

欧州経済：内憂外患の政治情勢が景気の重石に

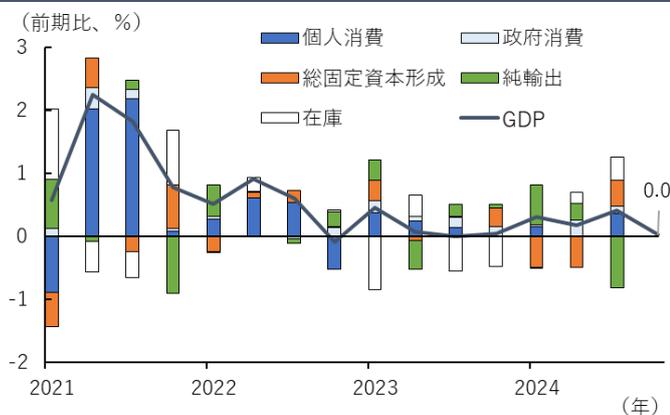
ユーロ圏の2024年10~12月期の実質GDPは前期からほぼ横ばい。主要国ではドイツとフランスがマイナス成長となり、ドイツは通年でも2年連続のマイナス成長となった。中国向けを中心とした輸出の弱含みに加え、内外の政情不安定化が家計や企業のマインドを悪化させていることが背景にある。今後は徐々に回復ペースが持ち直していくとみているが、対米・対中関係の悪化が景気の下振れリスクとなる。ECBは1月の理事会で4会合連続での利下げを決定。物価目標の達成が見込まれ、景気の停滞感が強まるなか、ECBは今後も着実に利下げを進めていくとみる。

英国では、インフレ再燃懸念と財政への信認低下で長期金利が上昇傾向。財政懸念による金利上昇が一段の財政状況の悪化をもたらすという負のスパイラルに陥る懸念もあり、今後の動向を注視したい。

ユーロ圏：2024年末は回復ペースが鈍化

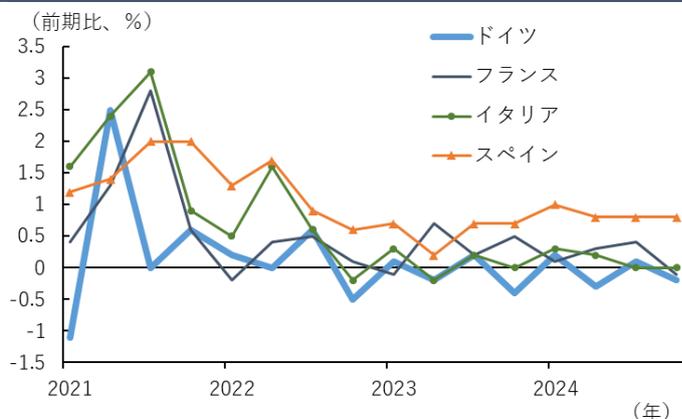
ユーロ圏の景気回復ペースが鈍化している。2024年10~12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.0%（年率で+0.1%）と、7~9期（前期比+0.4%）から減速しほぼ横ばいとなった（左下図）。2024年通年では前年比+0.7%と、2023年（+0.5%）からは小幅に加速したものの、1%台半ばとみられる潜在成長率を下回った。

