

# 欧州経済2024年中間レビュー ～再加速に向けたシナリオとリスク～

---

株式会社 大和総研  
ロンドンリサーチセンター  
シニアエコノミスト 橋本政彦  
2024年6月

# I. 2024年前半の振り返り

# II. 欧州経済再加速に向けたシナリオ

# III. 欧州経済が抱えるリスク

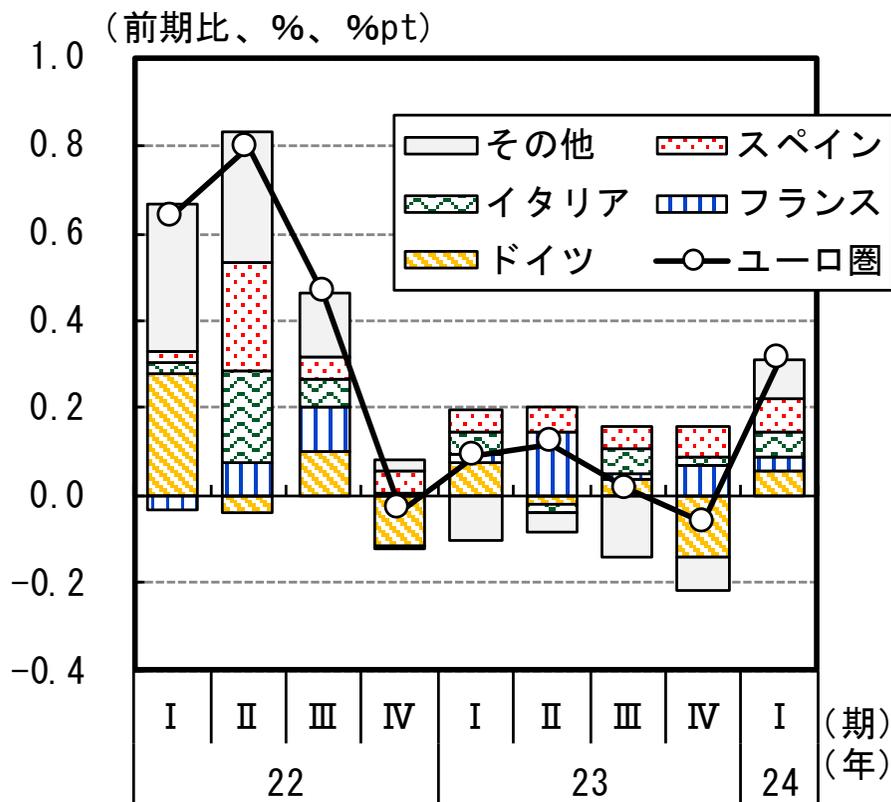


# I. 2024年前半の振り返り

# 欧州経済は2024年に入り持ち直しへ

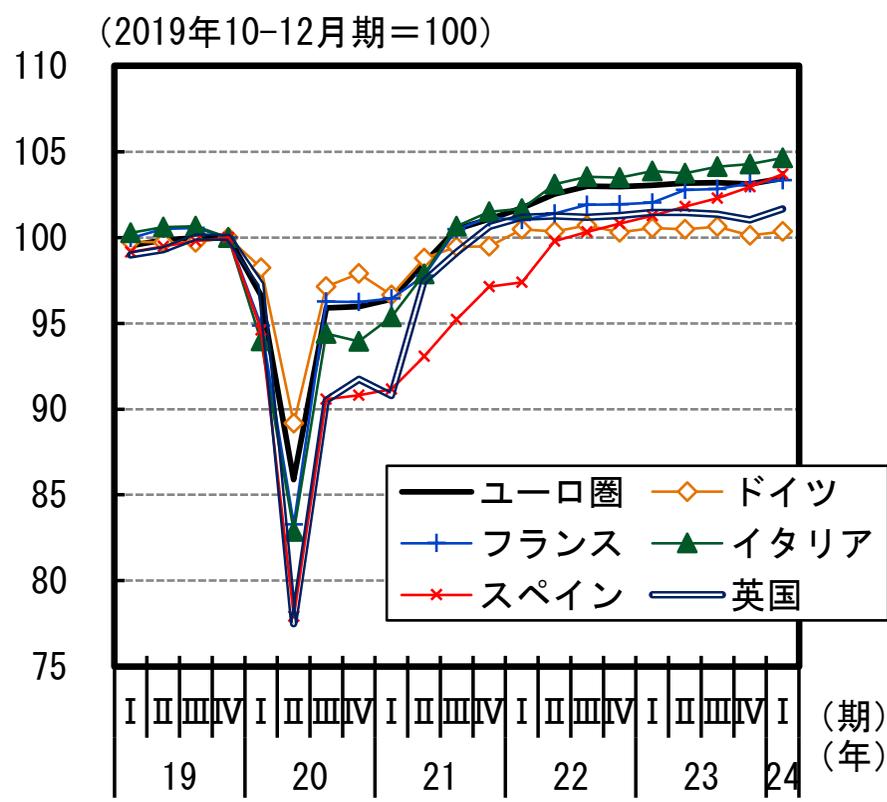
- ◆ 2024年1-3月期のユーロ圏GDPは前期比+0.3%とプラス成長に転換
- ◆ 英国も3四半期ぶりのプラス成長転換、前期比+0.6%と想定外の高成長
- ◆ ユーロ圏の内訳では主要国が揃ってプラス成長、ただしドイツの出遅れが目立つ

