

欧州経済：景気後退のユーロ圏は6月より利下げ開始へ

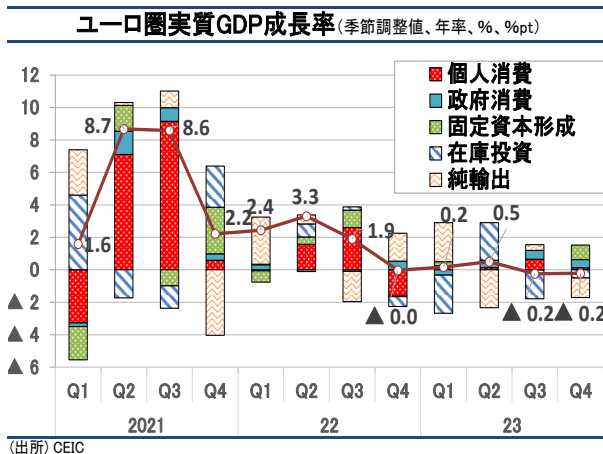
ユーロ圏の昨年10～12月期の実質GDP成長率（確報値）は前期比マイナスに下方改定され、英国とともに統計上の景気後退（2四半期連続のマイナス成長）となった。ただし、年明け後の経済指標によると、ユーロ圏の低調はなお続いているが、英国では個人消費が下げ止まり、1～3月期の成長率が小幅ながら前期比プラスに転じる可能性が高まっている。インフレ率は、ユーロ圏、英国ともに2月にかけて低下傾向をたどり、ECBは景気の低調持続も踏まえ、今年6月からの利下げ開始を示唆した。一方、英国では、BOE内で追加利上げ論が大きく後退し「次の一手は利下げ」が確実となってきたが、ユーロ圏を上回るインフレ率（3%台）、サービス価格や賃金の強い伸び（いずれも前年比6%台）が落ち着くのを待つ必要があることなどから、BOEの利下げ開始時期はユーロ圏からやや遅れ、今年夏場になると見込まれる。

●ユーロ圏の2023年10～12月期GDP確報値：小幅ながらも、テクニカルリセッション入り

- 3/8に公表されたユーロ圏の10～12月期実質GDP成長率（確報値）は、前期比▲0.04%（年率換算▲0.2%）と、2/14公表の改定値（前期比0.04%、年率換算0.2%）からマイナスへと下方改定。英国¹と同じく、7～9月期（前期比▲0.1%、年率換算▲0.2%）に続く2四半期連続のマイナス成長。

- 需要項目別の内訳を見ると、固定資本形成（7～9月期前期比▲0.0%→10～12月期1.0%）が増加に転じ、輸出（▲1.2%→0.0%）の減少が一服したものの、一方で、個人消費（0.3%→0.1%）の伸びがサービス分野を中心に鈍化して成長率を下押し。加えて、GDPの控除項目で、四半期ごとの振れが大きい輸入（▲1.4%→0.6%）が10～12月期は増加となり、成長率の低下に寄与。

固定資本形成の増加についても、その内訳をみると、①振れの大きいアイルランドを中心とした知財投資の一時的な急増（0.4%→9.5%）によるところが大きく、②住宅などの建設投資（▲0.5%→▲0.4%）は引き続き減少。そして、③機械投資（0.6%→▲2.3%）は輸送用機械を中心にむしろ減少に転じた。従って、今回の増加をもって、ユーロ圏内の投資需要が持ち直し始めたとはまでは評価できない。



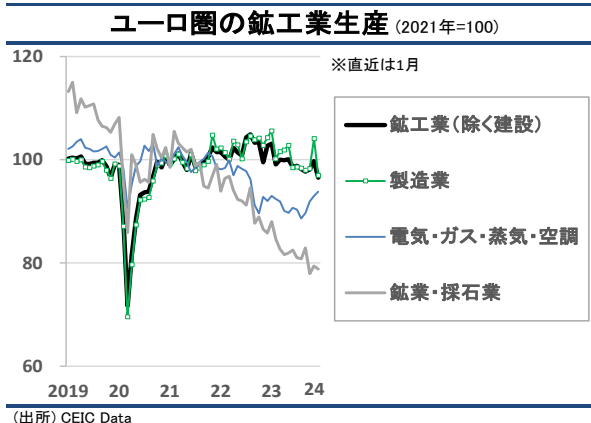
●年明け後の欧州景気動向：ユーロ圏は引き続き低調、英国は1～3月期小幅プラス成長に転じる可能性

