

欧州経済：景気が底堅さを保つなか、政情不安定化がリスクに

ユーロ圏の2024年7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、景気回復が持続。先行きも、実質所得の増加によって個人消費は底堅く推移し、ユーロ圏景気は回復傾向が続く見通し。国別では、フランス・スペインで堅調な景気回復が続いたほか、ドイツも市場予想に反してプラス成長となった。ドイツでは、予算案を巡る対立によって連立政権が崩壊したことで、来年2月に総選挙を実施予定。景気停滞への対策が一段と遅れるほか、地政学リスクが一段と高まる懸念も生じている。英国の2024年7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%とプラス成長を維持した。インフレの再加速が見込まれるなか、スターマー政権の打ち出した大規模支出・増税策の影響を注視する必要がある。

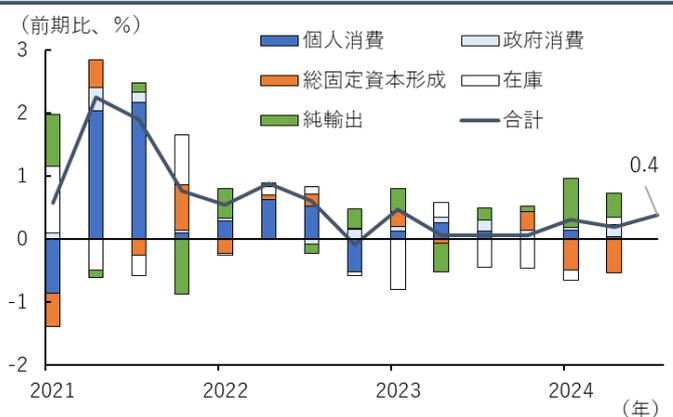
ユーロ圏：所得環境の改善による個人消費の回復が景気を下支え

ユーロ圏の2024年7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、4~6期(+0.2%)から加速した(右図)。欧州中央銀行(ECB)による2022年以降の利上げの累積的な引き締め効果が残るなかでも景気は底堅く推移しており、ユーロ圏はソフトランディング(高インフレの抑制+景気後退の回避)をほぼ達成したと言えるだろう。

GDPの内訳は未公表だが、所得環境の改善に下支えされた個人消費の回復が寄与したとみられる。ユーロ圏の2024年10月の消費者物価指数(HICP)は前年同月比+2.0%と、22年10月に+10.6%のピークを付けてから、ECBの物価目標水準まで順調に伸び率を縮めてきた。一方で賃金は、深刻な人手不足を背景に、2024年入り後も高い伸びを維持している。これにより、ユーロ圏の実質雇用者報酬は、2024年4~6月期でも前年同期比+3%を上回る伸びとなっている(右図)。

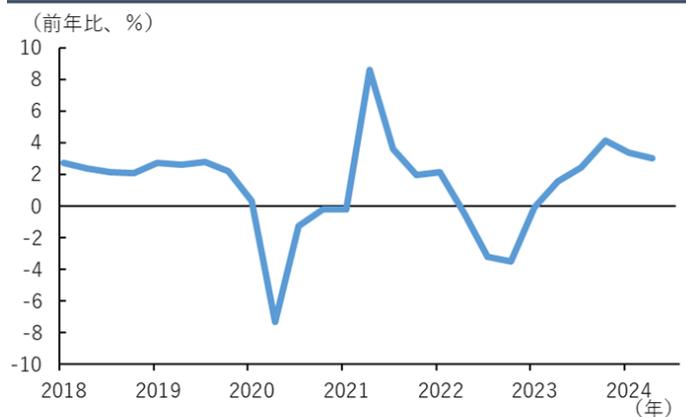
所得の増加を受けて、消費者マインドも改善傾向にある。ユーロ圏の2024年10月の消費者信頼感指数は▲12.5と、33か月ぶりの水準まで上昇した。内訳をみても、過去や先行きの家計状況について改善している(していく)とする回答が増加している。

ユーロ圏の実質GDP(寄与度分解)



