

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧州経済見通し～ 増大する景気下振れリスクとインフレ圧力 ～

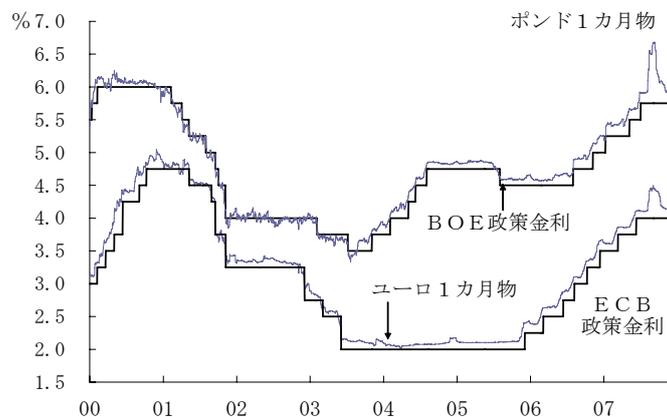
< ユーロ圏：2007年2.7%、2008年2.0% >

- ・ ユーロ圏経済は、7～9月期は内需主導で前期比0.7%に加速、10～12月期も減速はしているが、底固さを保っている。2008年は、米国経済減速の影響と過去の利上げや金融市場の動揺、ユーロ高の引き締め効果から、企業部門を中心に成長が鈍化、成長率は2007年の2.7%から2.0%まで低下しよう。
- ・ ECBは、金融正常化の遅れによる景気下振れ圧力と原油・食品価格上昇による二次的影響の双方を警戒しており、当面、政策金利の据え置きを継続しよう。

< イギリス：2007年3.1%、2008年2.1% >

- ・ イギリス経済は、過去の利上げの効果と金融市場調整の影響から内需が減速し始めており、成長率は2007年の3.1%から2008年は2.1%に低下する見込み。
- ・ BOEの利下げは1～3月期中の25bp一回と見ているが、銀行の融資スタンスや住宅市場、雇用などで、金融混乱の波及を裏付ける材料が増えれば、より大幅な利下げに動くこともありえよう。

流動性供給にも関わらず欧州市場のターム物金利の上振れは続く ～BOE、ECBの政策金利と1カ月物金利～



主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

＜ 欧州経済見通しー増大する景気下振れリスクとインフレ圧力ー ＞

●概要

＜ ユーロ圏 ＞

- ・ユーロ圏経済は、7～9月期は内需主導で前期比0.7%に加速、10～12月期も減速はしているが、底固さを保っている。2008年は、米国経済減速の影響と過去の利上げや金融市場の動揺、ユーロ高の引き締め効果から、企業部門を中心に成長が鈍化、成長率は2007年の2.7%から2.0%まで低下しよう。
- ・ECBは、金融正常化の遅れによる景気下振れ圧力と原油・食品価格上昇による二次的影響の双方を警戒しており、政策金利は当面据え置かれよう。

ユーロ圏:経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.9	2.7	2.0	2.8	3.3	3.2	2.5	2.7	2.3	1.9	2.1	1.9	2.0
	前期比年率%	2.9	2.7	2.0	2.3	3.3	3.1	1.2	2.9	1.9	1.8	1.9	2.1	2.2
内需	前年比寄与度	3.8	2.3	1.9	4.0	3.7	4.4	2.9	2.9	2.2	1.7	2.1	1.8	1.9
民間最終消費支出	前年比%	1.9	1.6	1.9	1.7	2.1	1.3	1.5	1.6	1.5	2.0	1.8	1.8	1.9
固定資本形成	"	5.7	4.6	2.2	7.7	4.0	8.1	3.5	3.3	4.3	1.1	3.4	2.2	2.3
外需	前年比寄与度	0.2	0.4	0.1	▲0.1	0.9	0.3	0.5	0.7	0.1	0.3	▲0.0	0.0	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	2.2	2.1	2.4	2.2	1.8	1.9	1.9	1.9	2.8	2.8	2.6	2.2	1.9
失業率	平均、%	8.3	7.4	7.2	8.1	7.9	7.6	7.5	7.4	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ECB市場介入金利	期末、%	3.50	4.00	4.00	3.00	3.50	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
10年国債利回り	平均、%	4.8	4.2	4.3	3.9	3.8	4.0	4.3	4.4	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.26	1.37	1.49	1.27	1.29	1.31	1.35	1.38	1.46	1.50	1.50	1.48	1.48
対円為替相場	平均、円	146	161	162	148	152	157	163	162	162	162	162	163	163

＜ イギリス ＞

- ・イギリス経済は、過去の利上げの効果と金融市場調整の影響から内需が減速し始めており、成長率は2007年の3.1%から2008年は2.1%に低下する見込み。
- ・BOEは、インフレ圧力への配慮から、利下げを1～3月期中の25bp一回に留め、中立水準で様子見に転じると見ているが、銀行の融資スタンスや住宅市場、雇用などで、金融混란の波及を裏付ける材料がさらに増えれば、より大幅な利下げに動くこともありえよう。