ユーロ圏GDP成長率の国別寄与度



(出所) Eurostatより大和総研作成

ユーロ圏主要国・英国のGDP水準



(出所) Eurostat、ONSより大和総研作成

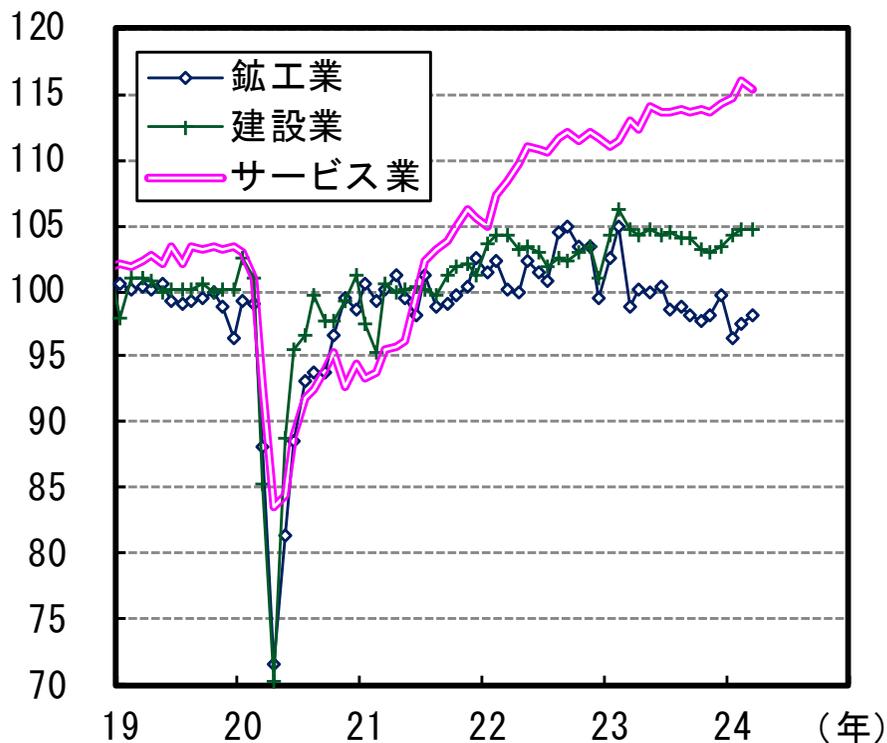
# サービス業の堅調さが経済を下支えする一方、鉱工業は引き続き冴えない

- ◆ サービス業の生産は2023年後半から加速、他方、鉱工業生産は減少基調
- ◆ 鉱工業の実質売上高は国内向け、輸出向けともに冴えない

## ユーロ圏の鉱工業・建設業・サービス業の生産

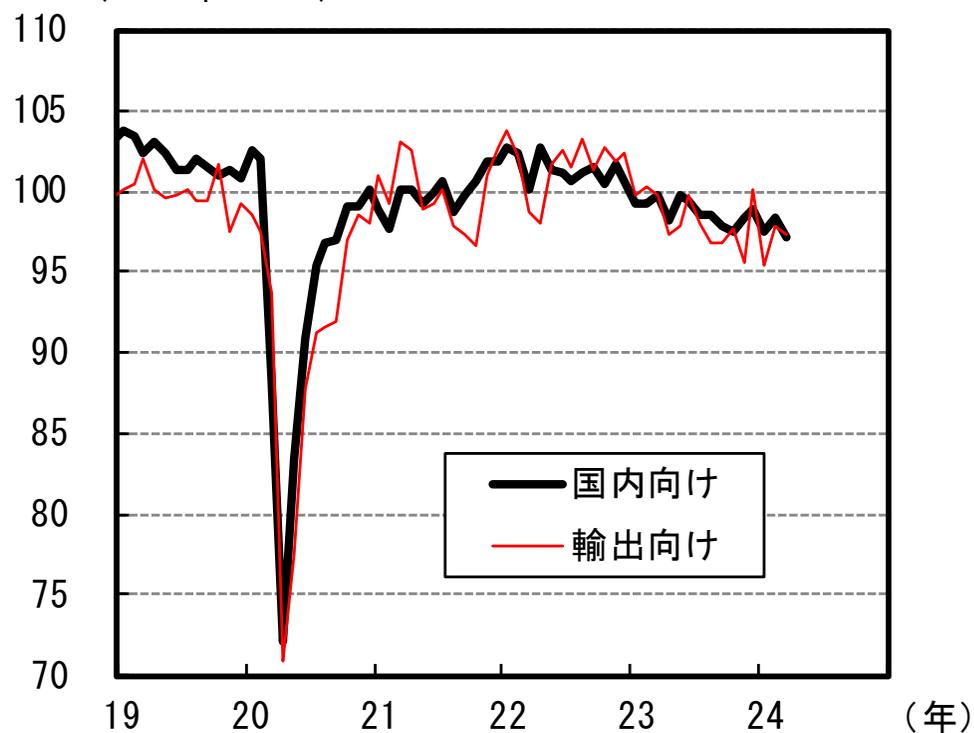
## ユーロ圏鉱工業の実質売上高

(2021年=100)



(出所) Eurostatより大和総研作成

(2021年=100)



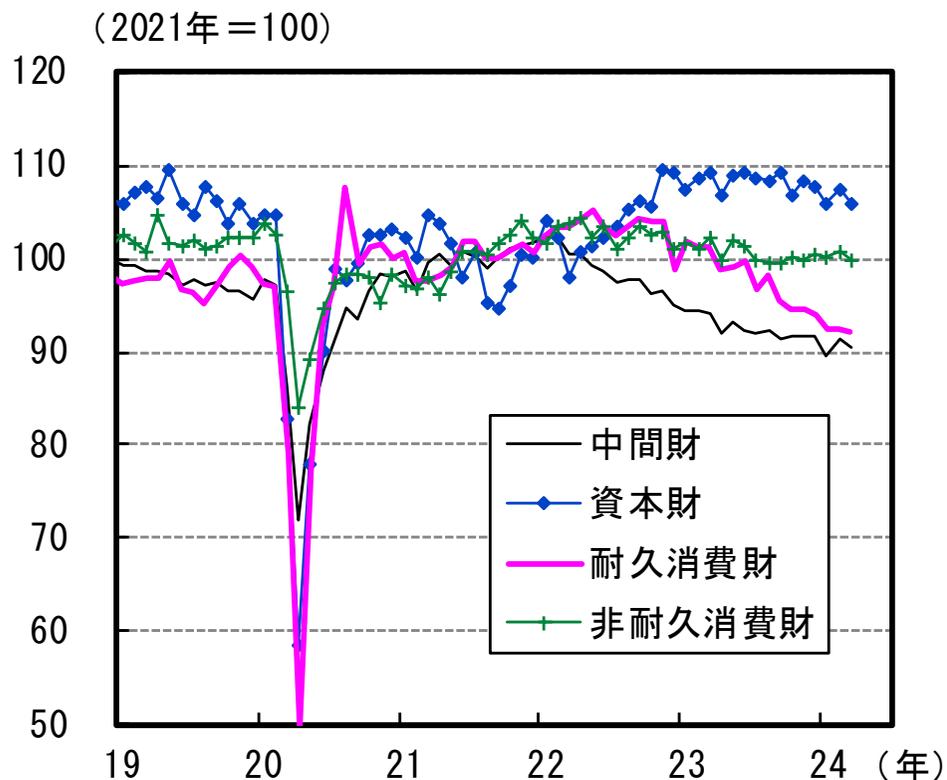
(注) 売上高指数を生産者物価指数で実質化。

(出所) Eurostatより大和総研作成

# 個人消費の停滞・中国向け輸出の減少が鋳工業不振の要因

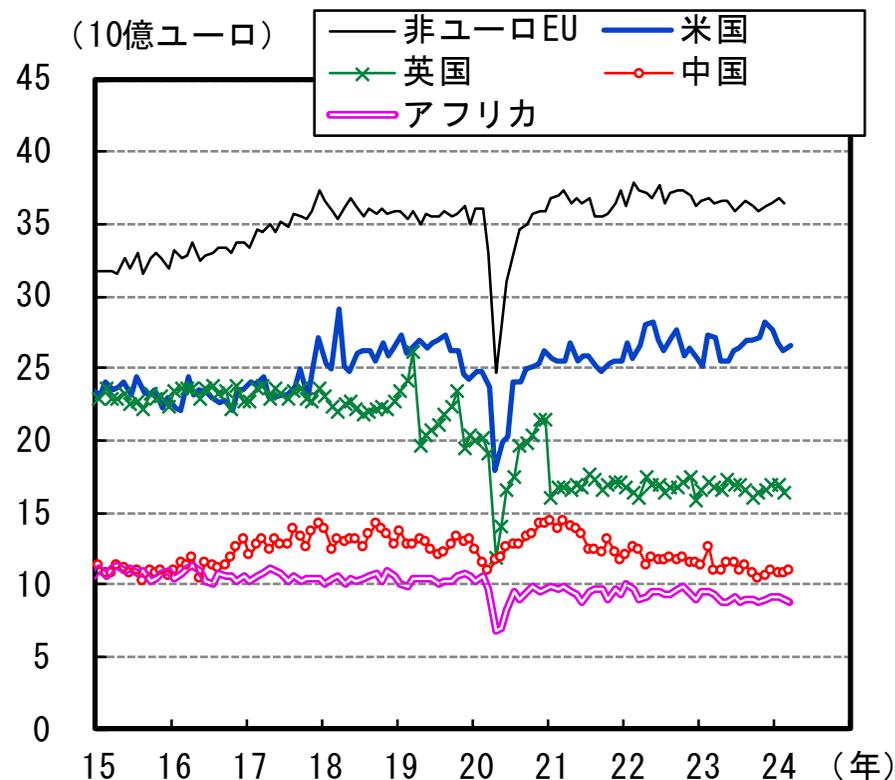
- ◆ 国内向けでは中間財、耐久消費財が特に軟調
- ◆ 輸出は中国向けの減少が足を引っ張る、実質ベースではコロナ禍並みの低水準に

