sup> ユーロ圏で最大のウェイトを占めるドイツについては、ドイツ連邦統計局の統計処理システム変更の影響で公表が遅れており、5月分以降の結果が公表されていない。



表)。個人消費の加速に向けては、消費者マインドのさらなる改善が必要となるが、既述のように消費者信頼感指数は現状で改善が足踏みしており、期待される個人消費の本格的な回復までにはもうしばらく時間がかかると見込まれる。

図表5 ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売（左）、個人消費・可処分所得・貯蓄率（右）



(注) 右図の実質可処分所得は個人消費デフレーターで実質化。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

## 英国経済

### 7月の月次GDPは横ばい、ただし企業景況感は再加速を示唆

英国の2024年7月の月次GDPは2ヵ月連続での横ばいに留まった。1-3月期、4-6月期と想定を上回るペースで成長を続けてきた英国経済だが、足元では停滞している。

7月の結果を部門別に見ていくと、サービス部門が前月比+0.1%と小幅ながら2ヵ月ぶりの増加に転じる一方、生産部門（同▲0.8%）、および建設業（同▲0.4%）が減少に転じ、全体の足を引っ張った。

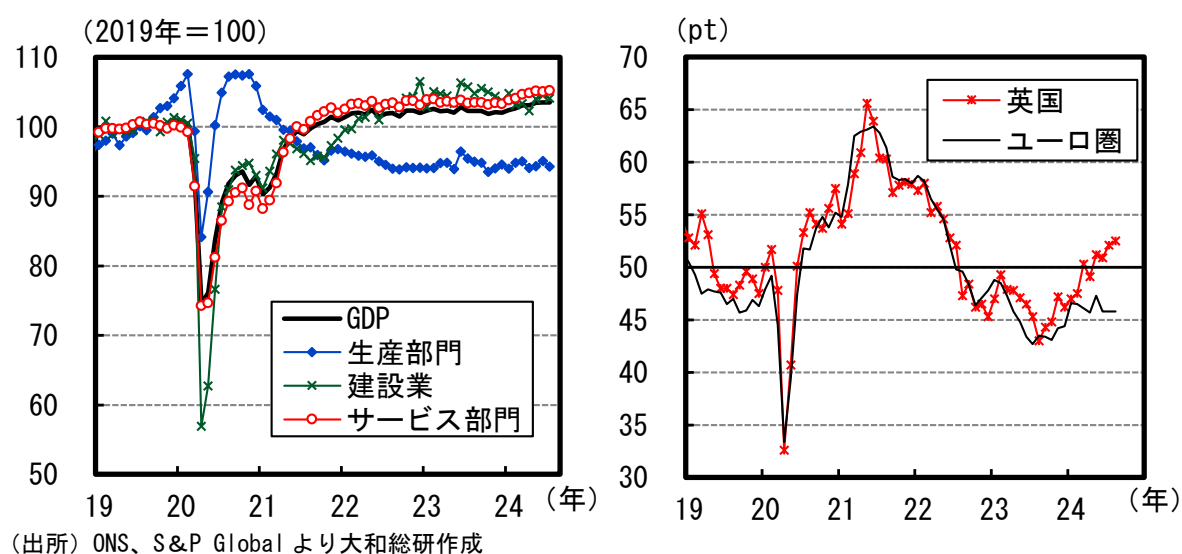
サービス部門では、全14業種中10業種で前月から増加しており、小幅な伸びに留まったヘッドライン以上に内容は底堅い。特に増加幅が大きかったのは宿泊・飲食サービス（前月比+0.9%）、情報サービス（同+0.8%）である。他方、3業種が前月から減少し、特に専門サービス（同▲1.3%）によるマイナスの寄与度が大きかった。ただし、専門サービスは前月まで5ヵ月連続で改善しており、7月単月の落ち込みを悲観的に捉える必要はないだろう。

生産部門については、鉱業の生産は前月比+3.9%と3ヵ月ぶりの増加に転じる一方、電気・ガス（同▲1.7%）、製造業（同▲1.0%）、上下水道等（同▲0.7%）が前月から減少した。製造業は、13のサブセクターのうち7つで生産が減少したが、特に石油・石炭製品（同▲6.7%）、電気機械（▲5.7%）、機械（同▲4.7%）、輸送用機器（同▲2.3%）の減少幅が大きい。マイナスの寄与度が最も大きかった輸送用機器に関してONS（英国国家統計局）は、新モデルに向けた