イギリス:経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.8	3.1	2.1	3.0	3.2	3.1	3.1	3.2	2.9	2.5	2.0	1.9	2.0
	前期比年率%	2.8	3.1	2.1	2.7	3.3	3.2	3.3	3.0	1.9	1.6	1.7	2.3	2.5
内需	前年比寄与度%	3.2	3.5	2.5	3.5	3.7	3.9	3.7	3.6	3.5	2.9	2.7	2.1	2.3
民間最終消費支出	前年比%	2.1	3.2	2.4	2.2	2.8	3.3	2.8	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1	2.2
固定資本形成	"	8.0	5.8	2.6	8.1	10.3	9.0	6.2	5.1	2.4	1.8	3.4	2.5	2.7
外需	前年比寄与度%	0.2	▲1.0	▲1.0	▲0.5	▲0.5	▲0.8	▲0.5	▲0.4	▲0.6	▲0.4	▲0.6	▲0.2	▲0.3
消費者物価(CPI)	"	2.3	2.4	2.3	2.4	2.7	2.9	2.6	1.8	2.2	2.3	2.4	2.5	2.1
失業率	平均、%	3.0	2.7	2.8	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8
イングランド銀行レボ金利	期末、%	5.00	5.50	5.25	4.75	5.00	5.25	5.50	5.75	5.50	5.25	5.25	5.25	5.25

1. ユーロ圏

●景気は底固さを保つ一方、原油・食品価格が物価を押し上げ

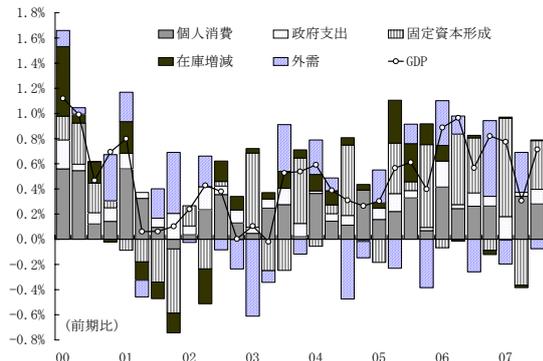
(7～9月期は独仏伊が持ち直す一方、スペインの成長はさらに鈍化)

ユーロ圏の7～9月期の成長率は前期比0.7%となり、4～6月期の前期比0.3%から回復した。需要面では、上半期に天候要因で大きく振れた固定資本形成が前期比0.9%とプラスの伸びを回復したことで、個人消費が前期比0.5%と堅調に拡大したことが成長を押し上げた。外需は輸出が前期比2.5%と加速したが、輸入の伸びが同2.7%と上回ったことで、成長への寄与はマイナスとなった(図表1)。

国別に見ると、ドイツとフランスがともに4～6月期の前期比0.3%から同0.7%に回復、イタリアも同0.1%から同0.4%に持ち直したが、内需主導でユーロ圏の成長をリードしてきたスペインの成長率は3期連続で鈍化しており、7～9月期はユーロ導入後の平均(前期比0.9%)や潜在成長率(OECDの推計で年率3.26%)を下回るようになった(図表2)。

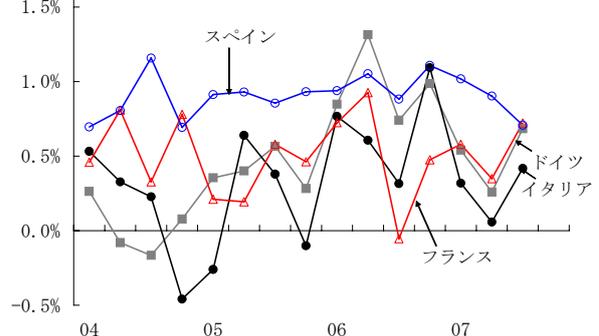
ユーロ圏全体では7～9月期の個人消費は堅調であったものの、ドイツでは雇用の回復、失業の削減による回復期待にも関わらず、低調な推移が続いた(図表3)

図表1 ユーロ圏の実質GDP成長率



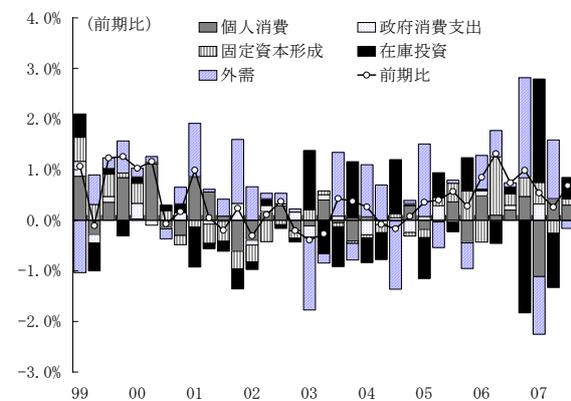
(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏の主要4カ国のGDP成長率(前期比)



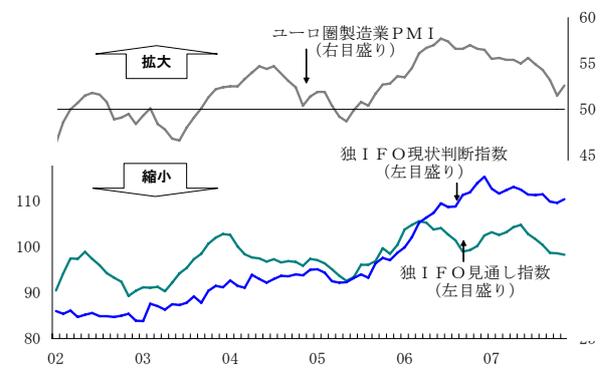
(資料) Eurostat

図表3 ドイツの実質GDP成長率



(資料) ドイツ連邦統計局

図表4 ユーロ圏製造業PMIと企業景況感指数



(資料) ロイター、Ifo

(10~12月期も底固さを保ち、2007年は2.7%成長となる見込み)

