

欧州経済：一部指標に底入れの兆しも低空飛行は当面続く（改定見通し）

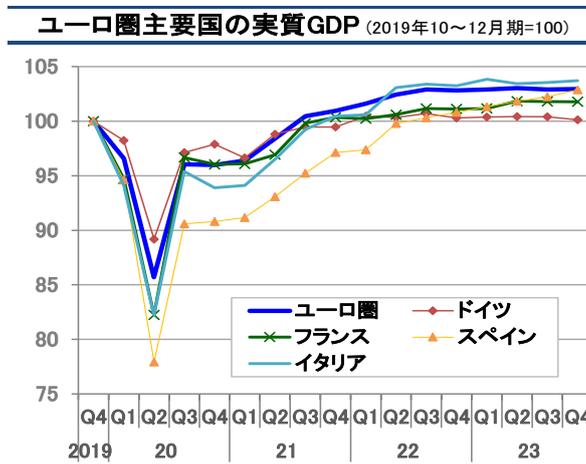
昨年10～12月期の実質GDP成長率（前期比）は、ユーロ圏が横ばいとどまり景気停滞が続き、英国が2期連続のマイナス成長で統計上の景気後退となった。ただし、1～2月分の景気指標の一部で明るさも見られるため、1～3月期の成長率は若干上向き可能性が出ている。インフレ率はユーロ圏、英国とも緩やかな低下傾向にあるが、ユーロ圏では先行きのサービス価格の騰勢鈍化を示唆する材料が出る一方、最低賃金引上げが予定される英国はインフレ率下げ渋りの懸念が残る。そのため、中央銀行の利下げ開始や景気底入れのタイミングは、ユーロ圏で今年央となる一方、英国では夏場にズレ込む見通しである。また、2024年通年の成長率はユーロ圏（0.5%）、英国（0.2%）ともに前年並みとなり、英国が後れを取る状況が続こう。

●2023年10～12月期GDP：ユーロ圏はゼロ成長、英国はテクニカルリセッション入り

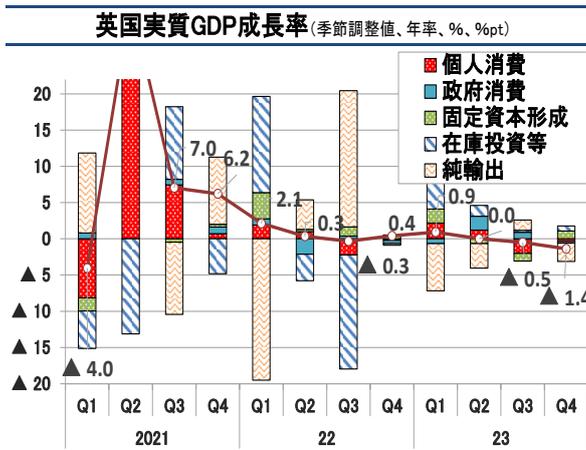
➤ ユーロ圏の10～12月期成長率（確報値）は、前期比0.0%（年率換算0.2%）と、かろうじてテクニカルリセッションを免れるも、7～9月期（前期比▲0.1%）に続き景気が停滞していたことを確認。主要国では、ドイツ（7～9月期前期比0.0%→10～12月期▲0.3%）が4四半期ぶりにマイナス成長となったほか、フランス（0.0%→▲0.0%）が横ばい。一方、イタリア（0.1%→0.2%）やスペイン（0.4%→0.6%）は伸びが僅かに高まり、ユーロ圏全体を下支え。

需要項目別の状況は未公表（3/8公表予定）であるが、各種景気指標の動きに基づけば、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引続き低迷、輸出も海外経済の減速により減少が続いたと推察される。

➤ 英国の10～12月期成長率（速報値）は、前期比▲0.3%（年率換算▲1.4%）と、2四半期連続のマイナス成長（7～9月期は前期比▲0.1%）。需要項目別には、総固定資本形成（▲1.4%→1.4%）が、公共投資（3.9%→5.8%）や企業設備投資（▲2.8%→1.5%）を中心に3四半期ぶりのプラスに転じたものの、輸出（▲0.8%→▲2.9%）が4四半期連続で減少したほか、個人消費（▲0.8%→▲0.1%）も2四半期連続のマイナスとなり、全体を下押し。海外経済の減速や物価高の影響が続いた。そのほか、医療従事者のストライキにより、政府消費（1.1%→▲0.3%）も3四半期ぶりに前期比マイナスへ転じた。



