
欧州経済展望

2023年4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. 1
◆英国景気概況	p. 2
◆欧州トピック：金融システム不安による景気下押しリスク	p. 3
◆欧州経済見通し	p. 4
◆欧州金利見通し	p. 5

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 後藤 俊平 Tel : 080-3451-3517

Mail : goto.shumpei@jri.co.jp

◆本資料は2023年4月6日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。

新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

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。



ユーロ圏景気概況：高インフレが景気の重石

◆サービス業が景気のけん引役に

ユーロ圏では、サービス業が景気をけん引。3月のPMI（総合）は54.1と好不況判断の目安となる50を上回る水準。製造業が新規受注の減少を受けて前月から低下した一方、サービス業が堅調さを維持。欧州委員会の業種別調査では、宿泊や旅行代理店など旅行関連業種で景況感が大きく改善。中国の経済活動再開を受けて、インバウンド需要拡大への期待が高まった模様。

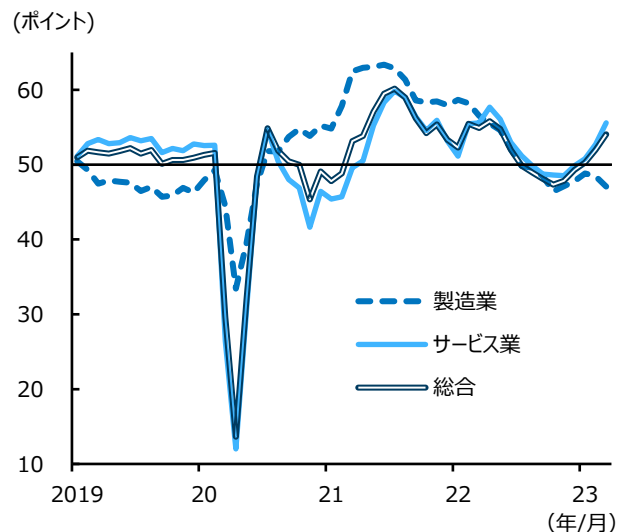
◆コアインフレの沈静化は遠く

ユーロ圏の3月の消費者物価の総合は前年比+6.9%と、エネルギー価格の高騰一服を反映して、5ヵ月連続で騰勢が鈍化。もっとも、食品やコア品目では伸びが高まっており、インフレ圧力は根強い状況。

食品価格の伸びは、次第に鈍化すると予想。食品価格の過去の変動パターンによれば、輸入価格の動きが4ヵ月程度遅れて消費者物価に波及する傾向。これを前提にすると、食品の輸入価格の下落を反映して、年半ば以降、消費者物価の伸びは鈍化する見込み。

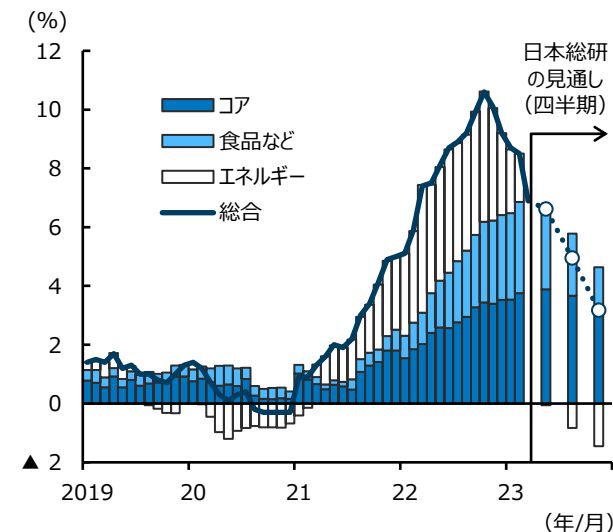
一方、コア品目では、早期のインフレ沈静化は見通せず。2022年10～12月期の単位労働コストは、前年比+5.1%と高い伸び。生産性向上を上回る賃金上昇が背景。単位労働コストの増大はコア品目の価格を押し上げ。雇用情勢をみると、2月の失業率は6.6%と低位で推移しており、賃金面からのインフレ圧力は強い状況。