(出所) Eurostat, ECB

ユーロ圏の実質雇用者報酬



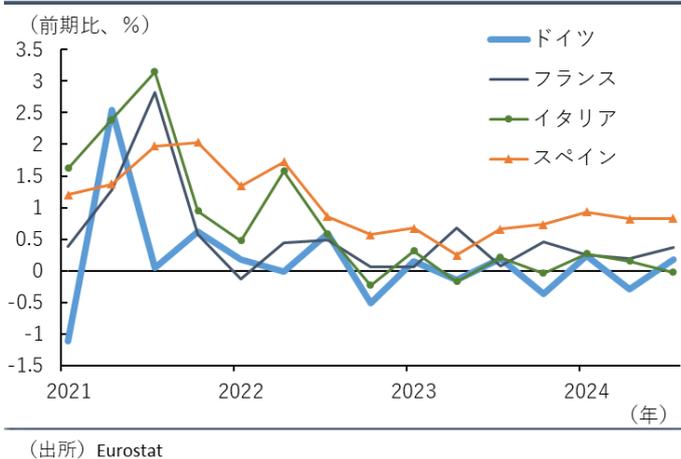
(出所) Eurostat, 伊藤忠総研

マインドの改善は実際の消費行動にも表れている。ユーロ圏の2024年9月の実質小売売上高は前年同月比+2.9%と、2年半ぶりの増加ペースとなった。水準でも、コロナ禍からの挽回消費で大きく上振れていた2021年~22年に迫る勢いとなっており、旺盛な消費意欲が実データからも伺える。

こうした所得環境の改善は当面の間続く見通しだ。ユーロ圏の2024年9月の失業率は3.9%と、統計開始以来の最低水準で推移している。欠員率¹は低下傾向にあるものの、依然としてコロナ禍前を上回る高水準となっており、労働市場はひっ迫した状況が続いている。インフレ率が落ち着きを見せるなか、先行きも所得増加によるマインド改善が続き、個人消費は底堅く推移するとみている。

ユーロ圏主要国の2024年7~9月期の実質GDP成長率を国別にみると、フランスが前期比+0.4%、スペインが+0.8%と堅調な成長となった一方、イタリアは▲0.0%と停滞した(右図)。また、ドイツは+0.2%と市場予想²(▲0.1%)に反してプラス成長となり、テクニカルリセッション(2四半期連続のマイナス成長)を回避した。

ユーロ圏主要国の実質GDP



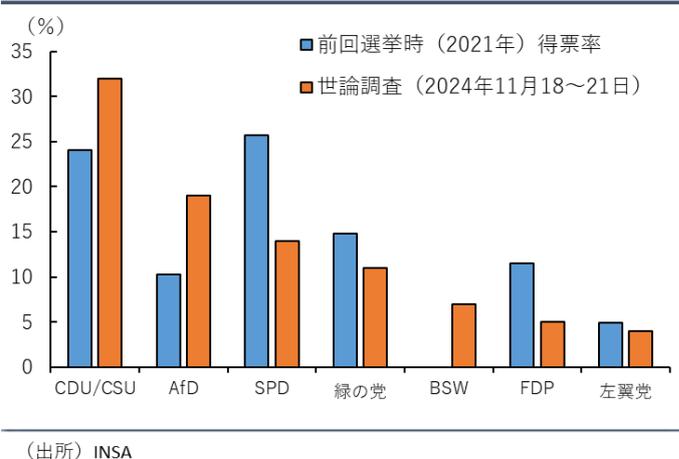
ドイツ：「信号機連立」が崩壊、来年2月に総選挙が実施予定

ドイツのシュルツ首相は11月6日、リントナー財務大臣を解任し、リントナー氏は自身が率いる自由民主党(FDP)の連立離脱を発表した。これにより、「信号機連立³」政権は崩壊し、12月16日に連邦議会で信任投票が行われる予定だ。少数与党となったシュルツ政権は信任を得られないことがほぼ確実視されており、シュタンマイヤー独大統領は不信任となった場合、議会を解散することを表明している。来年2月23日にも総選挙が実施される見込みだ。