ユーロ圏の実質GDP（寄与度分解）



(出所) Eurostat、伊藤忠総研

ユーロ圏主要国の実質GDP



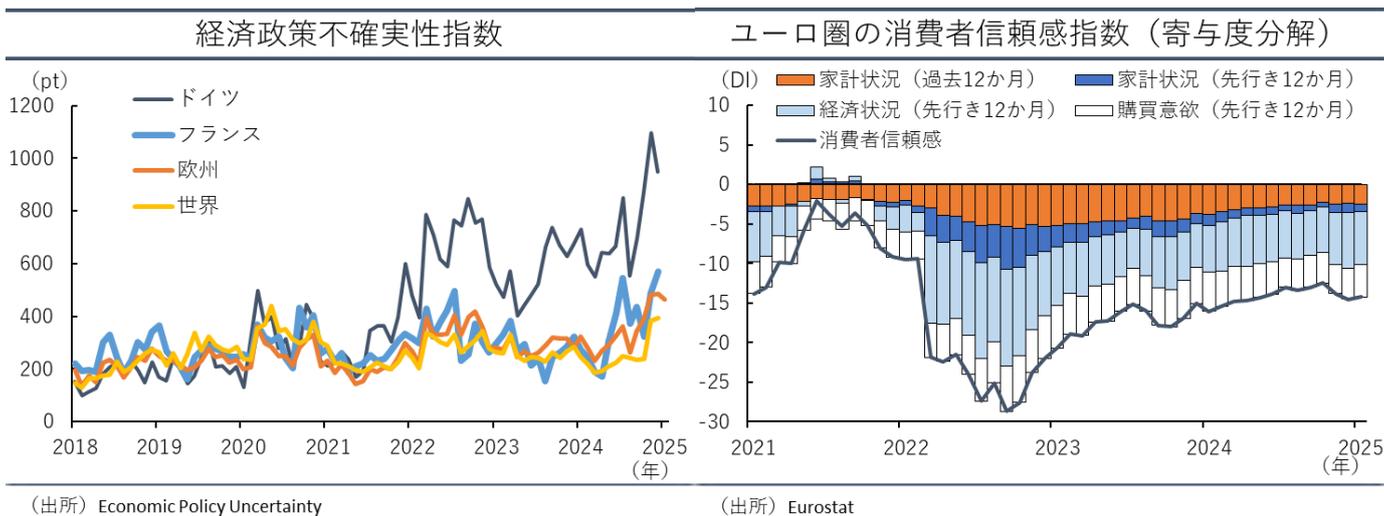
(出所) Eurostat

ユーロ圏主要国の10~12月期の実質GDP成長率を国別にみると、ドイツ（▲0.2%）とフランス（▲0.1%）がマイナス成長となったほか、イタリア（+0.0%）が2四半期連続で横ばいとなった（右上図）。ドイツは2024年通年でも前年比▲0.2%と、2年連続で経済規模が縮小した。ドイツ経済の2年連続のマイナス成長は、2002~03年以来、およそ20年ぶりの出来事である。

ユーロ圏のGDPの内訳は未公表だが、ドイツ統計局の公表資料や、既に内訳が公表されているフランスのGDPをみると、輸出の減少が成長率の鈍化に寄与したとみられる。引き続き、中国向けを中心とした輸出の弱含みがユーロ圏経済の足かせとなっている。

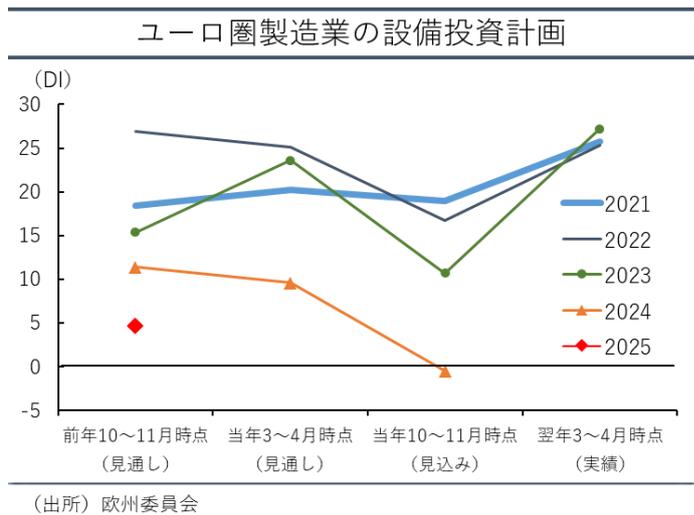
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

加えて、2024 年末にかけて内外で政治情勢が不安定化していることも、ユーロ圏経済の重石となっている。新聞報道の頻度などを元に先行きの経済政策に関する不透明度を定量的に示す「経済政策不確実性指数¹」によると、11 月の米大統領選で保護主義的な政策を打ち出すトランプ氏が当選したことなどから、2024 年末にかけて世界全体で不透明感が高まっていることが見て取れる（左下図）。また、2024 年 11 月に連立政権が崩壊し今月 23 日に解散総選挙が予定されているドイツと、バルニエ内閣が在任僅か 3 か月足らずで辞任に追い込まれるなど政局が混乱しているフランスが押し上げる形で、欧州の経済政策不確実性指数は世界平均を上回って推移している。