ユーロ圏のPMI景況感指数



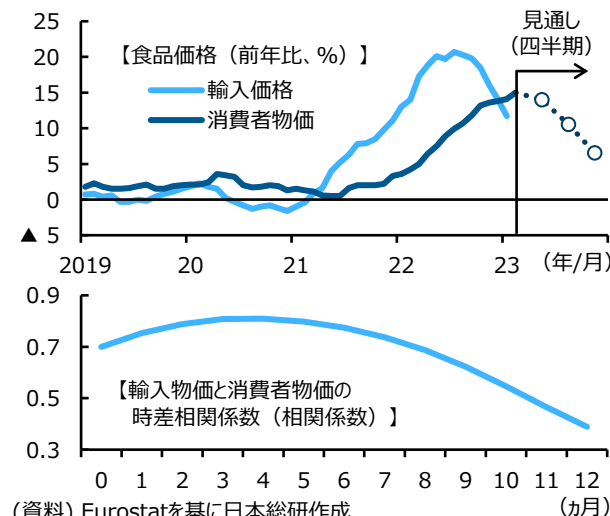
(資料) S&P Globalを基に日本総研作成

ユーロ圏の消費者物価（HICP前年比）



(資料) Eurostatを基に日本総研作成

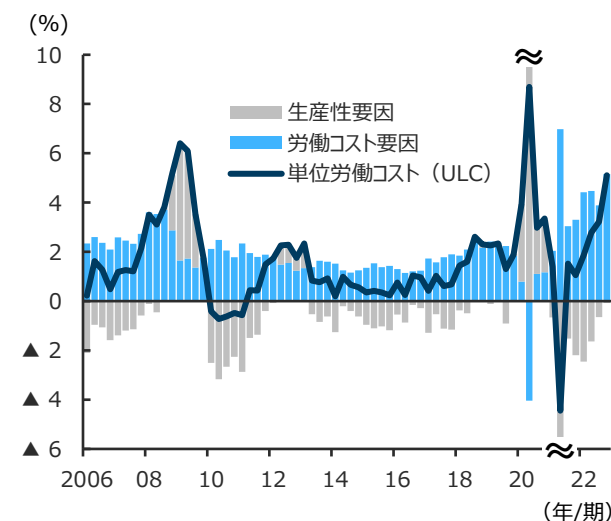
ユーロ圏の食品価格



(資料) Eurostatを基に日本総研作成

(注) 食品などの輸入価格（前年比）と消費者物価（前年比）の時差相関係数。2006年1月～23年1月を基に試算。

ユーロ圏の単位労働コスト（前年比）



(資料) Eurostat、ECBを基に日本総研作成

英国景気概況：景気の回復は当面見通せず

◆賃金インフレは緩和へ

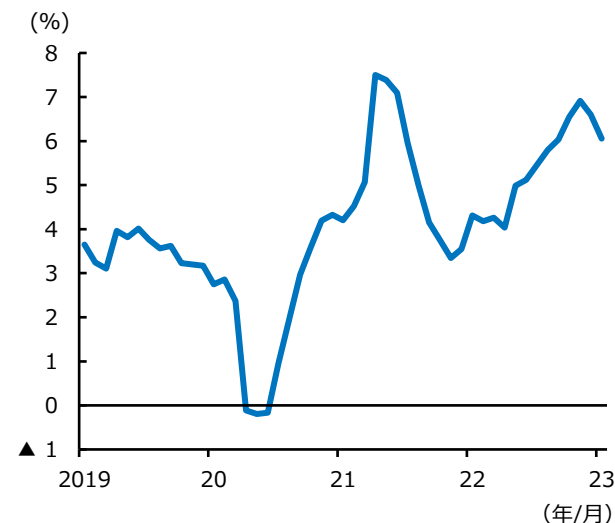
英国の賃金の伸びは頭打ち。1月の名目賃金の前年比は+6.1%と2ヵ月連続で低下。背景として、労働需要の鈍化が指摘可能。コロナ禍で解雇された就業者の復帰が進んだほか、景気低迷に伴い企業が新規採用を慎重化させたことで、企業の人手不足感が緩和。欠員数は前年割れに転じたほか、解雇率もコロナ前の水準まで上昇。先行き、賃金面からのインフレ圧力は弱まる兆し。