鋳工業の国内向け実質売上高 財別内訳



(注) 売上高指数を生産者物価指数で実質化。  
(出所) Eurostatより大和総研作成

相手国・地域別実質輸出



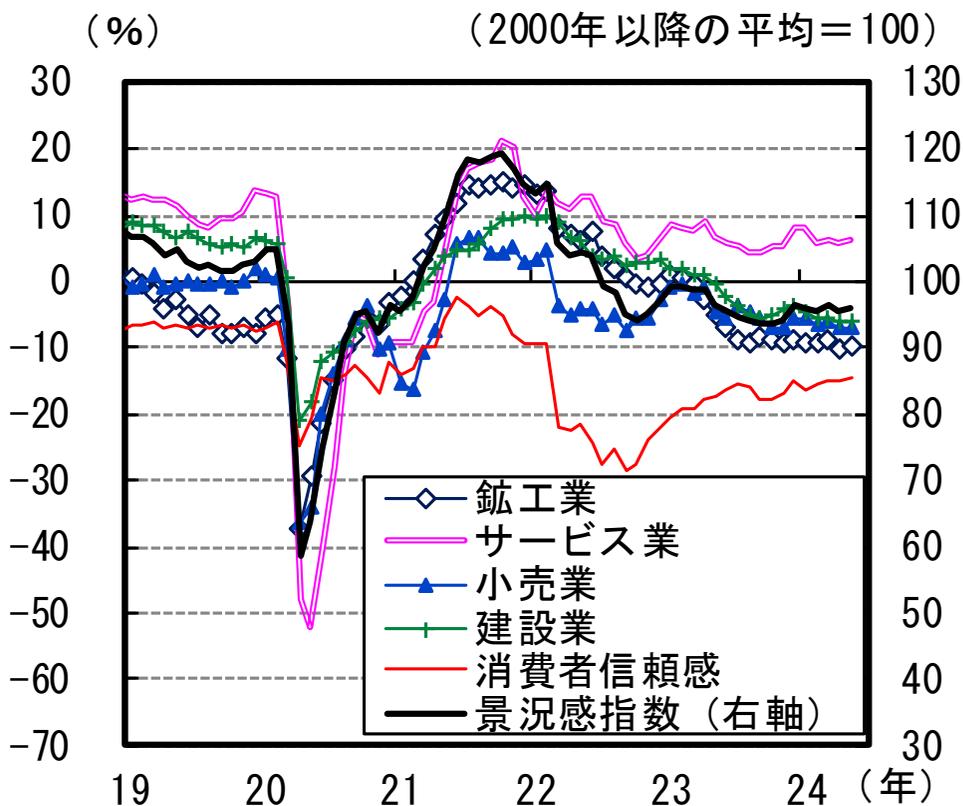
(出所) Eurostatより大和総研作成

## 4-6月期に入っても相対的にサービス業が堅調

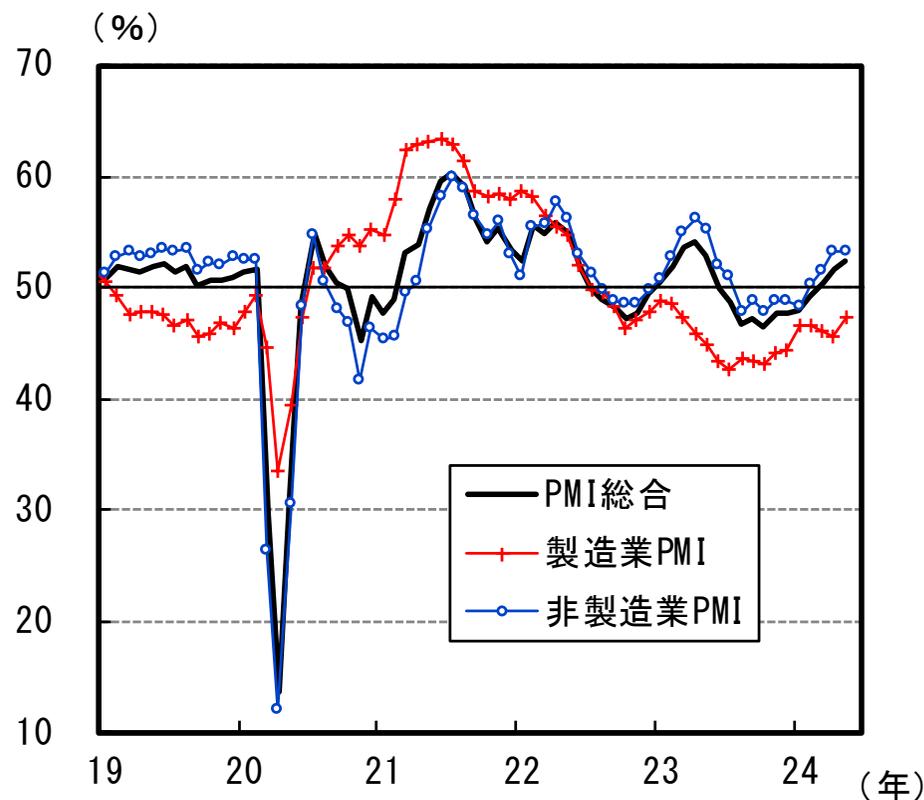
- ◆ サービス業のマインドの好調さが企業マインド全体の改善をけん引
- ◆ 製造業の景況感はなおも低いが、最悪期を脱した可能性が高まる

ユーロ圏の景況感指数と構成指数

ユーロ圏のPMI



(出所) 欧州委員会より大和総研作成



(出所) S&P Globalより大和総研作成



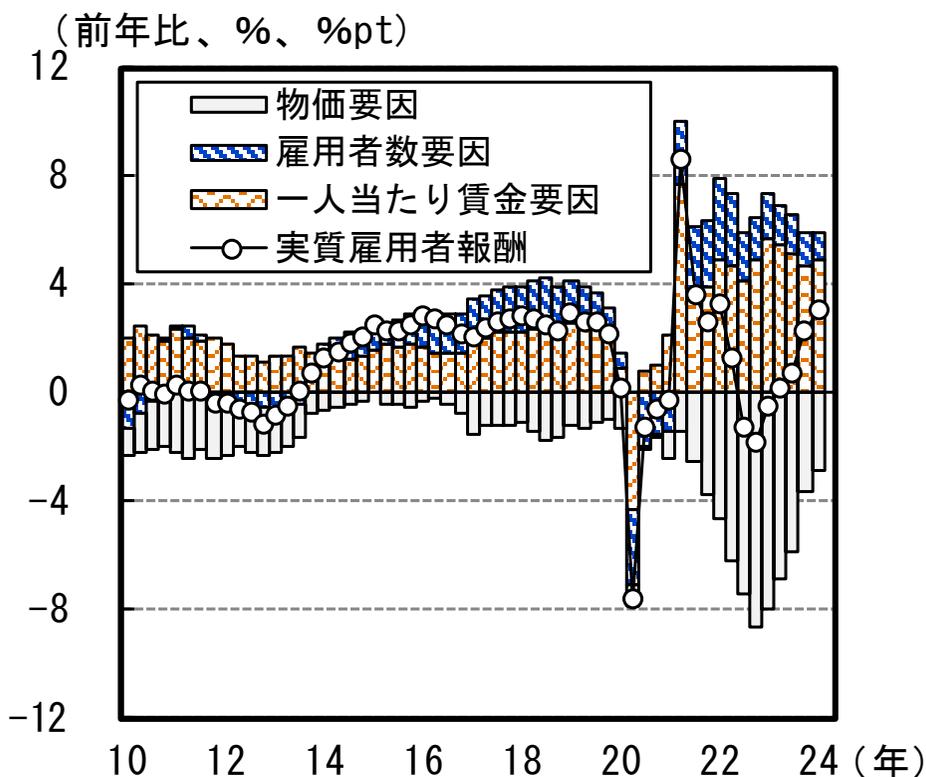
---

## II. 欧州経済再加速に向けたシナリオ

# 先行きの好材料①:高インフレの沈静化

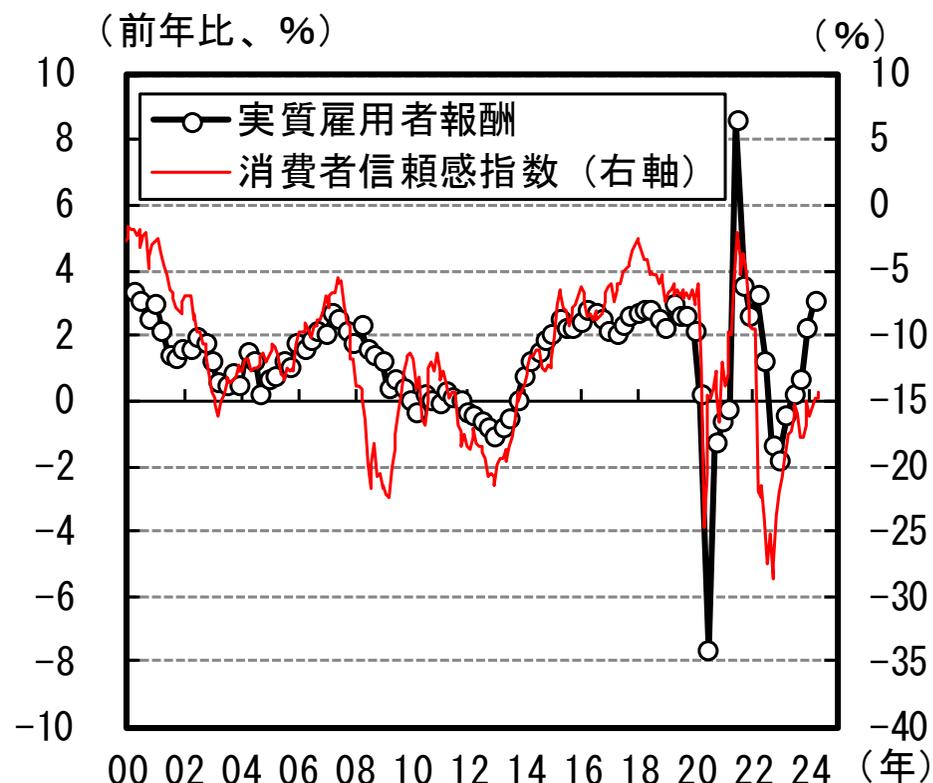
- ◆ インフレ率の鈍化で実質所得は回復局面へ
- ◆ 実質所得の増加は、マインドの面からも個人消費を押し上げ

