

# 欧州経済展望

2024年3月



調査部 マクロ経済研究センター

<https://www.jri.co.jp/report/medium/euro/>

# 目次

- ◆ユーロ圏景気概況…………… p. 2
- ◆英国景気概況…………… p. 3
- ◆欧州トピック…………… p. 4
- ◆欧州金利見通し…………… p. 5
- ◆欧州経済見通し…………… p. 6

メルマガ	X (旧Twitter)	YouTube
 <p>経済・政策情報メールマガジン</p>	 <p>日本総研調査部X (旧Twitter)</p>	 <p>日本総研YouTube</p>

## 調査部 マクロ経済研究センター（米欧経済グループ）

研究員 藤本 一輝

( Tel: 080-7048-9121 Mail: fujimoto.kazukier@jri.co.jp )

- ◆本資料は2024年3月8日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆「[経済・政策情報メールマガジン](#)」、「[X \(旧Twitter\)](#)」、「[YouTube](#)」でも情報を発信しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

## ◆内需・外需ともに低調

ユーロ圏の景気は低調。金融引き締めなどにより内需が落ち込んでいるほか、海外経済の減速を受けて財輸出も停滞。輸出を相手国別にみると、米国向け輸出が増加している一方、景気が力強さを欠く中国向け輸出が全体を下押し。

## ◆インフレ圧力は緩和

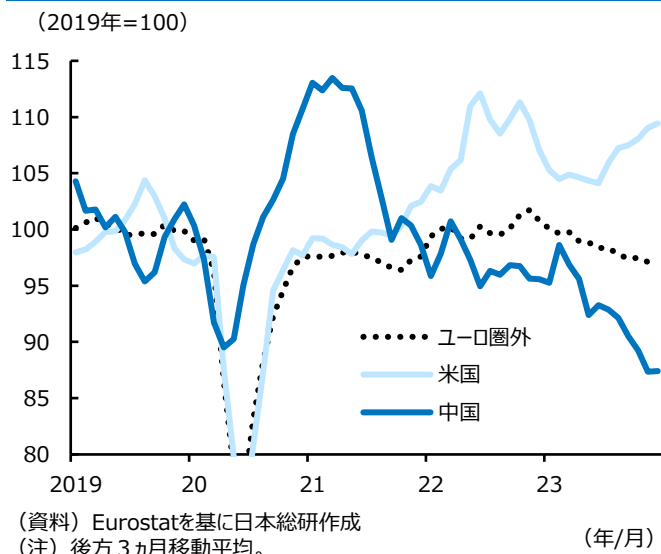
需要の減速を受けて、インフレ圧力は緩和。ユーロ圏の2月の消費者物価（総合）は前年比+2.6%と、2ヵ月連続で騰勢が鈍化。エネルギー価格が全体の下押しに寄与しているほか、コア品目も同+3.1%と、7ヵ月連続で鈍化しており、基調的な物価上昇圧力も緩和。

コア品目の内訳をみると、原材料価格の下落によりコア財価格の伸びが低下しているほか、サービス価格の伸びも前月から小幅に低下。協約賃金は、昨年10～12月期に前年比+4.5%と、騰勢は頭打ち。先行指標である新規求人賃金の騰勢も一服しており、賃金の騰勢が総じて沈静化に向かう兆し。