ユーロ圏の主要な企業サーベイ調査は、年央以降、景気拡大テンポの鈍化を示すようになってきているが、11月は製造業PMIやドイツのIFO現状判断指数(図表4)、欧州委員会の企業景況感指数などが僅かながら反転した。製造業PMIは52.6と拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準にあり、欧州委員会の企業景況感指数も長期平均を上回る水準にある(長期平均マイナス7に対してプラス3)など景気には底固さもある。2007年の成長率は前年比2.7%と潜在成長率(約2.25%)を上回り、2006年の2.9%に続く高い水準に落ち着く見込みだ。

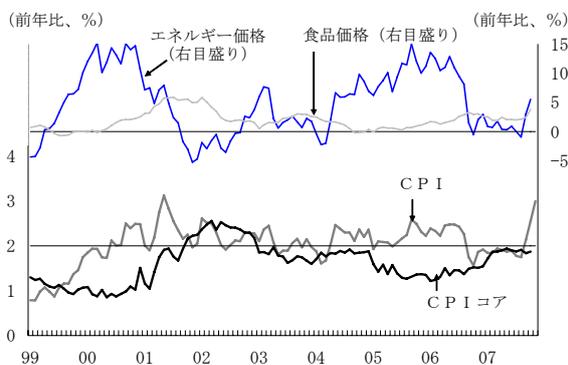
(インフレ加速は原油価格と食品価格の値上がりが影響)

CPI上昇率は、9月に1年振りに前年同月比2%を突破した後、10月2.6%、11月(速報値)3.0%と上昇テンポが加速している。物価の急上昇には、10月以降、原油価格の水準が前年を大きく上回る局面に入ったことと食品価格の国際的な上昇が影響している(図表5)。食品とエネルギーを除くコア・インフレ率は10月も前年比1.9%で推移しており、これまでのところ内生的なインフレへの転化は抑えられている。生産者物価(PPI)も、7~8月は前年比1.8%であったが、9月2.7%、10月3.3%と上昇のペースが加速している。これも、7月から9月にかけて、前年比マイナスであったエネルギー価格の上昇率が4.0%まで高まったことを主因とするものである。

2008年前半は原油要因の物価押し上げが続く一方、労働市場では失業者の減少(図表6)、雇用の増大(7~9月期:前期比0.3%、前年同月比では1.9%)が続いており、賃金を通じた内生的なインフレの圧力に対する警戒も怠れない状況は続いている。欧州委員会のサーベイ調査からは、消費者の雇用に対する楽観的な見通しは幾分後退しているが、製造業、サービス業ともに雇用意欲はなお強い(図表7)。労働コストの上昇率は1~3月期の前年同期比2.3%まで鈍化傾向が続いてきたが、4~6月期同2.4%、7~9月期同2.5%と緩やかに上昇、単位あたり労働コストも上向いている(図表8)。

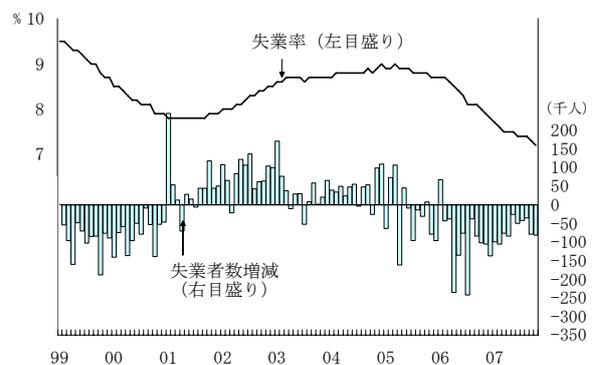
価格設定の面でも、欧州委員会の企業景況感調査ではサービス業、製造業ともに、先行きの物価上昇を見込む割合が増加、価格転嫁によるマージン引き上げの意欲が高まっている様子が窺われる。物価上昇の見通しは家計でも広がっている(図表9)。