(出所) CEIC Data



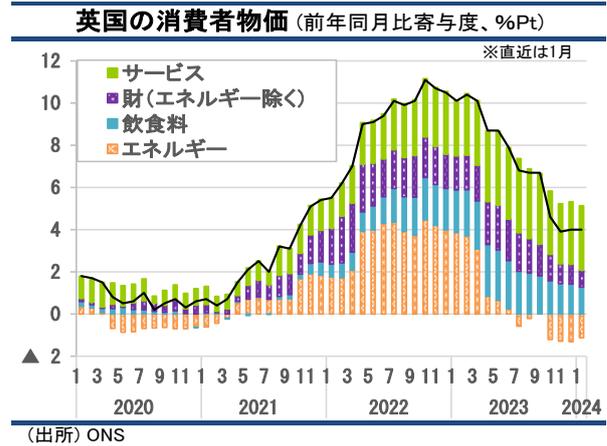
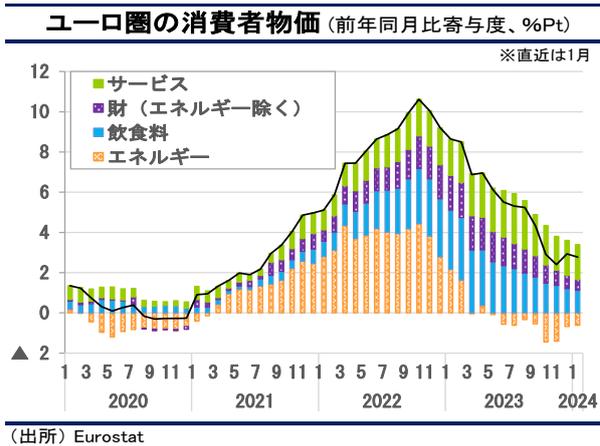
(出所) ONS

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

●物価と金融政策: ユーロ圏サービス価格に騰勢鈍化の兆し。ECB と BOE は利下げに向け賃金動向注視。

<インフレ率: 1月はユーロ圏では再低下、英国では下げ渋り>

- 1月のインフレ率（消費者物価指数の前年同月比）は、ユーロ圏で僅かに低下、英国は横ばい（ユーロ圏：12月前年同月比 2.9%→1月 2.8%、英国：4.0%→4.0%）。
- 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、ユーロ圏で僅かに低下（3.4%→3.3%）。英国では5%台で高止まり（5.1%→5.1%）。

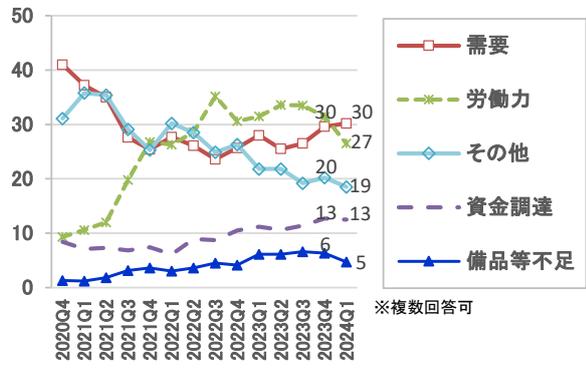


- ユーロ圏のインフレ率の内訳をみると、①サービス価格（4.0%→4.0%）の伸びは12月比横ばいで、物価全体を押し上げ。主な品目では振れの大きいパック旅行（5.5%→7.8%）の伸びが上昇。娯楽・文化（4.4%→3.9%）や飲食・宿泊（5.6%→5.4%）の伸びは低下。②エネルギー価格（▲6.7%→▲6.1%）は、光熱費を中心に下落率が縮小。③食料品類（6.1%→5.6%）は、原材料価格などの各種コストが川上分野から川下分野へと価格転嫁される中で高い伸びが続くが、鈍化傾向にある。④コア財（2.5%→2.0%）の伸びも、需要の伸び悩みやコロナ禍収束に伴う供給制約の緩和、各種生産コストの低下等を背景に低下。

