

欧州経済展望

2024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. 2
- ◆英国景気概況…………… p. 3
- ◆欧州トピック…………… p. 4
- ◆欧州経済見通し…………… p. 5
- ◆欧州金利見通し…………… 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4月4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。

◆製造業は不振

ユーロ圏の景気は低調。企業部門では、製造業が不調。2022年末以降、ユーロ圏の鉱工業生産は減少傾向が持続。財別にみると、世界的な財需要の低迷を背景に中間財の減産が続いているほか、既往の金融引き締めなどを受けて、耐久消費財の生産も減少。

◆インフレ圧力は緩和

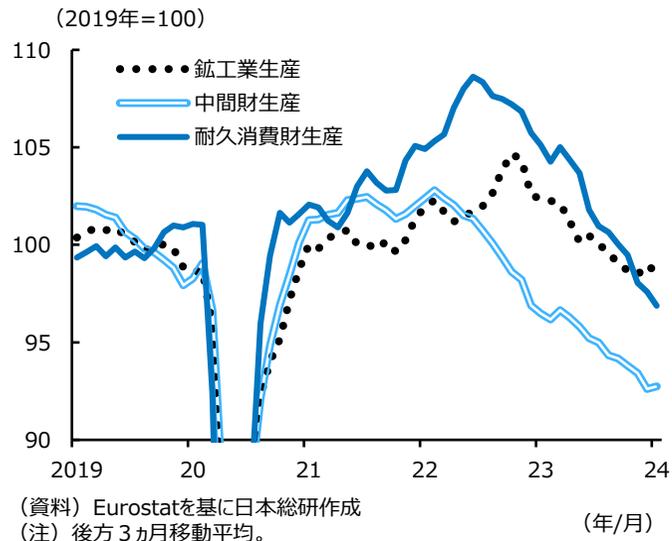
資源価格の落ち着きや需要の減速などを背景に、インフレ圧力は緩和。ユーロ圏の3月の消費者物価（総合）は前年比+2.4%と、3ヵ月連続で騰勢が鈍化。エネルギー価格が全体を下押ししているほか、食品やコア財の伸びが前月から大幅に鈍化。

◆個人消費が景気を下支える見通し

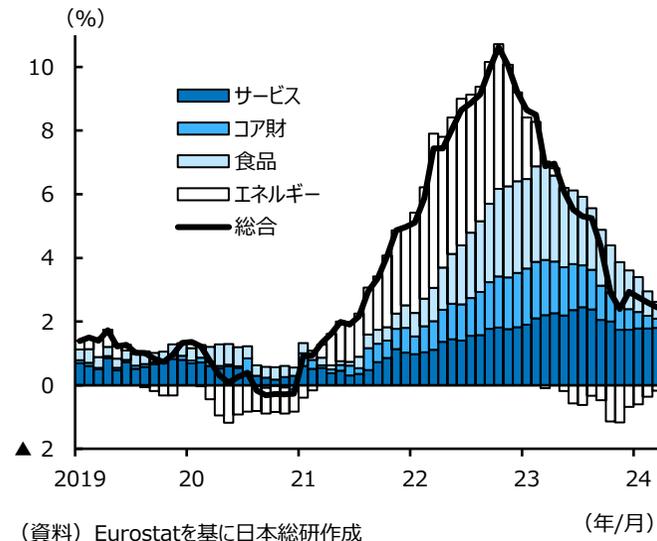
先行きを展望すると、個人消費の持ち直しなどを背景に、ユーロ圏景気は底打ちする見通し。1人当たり実質雇用者報酬は、昨年後半以降、前年比プラスに転化しており、インフレ圧力の緩和で家計の購買力は回復。加えて、2月の失業率は6.5%と、低水準で推移。

こうした雇用・所得環境の改善を背景に、消費者マインドも上向き。3月のユーロ圏の消費者信頼感は一転▲14.9と、2ヵ月連続で改善。内訳をみると、昨年後半以降、経済状況を巡る家計の現状認識と見通しが改善。