今回の政局の混乱は、2025年度予算案を巡る対立が原因である。ドイツの財政規律「債務ブレーキ」が2024年から再適用され、厳しい予算編成が求められているなか、3党間の対立が深まり、予算成立が困難となった。シュルツ首相はウクライナ支援やトランプ大統領の再選による保護主義の高まりを理由に債務ブレーキの再停止を求めたが、リントナー氏が拒否し、これが解任の引き金となった。

直近の世論調査では、メルツ氏率いるキリスト

ドイツ主要政党の得票率と支持率



¹ 欠員率 = 未充足求人数 / (充足求人数 + 未充足求人数) * 100

² Bloomberg 集計の中央値。

³ 各党のイメージカラー (SPD : 赤、FDP : 黄、緑の党 : 緑) からそう呼ばれる。

教民主/社会同盟 (CDU/CSU) が支持率トップを走っている (前頁右下図)。もっとも、単独での過半数獲得は難しく、次期政権も連立が必須となる。現時点では CDU/CSU と SPD の「大連立」や緑の党との「黒緑連立」が有力視されるが、政策の違いや協力の可否が課題となる。また、2021 年の前回総選挙時のように、選挙直前支持率が大きく変動することもあるため、当日まで予断を許さない状況が続く。

どのような連立の組み合わせになるとしても、連立交渉には数か月を要する可能性が高いため、新政権の樹立は来年春ごろとなる見込みだ。ドイツでは景気停滞が続いており、早期の経済政策や構造改革を望む声が産業界等からも上がっているが、当面は新たな政策には期待できないだろう。また、欧州の大国であるドイツが政治的空白期間に突入することで EU のリーダーシップが弱体化し、一段と地政学リスクが高まるのではないかという懸念も広がっている。

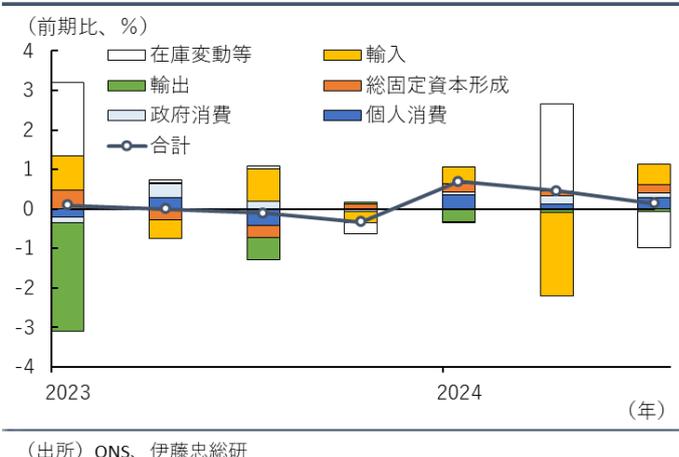
英国：労働党新政権による大規模支出拡大・増税策の影響を注視する必要

英国の 2024 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.1% とプラス成長を維持したものの、4~6 月期 (+0.5%) から減速した。内訳をみると、輸出が ▲0.2% (1~3 月期 ▲0.3%) と低迷が続いたほか、在庫変動等が成長率の押し下げに寄与した。一方、個人消費 (4~6 月期 +0.2% → 7~9 月期 +0.5%) や総固定資本形成⁴ (+0.6% → +1.1%) の伸びは加速しており、見た目以上に景気は堅調に推移していると言える。

先行きは、インフレの再加速が見込まれるなか、個人消費の回復が続くかがカギとなろう。英国では、サービスインフレが高止まりするなか、財価格やエネルギー価格が底打ちの兆しを見せており、足元で 2% 前後まで低下したインフレ率は 2025 年後半にかけて再び 2% 台後半まで加速することが見込まれる。もっとも、2024 年 10 月の給与額 (中央値) は前年同月比 +7.0% (9 月 +6.1%) と、インフレ率を大幅に上回る伸びとなっており、当面は実質所得の改善が個人消費の回復を支えるだろう。