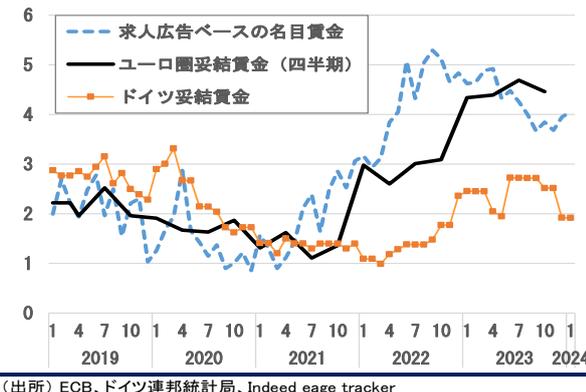
- ユーロ圏のサービス価格上昇については、供給側の人手不足問題が賃金上昇を通じて影響している可能性が高い。しかし、欧州委員会によるアンケート調査によると、サービス業の活動を制約している要因として、「労働力（の不足）」を挙げる企業が2022年7～9月期以降3割を上回る状況が続いてきたが、直近の2024年1～3月期は27%と2割台へ低下。加えて、「需要（の減退）」を挙げる企業も徐々に増えており（1～3月期30%）、先行きのサービス価格の伸び率鈍化につながる可能性。
- 実際、賃金情勢について速報性が高いドイツの妥結賃金の1月値は前年同月比1.9%と12月から変わらずの伸びとなったが、2%台後半で推移していた2023年夏や秋の状況からは鈍い動きとなってきている。

ユーロ圏全体の妥結賃金の前年同期比伸び率は10～12月期に

サービス業が挙げた生産の制約要因(回答割合、%)



ユーロ圏の賃金 (前年比、%)



4.7%と、7～9月期の4.5%から低下したが、ドイツの動きは、1～3月期のユーロ圏全体の伸びがさらに低下する可能性を示唆。

ただし、ユーロ圏の賃金全体の先行指標とされる求人広告ベースの名目賃金伸び率（前年同月比）は1月に4.1%と下げ渋っている（2か月連続で上昇）ため、賃金の騰勢は急速に沈静化していく訳ではなく、緩やかに減速していくことが予想される。

- 一方、英国のインフレ率の内訳をみると、①サービス価格（6.4%→6.5%）の伸びが小幅上昇。娯楽・文化（4.1%→5.0%）などの項目で加速、パック旅行（11.5%→11.5%）も高止まり。また、②エネルギー価格（▲17.3%→▲14.9%）の伸びは、消費者向けガス・電力支払額の上限引上げにより上昇。一方、③食料品類（9.3%→8.3%）の伸びはパン・シリアル（9.7%→8.1%）など主食を中心に低下。④コア財（3.1%→2.7%）の伸びも、家具・家庭用品（2.5%→0.4%）等で低下。

<ECBは3会合連続の金利据え置きを決定>

- ECB（欧州中銀）は1/25の定例理事会で、政策金利の据え置き（預金ファシリティー金利で4.0%）を決定。ECBは「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」との見解を維持。一方、物価動向については、「域内インフレ圧力の高止まり」との表現を削除し、「基調的なインフレ率の低下傾向は継続」とするなど、警戒感がやや緩和。背景には、サービス価格に影響を与える賃金上昇率の鈍化傾向やユーロ圏景気の停滞などがある模様。
- ECBは利下げに踏み切る場合、実際のインフレ率の低下基調に加え、5月に判明する1～3月期の賃金上昇率の鈍化なども確認すると考えられる。

<BOEは4会合連続の金利据え置きを決定>

- BOE（英国中銀）は2/1の金融政策委員会で、5.25%での政策金利の据え置きを賛成多数で決定（6人の委員は据え置き、2人は0.25%Ptの引上げ、1人は0.25%Ptの引下げを主張）。
- 今回の注目点は、声明文で「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」との表現が削除され、利上げのみならず、利下げの可能性も視野に入れた表現（「委員会は現在の政策金利をどの程度の期間、維持するかについて検討」）に変更されたこと。また、賃金動向などを踏まえた先行きのインフレリスクについても、「上方に傾いている」から「より均衡」へと変更。ただし、依然としてサービス価格・賃金上昇率ともに6%台と、ユーロ圏と比較しても高水準で推移。加えて、2024年4月からの最低賃金引上げ（9.8%）も予定されていることから、BOEのインフレ警戒態勢は声明文の表面的な修正ほどには緩んでいないと考えられる。
- 統計上の景気後退となる中で、ユーロ圏と同様にコア・インフレ率の低下が見込める状況にあるため、BOEが追加利上げを行う可能性は低い。しかし、利下げを検討するのは、最低賃金引上げのサービス価格への影響を見極めた後にならざるを得ず、ユーロ圏からは一步遅れた形になろう。