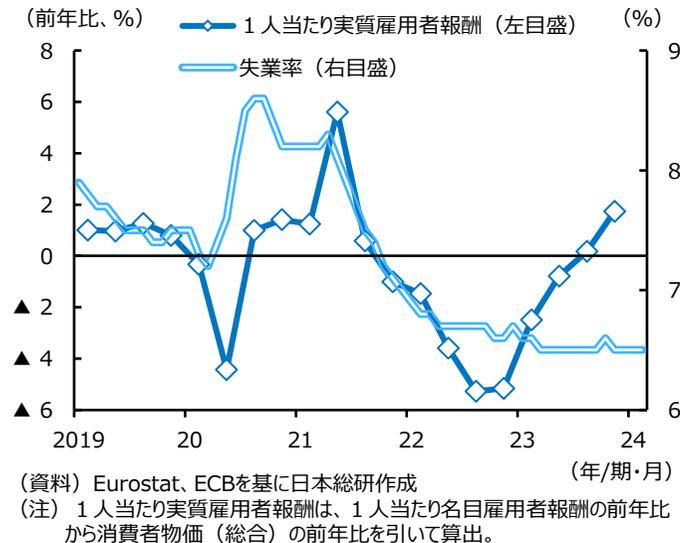
ユーロ圏の鉱工業生産（財別）



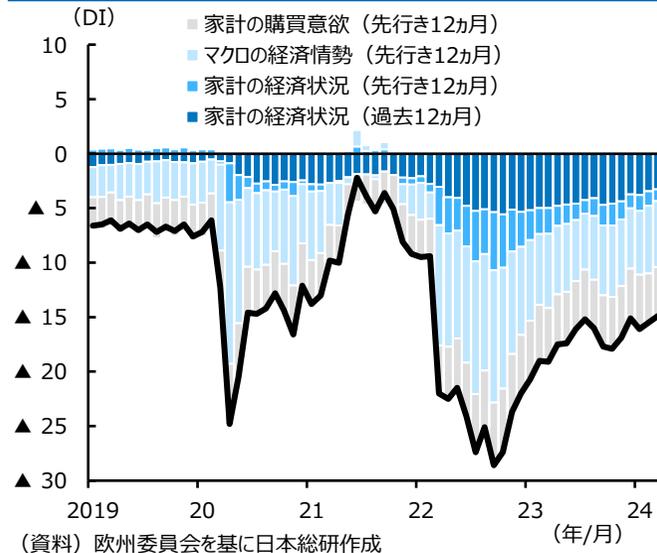
ユーロ圏の消費者物価（前年比寄与度）



ユーロ圏の実質雇用者報酬と失業率



ユーロ圏の消費者信頼感



◆内需・外需ともに低調

英国景気は低迷。実質GDPは、昨年後半に2四半期連続のマイナス成長。金融引き締めなどにより内需が低迷しているほか、外需も落ち込み。実質輸出は2022年末をピークに減少傾向。内訳をみると、財輸出は低迷が続いているほか、サービス輸出も昨年後半以降は頭打ち。

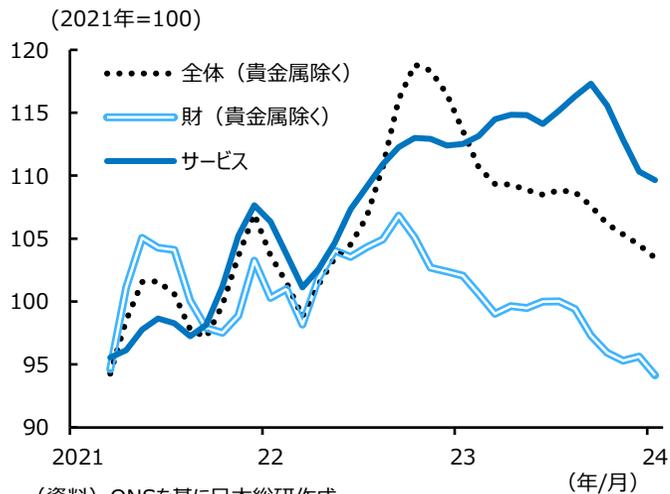
外需が低迷している一因として、通貨高による価格競争力の低下を指摘可能。英産業連盟（CBI）の調査によると、製造業では企業の66%が先行き3か月の輸出の制約要因として「価格」を指摘。