図表5 ユーロ圏のインフレ率



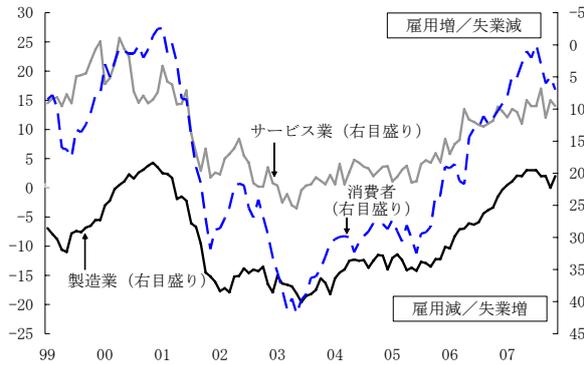
(資料) Eurostat

図表6 ユーロ圏の失業率



(資料) Eurostat

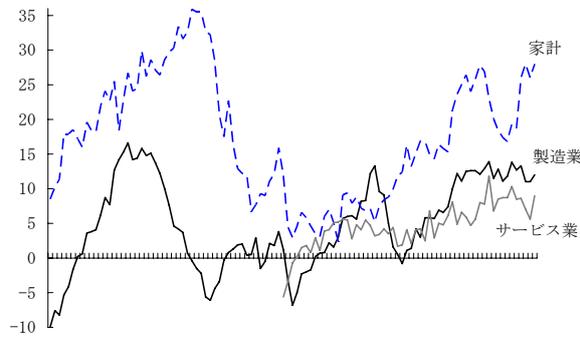
図表7 ユーロ圏の企業、家計の雇用見通し



(注) 製造業は向こう数ヶ月、サービス業は向こう3ヵ月、家計は向こう12ヶ月の見通し

(資料) Eurostat

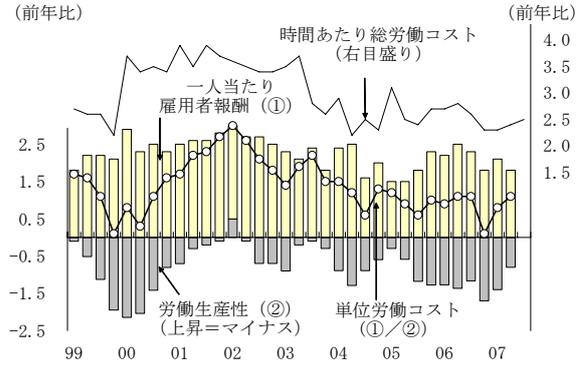
図表9 ユーロ圏の企業、家計の物価見通し



(注) 製造業は向こう数ヶ月、サービス業は向こう3ヵ月、家計は向こう12ヶ月の見通し

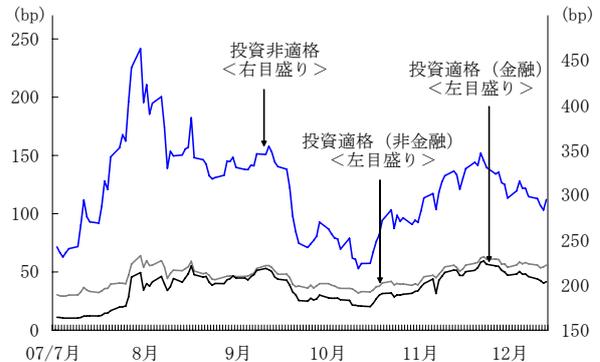
(資料) Eurostat

図表8 ユーロ圏の賃金指標



(資料) Eurostat

図表10 欧州市場のCDSスプレッド (iTraxx指数*)



*欧州クレジット市場のセンチメントを表す指標であり、指数の上昇がリスク警戒感の高まりを示す
(資料) Bloomberg

●2008年の成長率は2.0%に減速

(金融混乱長期化で景気の下振れリスクは増大)

年末越え資金需要による短期金利の上振れ(表紙図表参照)やクレジット市場の調整(図表10)にも関わらず、経済は底固さを保ってきたが、先行きに対する楽観論は後退している。それでも、今月に入ってから公表された2008年の見通しは、ECB(欧州中央銀行)の2.0%(レンジの中央値)、OECD(経済協力開発機構)の1.9%など潜在成長率から大きく下振れることはないというものだ。2009年の見通しはそれぞれ2.0%、2.1%であり、米国経済の持ち直しもあり、回復すると見ている点が特徴だ。

2008年のユーロ圏は、米国経済減速の影響と過去の利上げや金融市場の動揺、ユーロ高の引き締め効果から、企業部門を中心に成長が鈍化する見込みである。減速圧力が強まる中で、ユーロ圏が巡航速度の成長を持続するには、(1)新興国の成長が米景気減速の影響を緩和する、(2)金融部門の調整が健全な企業の設備投資を妨げない、(2)雇用所得環境が支える個人消費の拡大が続くといった条件が整う必要がある。中でも、需要の約6割を占める個人消費の拡大は、中東欧や中国などユーロ圏市場への輸出を牽引力の一つとしている新興国との好循環を維持するため

にも重要である。

上記の条件がおおむね満たされた場合には、2008年の成長率は2.0%程度となろう。しかし、金融混乱がさらに長期化すれば、銀行融資への依存度が高い中小企業を中心とする資金調達に及ぼす影響が拡大、スペインやアイルランドなどで見られた住宅ブームの反動が大きくなるリスクも高まる。サブプライム問題の震源地である米国の住宅市場や政策対応の動きとともに、ユーロ圏内では、金融混乱の実体経済への波及経路となる銀行の融資態度や、資本市場における調達環境、そして住宅市場の動きについて注視する必要がある。

ユーロ圏では、米英に比べると、労働市場が硬直的なこともあり、雇用環境が短期間で悪化するリスクは小さい。むしろ、足もとの原油・食品価格の上昇をもたらす消費意欲の減退で、個人消費が抑制される可能性に留意が必要である。

● ECBは政策金利の据え置きを継続

(12月の理事会では利下げ観測を牽制、原油高の二次的影響回避の必要性を強調)