準備に加えて、サプライチェーンによる供給制約が生産抑制の要因になったと報告している。7月の製造業 PMI でも、紅海の情勢不安などによるサプライチェーンの問題を指摘するコメントがあり、供給制約が生産を下押した可能性がある。

ただし、英国の製造業 PMI は7、8月と2ヵ月連続で改善し、基準となる50を4ヵ月連続で上回っている。8月の公表資料では、改善の要因に関して、外需の弱さを内需の好調さが補ったとされている。これまでサービス業が好調、製造業が不調という構図は英国とユーロ圏で共通していたが、低迷が続くユーロ圏とは対照的に、英国では製造業の景況感が改善基調を強めていることは、先行き見通す上での大きな安心材料である。

図表6 英国の月次 GDP と業種別内訳（左）、英国・ユーロ圏の製造業 PMI（右）



## BOE は9月委員会では政策金利据置きも、緩やかなペースでの利下げ継続を示唆

BOE は9月19日、前日まで開催されていた金融政策委員会で、政策金利を5.0%に据え置く決定をしたと発表した。金融市場では金利据置きが予想されていたことから、決定内容にサプライズはない。また、BOEのバランスシートに関して、これまでと同様のペース（年間1,000億ポンド）で向こう12ヵ月間削減していくことも決定されたが、こちらも想定通りの内容である。なお、政策金利決定に際しての投票では、9名の委員中、8名が据置きを主張する一方、最もハト派とされるディングラ委員は、0.25%ptの追加利下げを提案した。

9月の委員会の直前に公表された8月のCPI（消費者物価指数）は、前年比+2.2%と、前月から変わらなかった。しかし、内訳を見ると、エネルギーによるマイナスの寄与度が拡大する一方で、サービス価格の上昇率拡大を主因に、コアCPIの伸びは同+3.6%と、前月の同+3.3%から拡大した。コアCPIの再加速は市場予想通りの結果であり、サプライズではなかったものの、インフレ率が高止まりするリスクを改めて認識させるものであり、これがBOEの金利据置きという判断に繋がったとみられる。

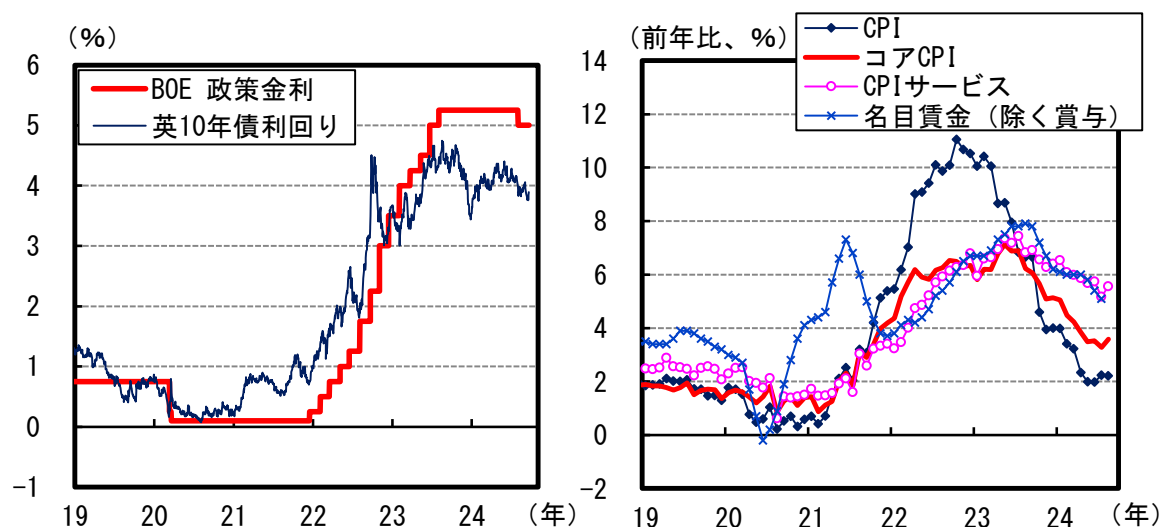


声明文におけるフォワードガイダンスは、「今後もインフレの持続性に対するリスクを注意深く観察し、各会合で金融政策の制限度合いを適切に決定する」という文言が前回のまま維持された。ECBと同様、基本的にはデータ次第であり、先行きの経路はコミットしないというスタンスである。だが今回、「重要な進展がない限り、金融政策の抑制度を緩める段階的なアプローチが適切である」との文言が付け加えられた。これは、経済、インフレ動向がBOEの見通しに沿って推移すれば、緩やかなペースで利下げを続けていく方針が示されたものと捉えられる。