◆粘着的なインフレが持続

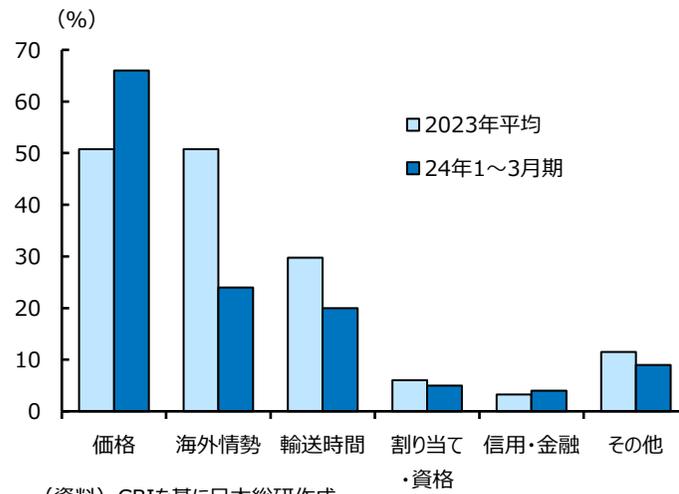
先行き、粘着的なインフレが英国景気を下押しする見通し。川上の価格上昇圧力をみると、紅海での物流混乱をはじめとする地政学的リスクの高まりなどを受けて、製造業PMIの投入価格指数は上昇に転じているほか、サービス業でも目安の「50」を超えて高止まり。

サービス業の投入価格が高止まりしている背景には、根強い賃上げ要求を受けた名目賃金の上昇。英国では、2022年以降、待遇改善を求める労働争議が頻発。昨年11月～本年1月期の名目賃金（賞与除く）は前年比+6.1%と前月から鈍化したものの、依然として高い伸び。

英国の実質輸出（財・サービス別）



英国製造業の輸出の制約要因



英国のPMI投入価格指数



英国の名目賃金と労働争議件数



◆労働生産性が低下

ユーロ圏では労働生産性が低下。昨年10～12月期の時間あたり実質付加価値は、前年比▲1.2%と減少。この背景として、以下2点を指摘可能。

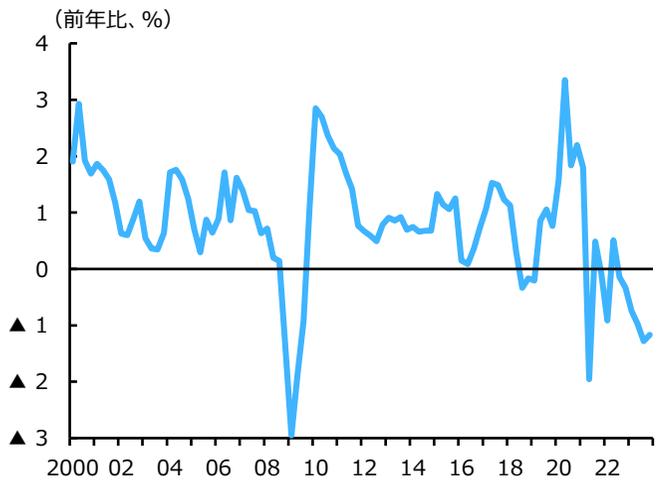
第1に、労働力の保蔵。ユーロ圏では企業活動が低迷しているわりには、総労働時間は着実に増加。ユーロ圏の生産年齢人口は今後減少に転じると見込まれており、企業が先を見越して人員を確保している可能性。こうした企業行動は余剰労働力を企業内に抱え込むことになり、労働生産性を下押し。

第2に、労働生産性が低い部門への労働移動。2020年以降、財需要の低迷やエネルギー価格の高騰により製造業は雇用を減らす一方、医療ニーズの増加などを背景に公共サービスの雇用は増加。労働生産性は労働集約的なサービス業、とりわけ公共サービスで低い傾向。こうした雇用の業種間シフトが労働生産性を下押した可能性。

