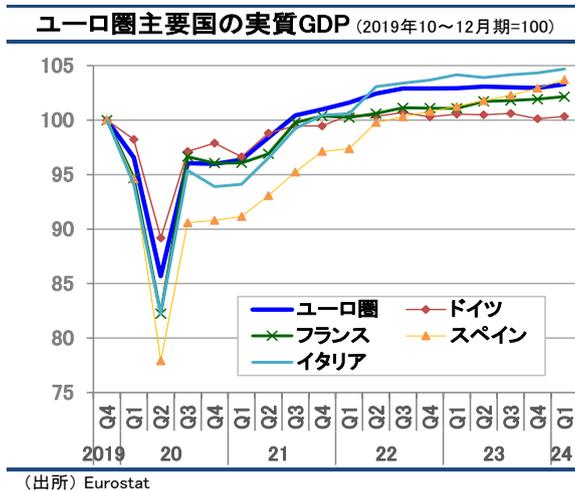


欧州経済：景気は底入れ、年後半は成長ペース加速へ（改定見通し）

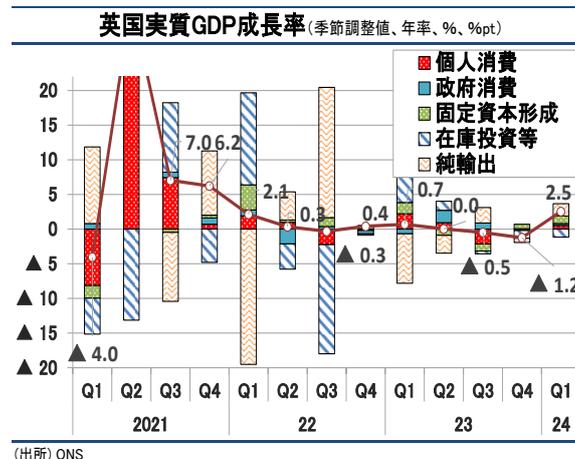
2024年1～3月期の実質GDP成長率はユーロ圏、英国ともに3四半期ぶりのプラス成長となり、景気は底入れした。ただし、イースター時期のずれ（例年4月のところ、2024年は3月）による消費の増加など、一時的要因も成長率を押し上げた模様である。その反動から4～6月期は成長ペースが減速する見込みも、年後半はインフレ率の低下や賃上げを受けた実質可処分所得の増加により、個人消費主導で再びペースが加速する見通しである。インフレ率はユーロ圏、英国ともに4月にかけて低下基調にある中、ECBは賃金上昇圧力も後退しているとの判断の下、6/6の理事会で利下げ開始を判断する公算が大きい。一方、英国ではサービス価格が下げ渋る中、BOEの利下げ開始時期はユーロ圏からやや遅れ、夏場になると見込まれる。

●2024年1～3月期GDP：一時的要因も寄与し、ユーロ圏、英国ともに3四半期ぶりのプラス成長

➤ ユーロ圏の2024年1～3月期成長率（改定値）は、前期比0.3%（年率換算1.3%）と、2023年7～9月期、10～12月期（ともに前期比▲0.1%）のテクニカルリセッションを経て3四半期ぶりにプラス成長に転じた。 主要国では、ドイツ（10～12月期前期比▲0.5%→1～3月期0.2%）が2四半期ぶりのプラス成長に転じ、フランス（0.1%→0.2%）、イタリア（0.2%→0.4%）の伸びが僅かに高まったほか、スペイン（0.7%→0.7%）は力強い成長が継続。需要項目別の状況は未公表（6/7公表予定）であるが、各種景気指標の動きに基づけば、サービス消費や輸出の増加が牽引したと推察される。ただし、イースター時期のずれ（例年4月のところ、2024年は3月）や暖冬による建設投資拡大など、一時的要因も寄与した模様。



➤ 英国の2024年1～3月期成長率（速報値）は、前期比0.6%（年率換算2.5%）と、2023年7～9月期、10～12月期（それぞれ前期比▲0.1%、▲0.3%）を経て3四半期ぶりにプラス成長に転じた。 需要項目別には、海外経済の減速を反映し輸出（▲0.8%→▲1.0%）が5四半期連続で減少したものの、6四半期ぶりにプラスに転じた住宅投資（▲1.0%→4.2%）を中心に、総固定資本形成（0.9%→1.4%）が増加したほか、個人消費（▲0.1%→0.2%）や政府消費（0.1%→0.3%）も緩やかに増加した。 加えて、GDPの控除項目で四半期ごとの振れが大きい輸入（▲0.3%→▲2.3%）の減少が成長率を押し上げた。