BOEが重視するサービス価格については、既述の通り、8月に再加速する形となったが、BOEが8月に公表した見通しに比べれば、むしろ下振れしており、追加利下げを阻害するものではないと考えられる。賃金上昇率も低下が続き、インフレ圧力は着実に弱まっているとみられ、次回、11月の委員会で追加利下げが実施される可能性は高い。

もっとも、減速しつつもサービス価格や賃金の伸びは依然として高く、インフレ率が高止まりするリスクが完全に解消したわけではない。製造業PMIの好調さなどを踏まえれば、景気腰折れに対する懸念はそれほど大きくなく、BOEが利下げを急ぐ必要性は低いだろう。BOEも3ヵ月に1度程度の慎重なペースで利下げを進めていくのが基本シナリオとなろう。

図表7 英国の政策金利と長期金利（左）、インフレ率と賃金上昇率（右）



(注) 右図の名目賃金（除く賞与）は3ヵ月後方移動平均値。

(出所) ONS より大和総研作成

図表 8 ユーロ圏経済・金利見通し

|                | 2023  |       |       |       | 2024  |       |       |       | 2025  |       |       |       | 2023  | 2024  | 2025  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |       |       |       |
| 前期比年率          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国内総生産          | -0.1% | 0.4%  | 0.2%  | 0.3%  | 1.3%  | 0.8%  | 1.4%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.5%  | 0.4%  | 0.8%  | 1.4%  |
| 家計消費支出         | 0.9%  | 1.4%  | 1.0%  | 0.2%  | 1.2%  | -0.2% | 0.3%  | 1.2%  | 1.5%  | 1.4%  | 1.3%  | 1.2%  | 0.5%  | 0.6%  | 1.1%  |
| 政府消費支出         | 1.1%  | 0.8%  | 3.0%  | 2.7%  | 0.3%  | 2.6%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.8%  | 1.6%  | 0.5%  |
| 総固定資本形成        | 1.8%  | -0.4% | -0.1% | 4.0%  | -6.9% | -8.4% | 4.4%  | 2.5%  | 2.7%  | 2.9%  | 3.2%  | 3.5%  | 1.2%  | -2.0% | 2.3%  |
| 輸出             | -1.9% | -4.2% | -4.6% | 1.4%  | 4.5%  | 5.8%  | 2.2%  | 1.8%  | 1.9%  | 2.2%  | 2.5%  | 2.7%  | -1.1% | 2.0%  | 2.3%  |
| 輸入             | -4.3% | -1.1% | -5.8% | 1.9%  | -2.4% | 1.9%  | 2.4%  | 2.0%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.7%  | 2.8%  | -1.6% | -0.3% | 2.3%  |
| 前年同期比（除く失業率）   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国内総生産          | 1.3%  | 0.5%  | 0.0%  | 0.2%  | 0.5%  | 0.6%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 0.4%  | 0.8%  | 1.4%  |
| 家計消費支出         | 1.5%  | 0.8%  | -0.1% | 0.9%  | 0.9%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.6%  | 0.7%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.4%  | 0.5%  | 0.6%  | 1.1%  |