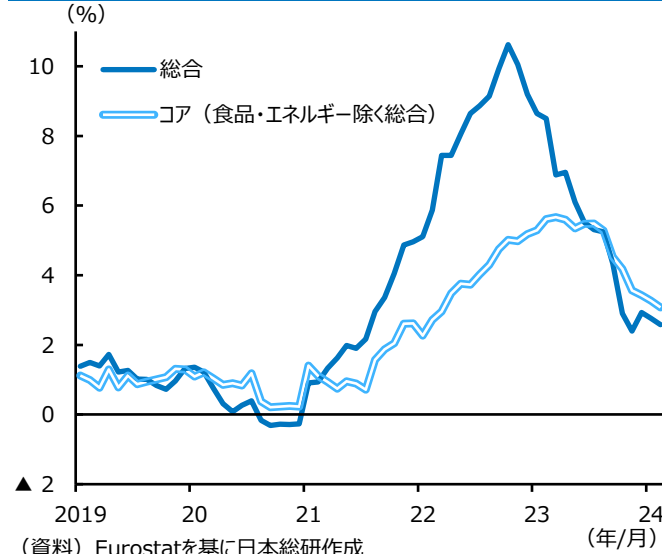
## ◆企業の景況感に回復の兆し

ユーロ圏の2月の製造業PMIは上向き傾向を維持したほか、サービス業PMIは7ヵ月ぶりに節目の50を回復。インフレ緩和による家計の購買力の回復などを反映している可能性。先行き、ユーロ圏の景気は緩やかに持ち直す見通し。