◆内需、外需はともに振るわず

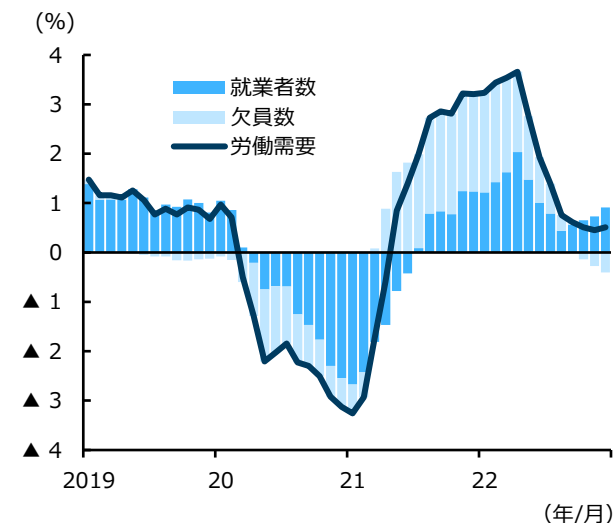
個人消費は、物価高が重石となりコロナ前を下回る水準。AV機器や宝石類など裁量的支出を中心に財消費が低調なほか、コロナ後の消費のけん引役であったサービス消費も頭打ち。家計の消費マインドをみると、足元で底打ちしつつあるものの、なおコロナ前の長期平均を大きく下回る水準。今後も消費の力強い回復は見込み薄。

輸出は停滞。海外景気の減速に加え、2020年末のEU離脱の影響が主因。通関手続きなど非関税障壁が高まったことなどから、EU諸国向け輸出が減少。英国の輸出数量は、世界全体の輸入数量と比較して大きく下振れ。英国政府は諸外国との自由貿易協定の締結などを進めているものの、短期的な輸出の押し上げにはつながらず、先行きも停滞感の強い状況が続く見込み。

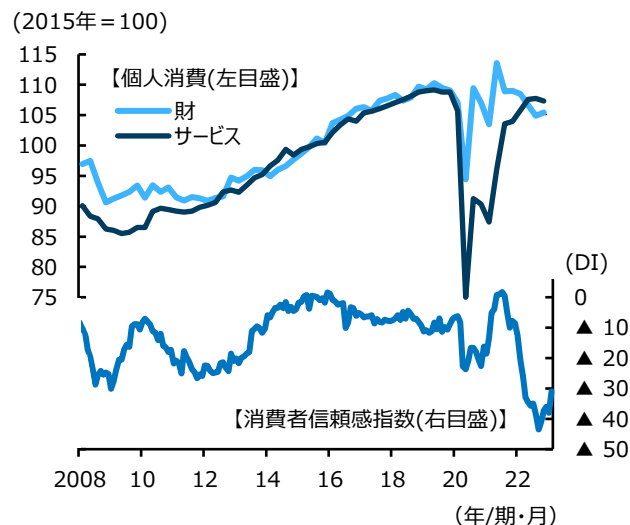
英国の名目賃金（前年比）



英国の労働需要（前年比）

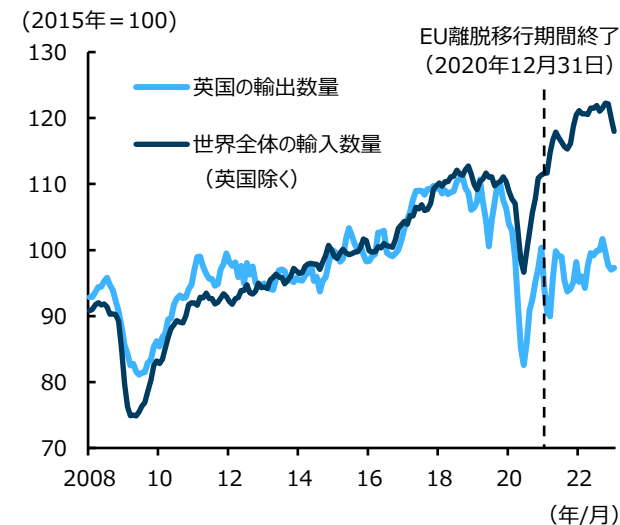


英国の個人消費



(資料) ONS、OECDを基に日本総研作成

英国の輸出数量と世界の輸入数量



(資料) ONS、CPBを基に日本総研作成
(注) 後方3ヵ月平均。英国の輸出数量は貴金属除く。

欧州トピック：金融システム不安による景気下押しリスク

◆銀行のデフォルト懸念が一時急浮上

欧州では、銀行の債務不履行懸念が一時増大。米国で相次いだ金融機関の経営破綻を受けて、欧州にも金融システム不安が飛び火。経営不安が意識された大手行の一部銀行債が無価値化したことをきっかけに、市場で銀行債を警戒する動きが拡大。