- 足元の経済指標によると、ユーロ圏では力強さに欠ける状況が継続しており、1～3月期も景気の低調が続いた可能性が高い。一方、英国では、個人消費の下げ止まりを主因に、1～3月期の実質GDP成長率が小幅ながら前期比プラスに転じる可能性が高まってきている。主な個別指標の動きは以下の通り。

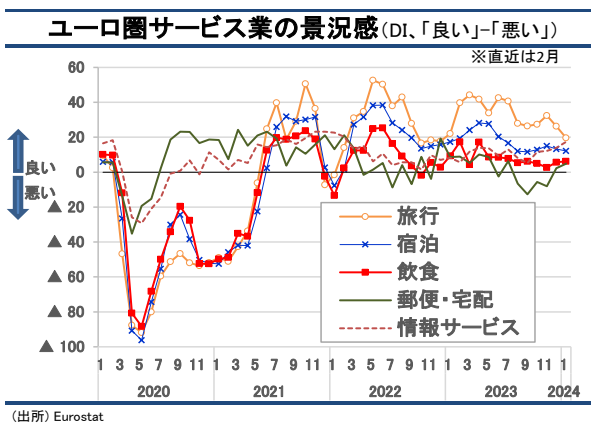
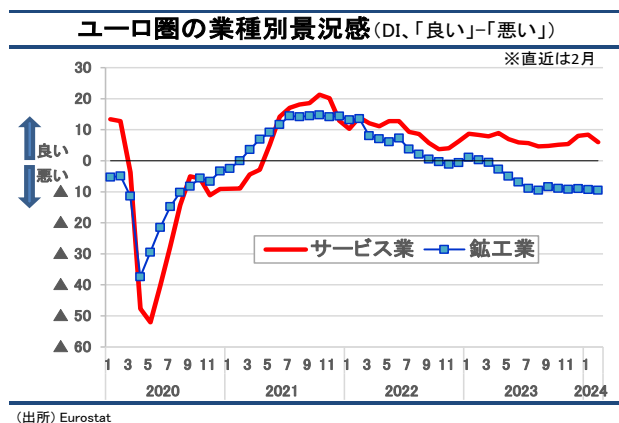
¹ 英国の10～12月期成長率は前期比▲0.3%（7～9月期は前期比▲0.1%）。

<ユーロ圏>

* **鉱工業生産** (数量ベース、建設を除く) … 1月は前月比▲3.2% (12月1.6%)と3か月ぶりの減少。減少幅も、月ごとの振れの大きいアイルランド(▲29.0%)の大幅減が響き、比較的大きなものに。1月の10~12月平均比で見ても▲2.0%と、5四半期連続で減少の後、1~3月期も低調な滑り出し。1月の分野別の増減率(10~12月平均比)を見ると、食料品(2.8%)で増加したものの、輸送用機器(▲10.4%)や医薬品(▲5.2%)、コンピュータ(▲9.5%)などが大きく減少し、全体を下押し。



* **企業の景況感** (DI (「良い」-「悪い」)) … 鉱工業は、2月に▲9.5 (1月▲9.3)と緩やかながら2か月連続の悪化。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。サービス業の2月値は6.0 (1月8.4)と5か月ぶりの悪化。分野ごとでは、情報サービス、郵便・宅配事業などが上昇傾向を維持する一方、旅行・宿泊の改善が一服。



* **小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … 1月は前月比0.1%と、12月の▲0.6%からのリバウンドはほとんど見られず。そのため、1月の10~12月平均比は▲0.2%と、年明け後も減少トレンドが持続。1月の品目別の内訳(10~12月平均比)は自動車燃料(2.6%)や食料品類(0.4%)が増加も、非食料品(自動車燃料を除く、▲0.7%)が減少。

* ドイツの**消費者マインド指数** (GfK社調べ) … 大幅なマイナスが続いており、2月は▲29.6%Pt (1月▲25.4%Pt)と3か月ぶりの悪化。

* **輸出** (財のみ) … 1月分の圏外向け輸出数量の全体値は未公表ながら、先行公表された一部地域向けの指数によれば、2023年中は減少基調にあった中国向け(1月の10~12月平均比4.2%)やASEAN向け(1.0%)が増加。しかし、比較的堅調だった米国向けが▲1.0%と減少。全体としての底入れの兆しは窺えない。