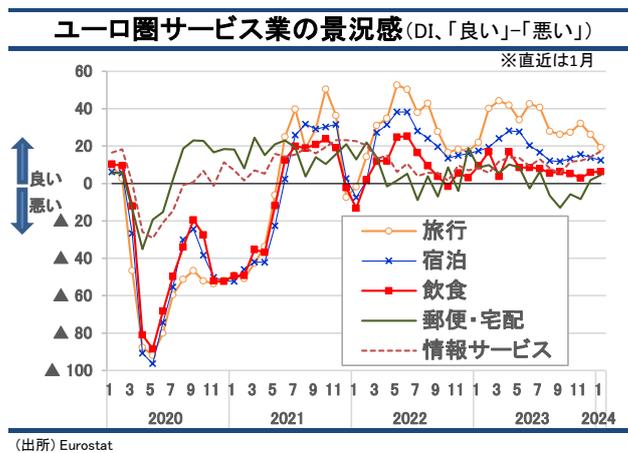
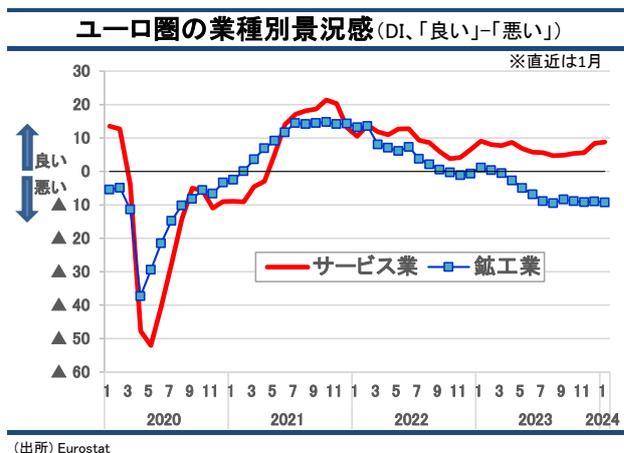
●2024年入り後の景気動向：1～3月期の成長率は若干改善か

➤ 1月分の経済指標は一部しか公表されていないが、ユーロ圏、英国ともに内需関連分野で悪化一服の材料が見られる。1～3月期の実質GDP成長率の大幅上昇は見込み薄ながら、10～12月期からは若干改善することが期待できる状況。主な個別指標の動きは以下の通り。

<ユーロ圏>

* **企業の景況感** (DI (「良い」-「悪い」)) … 鉱工業は、1月に▲9.3 (12月▲9.0) と2か月ぶりの悪化。2022年末以降、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。

一方、サービス業の1月値は8.8 (12月8.4) と4か月連続の改善。分野ごとでは、旅行・宿泊の改善に一服感が見られるが、情報サービス、郵便・宅配事業などが上昇。

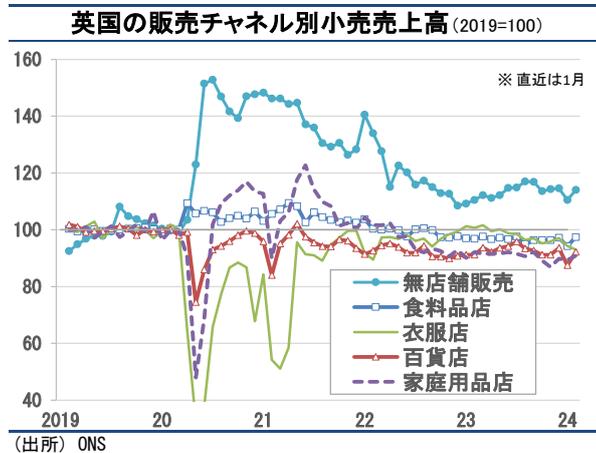


* **ドイツの消費者マインド指数** (GfK 社調べ) … 1月は▲25.4%Pt (12月▲27.6%Pt) と極めて低水準ではあるが、ひとまず下げ止まり (2か月連続の改善)。