◆インフレ率が高止まりする恐れ

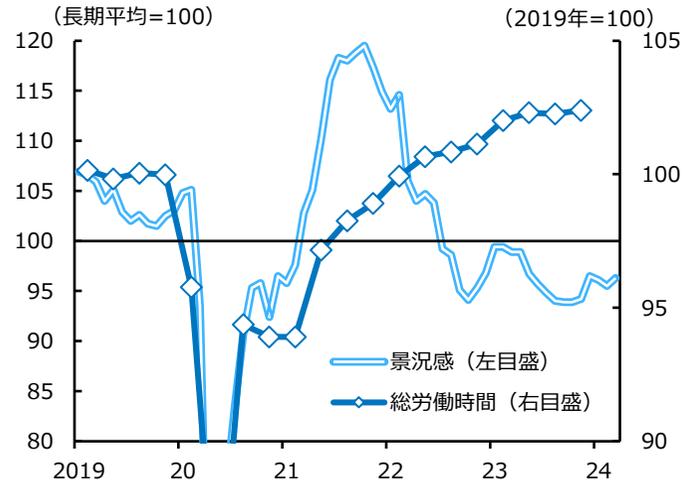
労働生産性の低下は経済成長力を弱めるほか、インフレの沈静化を妨げる可能性。足元では労働生産性の低下が単位労働コストを押し上げており、仮に現在と同等のペースで労働時間が増加した場合、今年の単位労働コストは前年比+0.7%ポイント押し上げられる計算。企業が単位労働コストの上昇分を価格に転嫁すると、インフレ率が高止まりし、ECBは高金利の維持を強いらられる可能性も。

ユーロ圏の労働生産性（時間ベース）



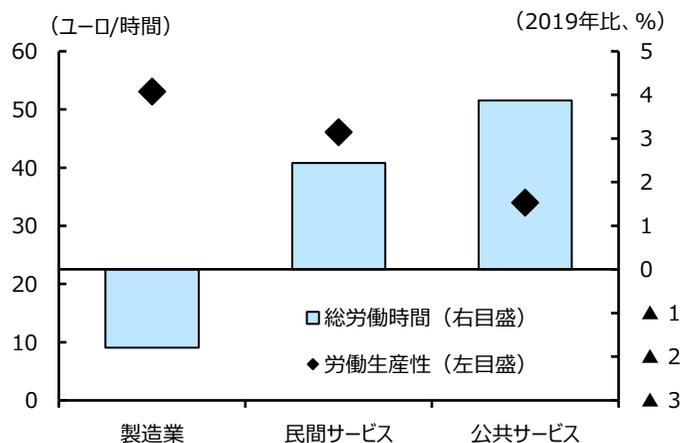
(資料) Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏の景況感と総労働時間



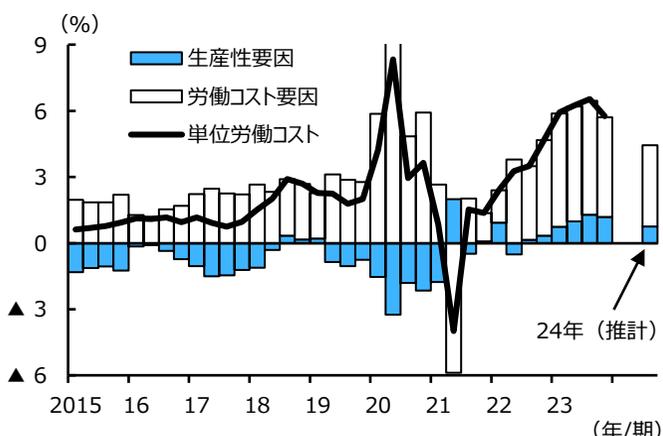
(資料) 欧州委員会、Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏の総労働時間と労働生産性（2023年）



(資料) Eurostatを基に日本総研作成
(注) 民間サービスは小売・金融保険を含む。労働生産性は、各業種の実質GVAを労働時間で割って計算。

ユーロ圏の単位労働コスト（前年比）



(資料) Eurostatを基に日本総研作成
(注) 生産性要因・労働コスト要因ともに労働時間ベース。推計は、2023年10～12月期の変化率（前年比）で労働時間が変化した場合の計算。実質GDPと時間当たり雇用者報酬は日本総研の予測。

<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。1～3月期はプラス成長に転化するものの、ユーロ圏と比べて、回復力は鈍いと予想。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