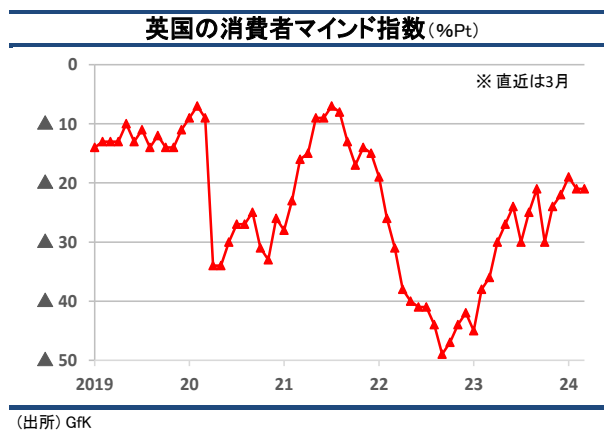
<英国>

* **月次GDP** … 1月は前月比0.2% (12月▲0.1%)と2か月ぶりの増加。1月の10~12月平均比も

0.2%と増加しており、1~3月期の滑り出しは良好。1月の部門別の内訳（10~12月平均比）について、サービス業は0.2%と増加。医療・社会保障（0.1%）や教育（▲0.2%）といった公共関連サービスが横ばい圏内となった中、芸術・娯楽（3.4%）や卸・小売（0.7%）といった民間サービスが押し上げ。製造業（0.8%）は、輸送用機器（4.1%）や機械・設備（0.9%）など幅広い業種で増加。建設業は、修繕・メンテナンス（2.0%）を中心に0.5%と増加。

***小売売上高**（数量ベース、自動車を除く）… 2月は悪天候の影響が懸念された中で、前月比0.0%（1月3.6%）と横ばいを維持。1~2月平均の10~12月平均比は1.7%となり、1~3月期は3四半期ぶりの増加が見込める状況。1~2月平均の業態別の内訳（10~12月平均比）を見ると、衣料品店（▲1.5%）が落ち込んだものの、家庭用品店（1.4%）、百貨店（3.0%）、食料品店（0.9%）の増加が全体を押し上げ。無店舗販売（0.3%）もプラス。

***消費者マインド指数**（Gfk社調べ）… 3月は▲21.0%Pt（2月▲21.0%Pt）と、大幅なマイナスでの推移が続く。ただ、サブ項目のうち、「金融環境の先行き見通し」が2021年12月以降初めてプラスに転じており、消費者マインドが改善に向かう兆しも窺える。

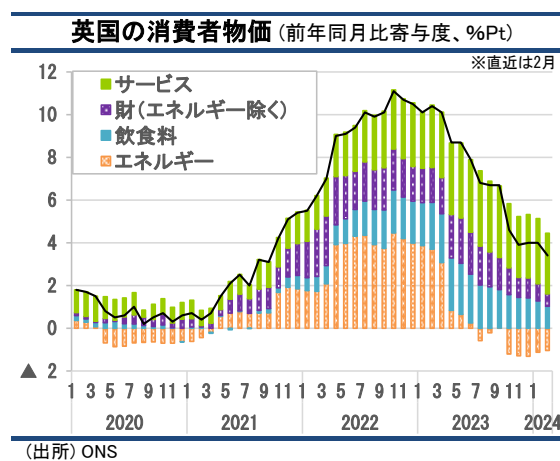
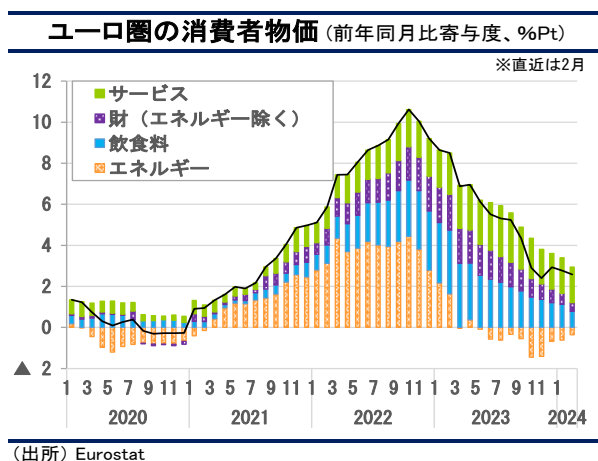