ユーロ圏の実質雇用者報酬の要因分解



(出所) Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

実質雇用者報酬と消費者マインド

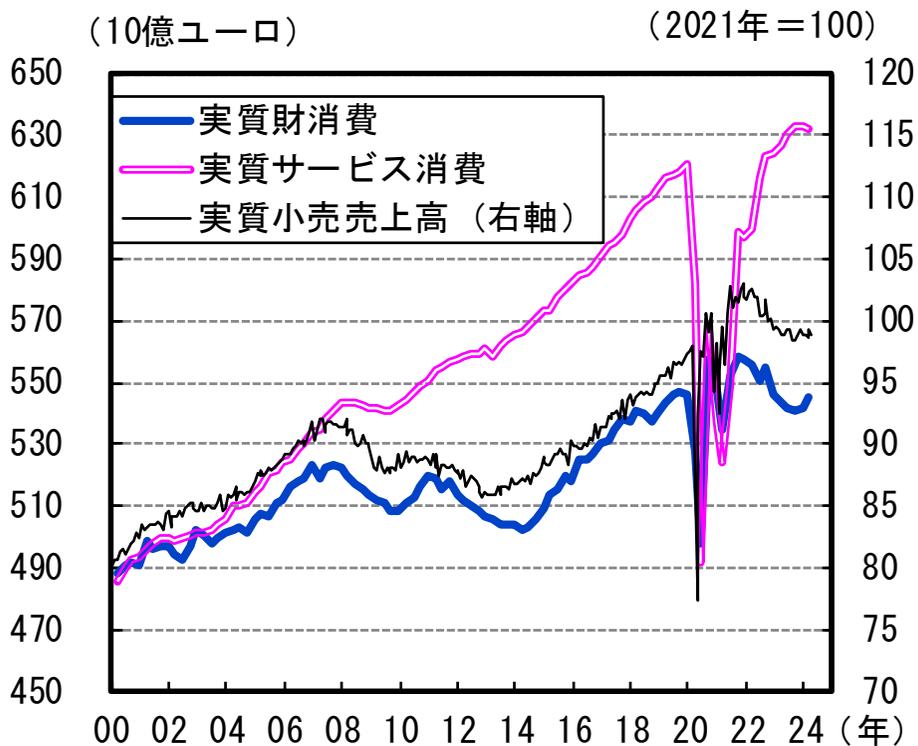


(出所) Eurostat、欧州委員会、Haver Analyticsより大和総研作成

# 低迷が続いてきた財消費にも明るい兆し

- ◆ これまではサービス消費が個人消費全体の増加をけん引
- ◆ 減少基調が続いてきた財消費にもようやく下げ止まりの兆し

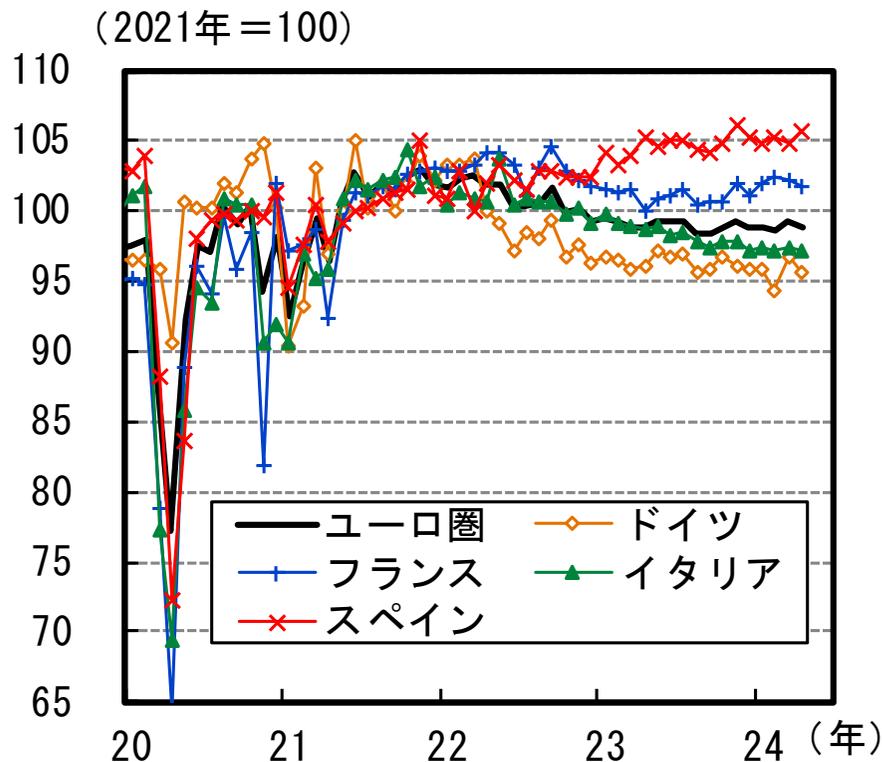
ユーロ圏の財・サービス別実質消費と実質小売売上高



(注) 実質財・サービス別消費は、12カ国（ドイツ、エストニア、アイルランド、フランス、イタリア、キプロス、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、オーストリア、スロバキア）の合計値。