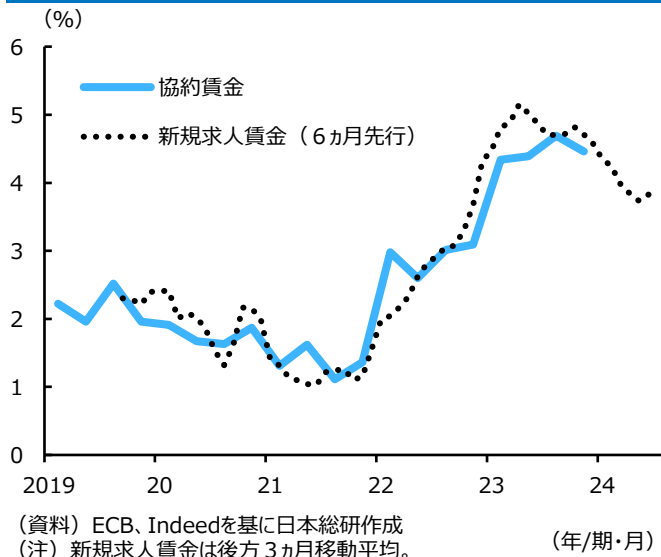
## ユーロ圏の実質財輸出（相手国別）



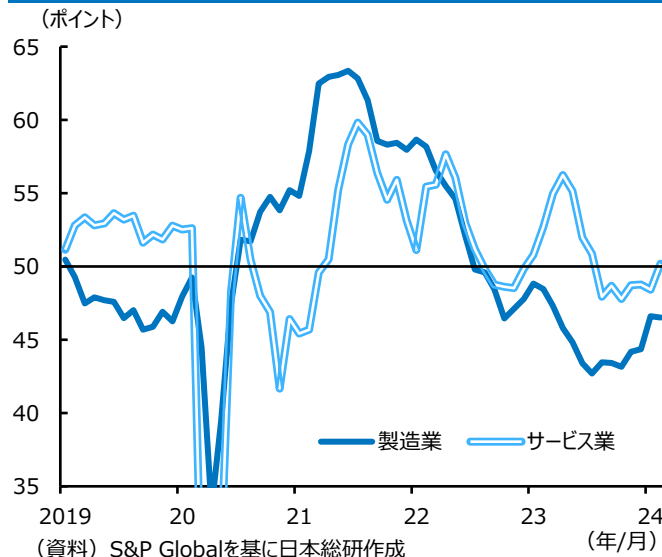
## ユーロ圏の消費者物価（前年比）



## ユーロ圏の賃金指標（前年比）



## ユーロ圏のPMI



## ◆ 2期連続マイナス成長

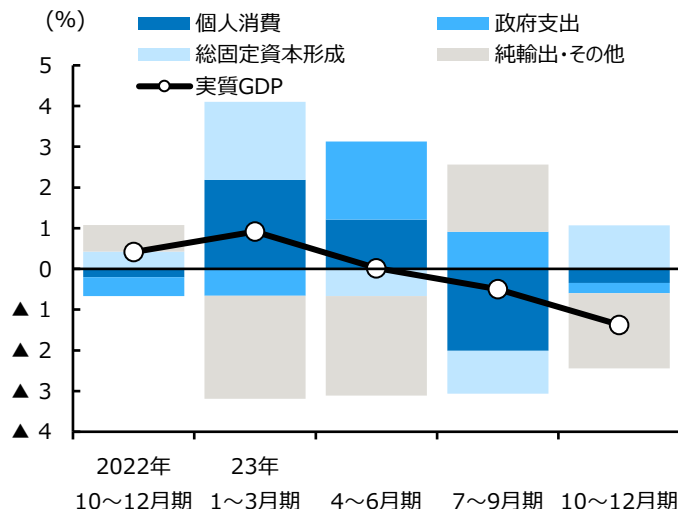
英国景気は低迷。昨年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲1.4%と、2期連続のマイナス成長。内訳をみると、投資が増加に転じた一方、外需が大きく落ち込んだほか、個人消費が2期連続で減少。

## ◆ 住宅ローンの利払い負担が消費を下押し

個人消費が低調な一因として、高金利を受けた住宅ローンの利払い負担の増加を指摘可能。英国では住宅ローンの約8割は、期間5年以内の固定金利ローンであるため、固定金利期間が終了した世帯に高金利が適用されつつある状況。これにより、ローン残高ベースの平均金利も足元にかけて上昇。BOEの発表を基に計算すると、昨年の約130万世帯に加え、今年はさらに約100万世帯が金利更改を迎えるため、消費への下押し圧力は続く見通し。

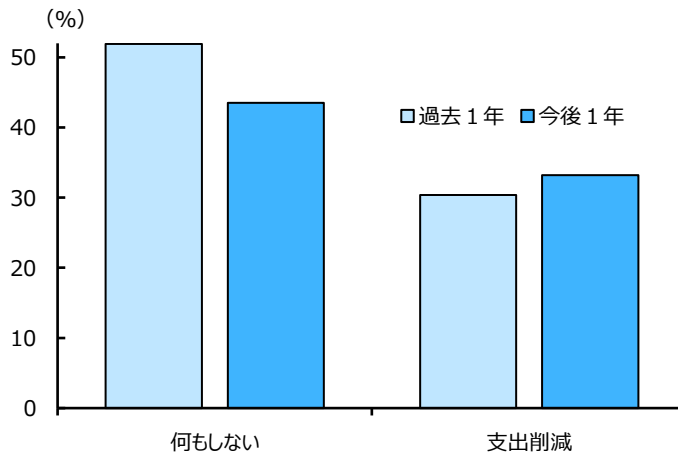
さらに、金利更改前の世帯が利払い負担の増加を見据えて消費を削減している可能性。アンケート調査では、2021年以降金利更改を迎えていない世帯の3割が過去1年間に支出を削減したと回答。この調査を基にしたBOEの試算によると、月1ポンドの利払い増加予想に対して、金利更改前の世帯は23年に月0.28ポンドの支出を削減し、24年には月0.37ポンド削減する見込み。