●物価と金融政策：ユーロ圏での6月利下げ開始の蓋然性高まる

<インフレ率：2月はユーロ圏、英国ともに低下>

➤ 2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、英国ともに低下（ユーロ圏：1月前年同月比2.8%→2月2.6%、英国：4.0%→3.4%）。

変動の大きいエネルギー・食料品類を除いたコアインフレ率もともに低下（ユーロ圏：3.3%→3.1%、英国：5.1%→4.5%）。



➤ ユーロ圏では、①食料品類（5.6%→3.9%）や、②食料品以外のコア財（2.0%→1.6%）の伸びの鈍化がインフレ率の低下に寄与。景気悪化のほか、原材料価格などの各種コストを川上分野から川下分野へ転嫁する動きがピークアウトしてきたこと、コロナ禍収束に伴う供給制約の緩和などが背景。ただし一方で、③サ

サービス価格（4.0%→4.0%）の伸びは1月と変わらず²。また、④エネルギー価格（▲6.1%→▲3.7%）は、光熱費を中心に下落率が縮小。

- ▶ 英国でも、①食料品類（8.3%→6.7%）、②コア財（2.7%→1.9%）の伸びが鈍化。また、③ウエイトの大きいサービス価格（6.5%→6.1%）も、6%台の高い伸びが続いているが2月は低下³。一方、④エネルギー価格（▲14.9%→▲13.8%）は、ガソリン価格を中心に下落率が縮小。

<ECBは「6月利下げ開始」を示唆>

- ▶ ECB（欧州中銀）は3/7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%）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。
- ▶ ただし、ECBが今回発表したインフレ見通しは、総合、コアともに見通しを下方修正⁴。そして、ラガルド総裁は理事会後の会見での質疑応答の中で、「金融引き締めの姿勢を巻き戻す議論をし始めた」と発言した。
- ▶ さらに、総裁は今後利下げに踏み切る場合に「特に賃金動向を重視」する旨を改めて強調し、「6月会合時には、4月よりも多くの情報が得られるという点で幅広い合意があった」とも発言した。これは、5月下旬に公表が予定される1~3月期の妥結賃金の上昇率が引き続き鈍化していることを確認した上で、次々回6/6の理事会で利下げを開始する、という当社の従来予想の蓋然性が高まったことを意味する。

<BOEでも一部ボードメンバーの利上げ主張がなくなったが…>

- ▶ BOE（英国中銀）は3/20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（8人の委員は据え置き、1人は0.25%Ptの引き下げを主張）。ただし、前回会合まで追加利上げを主張していた2名の委員が据え置きに意見を修正したため、「BOEの次の一手は利下げ」との見方が広がっている。
- ▶ BOEは、景気悪化に加えて、燃料税の凍結延長（3/6の春季財政計画で発表、2025年3月まで）などの政策要因も踏まえ、インフレ率が財やエネルギーを中心に今年4~6月期にかけ一旦2%割れまで低下する可能性を視野に入れている。しかし一方で、4月に予定される最低賃金引上げが、依然として**いずれも前年同月比で6%台の高い伸びを続けている賃金およびサービス価格を一段と押し上げるという「インフレ再加速リスク」は残っており**、BOEもそのリスクを認識している。このように物価見通しに対する不確実性がくすぶる中で、BOEが仮に利下げに踏み切るとしても、そのタイミングは6月と予想されるユーロ圏からは一歩遅れた形になりそうである。

² サービス分野の主な品目では、振れの大きいパック旅行（7.8%→7.1%）や飲食・宿泊（5.4%→5.3%）の伸びが鈍化した一方、娯楽・文化（3.9%→4.2%）の伸びが加速。

³ サービス分野では、旅行・輸送（7.4%→6.7%）、娯楽・個人向けサービス（7.3%→6.7%）、通信（8.2%→5.6%）など幅広い品目で伸びが鈍化した。

⁴ 総合：2024年2.3%、2025年2.0%（2023年12月時点：2024年2.7%、2025年2.1%）、コア：2024年2.6%、2025年2.1%（2023年12月時点：2024年2.7%、2025年2.3%）。