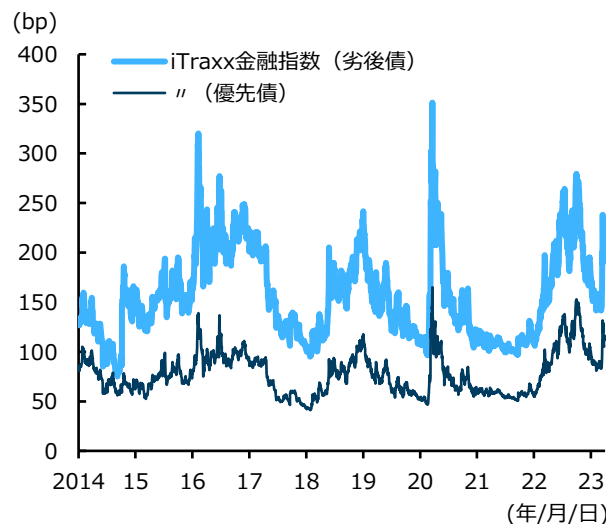
足元で銀行の信用スプレッドは落ち着きつつあるものの、ECBによる急ピッチの利上げを受けて金融環境は既に引き締まっている状況。銀行の貸出態度が一段と厳格化すれば、企業の資金調達が困難化し、設備投資の収縮など、実体経済への悪影響は避けられず。

◆輸入インフレの加速がリスク要因

さらに、金融市場の混乱が深刻化した場合には、景気後退下でもユーロ安により輸入インフレが加速する恐れ。欧州債務危機時やコロナ直後などの有事の場面では、南欧諸国を中心にユーロ圏からの資金流出圧力が強まり、ユーロ安に振れやすい傾向。ユーロ圏の輸入は外貨建て契約が約6割を占めており、ユーロ安が域内物価の押し上げ要因に。

とりわけ、消費財の輸入価格は為替変動への感応度大。試算では、1%のユーロ安がコア消費財の輸入物価を0.5%押し上げる計算。ECBは金融市場の不安定化とインフレの高進のトレードオフに直面する恐れあり。

欧州銀行部門のCDS



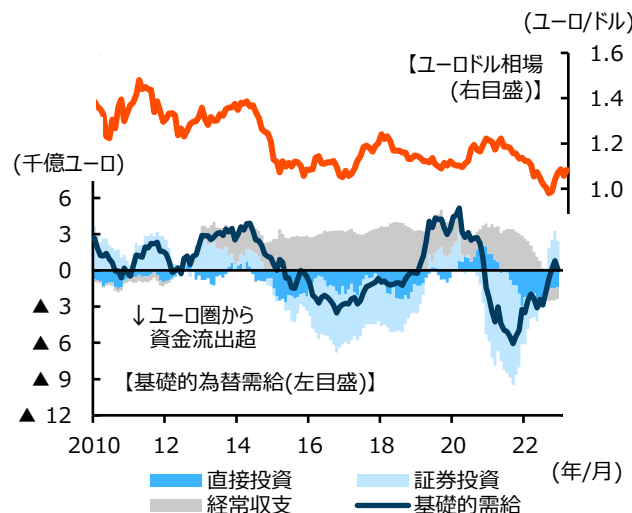
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 期間は5年。劣後債、優先債ともに金融機関30銘柄から構成。