## 英国の実質GDP成長率（前期比年率寄与度）



(資料) ONSを基に日本総研作成

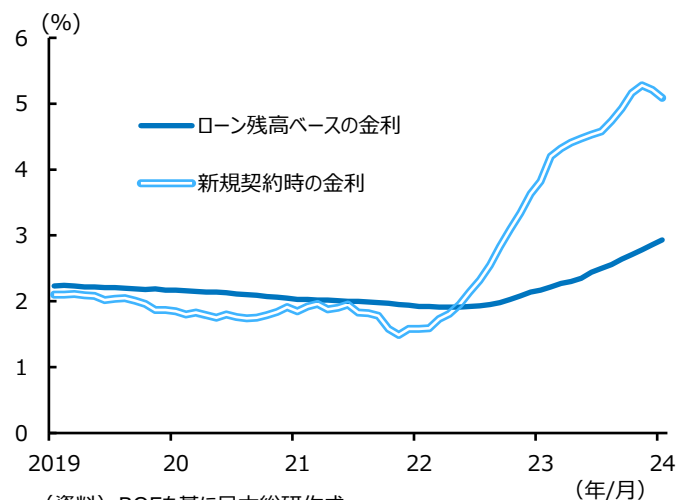
## 利払い負担増加を見据えた行動（23年8,9月調査）



(資料) BOEを基に日本総研作成

(注) 「過去1年」は2021年以降金利を更改していない世帯、「今後1年」は金利更改が2025年以降の世帯を対象に割合を計算。

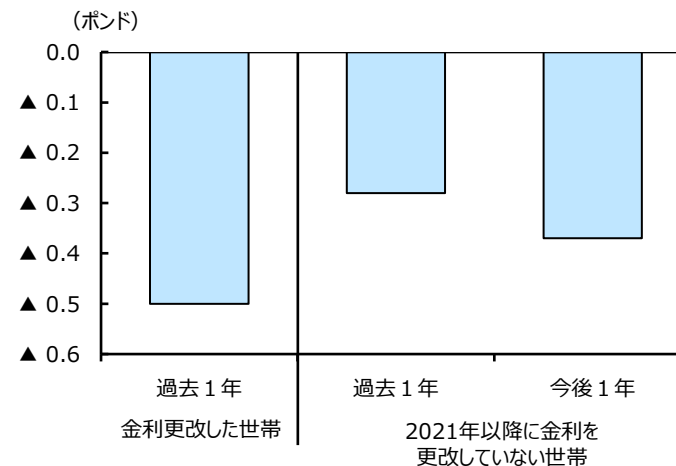
## 英国の固定金利住宅ローンの金利



(資料) BOEを基に日本総研作成

(注) 各期間の固定金利住宅ローンの金利を加重平均して算出。

## 利払い負担増加に伴う限界消費性向



(資料) BOEを基に日本総研作成

(注) 利払い増加を見据えた支出減少（予想）の回答を基に、1ポンドの利払い増加（予想）に対する支出の減少幅をBOEが計算。

## ◆ 英国政府は減税を実施

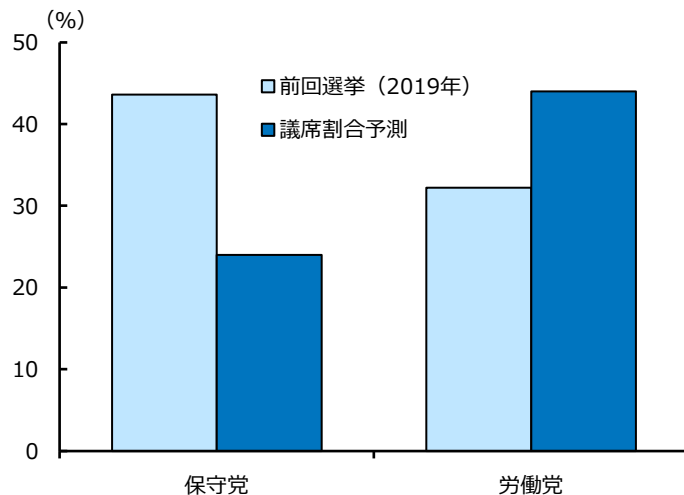
英国では、政府が春の予算編成方針で減税案を発表。これは、与党保守党の支持率低迷の打開策としての側面も。2024年末ごろに総選挙を控えるなか、高インフレや景気低迷に対する英国国民の不満は高まっており、保守党の議席数は労働党を下回るとの見方が優勢。減税財源を確保するため、政府は野党労働党の看板政策を先取りし、非定住者への税制優遇措置を廃止することで歳入増を図る方針。