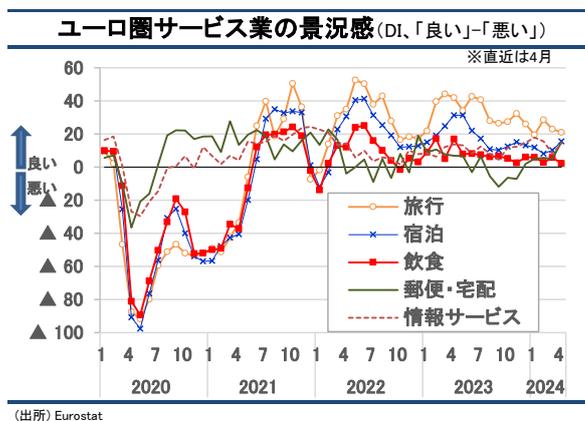
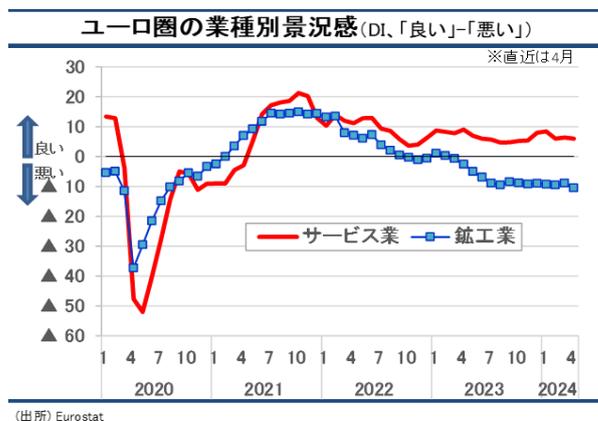
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

●4～6 月期の欧州景気動向：成長ペースは一旦緩やかに

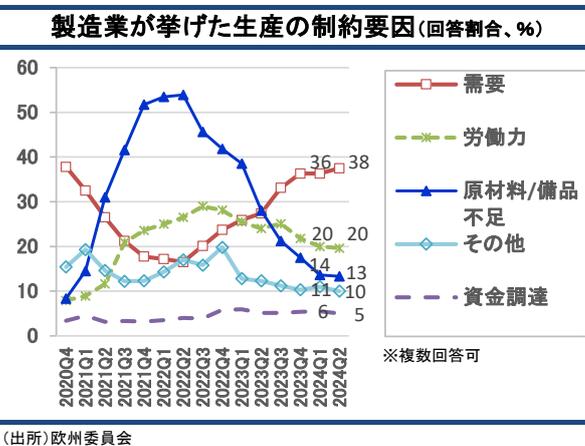
➤ 4月以降の経済指標はユーロ圏、英国ともに改善一服の材料が見られるものの、良好な雇用・所得環境等を背景に消費者マインドは改善に向かっている模様。4～6月期の実質 GDP 成長率は、前期ほどのプラス幅確保は望み薄ながら、緩やかな持続的成長が期待できる状況。主な個別指標の動きは以下の通り。

<ユーロ圏>

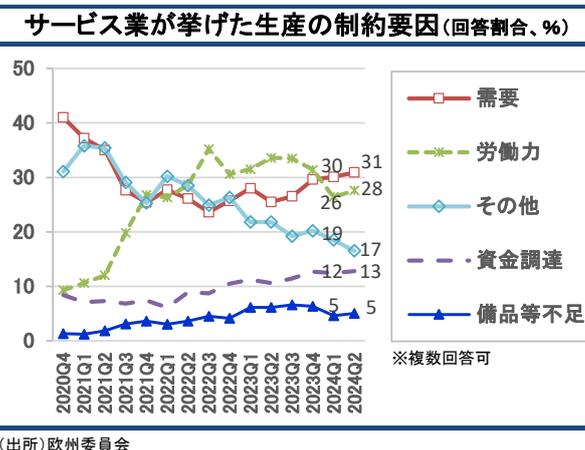
* **企業の景況感** (DI (「良い」-「悪い」)) … **鉱工業は、4月に▲10.5 (3月▲8.9) と2か月ぶりの悪化**。2022年末以降、景気の良し悪しの分かれ目となる0を下回る状態が続く。比較的堅調な**サービス業の4月値は6.0 (3月6.4) と2か月ぶりの悪化**。分野ごとでは、情報サービスや宿泊などが上昇の一方、飲食の改善が一服。