(出所) Eurostat、Haver Analyticsより大和総研作成

ユーロ圏主要国の実質小売売上高

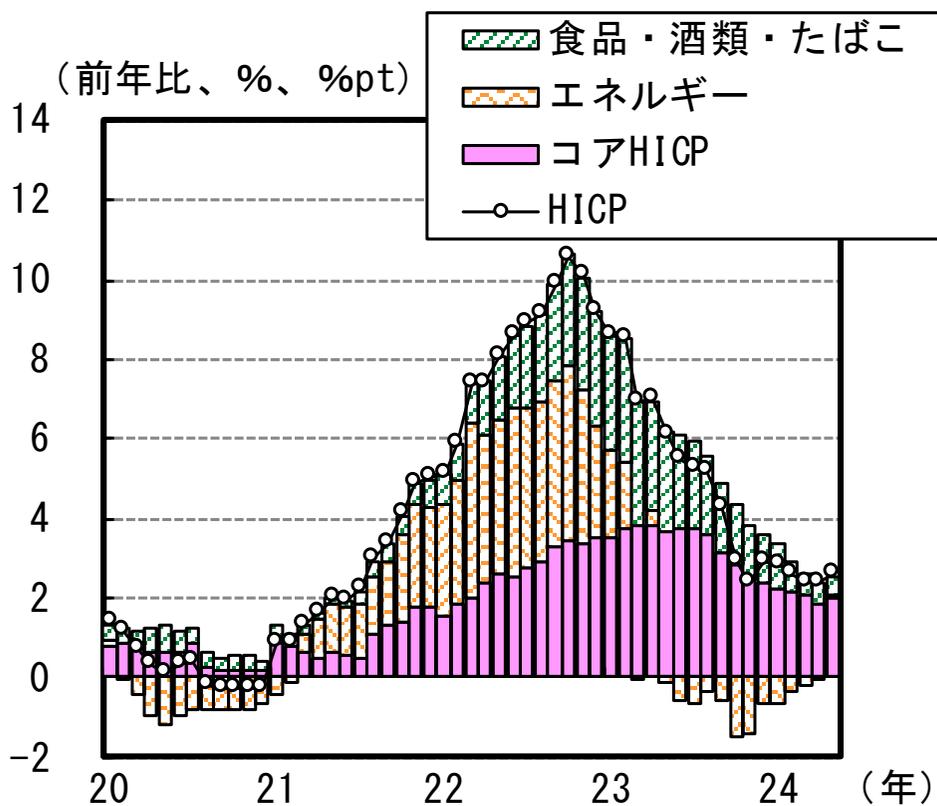


(出所) Eurostatより大和総研作成

# デフインフレのペースは緩やかに

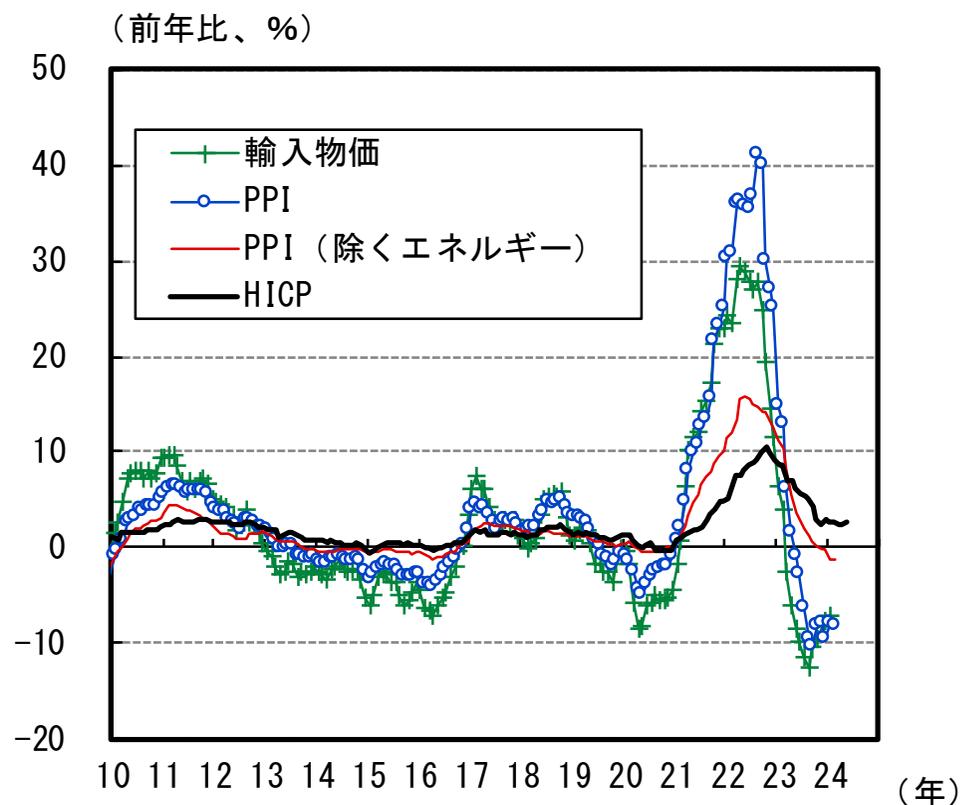
- ◆ 一時前年比10%を上回っていたインフレ率は2%台まで低下
- ◆ 川上価格は前年割れが続くが、下落ペースには歯止めがかかる

ユーロ圏のインフレ率の要因分解



(出所) Eurostatより大和総研作成

ユーロ圏の輸入物価・PPI・HICP



(出所) Eurostatより大和総研作成

## 賃金上昇率は今後伸びが鈍化していく公算

- ◆ 賃金上昇率の先行指標となる求人ベースの賃金の伸びは既にピークアウト
- ◆ 賃金上昇率がインフレ率に後れて動くことも踏まえると、賃金の伸びは今後鈍化していく公算が大きい

ユーロ圏の妥結賃金と求人賃金

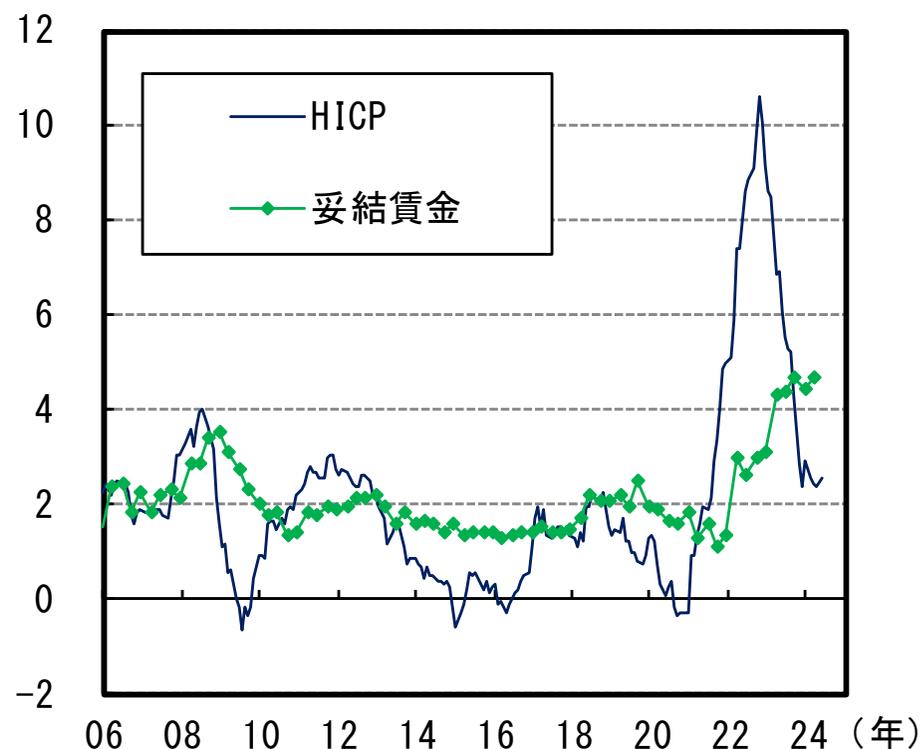
(前年比、%)



(出所) ECB (欧州中央銀行)、Indeedより大和総研作成

インフレ率と賃金の推移

(前年比、%)

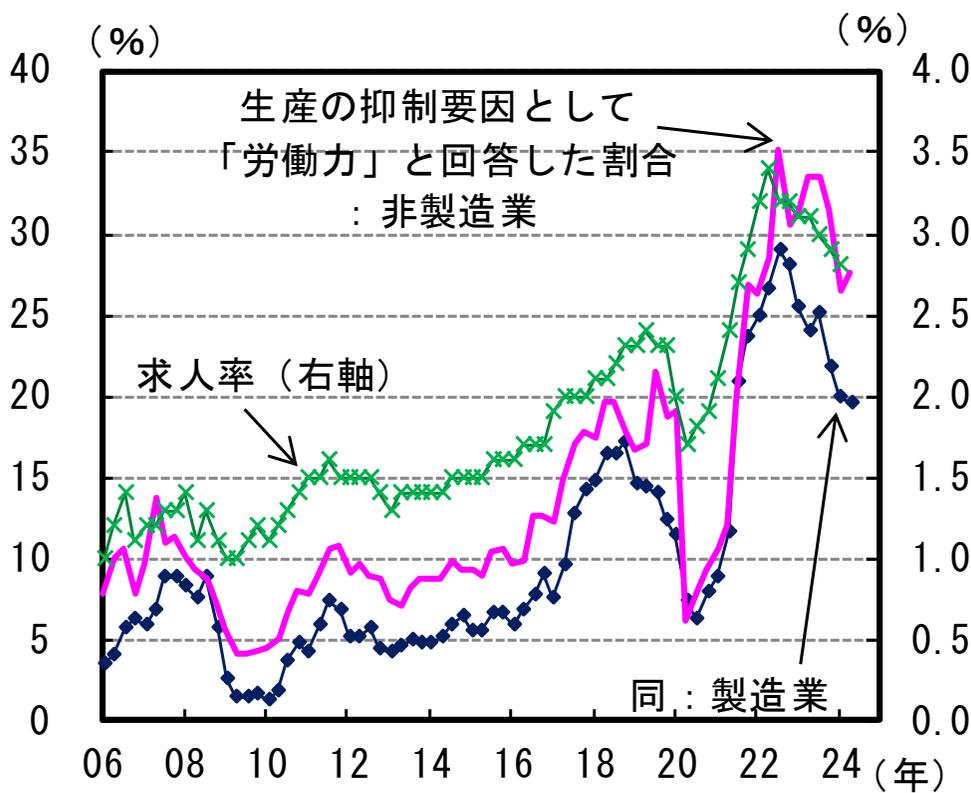


(出所) Eurostat、ECBより大和総研作成

# 労働需要はなおも高水準

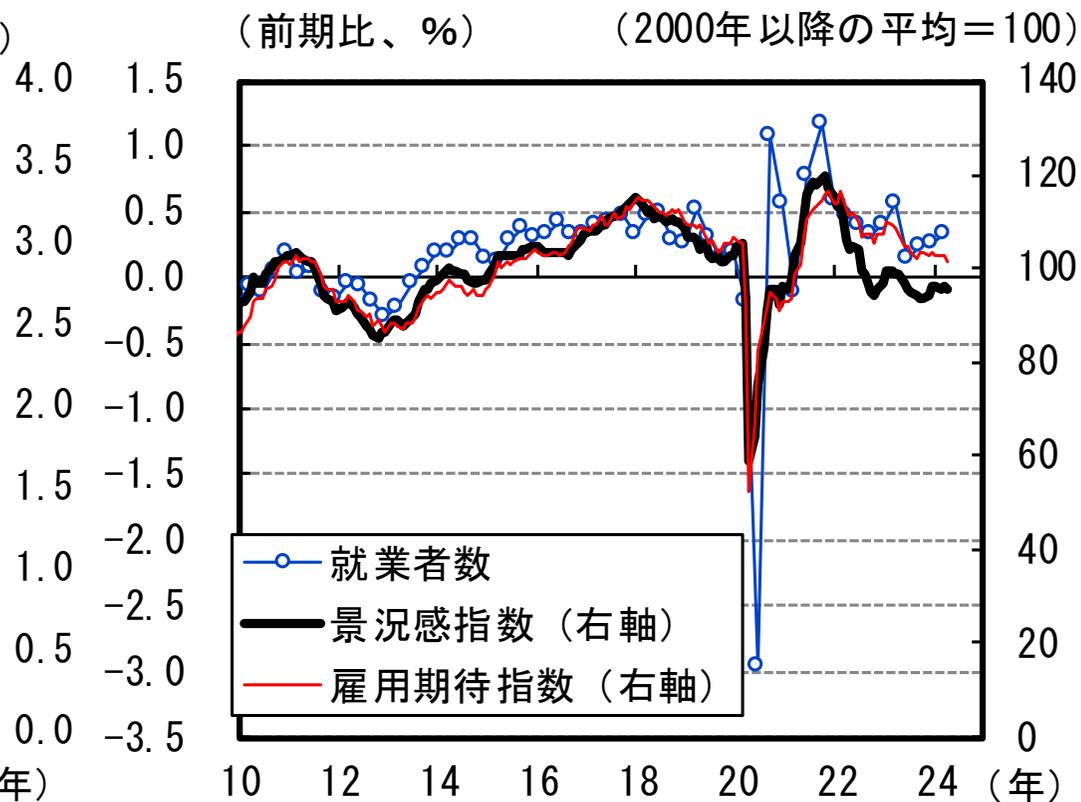
- ◆ ピークに比べて企業の労働需要は減少も、依然高水準
- ◆ 景況感の持ち直しで雇用の増加ペース再加速に期待