| 政府消費支出         | 0.4%  | 0.8%  | 1.9%  | 1.9%  | 1.7%  | 2.1%  | 1.5%  | 1.0%  | 1.0%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.8%  | 1.6%  | 0.5%  |
| 総固定資本形成        | 1.6%  | 1.3%  | 0.2%  | 1.3%  | -1.0% | -3.0% | -1.9% | -2.3% | 0.2%  | 3.1%  | 2.8%  | 3.1%  | 1.2%  | -2.0% | 2.3%  |
| 輸出             | 3.2%  | 0.2%  | -2.4% | -2.3% | -0.8% | 1.7%  | 3.5%  | 3.6%  | 2.9%  | 2.0%  | 2.1%  | 2.3%  | -1.1% | 2.0%  | 2.3%  |
| 輸入             | 2.5%  | 0.5%  | -3.1% | -2.4% | -1.9% | -1.1% | 1.0%  | 1.0%  | 2.2%  | 2.3%  | 2.3%  | 2.5%  | -1.6% | -0.3% | 2.3%  |
| 鉱工業生産（除く建設）    | 0.8%  | -1.0% | -4.7% | -3.5% | -4.8% | -3.6% | -1.1% | -0.5% | 1.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.1%  | -2.1% | -2.5% | 1.8%  |
| 実質小売売上高        | -2.8% | -2.2% | -2.1% | -0.7% | -0.2% | 0.3%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.8%  | 0.8%  | 1.2%  | 1.2%  | -2.0% | 0.3%  | 1.0%  |
| 消費者物価          | 8.0%  | 6.2%  | 5.0%  | 2.7%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.3%  | 2.6%  | 2.3%  | 2.1%  | 2.1%  | 1.9%  | 5.4%  | 2.5%  | 2.1%  |
| 生産者物価          | 11.0% | -0.6% | -8.6% | -8.4% | -8.0% | -4.4% | -2.6% | -2.3% | 0.8%  | 2.0%  | 2.3%  | 2.3%  | -2.1% | -4.4% | 2.1%  |
| 失業率            | 6.6%  | 6.5%  | 6.6%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.4%  | 6.4%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.6%  | 6.5%  | 6.3%  |
| 10億ユーロ         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 貿易収支           | -8.6  | 3.8   | 25.4  | 39.0  | 59.1  | 47.4  | 52.2  | 54.8  | 57.6  | 60.6  | 63.6  | 66.9  | 59.7  | 213.5 | 248.6 |
| 経常収支           | 31.8  | 58.7  | 61.2  | 72.2  | 112.2 | 124.9 | 127.7 | 129.9 | 132.2 | 134.8 | 137.4 | 140.3 | 223.9 | 494.6 | 544.7 |
| 独 国債10年物（期中平均） |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 欧 政策金利（末値）     | 2.34% | 2.37% | 2.59% | 2.52% | 2.31% | 2.49% | 2.29% | 2.18% | 2.12% | 2.06% | 2.02% | 1.98% | 2.45% | 2.32% | 2.05% |
|                | 3.00% | 3.50% | 4.00% | 4.00% | 4.00% | 3.75% | 3.50% | 3.25% | 3.00% | 2.75% | 2.50% | 2.25% | 4.00% | 3.25% | 2.25% |