こうした政情不安が、家計のマインド悪化につながっているとみられる。ユーロ圏の消費者信頼感指数は 2022 年 9 月を底に回復傾向にあったが、2024 年末からはやや悪化に転じている（右上図）。内訳をみると、良好な雇用・所得環境を背景に家計の状況は安定しているものの、経済の状況を不安視している消費者が増加していることが要因だ。

政情不安定化は企業の意思決定の阻害要因にもなっている模様だ。7 月の総選挙以降、政局の混乱が続いているフランスでは、2024 年の総固定資本形成が前年比▲1.5%と大幅に減少した。欧州中央銀行（ECB）によるこれまでの金融引き締めによる影響が大きいものの、不確実性の上昇によって企業が投資決定に及び腰となっていることも寄与しているとみられる。実際に、ユーロ圏製造業の設備投資計画をみると、2024 年の投資計画を年後半に下方修正した企業が多くみられるほか、2025 年に設備投資を増加させる計画を立てている



¹ 主要メディアによる経済政策の不確実性に関する報道量、今後予定されている税制変更の数、専門家による経済予想のバラつき具合、の 3 要素から算出される。詳細は、Economic Policy Uncertainty Index のホームページ (<https://www.policyuncertainty.com/methodology.html>) を参照されたい。

企業の割合は、15年ぶりの低水準となっている（前頁右下図）。

先行きは、景気の回復ペースが徐々に持ち直していくとみている。雇用・所得環境が堅調ななか、ECB が利下げを進めることで金融環境も緩和していくため、個人消費や設備投資が増加するファンダメンタルズは整っているからだ。また、少なくとも内政については、ドイツでは総選挙を経て新政権が成立することで、フランスでは暫定のままとされている 2025 年度予算が近いうちに成立することで、不透明感が和らぐと想定している。

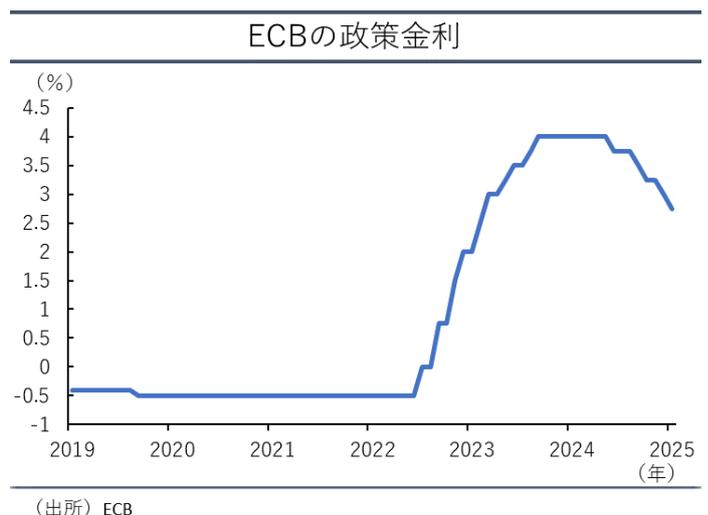
一方、対米・対中関係といった外交面では不確実性の高い状況が続く可能性が高い。中国とは電気自動車（EV）への補助金や知的財産の保護などを巡って関係が悪化しつつある。足元の景気減速の要因となっている対中輸出の減少は、これまでは主に中国経済の内需の低迷に起因していたが、今後は関係悪化による関税・非関税障壁の増加によって一段と弱含む可能性がある。対米では、現時点では具体的な引き上げ幅などは判明していないものの、トランプ米大統領は EU に対して関税を引き上げる意向を表明している。交渉の余地は残されているものの、対立激化によって関税引き上げ合戦に発展することになれば、唯一堅調であった対米輸出も腰折れしてしまうおそれがある。

ECB：4 会合連続での利下げを決定、年央にかけて利下げ継続へ

ECB は 1 月 30 日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 0.25%pt 引き下げ、2.75% とすることを全会一致で決定した（右図）。インフレ率が ECB の目標である 2% 付近で推移するなか、2024 年 9 月会合から 4 会合連続での利下げ決定となった。

ECB は声明文で「インフレ抑制はうまく軌道に乗っている」とし、物価目標の達成に対する自信を覗かせた。一方、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で「ユーロ圏経済は停滞しており、当面は弱さが残るだろう」とし、景気下振れへの警戒感を示した。