ユーロ圏の求人率と企業の人手不足感



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

景況感指数・雇用期待指数と就業者数

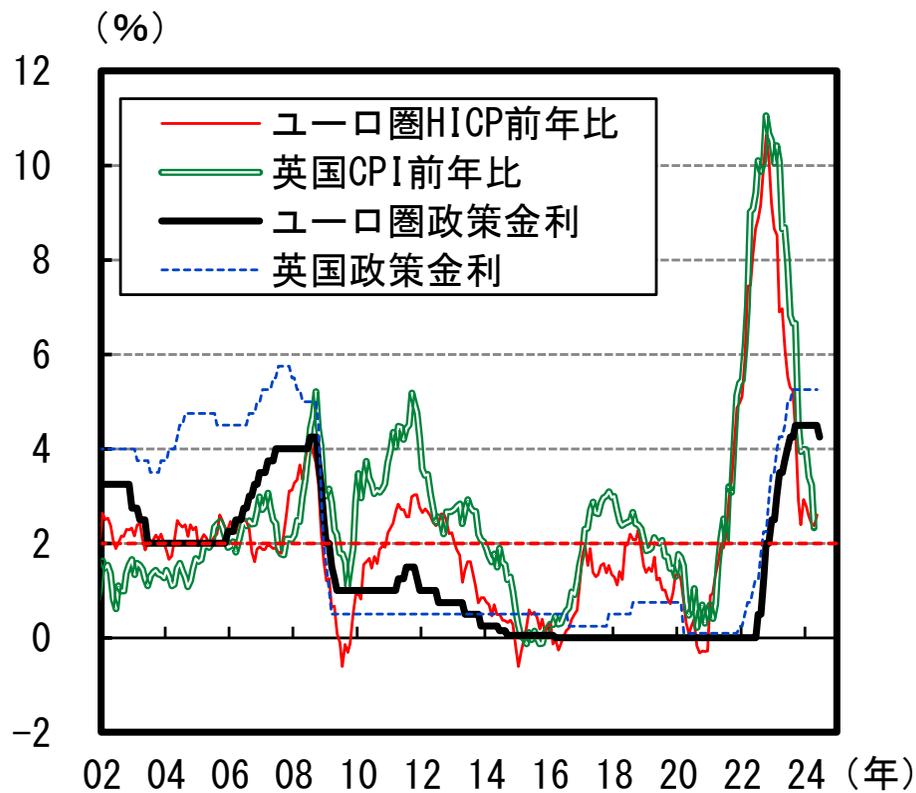


(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 先行きの好材料②：中央銀行の利下げ転換

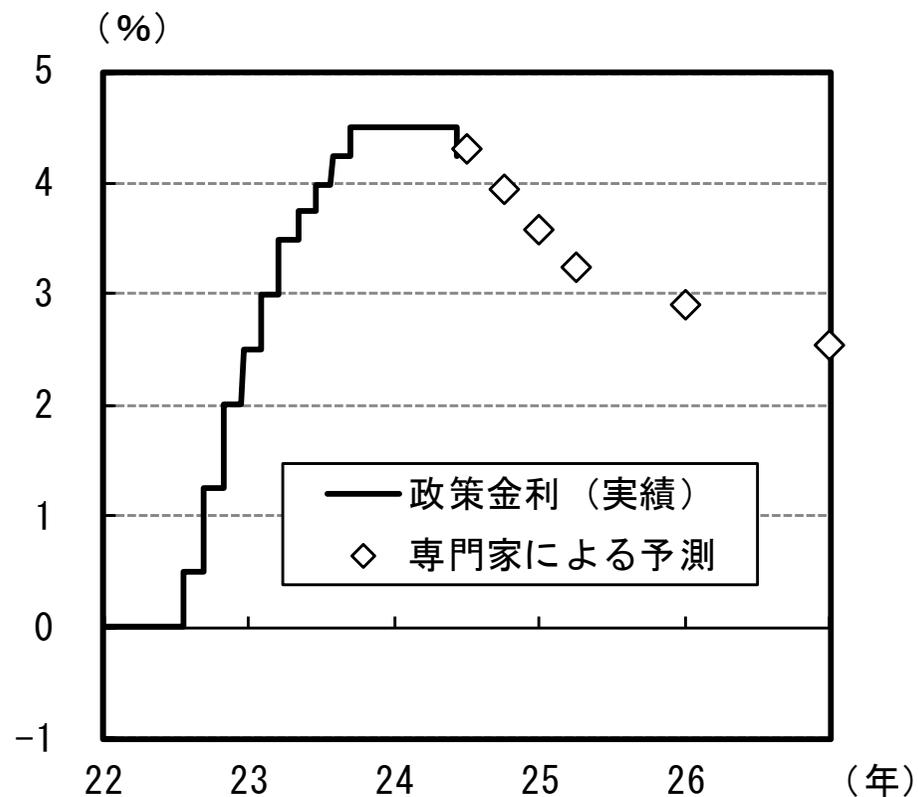
- ◆ インフレ率が目標の2%に接近する中、ECBは2024年6月に利下げを開始
- ◆ BOE(イングランド銀行)も、2024年内には利下げを開始する公算
- ◆ 利下げペースに不確実性はあるものの、利下げはしばらく続く可能性が高い

ユーロ圏と英国の消費者物価・政策金利



(出所) ECB、Eurostat、BOE、ONSより大和総研作成

専門家によるユーロ圏政策金利の見通し

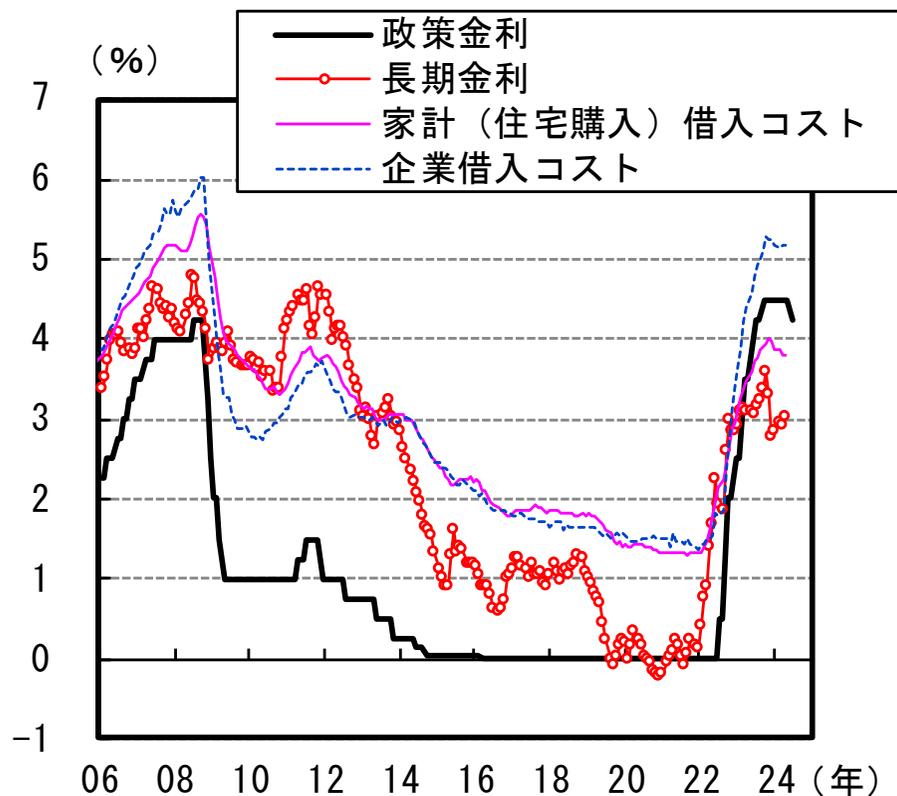


(注) 予測はThe ECB Survey of Professional Forecasters (Q2 2024) による。  
(出所) ECBより大和総研作成