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024年9月19日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 9 英国経済・金利見通し

|              | 2023   |       |       |       | 2024   |       |       |       | 2025  |       |       |       | 2023   | 2024   | 2025   |
|--------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|              | Q1     | Q2    | Q3    | Q4    | Q1     | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |        |        |        |
| 前期比年率        |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産        | 0.7%   | 0.0%  | -0.5% | -1.2% | 2.9%   | 2.3%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.4%  | 1.3%  | 0.1%   | 1.0%   | 1.3%   |
| 家計消費支出       | 3.6%   | 1.4%  | -3.5% | -0.2% | 1.7%   | 0.8%  | 0.7%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.0%  | 0.8%  | 0.2%   | 0.3%   | 1.0%   |
| 一般政府消費支出     | -3.3%  | 9.2%  | 4.3%  | 0.3%  | -0.1%  | 5.9%  | 2.0%  | 1.0%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%   | 2.5%   | 1.2%   |
| 総固定資本形成      | 8.9%   | -4.6% | -5.3% | 3.5%  | 3.7%   | 1.6%  | 1.2%  | 1.8%  | 2.4%  | 3.0%  | 2.8%  | 2.8%  | 2.2%   | 1.1%   | 2.3%   |
| 輸出           | -23.6% | -1.0% | -0.5% | -3.1% | -3.9%  | 3.1%  | 0.2%  | 1.5%  | 2.0%  | 2.4%  | 2.7%  | 2.8%  | -0.5%  | -1.0%  | 2.0%   |
| 輸入           | -4.3%  | 7.2%  | -7.0% | -1.2% | -10.3% | 34.8% | -7.5% | 1.1%  | 1.5%  | 1.8%  | 2.0%  | 2.0%  | -1.5%  | 1.3%   | 2.2%   |
| 前年同期比（除く失業率） |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 国内総生産        | 0.3%   | 0.2%  | 0.2%  | -0.2% | 0.3%   | 0.9%  | 1.2%  | 1.8%  | 1.4%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.4%  | 0.1%   | 1.0%   | 1.3%   |
| 家計消費支出       | 0.1%   | 0.2%  | 0.2%  | 0.3%  | -0.2%  | -0.3% | 0.7%  | 1.0%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 0.2%   | 0.3%   | 1.0%   |
| 一般政府消費支出     | -3.5%  | 1.3%  | 1.9%  | 2.5%  | 3.4%   | 2.6%  | 2.0%  | 2.2%  | 2.4%  | 1.0%  | 0.7%  | 0.5%  | 0.5%   | 2.5%   | 1.2%   |
| 総固定資本形成      | 5.0%   | 3.3%  | 0.1%  | 0.5%  | -0.8%  | 0.8%  | 2.5%  | 2.1%  | 1.7%  | 2.1%  | 2.5%  | 2.7%  | 2.2%   | 1.1%   | 2.3%   |
| 輸出           | 10.2%  | 3.9%  | -6.5% | -7.6% | -2.1%  | -1.1% | -1.0% | 0.2%  | 1.7%  | 1.5%  | 2.1%  | 2.5%  | -0.5%  | -1.0%  | 2.0%   |
| 輸入           | -1.8%  | -2.0% | -0.7% | -1.5% | -3.0%  | 2.7%  | 2.5%  | 3.1%  | 6.4%  | -0.9% | 1.6%  | 1.8%  | -1.5%  | 1.3%   | 2.2%   |
| 鉱工業生産        | -1.9%  | -0.5% | 1.0%  | -0.1% | 0.3%   | -0.6% | -0.8% | 0.5%  | 0.3%  | 0.7%  | 1.1%  | 1.2%  | -0.4%  | -0.2%  | 0.8%   |
| 実質小売売上高      | -4.7%  | -2.8% | -2.1% | -1.9% | 0.0%   | -0.2% | 1.1%  | 2.4%  | 1.0%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.3%  | -2.9%  | 0.8%   | 1.3%   |
| 消費者物価        | 10.2%  | 8.4%  | 6.7%  | 4.2%  | 3.5%   | 2.1%  | 2.2%  | 2.5%  | 2.4%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.0%  | 7.3%   | 2.6%   | 2.4%   |
| 生産者物価（出荷価格）  | 11.1%  | 2.8%  | -0.1% | -0.2% | 0.3%   | 1.3%  | 0.3%  | 0.2%  | 0.4%  | 1.2%  | 2.3%  | 1.8%  | 3.2%   | 0.5%   | 1.4%   |
| 失業率          | 4.0%   | 4.2%  | 4.1%  | 3.8%  | 4.3%   | 4.2%  | 4.3%  | 4.4%  | 4.4%  | 4.3%  | 4.2%  | 4.1%  | 4.0%   | 4.3%   | 4.3%   |
| 10億英ポンド      |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 貿易収支         | -50.1  | -47.8 | -45.1 | -43.8 | -41.8  | -57.9 | -53.2 | -52.7 | -52.2 | -51.2 | -49.8 | -48.3 | -186.7 | -205.6 | -201.5 |
| 経常収支         | -21.0  | -27.9 | -18.5 | -21.2 | -21.0  | -35.1 | -30.5 | -30.3 | -30.0 | -29.3 | -28.8 | -28.3 | -88.5  | -116.9 | -116.5 |
| 国債10年物（期中平均） |        |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 政策金利（末値）     | 3.54%  | 3.99% | 4.46% | 4.23% | 4.03%  | 4.20% | 3.99% | 3.81% | 3.71% | 3.61% | 3.51% | 3.47% | 4.06%  | 4.01%  | 3.58%  |
|              | 4.25%  | 5.00% | 5.25% | 5.25% | 5.25%  | 5.25% | 5.00% | 4.75% | 4.50% | 4.25% | 4.00% | 3.75% | 5.25%  | 4.75%  | 3.75%  |

（注）網掛け部分は大和総研予想（2024年9月19日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成