ECBは12月6日に開催した政策理事会で6カ月連続の政策金利の据え置きを決めた。理事会後の記者会見におけるトリシェ総裁のコメントは、金融混乱の長期化を受けて、景気に対する見方を一段慎重化する一方、インフレ警戒のスタンスを強調し、市場に広がる利下げ観測を牽制するものであった^(注)。金融不安で利上げに動けない状況にあつて、トリシェ総裁は、足もとの物価の上振れは原油・食品価格の直接的な影響による一時的なものと位置づけ、インフレ期待の上振れや、賃金、価格転嫁を通じた二次的影響の回避の必要性を強調した。

(注)「12月ECB政策理事会」の詳細は、経済・金融フラッシュ No.07-119をご参照下さい

(2008年を通じて政策金利は据え置き)

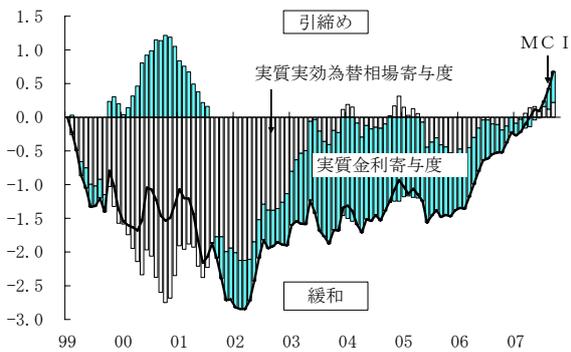
12月はBOEに先立ち、カナダ中銀も利下げに転換、FRBも追加利下げに踏み切ったことで、ECBの利下げ観測も広がっている。しかし、ECBの政策金利は中立水準の下限にある点が利下げ転換前の米英とは異なり、ECBの基本スタンスが物価安定を最重視するものであることや、ユーロ圏の全体では金融混乱が住宅市場の調整につながり、景気が失速するリスクは大きくないことなどからも、米英とはある程度区別する必要があるだろう。

ECBは、金融正常化の遅れによる景気下振れ圧力と原油・食品価格上昇による二次的影響の双方を警戒しており、当面、政策金利の据え置きを継続しよう。政策金利は不変でも、銀行の融資スタンスの厳格化、米英との金利差の縮小によるユーロ高基調が続くことで、引き締め効果が働く(図表11)。これらの影響は、構造面や対外的な競争力にばらつきがある(図表12)ユーロ圏の構成国に対して異なったインパクトを持つため、域内の景気格差は拡大しやすくなっている。景気が停滞し、改革を通じて競争力の回復を図るといふ、ドイツが経験した長い調整のプロセスに入る国が出てくる可能性もある。

ECBにとっても、金融市場の混乱の実体経済への影響が明確化し、原油価格の上振れが、賃金や価格転嫁を通じて、内生的なインフレに転化する圧力が緩和した場合には、利下げが選択肢

となつてこよう。年明け後の公表が見込まれるパリバ・ショック後2回目となる「銀行貸出サーベイ」の結果や、1月から順次公表されることになる10~12月期の金融機関の決算の内容が注目されよう。

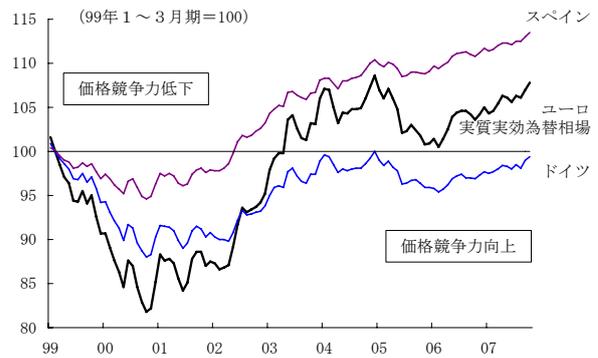
図表11 マネタリー・コンディション・インデクス



(注) 実質実効為替相場と実質金利の基準時に対する水準で金融環境を判断する指数。金利6対為替1による加重平均値

(資料) 欧州委員会

図表12 ユーロの実質実効為替相場とドイツ・スペインの競争力指数



(資料) ECB

2. イギリス

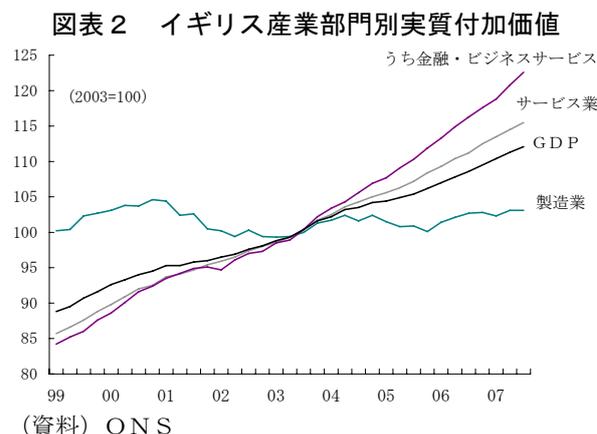
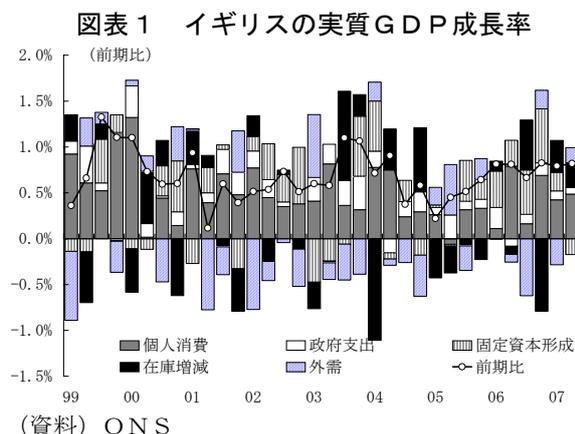
●成長率は2007年3.1%から、2008年は2.1%に減速