先行きも、ECB は毎会合連続で利下げを進め、年央にかけて中立金利²とみられる 2% 前後³まで政策金利を引き下げると筆者はみている。ラガルド総裁の発言通り、物価目標が概ね達成されるなかで景気抑制的な金利水準を維持する理由は乏しいうえ、足元ではむしろ景気悪化による物価下振れリスクが高まりつつあるからだ。

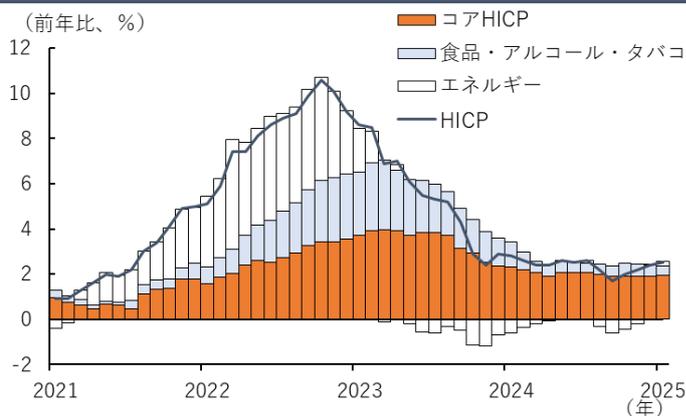


² 景気を刺激も抑制もしない中立的な金利のこと。

³ 中立金利の水準には議論の余地が大きく、ECB の理事会メンバーの間でも統一的な見解はみられない。2% 前後というのはあくまでも筆者の見解であることにご留意願いたい。また、ECB スタッフによる新たな中立金利の試算が 2 月 7 日に公表予定。

ユーロ圏の1月の消費者物価指数（HICP）は前年比+2.5%と、前月（+2.4%）から小幅に加速した（右図）。もっとも、エネルギー価格が底打ちしたことが加速の要因であり、変動の大きいエネルギーや食品等を除いたコア HICP は 2024 年半ばから横ばい圏で推移している。賃金の先行指標であるユーロ圏の求人票掲載賃金⁴は、2024 年 12 月時点で前年比+3.3%と、2022 年 9 月に+5.6%でピークを迎えて以降減速傾向が続いている。コア HICP の主要な決定要因の一つである賃金の伸びが減速傾向にあることなどを踏まえれば、今後コア HICP の伸びも徐々に減速していく公算が大きい。

ユーロ圏のHICP（寄与度分解）

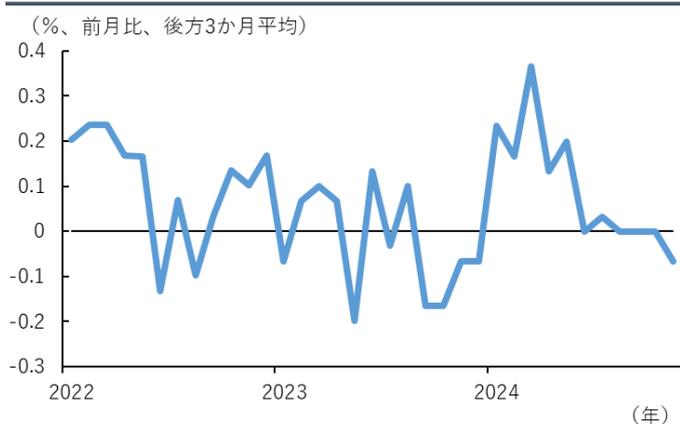


一方の景気動向は、上述の通りやや停滞感が強い状況だ。加えて、米国の金利上昇の波及効果などもあり、ECB が利下げを進めるなかでもユーロ圏加盟国の金融環境は依然引き締め的な状況が続いている。これらを踏まえれば、ECB は今後も相応のペースで利下げを進めるとみてよいだろう。