また、2024 年 7 月の総選挙で圧勝し、政権交代を実現した労働党のスターマー新政権が 10 月 30 日に打ち出した、大規模支出・増税を含む秋季予算案が英国経済に与える影響には注意が必要だ。同案には、保険や教育、交通などの分野を中心とした 700 億ポンド (約 14 兆円) 規模の財政出動と、主に雇用主を対象とした 400 億ポンド (約 8 兆円) の増税が含まれる。

英国の実質GDP (寄与度分解)



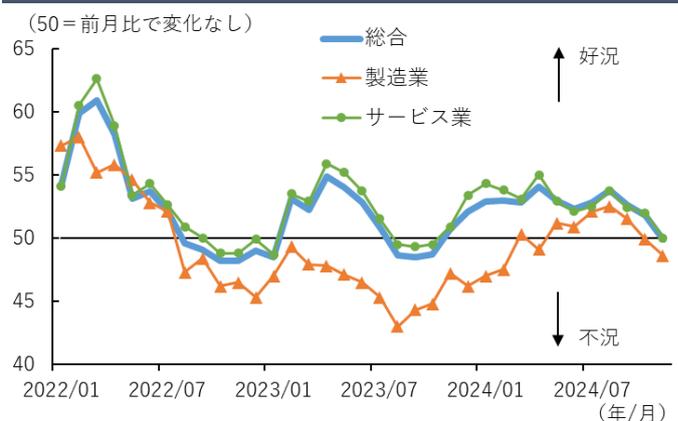
⁴ 固定資産投資のこと。住宅や工場、機械、運搬設備、その他構築物のほか、ソフトウェアなどの知的財産生産物を含む。

こうした政策によって、政府支出の増加などによる GDP 押し上げ効果が期待できると同時に、再びインフレ圧力が高まることになる。実質 GDP とインフレ率のピーク時の押し上げ効果について、英予算責任局（OBR）はそれぞれ+0.6%、+0.4%pt、英イングランド銀行（BOE）はそれぞれ+0.75%、+0.5%pt と推計している⁵⁶。

今回の増税案を巡っては産業界から批判の声が上がっており、企業の景況感には既に悪影響がみられている。英国の 11 月の総合 PMI（購買担当者景気指数）は 49.9 と、10 月（51.8）から大きく低下。13 か月ぶりに好不況の分かれ目となる 50 を下回った（右図）。

製造業 PMI は 48.6 と、10 月（49.9）から低下し、9 か月ぶりの低水準となった。また、サービス業 PMI も 50.0 と 10 月（52.0）から低下。辛うじて 50 割れは回避したものの、13 か月ぶりの低水準となった。S&P Global の公表資料によると、サービス業の担当者を中心に、政府の秋季予算案に対する警戒の声が多くみられた模様だ。予算案を巡る今後の動向を注視する必要がある。

英国のPMI（購買担当者景気指数）



⁵ Office for Budget Responsibility, “Economic and fiscal outlook – October 2024”

⁶ Bank of England, “Monetary Policy Report – November 2024”

その他の主な指標の動き (2024年11月)

～ユーロ圏～

PMI (購買担当者景気指数)

ユーロ圏の11月の総合 PMI は 48.1 と、10月 (50.0) から大きく低下。好不況の分かれ目となる 50 を下回り、10 か月ぶりの低水準となった。製造業指数の低迷が続くなか、サービス業指数が大幅に悪化したことが寄与した。新規受注や受注残が減少するなか、生産見通しもここ 1 年で最低となった。

製造業 PMI は 45.2 と、10月 (46.0) から低下。29 か月連続の 50 割れとなり、製造業の低迷が長期化していることが示された。また、サービス業 PMI は 49.2 と、10月 (51.6) から大きく低下。10 か月ぶりに好不況の分かれ目となる 50 を下回った。