(7～9月期の成長率は長期平均を上回ったが、10～12月期は減速)

イギリスでは7～9月期も前期比0.7%と長期平均を上回る成長が続いた。7～9月期は、需要面では、外需が輸出を上回る輸入の増加で成長の下押し要因となったものの、個人消費の伸びは加速、4～6月期は前期比マイナスとなった固定資本形成が回復した(図表1)。

供給面では、製造業は前期比ゼロ成長に留まったが、同1.5%成長となった金融・ビジネス・サービスを牽引役に、サービス業が前期比0.9%と成長を主導した(図表2)。

7～9月期の実績はおおむね良好であったものの、10～12月期に入って、2006年8月から2007年7月まで合計5回125bpの利上げ効果と、サブプライム問題を引き金とする金融機関の融資スタンスの厳格化、さらにエネルギーや食品価格上昇の影響で、内需は減速し始めており、さらなる減速を示す材料も増えている。

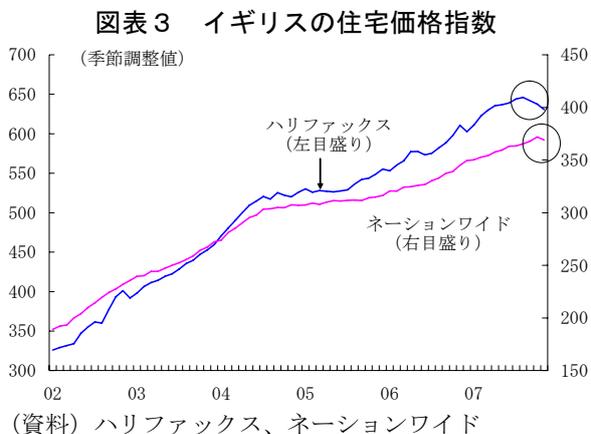


(住宅関連の指標は総じて軟化)

住宅市場では、米国との市場構造の類似性から調整のリスクが警戒されているが、ここに来てハリファックスやネーションワイドなどの主要な住宅価格指数が揃って軟化(図表3)、RICSの住宅サーベイにおける新規住宅購入の問い合わせの減少など、住宅関連の活動に関わる指標も総じて弱くなっている。住宅ローンの承認件数、金額は、ノーザンロックの取り付け騒ぎで、金融混乱が広がった9月から10月にかけて大きく低下している(図表4)。住宅価格と金利水準の高さや、利下げ観測の強まりなどで、購入を手控える動きが広がる一方、資金調達コストが上昇し、リスクに敏感になった金融機関の融資姿勢の変化が影響していることも考えられる。住宅市場の調整の行方と、その景気への影響が、2008年にかけて最も注目されるであろう。

9月のBOEの銀行サーベイ(Credit Condition Survey)では、家計向けの住宅ローンに関しては、前回の6月調査よりも条件を緩和する方向が示されていたが、調査が取り付け騒ぎの前(8月20日～9月13日)に行われており、その後、銀行のスタンスに大きな変化が生じた可能性も

ある。融資条件厳格化の圧力を見る上で、2008年1月3日に公表が予定されている12月調査の内容が注目されよう。



(住宅市場の調整は個人消費に影響)

イギリスの場合、建築規制や土地面積の制約などから住宅価格の高騰による住宅投資の過熱は極端な形では見られなかった(図表5)。移民の流入など人口の増加に対して供給が不足したことが価格を押し上げた面もある。ブラウン政権は住宅供給の増加を政策課題のひとつとしており、住宅投資の減少が、景気を下押しする懸念は相対的に小さい。

反面、米国と同様に、住宅価格の値上がりによる担保価値の高まりに応じて、借入を増やし、一部を消費に向けるというローン(Mortgage Equity Withdrawal)が定着していることから、住宅市場の調整が個人消費に及ぼす影響への懸念は強い。個人消費に関しては、労働市場では一時期の「緩み」は解消されているが(図表6)、タイト感もなく、賃金の伸びは安定している(図表7)。雇用・所得面では、従来、積極的に雇用を吸収してきた金融業の比重が大きいため、金融混乱の影響が、金融業の雇用調整に進まないことが、住宅市場の調整過程でも個人消費が持ちこたえる鍵と言えよう。

消費者信頼感指数は、ネーションワイド指数で10月の98から86に、欧州委員会の指数もマイナス2からマイナス4に低下するなど悪化している。エネルギー価格や食品価格の上昇の実質可処分所得抑制効果も働くことで、個人消費も先行き鈍化しやすくなっていると言えよう。