ユーロ圏の金融環境と銀行の貸出態度



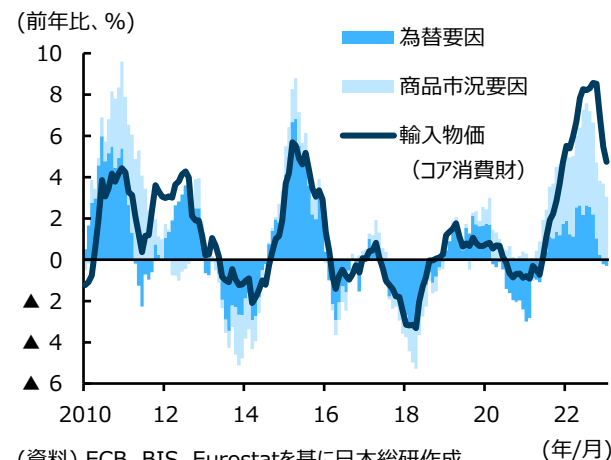
(資料) ECBを基に日本総研作成
(注) 金融ストレス指数は、短期金融市場、株式市場、債券市場、為替市場など5つのカテゴリーを基に作成された指標。

ユーロ圏の基礎的為替需給



(資料) ECB, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 基礎的為替需給は、いずれも12ヵ月累計。

ユーロ圏の消費財輸入物価の変動要因分解



(資料) ECB, BIS, Eurostatを基に日本総研作成
(注) ECBコモディティ価格指数(ラグ3ヵ月)、ユーロ名目実効為替レートを説明変数として輸入物価指数(コア消費財)を推計。いずれの指標も独自季節調整済、対数前年比。推計期間は2005年1月～23年1月 ($R^2=0.925$)。

欧州経済見通し：ユーロ圏景気は低迷、英国景気は後退局面が持続

＜ユーロ圏＞

◆2023年は潜在成長率を下回る成長に

ユーロ圏景気は低迷が続く見通し。高インフレが個人消費の重石となるほか、金融引き締めによる景気下押し圧力が強まる見込み。また、天然ガスの供給不安は足元で後退したものの、資源価格はなお例年を上回る高水準にあり、家計や企業の経済活動の下押し要因に。2023年は、1%台前半とみられる潜在成長率を下回る成長にとどまると予想。

インフレ率は、資源価格の高止まりや賃金上昇圧力の強まりを背景にECBの物価目標である2%を上回る水準で推移。中期的なインフレ期待も高止まりしており、高インフレの沈静化には時間を要する見込み。

＜英国＞

◆景気は引き続き後退局面が持続

英国景気は後退局面が続く見通し。労働力不足の長期化を背景に賃金上昇が物価上昇に波及。2023年のインフレ率は7%台と高インフレが長引き、家計の購買力低下や政策金利の引き上げを通じて景気を下押しする見込み。その結果、2023年は通年でもマイナス成長になると予想。

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、%)

		2022年			2023年				2024年	(前年比、%)		
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2022年	2023年	2024年
		(予測)								(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	3.6	1.5	▲ 0.1	0.2	0.5	0.7	0.7	1.0	3.5	0.7	1.0
	消費者物価指数	8.0	9.3	10.0	8.0	6.6	4.9	3.2	2.5	8.4	5.7	2.2
ドイツ	実質GDP	0.4	1.9	▲ 1.7	▲ 0.3	0.2	0.5	0.4	0.7	1.9	▲ 0.0	0.6
	消費者物価指数	8.3	9.4	10.8	8.8	7.2	5.7	3.8	3.2	8.6	6.4	2.7
フランス	実質GDP	2.0	0.7	0.3	0.2	0.6	0.8	0.9	1.1	2.6	0.6	1.1
	消費者物価指数	5.9	6.5	7.0	7.0	6.2	4.8	3.1	2.4	5.9	5.3	2.1
英国	実質GDP	0.4	▲ 0.7	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	0.3	4.0	▲ 0.2	0.3
	消費者物価指数	9.2	10.0	10.8	10.1	8.5	6.2	4.5	3.6	9.0	7.3	2.9

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドーは予測値。

フランスの卸・小売売上数量と消費者信頼感指数



(資料) INSEEを基に日本総研作成

(注) 卸・小売売上は後方3ヵ月平均。自動車修理を含む。

【ホット・トピック】

◆仏・年金改革反対デモが景気の下振れ要因に

フランスでは、マクロン政権による年金改革法案の強行採決に反対する抗議デモが激化。内務省によれば、3月23日には全国で100万人以上がデモに参加。この影響で、流通など社会活動に滞りが生じており、景気の下押し要因に。3月の家計、企業のマインド指数は前月から悪化。