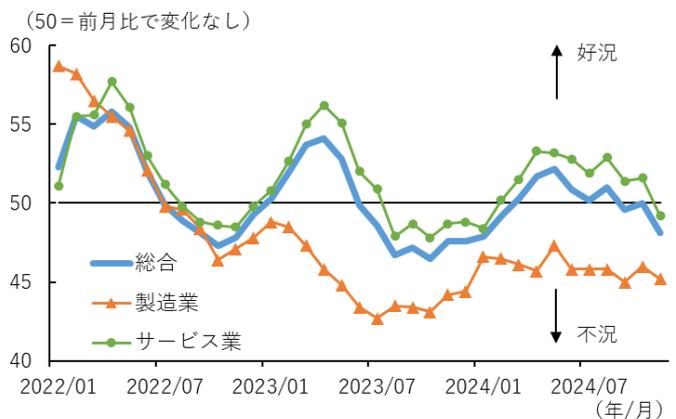
国別の総合 PMI は、ドイツ (10月 48.6→11月 47.3) とフランス (48.1→44.8) がともに10月から悪化。米国の大統領選でトランプ氏が再選したことで保護貿易の高まりなどへの懸念が高まっていることに加え、独仏ともに国内の政情が不安定化していることも、企業の景況感を下押しした可能性がある。イタリアとスペインの11月の値は未公表だが、独仏に比べれば相対的に好調であったとみられる。

HICP (消費者物価指数)

ユーロ圏の10月の HICP は前年同月比+2.0% と、9月 (+1.7%) から加速した。食品価格の伸びが小幅に加速したほか、エネルギー価格の低下幅が縮小したことが全体を押し上げた。変動の大きいエネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコア HICP は前年同月比+2.7%と、9月 (+2.7%) から横ばいとなった。

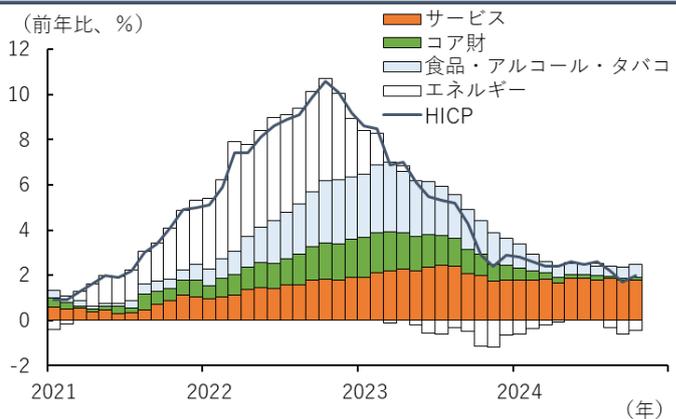
主な品目別では、食品 (9月+1.7%→10月+2.2%)、アルコール (+5.3%→+5.6%)、娯楽・文化 (+2.4%→+2.6%) が小幅に加速。エネルギー (▲6.1%→▲4.6%)、運輸 (▲2.1%→▲1.3%) などが低下幅を縮小した。一方、衣類 (+1.1%→+1.0%) や飲食・宿泊 (+4.8%→+4.5%) が減速したほか、通信 (▲3.3%→▲3.5%) の低下幅が拡大した。

ユーロ圏のPMI (購買担当者景気指数)



(出所) S&P Global

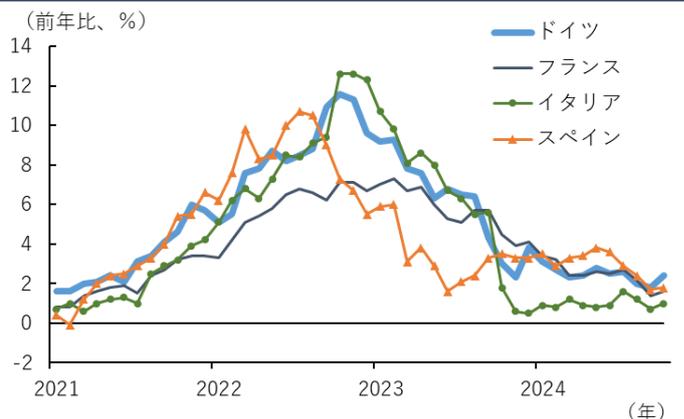
ユーロ圏のHICP (寄与度分解)