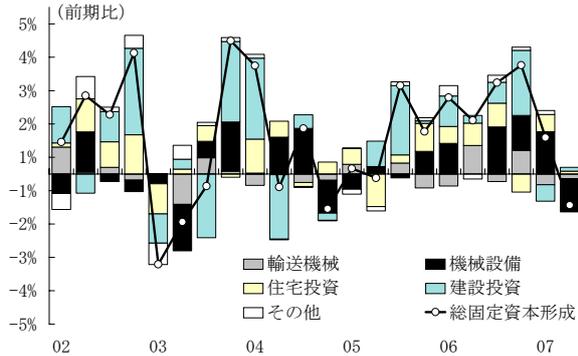
(設備・建設投資も低調な推移が続く見込み)

民間部門の投資の減速も気がかりな材料だ。固定資本形成は4～6月期は減少、7～9月期は回復という流れになっている。4～6月期の落ち込みは、ビジネス投資が前期比0.4%増加したが、一般政府部門の投資が同1.0%と大幅なマイナスとなったことが響いたものであったが、7～9月期は、ビジネス投資はゼロ成長に失速しており(図表9)、回復はもっぱら一般政府部門の投資によるものと思われるからだ(7～9月期の主体別固定資本形成は12月20日公表予定)。

BOEの銀行サーベイでは、7～9月期の時点で、すでに企業向けの融資については、融資の

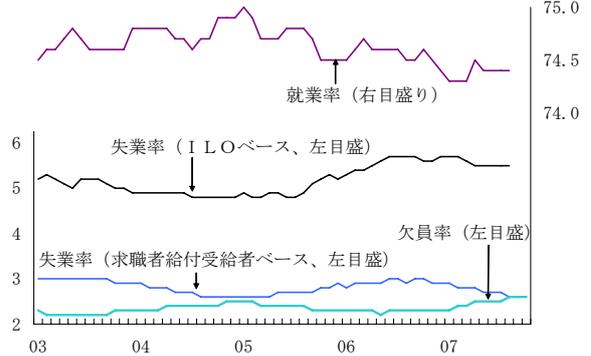
スタンスを厳格化する方向が現れている。長期平均を上回る成長が続いたことによる余剰生産能力低下の問題は、需要の鈍化による緩和が見込まれる一方、資金調達面ではコストとアベイラビリティの両面で条件が厳しくなっていることから、民間投資の伸びは当面、低調なものに留まりそうだ。

図表5 イギリスの総固定資本形成（形態別）



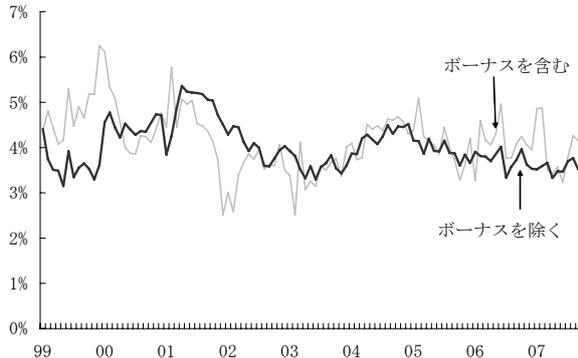
(資料) ONS

図表6 イギリスの失業率と就業率



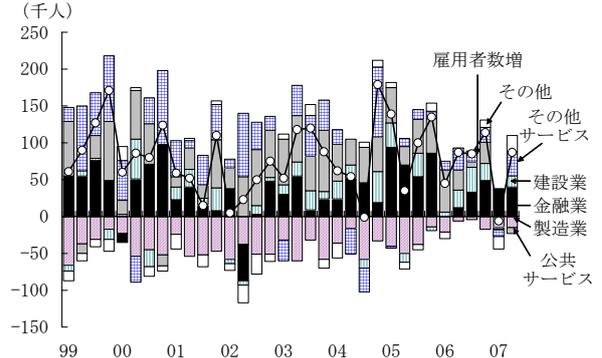
(資料) ONS

図表7 イギリスの平均雇用者所得伸び率



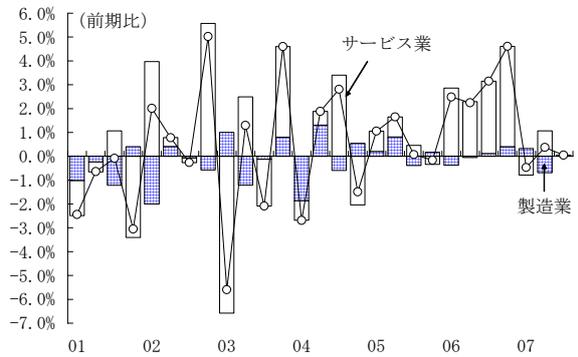
(資料) ONS

図表8 イギリスの業種別雇用者数増減



(資料) ONS

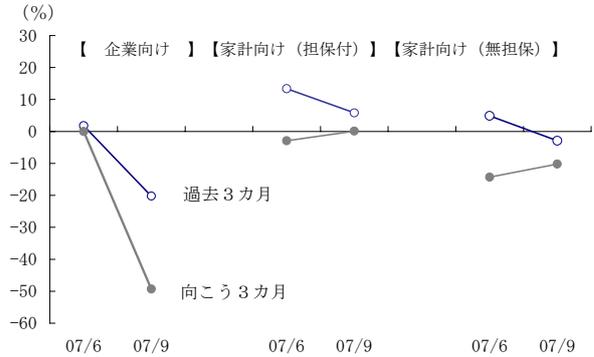
図表9 ビジネス投資の増価寄与度



(注) 原発の改組に伴う特殊要因を除去後

(資料) ONS

図表10 BOEサーベイ



(注) 調査実施は 06/6 は5月21日～6月14日、06/9 は8月20日～9月13日

(資料) BOE

(2008年の成長率は2007年の3.1%から2.1%に低下)