## ◆ 将来の財政運営が混乱するリスク

税制優遇措置の廃止は、高額納税者の国外流出を招き、将来の財政運営を困難にする可能性。非定住者の多くは英国外出身の高所得者。アイルランドをはじめとする欧州各国には同様の税制優遇措置があることから、非定住者は同措置のある他国に流出する可能性。

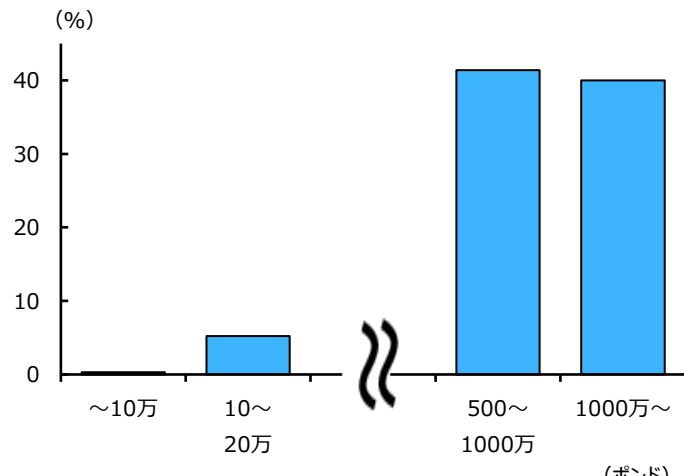
さらに、労働党が提案していた税制優遇措置の廃止を保守党が実施することにより、政権交代が生じた場合の政策運営が混乱する可能性。労働党の検討していた政策は、税制優遇の廃止で生じた財源を、保険・教育分野の公共サービス拡充などに活用するもの。もっとも、今般の保守党の決定で労働党はその政策を封じられ、保守党の減税策により「財政余地」も縮小する公算。政権奪取後に労働党が政策を実現するためには新たな財源確保が求められ、再増税など一貫性のない政策で経済の先行き不透明感が一段と増す恐れあり。

## 英議会選挙の議席予想（2024年3月4日時点）



(資料) POLITICOを基に日本総研作成  
(注) 予想はPOLITICOが複数の世論調査を組み合わせて推定。

## 英国国民のうち非定住者の割合（所得階層別）



(資料) CAGE、英歳入関税庁を基に日本総研作成  
(注) 2018年に非定住者である人と、1997~2017年の少なくとも1年間に非定住者であった人の合計。所得は報告された数値。

## 非定住者への税制優遇措置の概要

### 非定住者 (non-dom)

英国外に永住地・住所があることを宣言する英国居住者。

### 税制上の優遇

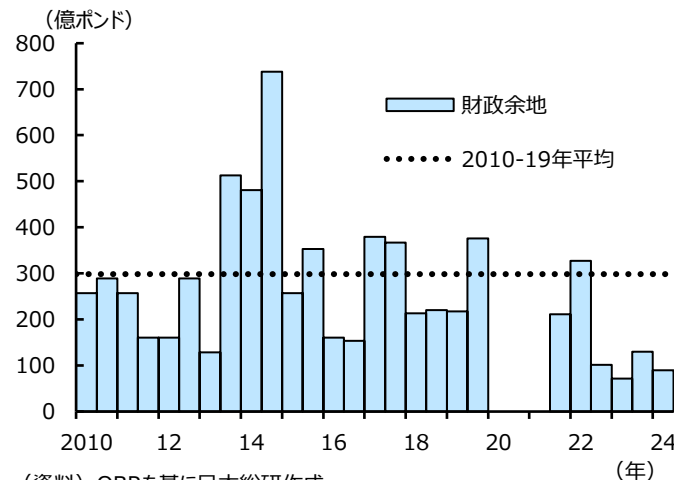
- ・英国での収入に対して英国の税金を支払う必要があるが、外国での収入に対する英国の税金を支払う必要はない。
- ・ただし、過去9課税年度のうち7年間以上英国にいた場合は3万ポンド、14課税年度のうち12年間以上で6万ポンドを支払う必要がある。