(出所) Eurostat

国別にみると、ドイツの10月のHICPは前年同月比+2.4%と9月(+1.8%)から加速し、主要4か国で唯一ECBの物価目標である2%を上回った(右図)。エネルギー価格の低下幅が縮小したことに加え、幅広い品目で伸びが高まった。また、フランス(9月+1.4%→10月+1.6%)、イタリア(+0.7%→+1.0%)、スペイン(+1.7%→+1.8%)と、他の主要国も小幅に加速した。

ユーロ圏主要国のHICP



(出所) Eurostat

～英国～

政策金利

BOEは11月6日まで開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利を0.25pt引き下げ、4.75%にすることを決定。政策委員9人のうち8人が賛成、1人が金利据え置きを主張した。BOEは今年8月に利下げを開始しており、2024年に入ってから2度目の利下げとなった。

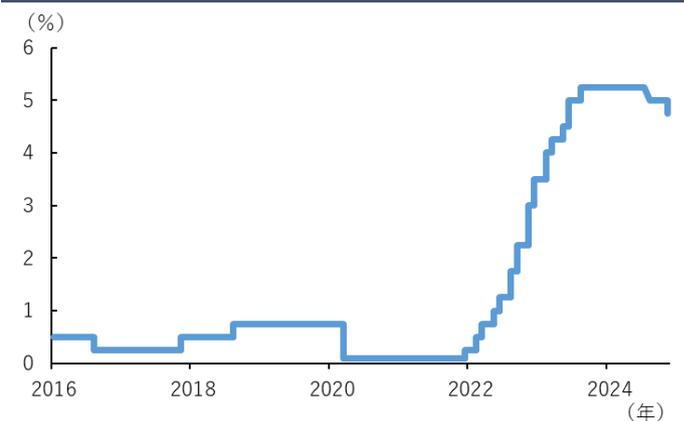
声明文では、「金融政策は引き続き相当な期間、引き締め的な状態を維持する必要がある」「インフレが持続するリスクを注視し、各会合ごとに適切な引き締め度合いを決定する」と従来からの慎重な姿勢を維持した。11月7日に公表された金融政策レポートの経済見通しでは、インフレ率が足元の水準から2025年7～9月期にかけて前年同期比+2.8%まで加速する想定となっており、BOEのインフレ警戒姿勢が緩んでいないことがここからも窺える。

こうした状況を踏まえ、BOEは当面の間、四半期に一度程度の緩やかなペースで利下げを進める可能性が高いとみている。

CPI (消費者物価指数)

英国の10月のCPIは前年同月比+2.3%と、9月(+1.7%)から大幅に加速した。エネルギー(9月▲16.2%→10月▲10.1%)の低下幅が大きく縮小したことが寄与した。9月は2021年4月以来41か月振りにBOEの目標である2%を下回っていたが、英国のインフレ圧力が根強いことが示された。

英国の政策金利



(出所) BOE

変動の大きいエネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコア CPI は前年同月比+3.3%と、9月(+3.2%)から小幅に加速した。財インフレの鈍化に底打ちの兆しがみられるなか、サービスは+5.0%と高止まりしている。

主な品目別では、住居・水道光熱(9月▲1.7%→10月+2.9%)が大幅に上昇した。また、衣類(+0.8%→+1.1%)、医療(+5.1%→+5.6%)、教育(+4.5%→+5.0%)、外食・宿泊(+4.1%→+4.2%)と幅広い品目で伸びが加速したほか、家具(▲1.0%→▲0.6%)、運輸(▲2.3%→▲1.9%)で低下幅が縮小した。一方、通信(+5.2%→+4.6%)や娯楽・文化(+3.8%→+3.0%)は減速した。

英国のCPI