<英国>

* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … 1月は前月比3.4% (12月▲3.3%) と増加に転じ、12月の落込みを相殺。10～12月平均比で見ても1.6%増となり、1～3月期の出足は良好。業態別の内訳 (1月の10～12月平均比) を見ると、衣料品店 (▲2.9%) が落ち込んだものの、家庭用品店 (2.5%)、百貨店 (1.6%)、食料品店 (1.6%) の増加が全体を押し上げ。無店舗販売 (0.8%) もプラス。

* **消費者マインド指数** (GfK 社調べ) … 2月は▲21.0%Pt (1月▲19.0%Pt) と、4か月ぶりの悪化となったが、悪化幅は小さく、緩やかな改善基調は崩れていないと判断。



●欧州経済の見直し改定（2023年10～12月期実績を踏まえて）

：2024年は後半に緩やかな持ち直しが期待も、**通年ではゼロ%台の低成長に留まる**

- **今後の物価・金融政策**について、ユーロ圏、英国ともに足元では物価上昇ペースが弱まる傾向にあるが、サービス価格の騰勢が明確に落ち着いたと確認されるまでには時間を要するとみられる。中東情勢の不安定化や紅海周辺の治安悪化により、資源価格や輸送コストの再上昇リスクもくすぶる中、ECBやBOEはこれまでの利上げ効果を見極める姿勢をとり、当面は現状の金融引締め水準を維持する見込みである。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や賃上げ鈍化の確認が期待される同年8月頃との従来予想を維持する。
- **今後の欧州景気**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金融引締めの影響が相対的に効きやすい住宅投資や設備投資の低迷が続くほか、③米中の成長ペース鈍化により輸出も当面力強さを欠くことから、2024年通年ではユーロ圏、英国ともに0%台の成長率にとどまる見込みである。
- ただし、**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も期待される中、2024年年央までには景気が底入れし、年後半は利下げ開始や外需復調もあいまって回復ペースが2025年に向けて徐々に加速するとみる。**英国**では3%台後半のインフレ率が今春まで続いて景気回復を阻害するとみられ、景気の底入れは年央から夏場頃とユーロ圏よりも少し遅れる見通し。
- **通年の成長率**は、**ユーロ圏が2023年0.5%（実績）の後、2024年0.5%、2025年1.3%、英国が2023年0.1%（実績）の後、2024年0.2%、2025年1.2%**と予想。12月時点の見直しから、ユーロ圏は変更なし、英国では1～3月期の消費の出足に良好さが窺えるものの、昨年10～12月期の実績値の下振れを反映し、2024年を下方修正した。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2021 実績	2022 実績	2023 実績/見込	2024 予想	2025 予想
実質GDP	5.3	3.4	0.5	0.5	1.3
個人消費	3.6	4.2	0.5	0.8	1.3
固定資産投資	3.9	2.8	0.8	0.6	0.9
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(0.3)	(▲0.2)	(0.8)	(0.0)
政府消費	3.9	1.6	0.3	0.9	0.7
純輸出(寄与度)	(1.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
輸出	10.5	7.4	▲0.9	0.9	3.1
輸入	8.2	8.0	▲1.4	1.4	2.8

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

英国の成長率予想

%,%Pt	2021 実績	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想
実質GDP	8.7	4.3	0.1	0.2	1.2
個人消費	7.4	5.0	0.4	0.3	1.4
固定資産投資	7.4	8.0	2.9	0.2	1.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(1.0)	(▲0.9)	(0.2)	(0.0)
政府消費	14.9	2.3	0.6	1.7	1.0
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(▲1.7)	(0.1)	(▲3.2)	(▲0.4)
輸出	4.9	9.0	▲1.4	▲2.0	1.5
輸入	6.1	14.6	▲1.6	▲0.1	1.6

(出所)ONS、伊藤忠総研

¹ 12月時点の見直しは、ユーロ圏が2023年0.5%、2024年0.5%、2025年1.3%。英国が2023年0.5%、2024年0.3%、2025年1.2%。