2008年のイギリス経済は、少なくとも年前半、過去の利上げと融資スタンス厳格化の影響によって投資と消費の伸びが抑えられることで、成長率は長期平均を下回る水準に低下しよう。年後半は、金融市場の不透明感の緩和、利下げ効果の浸透（後述）が、マインド面にも好影響を及ぼし、緩やかな回復に転じると見られる。2008年の成長率は2.1%と2007年の3.1%から低下する見込みである。

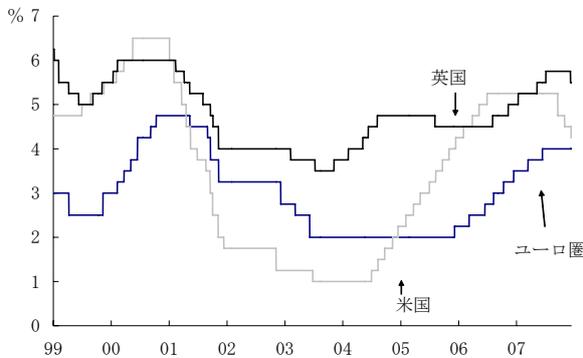
金融市場の混乱が長引けば、実体経済に及ぼす影響は増大しやすくなる。当面は、金融混乱の実体経済への波及経路となる銀行の融資行動の変化、住宅市場の調整、雇用面への影響を注視する必要がある。

●BOEは1～3月期に追加利下げ後、様子見に転じる見込み

(12月の利下げは金融市場の混乱による景気減速のリスクの高まりへの対応)

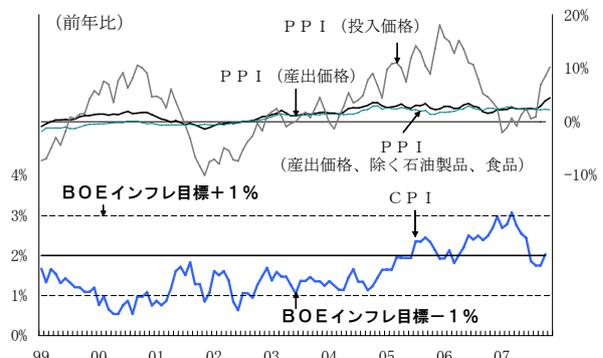
イングランド銀行(以下、BOE)は、金融市場の混乱による景気減速のリスクが高まったことへの対応として、12月5日～6日開催の金融政策委員会(以下、MPC)で25bpの政策金利の引き下げを決めた。BOEの利下げは、2003年11月から2004年8月と、2006年8月から2007年7月までの利上げ局面の間の2005年8月の1回のみ、5対4という僅差で決定された利下げから2年4カ月ぶりとなる。

図表 1 1 英米欧の政策金利



(資料) BOE、ECB、FRB

図表 1 2 イギリスの物価



(資料) ONS

(住宅市場の調整色が深まった場合には、より大幅な利下げに動く可能性も)

MPCはすでに前回11月の段階で利下げのタイミングを議論しており、「景気減速によるインフレ圧力の緩和を見極めるための材料待ち」という状態にあった。11月の時点では2票であった利下げ票が、12月には過半に伸びたのは、住宅市場の軟化や内需の減速を示す材料が増えたことを受けて、「金融市場の環境が悪化したことに加え、家計と企業に対する融資スタンスが厳格化しており、成長とインフレに対する下振れリスクが高まった(12月MPC声明文)」という認識が広がったことによると思われる。

市場では追加利下げ観測が根強い。今回の利下げで政策金利は5.50%となったが、なお引き締



めの領域にあること、11月に公表された最新の「インフレ報告」は、2008年半ばにかけて景気拡大テンポの急速な鈍化を予想しており、2%のインフレ目標の達成には、「1年以内に2回の利下げ」が必要という内容のものであったことが理由だ。

ただ、原油や食品価格の値上がりにより、CPIは10月に前年同月比2.1%と再び2%の目標水準を上回るようになっており、生産者物価も投入価格が同10.3%、産出価格が5.4%と再び上振れ傾向が強まっている（図表12）。産出価格は、石油製品と食品を除けば同2.2%と安定しているものの、追加利上げに際して、「景気減速によるインフレ圧力の緩和」という見通しに沿った動きとなっているかどうかを見極める必要も高い。

今回の見通しでは、メイン・シナリオとしては、BOEの利下げは1～3月期中の25bp一回と見ているが、銀行の融資スタンスや住宅市場、雇用などで、金融混乱の波及を裏付ける材料がさらに増えれば、より大幅な利下げに動くこともありえよう。