2018年に燃料税引き上げを巡って大規模な抗議デモに発展した「黄色いベスト運動」の際にも、卸・小売売上数量が一時大幅な前年割れとなるなど、景気が大きく下振れ。

国民の反発が強いなかでも、マクロン政権は年金改革を推し進める方針を堅持。今後も抗議デモが長期化すれば、フランス景気の下振れは避けられず。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに利上げを継続

<ユーロ圏>

◆ ECB：利上げペースは鈍化へ

ECBは3月16日の理事会で0.50%ポイントの利上げを決定。基調的なインフレ圧力に根強さが残るほか、中期的なインフレ期待も2%の物価目標を上回っていることなどから、積極的な利上げ姿勢を維持。米国の一部金融機関の経営破綻を受けて金融市場に動揺が広がるなかでも、ECBのインフレ抑制姿勢は変わらず。5月、6月の会合では小刻みな利上げを継続し、7月以降は政策金利を据え置き様子見姿勢に転じると予想。

独10年債利回りはECBの金融引き締めが押し上げ要因。ただし、景気の低迷や金融不安への警戒感が重石となり、金利上昇ペースは緩やかに。

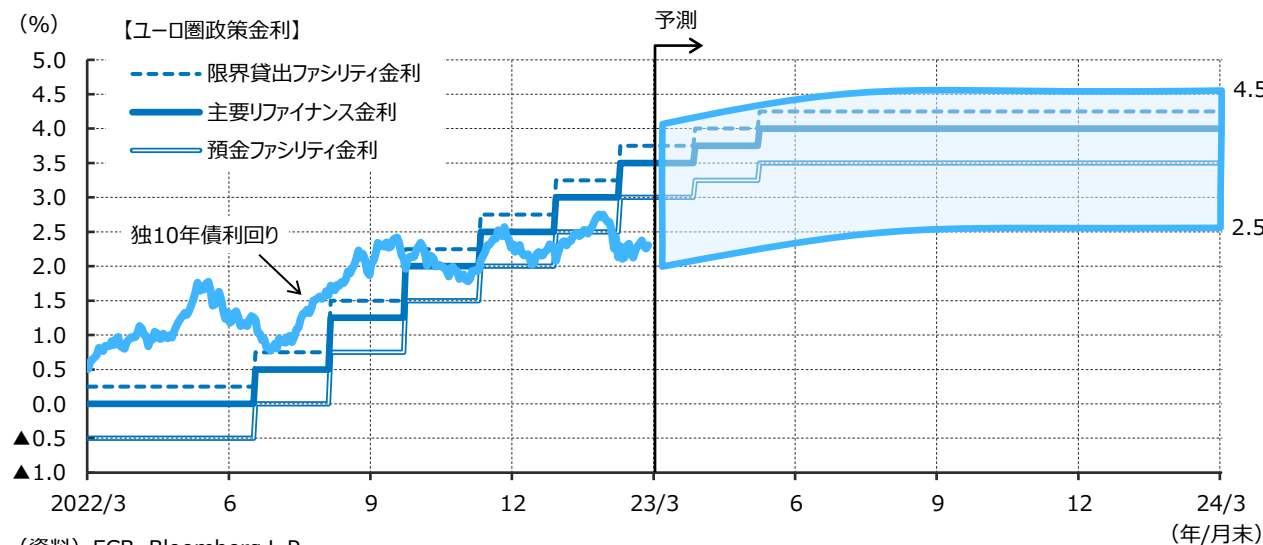
<英国>

◆ BOE：利上げは終盤へ

BOEは3月23日の金融政策委員会で0.25%の利上げを決定。賃金面からのインフレ圧力が頭打ちとなりつつあるほか、一段の金融引き締めが景気後退を深刻化させることへの懸念などから、利上げ幅を前回から縮小。次回5月の会合で再び0.25%の利上げを行い、最終的に政策金利は4.50%で据え置かれると予想。

英10年債利回りはBOEの金融引き締めが押し上げ要因。ただし、景気後退が重石となり、金利上昇ペースは緩やかに。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し