* **製造業の生産制約要因** (欧州委員会によるアンケート、複数回答可) … 直近の2024年4～6月期に「**需要 (の減退)**」を挙げた企業の割合は**38%** (1～3月期36%)と僅かに上昇。また、「**労働力 (の不足)**」を挙げた企業の割合は**20%**と低下基調にある。「**原材料・備品の不足**」を挙げた企業は13%と、半導体不足やサプライチェーンの混乱の影響は引き続き後退。「**資金調達**」を挙げた企業は5%と低水準横ばいで推移しており、生産面におけるビジネスの制約要因にはなっていない模様。



* **サービス業の生産制約要因** (同上) … 2024年4～6月期に「**需要 (の減退)**」を挙げた企業の割合は**31%** (1～3月期30%)と僅かに上昇。また、「**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、4～6月期は**28%**と低下。ただし、1～3月期の26%からは僅かに上昇しており、製造業と比較した際の、**労働需要の底堅さを示唆**。



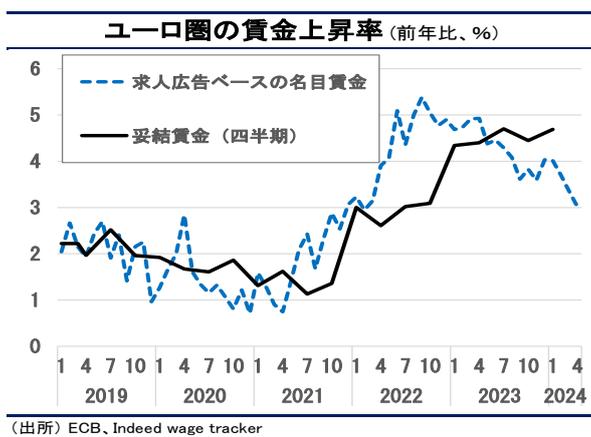
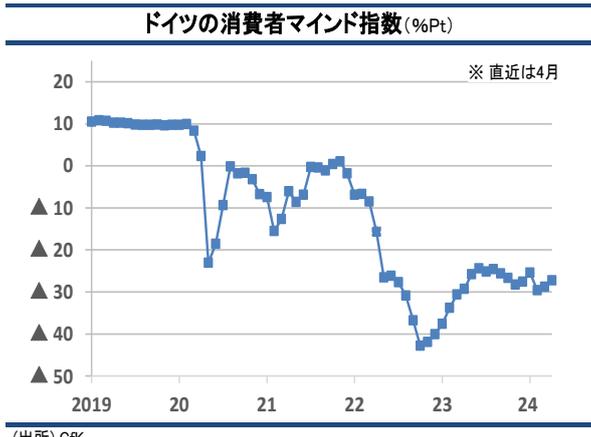
*ドイツの**消費者マインド指数** (GfK 社調べ) … 4月
は▲27.3%Pt (3月▲28.8%Pt) と2か月連続の改善となり、底打ちの兆し。

***賃金** … 先行指標とされる**求人広告ベースの賃金上昇率**は、2022年9月をピークに低下 (2024年4月は同3.0%)。一方、**2024年1~3月期の妥結賃金**は4.7% (2023年10~12月期4.5%) と小幅の加速、2%のインフレ目標と整合的な上昇率 (3%程度) を超える水準で高止まり。しかし、ドイツ公的部門などの一時金支払いが寄与しており、その影響をならせば**賃金上昇圧力の低下基調が持続**。

<英国>

***小売売上高** (数量ベース、自動車を除く) … 4月は悪天候で客足が伸び悩んだ中、イースター需要の前倒しも影響し、前月比▲2.3% (3月▲0.1%) と大幅減。4月の1~3月平均比は▲2.3%となり、4~6月期の滑り出しは不調。4月の業態別の内訳 (1~3月平均比) を見ると、衣料品店 (▲4.4%)、家庭用品店 (▲4.0%)、百貨店 (▲1.8%)、食料品店 (▲1.6%) が軒並み減少。無店舗販売 (0.4%) のみがかろうじて増加。