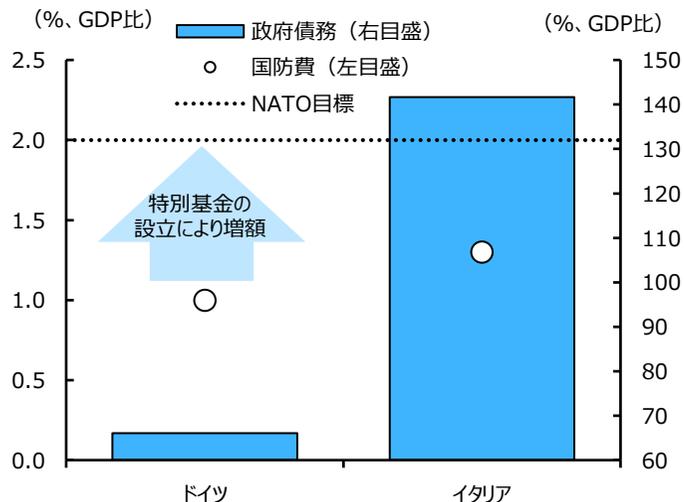
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%) (前年比、%)

		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	0.8	1.2	1.4	1.5	0.4	0.5	1.3
	消費者物価指数	6.2	5.0	2.7	2.6	2.4	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	0.5	0.7	0.9	1.1	▲ 0.3	0.1	0.9
	消費者物価指数	6.9	5.7	3.0	2.7	2.3	2.2	2.2	1.9	6.1	2.3	1.9
フランス	実質GDP	2.5	▲ 0.0	0.2	0.6	0.9	1.1	1.4	1.5	0.7	0.7	1.3
	消費者物価指数	6.1	5.5	4.2	3.0	2.4	2.3	2.0	2.0	5.7	2.4	2.0
英国	実質GDP	0.0	▲ 0.5	▲ 1.2	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。

ユーロ圏主要国の政府債務と国防費 (2022年)



(資料) Eurostatを基に日本総研作成

【ホット・トピック】

◆国防費増額に起因する財政リスク

欧州各国で、国防費増額により財政が悪化するリスクあり。この背景として、ウクライナ侵攻などの軍事的緊張に加え、トランプ氏の米大統領再選懸念を指摘可能。トランプ氏は以前から国防費がNATOの目標（GDP比2%）未満である国々を批判し、国防費負担の公平配分を要求。それら国々の防衛を拒否するとの発言も。

トランプ氏の指摘を受けて、ドイツは特別基金を設立することでNATOの目標を達成。もっとも、2027年頃には基金が底をつくとみられ、予算が圧迫される可能性も。一方、イタリアなどの財政赤字国は依然として目標達成が見込み薄。国防費増額を強いられた場合、財政に対する信認が揺らぐことで長期金利が上昇するリスクが増大。

<ユーロ圏>

◆ ECB：6月に利下げへ

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。インフレ圧力の落ち着きが確認される本年6月に利下げに転じると予想。