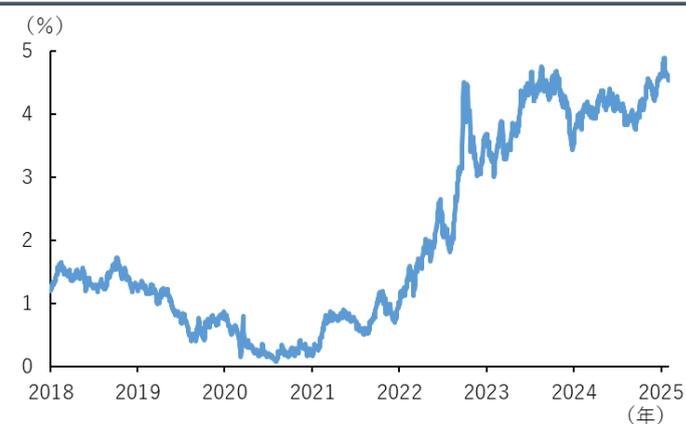
英国：インフレ再燃懸念と財政への信認低下で長期金利が上昇

英国の2024年11月の月次実質 GDP は前月から横ばいとなった（前月比+0.0%）。方向感を見るべく後方3か月の移動平均をとると、英国の景気は2024年前半には比較的好調だったものの、年後半にかけてやや勢いを失いつつある状況だ（左下図）。部門別にみると、サービス部門が好調を維持する一方、高金利や輸出の不振によって製造業部門のマイナス成長が続いている。

英国の月次実質GDP



英国の10年国債利回り



英国の長期金利は、英イングランド銀行（BOE）が徐々に利下げを進めているにも関わらず上昇傾向にある（右上図）。米国のインフレ再燃懸念による米金利上昇が波及している影響が大きいとみられるものの、インフレ高止まり観測による BOE の先行きの利下げ織り込みの後退や、英国の財政に対する不

⁴詳細は筆者レポート（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2754/>）も参照されたい。

信感が高まっていることも寄与しているとみられる。

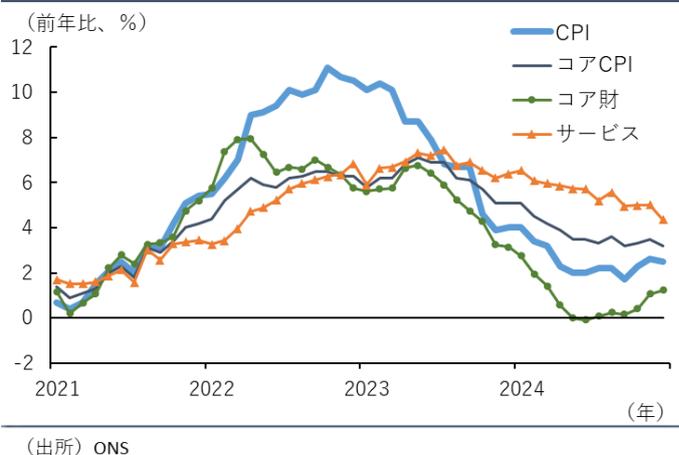
英国の 2024 年 12 月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.5%と、前月（+2.6%）から小幅に減速した（右図）。内訳をみると、財価格やエネルギー価格の低下が底打ちしている一方、高止まりが続いていたサービス価格の伸びが鈍化しており（11 月：+5.0%→12 月：+4.4%）、BOE の目指すインフレ抑制に沿った動きとなっている。しかし、スターマー政権が 2024 年 10 月に打ち出した大規模支出・増税策が再びインフレ圧力を高めることが懸念されている。こうした政策によるピーク時のインフレ率の押し上げ効果について、英予算責任局（OBR）は+0.4%pt、BOE は+0.5%pt と推計している⁵。

英国の財政運営をめぐることは、このところ財政見通しにおける財政赤字の大幅な増額修正が相次いでいることが信認の低下につながっている。2024 年 7 月には、スナク前政権が編成した 2024 年度予算に 220 億ポンドの財源不足が見つかったとリーブス財務相が公表。11 月には、OBR の純債務見通しに試算ミスがあり、将来の財政余力が実際は 180 億ポンドも少ないことが判明した。

加えて、足元では、景気の減速によって政府の想定ほど税収が伸びないという見方が広がっている。こうした英国の財政への信認低下がリスクプレミアムの増加を招き、長期金利の上昇をもたらしているとみられる。

金利の過度な上昇は、利払い費の増加や一段の景気悪化による税収減少をもたらし、さらなる金利上昇につながるという負のスパイラルに陥る懸念がある。現時点の金利上昇ペースでは直ちにそうした状況に至る可能性は高くないものの、今後も状況を注視する必要があるだろう。

英国のCPI



⁵ Office for Budget Responsibility, “Economic and fiscal outlook – October 2024”、 Bank of England, “Monetary Policy Report – November 2024”