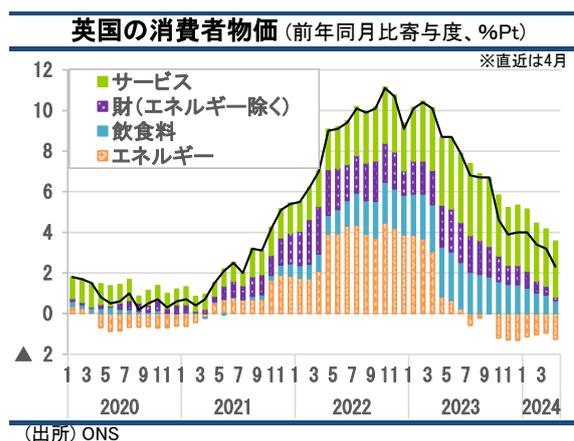
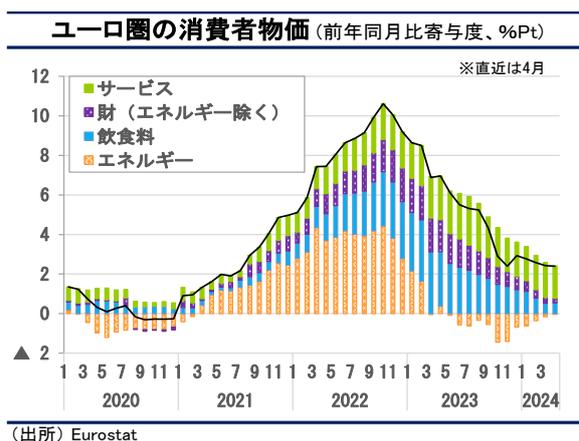
***消費者マインド指数** (GfK 社調べ) … 5月は▲17.0%Pt (4月▲19.0%Pt) と2か月連続の改善となり、2022年1月以来の高水準に。サブ項目のうち、「家計の金融環境」と「景気」の先行き見通しを中心に、消費者マインドは改善に向かっている。



●物価と金融政策：英国でサービス価格の高止まりリスクがくすぶる

<インフレ率：4月はユーロ圏で横ばい、英国で低下>

- 4月のインフレ率 (消費者物価指数の前年同月比) は、ユーロ圏で横ばい、英国で低下 (ユーロ圏：3月前年同月比2.4%→4月2.4%、英国：3.2%→2.3%)。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はともに低下 (ユーロ圏：2.9%→2.7%、英国：4.2%→3.9%)。



- ▶ ユーロ圏では、食料品類 (2.6%→2.8%) の伸びが僅かに加速、エネルギー価格 (▲1.8%→▲0.6%) は光熱費を中心に下落率が縮小。一方、食料品以外のコア財 (1.1%→0.9%) の伸びは鈍化。原材料など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。ECB (欧州中銀) が重視するサービス価格 (4.0%→3.7%) もパック旅行 (7.0%→5.8%) や飲食・宿泊 (5.3%→4.9%) を中心に 6か月ぶりの低下。イースター時期のずれが影響した可能性。
- ▶ 英国では、4月に消費者向け電気・ガスの支払額の上限が一段と引き下げられたことから、電気・ガス・その他燃料 (▲18.2%→▲27.1%) を中心にエネルギー価格 (▲12.7%→▲16.7%) の下落率が拡大。また、食料品類 (6.0%→4.2%)、コア財 (1.5%→0.6%) の伸びも鈍化。ただし、サービス価格 (6.0%→5.9%) は 伸びが僅かに低下も、高止まり。イースター時期のずれにも関わらず、飲食・宿泊 (5.8%→6.0%) など伸びが加速。4月に実施された最低賃金引上げの一部が価格に転嫁された可能性も。