独10年債利回りは、本年半ばからの利下げを織り込む動きが早晚本格化することで、緩やかに低下する見込み。

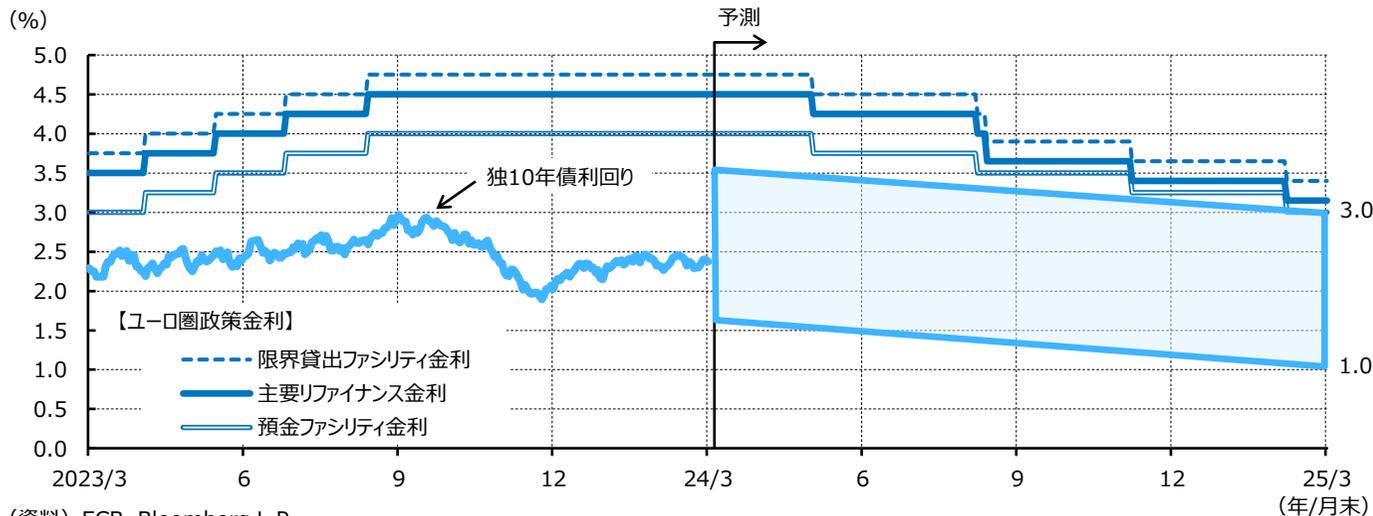
<英国>

◆ BOE：金利据え置き

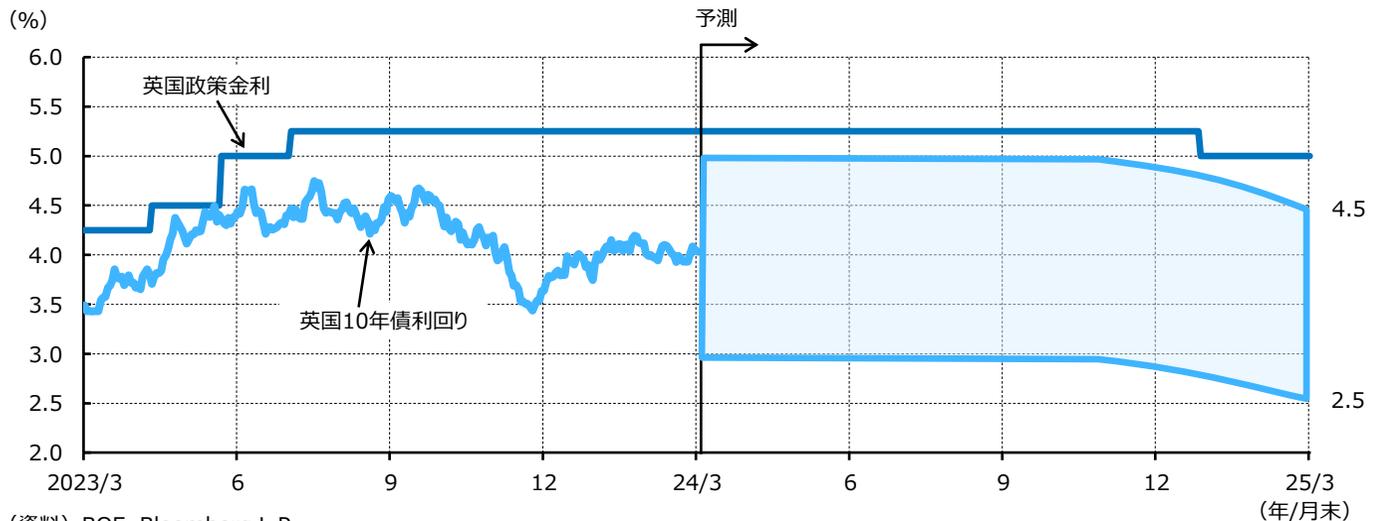
BOEは3月21日の金融政策委員会で金利を据え置き。足元にかけてインフレ率が低下傾向にあることを受けて様子見姿勢を持続。先行きも、当面の間、現行の金利水準を据え置くと予想。

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。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



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

- ▶ [労働生産性の低下がユーロ圏のインフレ圧力に — 単位労働コスト+0.7%ポイント増、インフレ率高止まりも —](#) 藤本一輝 4月3日
- ▶ [米国で高まる財政緩和圧力、金利上昇のリスクも](#) 梶野裕貴 3月26日
- ▶ [ドイツの政策運営が不安定化、設備投資を60億ユーロ下押し — 政策異なる3党連立や違憲判決が背景 —](#) 藤本一輝 3月25日
- ▶ [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

リサーチフォーカス

- ▶ [トランプ再選時の米国環境エネルギー政策～その展望とわが国に求められる対応～](#) 梶野裕貴 4月3日
- ▶ [トランプ氏再選は原油価格の上振れリスク—地政学リスクの増大や中長期の投資阻害が原油高要因に—](#) 松田健太郎 3月28日