### 制度の実績

- ・2022年の非定住者は68,800人。
- ・9割以上が英国外の出身で、インドや米国の出身者が多い（2018年調査）。

(資料) 英歳入関税庁、各種報道などを基に日本総研作成

## 英予算責任局による財政余地の予測



(資料) OBRを基に日本総研作成  
(注) 「財政余地」は、現状の財政予測と財政義務を比べた際の余地。現在の財政義務は、2028年度までに公共部門の純借入額を減少させること。

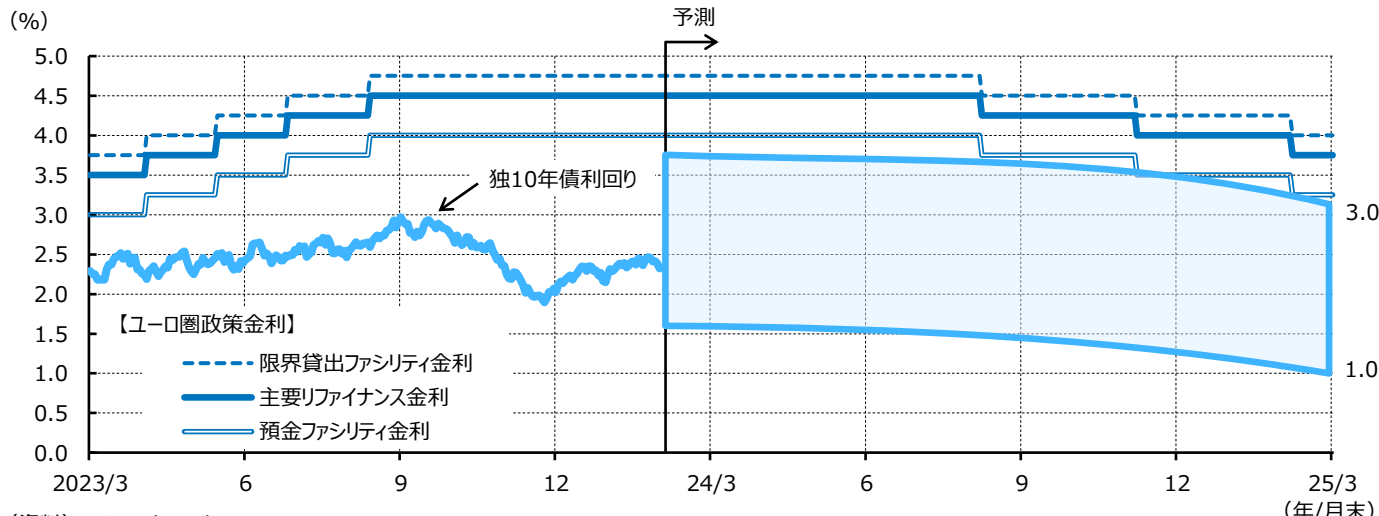
## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：利上げは打ち止めへ

ECBは3月7日の理事会で政策金利を据え置き。エネルギーや食品を中心としたインフレ率の低下や景気の減速を受けて、利上げ効果の実体経済への波及を見極める構え。当面は、根強い賃金上昇への警戒から現行の金利水準を維持する見込み。その後、インフレ圧力の落ち着きが確認される本年9月に利下げに転じると予想。

独10年債利回りは、インフレ再燃への警戒感が上昇圧力となる一方、景気減速への懸念が低下圧力となり、当面は横ばい圏で推移する見通し。その後、本年後半からの利下げを織り込む動きが本格化することで、長期金利は緩やかに低下する見込み。