<BOE は6会合連続で政策金利を据え置き>

- ▶ BOE (英国中銀) は5/8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 (7人の委員は据え置き、2人は0.25%Ptの引下げを主張。前回会合から引下げを主張する委員が1名増加)。
- ▶ ベイリー総裁は、次回6月会合での利下げについて「除外も既成事実化もされない」と中立的な立場を貫いた一方で、「物事が正しい方向に進んでいると楽観視している」「今後数四半期のうちに政策金利の引下げが必要となる可能性が高い」と発言し、利下げ開始時期が近づいていることを示唆。
- ▶ ただし、インフレの持続性については委員間で見解が分かれた模様。声明文には「委員会は今後発表されるデータと、それらがインフレの持続性に関するリスクが後退しているという評価にどのように影響を与えるかを検討する」との文言が新たに追加された。
- ▶ BOEは政策要因も踏まえ、インフレ率が4~6月期にかけて財やエネルギーを中心に一旦2%付近まで低下すると見込む。しかし一方で、5月会合後に発表された4月の消費者物価(上述)は4月に実施された最低賃金引上げが、依然としていずれも前年同月比6%前後の高い伸びを続ける賃金およびサービス価格の高止まりを招くリスクを示唆しており、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、弊社は(1)BOEが利下げに踏み切るタイミングはユーロ圏から一歩遅れた形となり、(2)利下げ開始後も、根強い賃金上昇圧力から、利下げのペースは緩やかなものとなると予想する。

●欧州経済の見通し改定：2024年後半は成長ペースの再加速を予想

- 今回、2024年1～3月期のGDP実績を踏まえ従来予測を修正しつつ、2026年まで予測期間を延長した。
- **今後の物価・金融政策**について、ユーロ圏、英国ともに物価上昇ペースが弱まる方向にあり、2%の物価目標を達成する上で最終的な障害となり得るサービス価格についても、ペースは緩やかながら減速が続く見込みである。利下げの開始時期について、ECBは2024年6月頃、BOEは同年8月頃との従来予想を維持し、その後の利下げは2025年末にかけてそれぞれ四半期に一度、0.25%Ptずつと緩やかなペースを見込む。インフレ率は、ユーロ圏が2024年2.3%、2025年2.1%、2026年2.0%、英国が2024年2.5%、2025年2.2%、2026年2.0%と予想する。
- **今後の欧州景気**について、4～6月期は前期の一時要因の反動から成長ペースが減速する見込みも、年後半はインフレ率の低下や賃上げを受けた実質可処分所得の増加により、個人消費主導で再びペースが加速する見通しである。ただし、既往の金融引締めの影響を受けた住宅投資の低迷が2025年まで続くとみられるほか、米国の成長鈍化や中国の緩慢な回復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。2026年にかけてはインフレ率の落ち着きや利下げによる国内需要の持ち直しから、ユーロ圏、英国ともに巡行速度並みの成長への回帰を予想する。
- **通年の成長率**は、ユーロ圏が2024年0.7%、2025年1.3%、2026年1.4%、英国が2024年0.7%、2025年1.2%、2026年1.3%と予想する。2月時点の見通しから、ユーロ圏、英国ともに1～3月期の実績値の上振れを反映し2024年を上方修正、2025年は変更なしとした。

ユーロ圏の成長率予想

% , %Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	3.5	0.5	0.7	1.3	1.4
個人消費	4.2	0.6	1.0	1.4	1.4
固定資産投資	2.6	1.4	1.0	1.5	1.8
在庫投資(寄与度)	(0.4)	(▲0.4)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
政府消費	1.6	0.8	1.5	0.8	0.8
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
輸出	7.4	▲1.0	0.8	2.9	2.9
輸入	8.1	▲1.4	1.3	3.0	3.0

(出所)Eurostat、伊藤忠総研

英国の成長率予想

% , %Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	4.3	0.1	0.7	1.2	1.3
個人消費	5.0	0.3	0.3	1.5	1.5
固定資産投資	8.0	2.2	1.6	1.9	2.0
在庫投資(寄与度)	(1.0)	(▲0.9)	(▲0.6)	(0.0)	(0.0)
政府消費	2.3	0.5	1.9	0.7	0.6
純輸出(寄与度)	(▲1.7)	(0.3)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)
輸出	9.0	▲0.5	▲1.5	1.8	2.1
輸入	14.6	▲1.5	▲2.3	2.4	2.5

(出所)ONS、伊藤忠総研

¹ 2月時点の見通しは、ユーロ圏が2024年0.5%、2025年1.3%。英国が2024年0.2%、2025年1.2%。