## ユーロ圏金利見通し



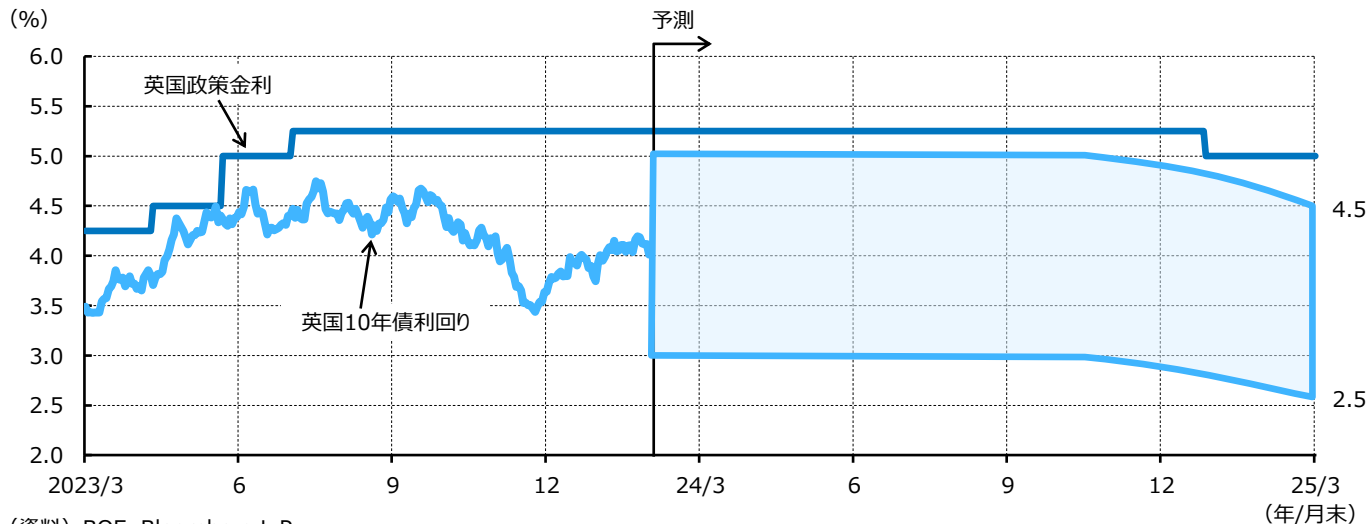
## <英国>

### ◆ BOE：金利据え置き

BOEは2月1日の金融政策委員会で金利を据え置き。足元にかけてインフレ率が低下傾向にあることを受けて様子見姿勢を継続。先行きも、当面の間、現行の金利水準を据え置くと予想。

英10年債利回りは、インフレ警戒による上昇圧力が根強い一方、BOEによる利上げの停止と景気減速が重石となり、当面横ばい圏で推移する見込み。

## 英国金利見通し





## <ユーロ圏>

### ◆ 本年前半にも底打ちへ

ユーロ圏景気は底打ちする見通し。インフレ圧力の緩和を受けた実質所得の回復により、個人消費が持ち直しに転じると予想。各国の財政支援や欧州復興基金による投資支援も設備投資を下支えする見込み。一方、海外経済の減速やインバウンド需要の一巡などを受けて、外需の回復ペースは鈍いと見込まれるほか、既往の金融引き締めが住宅などの投資を下押しするため、回復ペースは緩やかにとどまる公算。

## <英国>

### ◆ 景気低迷、高インフレが長期化

英国景気は低迷が続く見通し。労働供給の回復が鈍いほか、労働者による賃上げ要求が根強く、2024年のインフレ率は3%前後で下げ渋る見通し。これにより、BOEが金利を高水準に維持することで、設備投資や住宅投資が抑制される見込み。

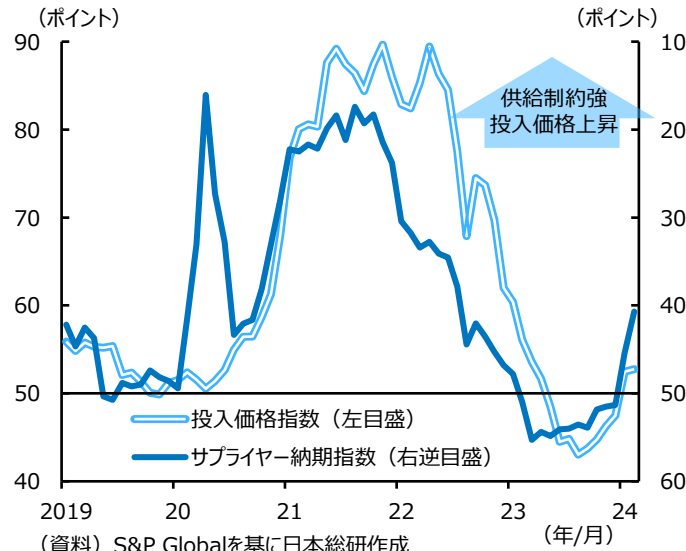
## 欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%) (前年比、%)

		2023年			2024年				2025年	2023年	2024年	2025年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	0.5	0.5	1.3
	消費者物価指数	6.2	5.0	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0	5.5	2.4	2.0
ドイツ	実質GDP	0.1	▲ 0.0	▲ 1.1	0.2	0.4	0.6	0.7	0.9	▲ 0.1	0.1	0.9
	消費者物価指数	6.9	5.7	3.0	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9	6.1	2.4	1.9
フランス	実質GDP	2.5	▲ 0.0	0.2	0.6	0.8	1.0	1.4	1.5	0.9	0.7	1.3
	消費者物価指数	6.1	5.5	4.2	3.1	2.8	2.4	2.1	2.0	5.7	2.6	2.0
英国	実質GDP	0.0	▲ 0.5	▲ 1.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.1	▲ 0.1	0.7
	消費者物価指数	8.4	6.7	4.2	3.6	2.6	3.0	2.7	2.6	7.4	3.0	2.5

(資料) Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成 (注) シャドーは予測値。

## 英製造業PMIの納期指数と投入価格指数



## 【ホット・トピック】

### ◆ 英国で紅海の物流混乱の影響が顕在化

紅海の物流混乱が英国のインフレ圧力に。英商工会議所の調査によると、企業の37%が紅海問題によりコスト増加や物流の遅延といった問題が生じたと回答。1月以降、製造業PMIのサプライヤー納期指数が供給制約の強まりを示唆しているほか、投入価格指数も上昇。

英国が物流混乱の影響を受けやすい背景として、国内製造業の脆弱さによる輸入依存度の高さを指摘可能。英国の付加価値額に占める製造業の割合(2023年)は10%弱と、17%のユーロ圏よりも低位。物流混乱が長期化した場合、財インフレの上昇でインフレ圧力が増大しやすい経済体質。

# 公表済みのレポート（欧米経済関連）

詳細は、以下のリンクからPDF形式でご覧いただけます。

## リサーチアイ

- ▶ [英国政府が野党の歳入増加策を先取り — 将来の財政運営が混乱する恐れ —](#) 藤本一輝 3月8日
- ▶ [懸念される米国の商業用不動産市況の落ち込み — 不動産価格の大幅下落で米中小銀行の4割が自己資本を大きく毀損—](#) 立石宗一郎 2月28日
- ▶ [欧州議会選挙がグリーン化機運の後退を招くリスク — 巨額の関連投資が阻害される恐れ—](#) 藤本一輝 2月19日

## JRIレビュー

- ▶ [アメリカ経済見通し（2023～25年）](#) 梶野裕貴  
立石宗一郎  
松田健太郎 12月26日
- ▶ [欧州経済見通し（2023～25年）](#) 藤本一輝  
立石宗一郎  
松田健太郎 12月26日

## リサーチフォーカス

- ▶ [米国経済、トランプ再選で高インフレ・低成長も～懸念される財政・対中・移民政策の大転換～](#) 梶野裕貴 12月25日