# 金利低下で企業・家計の借入需要は回復へ

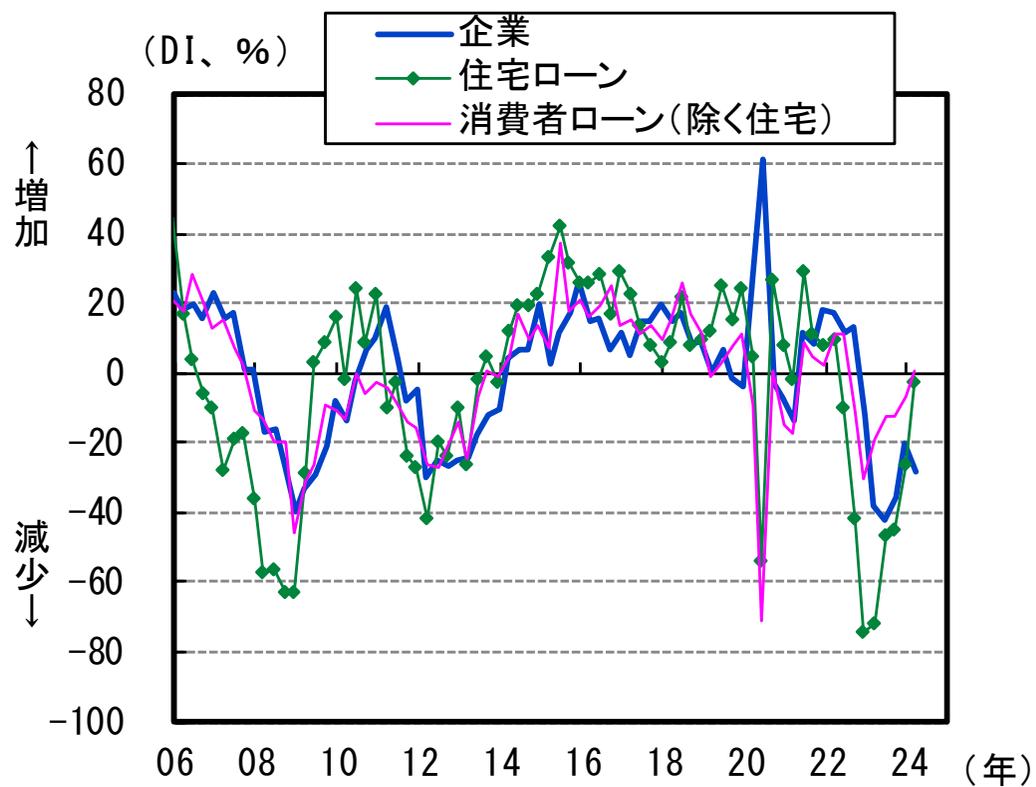
- ◆ ECBの利下げは家計・企業の借入コストを押し下げ
- ◆ 既に減少に歯止めがかかっている資金需要は、利下げにより増加へ

ユーロ圏の政策金利・長期金利・借入コスト



(出所) ECBより大和総研作成

企業・家計による資金需要



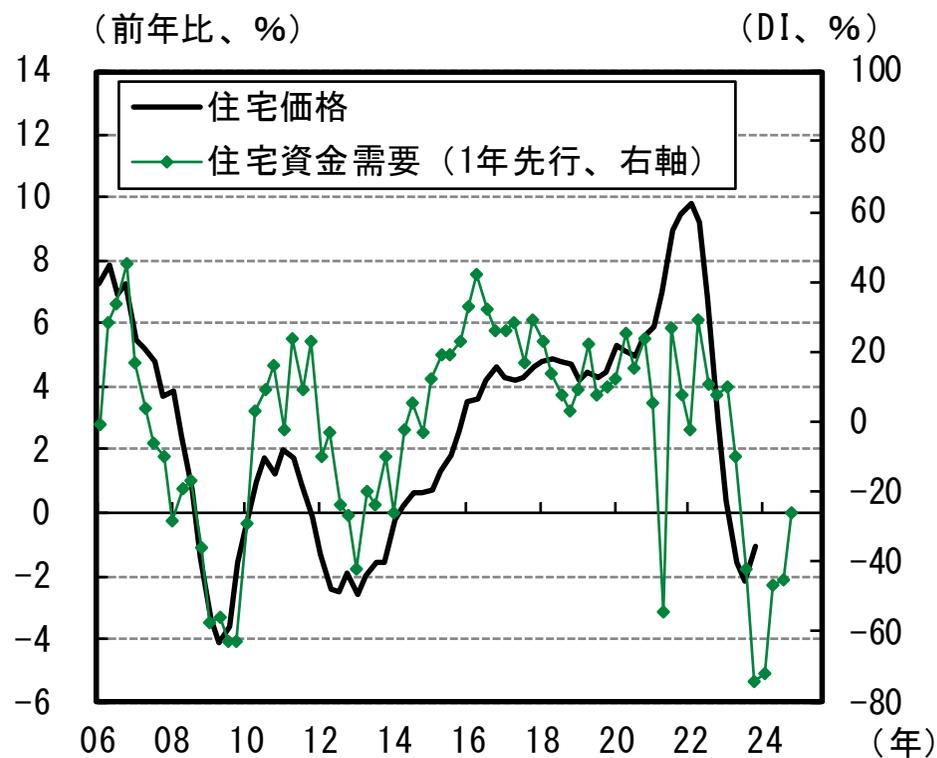
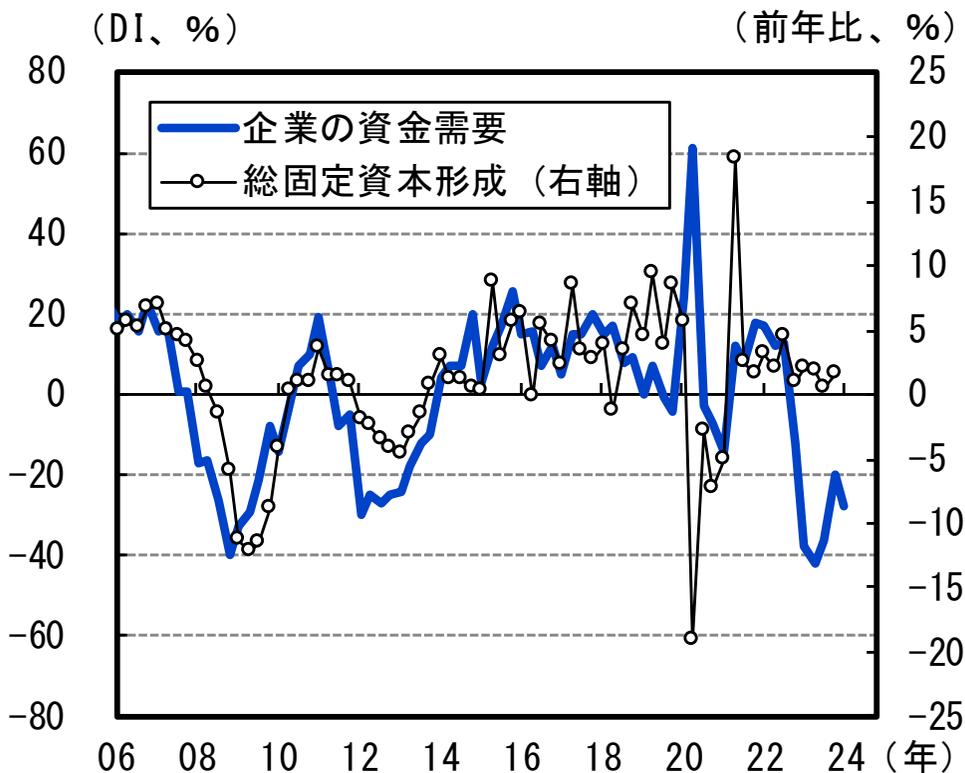
(出所) ECBより大和総研作成

# 金利低下が投資需要を喚起するまでにはしばらくかかる可能性

- ◆ 2023年までの利上げで資金需要が減少する中でも設備投資は底堅く推移してきた  
⇒投資需要を喚起するためには、もう一段の金利低下が必要
- ◆ 住宅資金需要の回復は住宅価格の下げ止まりを示唆

ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成

ユーロ圏の住宅資金需要と住宅価格



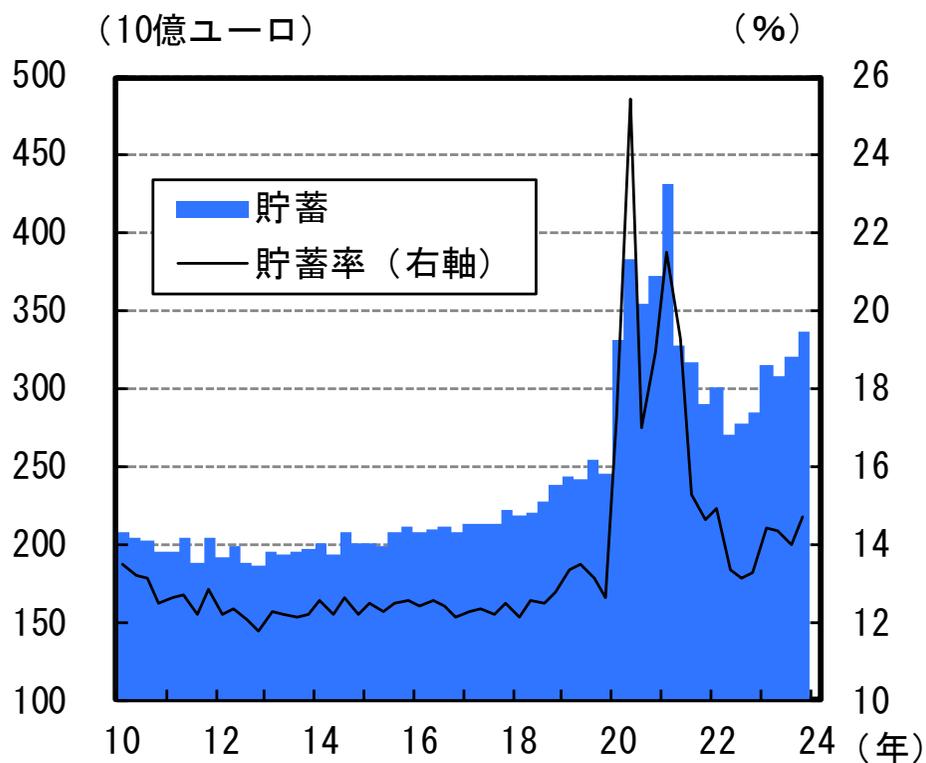
(出所) ECB、Eurostatより大和総研作成

(出所) ECB、Eurostatより大和総研作成

# 金利低下で家計は貯蓄から消費へ

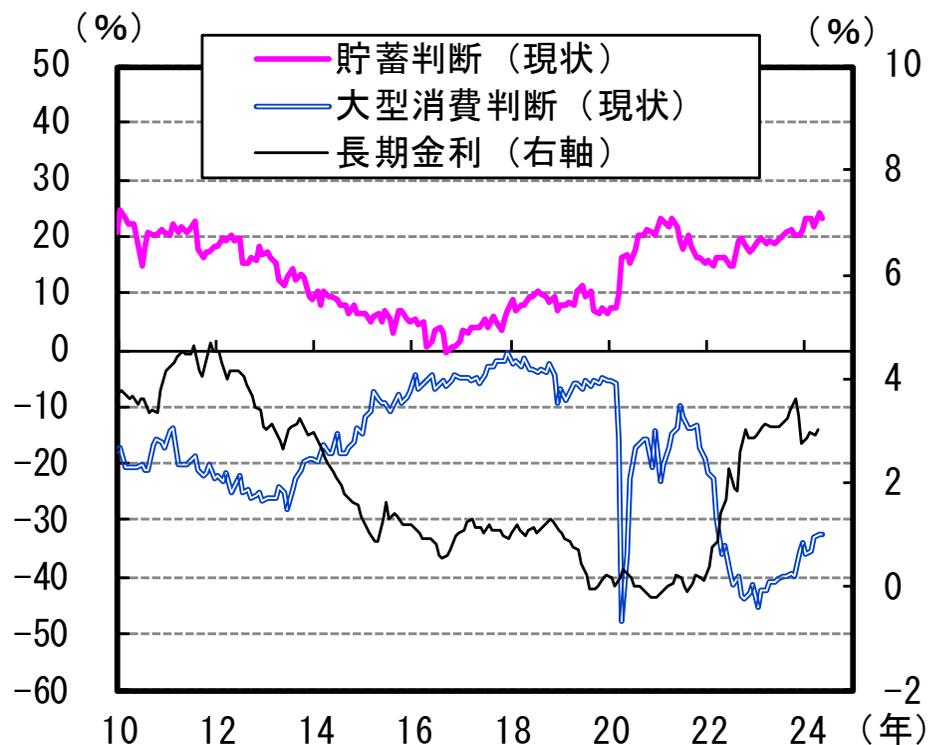
- ◆ 高金利下で家計は大型消費を控え、貯蓄を増やしてきた
- ◆ 貯蓄率はコロナ禍以前と比べて高水準、金利低下で所得が貯蓄ではなく消費に向かう可能性

ユーロ圏の家計貯蓄と貯蓄率



(出所) Eurostatより大和総研作成

長期金利と貯蓄判断・大型消費判断

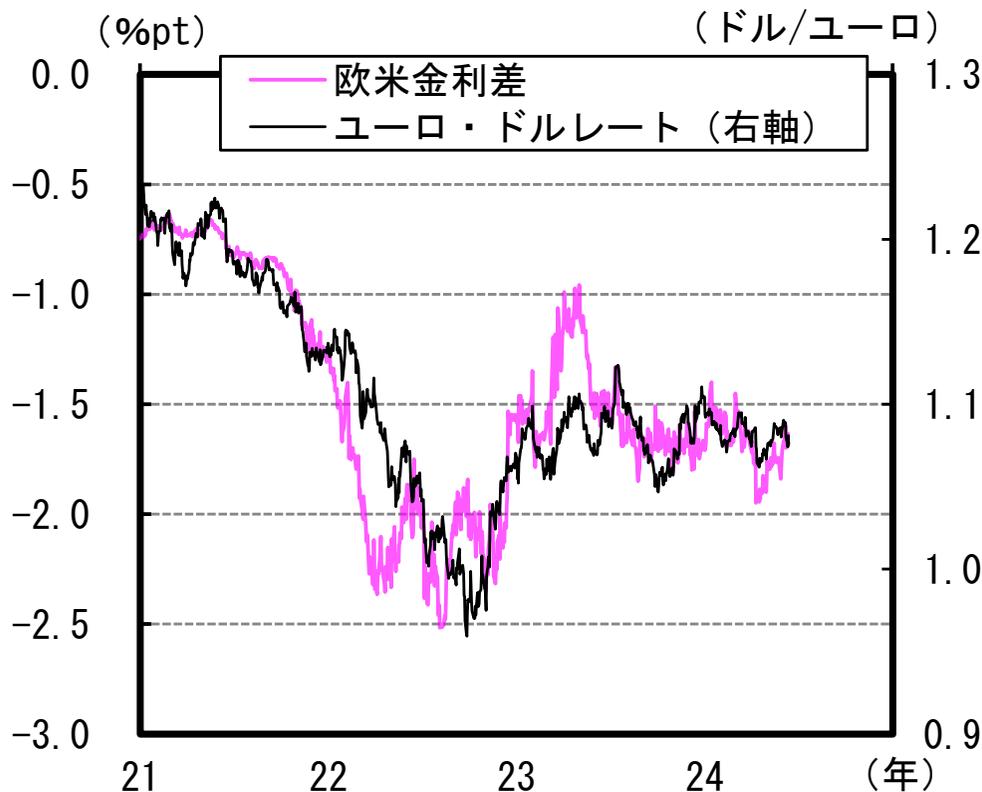


(出所) 欧州委員会、ECBより大和総研作成

## ユーロ安が進めば輸出企業にとってはプラス

- ◆ ECBは米国FRB(連邦準備制度理事会)に先んじて利下げを開始、欧米金融政策の  
かい離が続けばユーロ安の要因に
- ◆ ユーロ安による価格競争力の上昇は輸出の押し上げに作用する可能性

欧米金利差とユーロの対ドルレート



(注) 欧米金利差はユーロ圏2年債利回りー米国2年債利回り  
(出所) ECB、Bloombergより大和総研作成

ユーロ圏の輸出数量シェアと実質実効ユーロ



(出所) オランダ経済政策分析局、JPMorgan/Haver Analyticsより大和総研作成



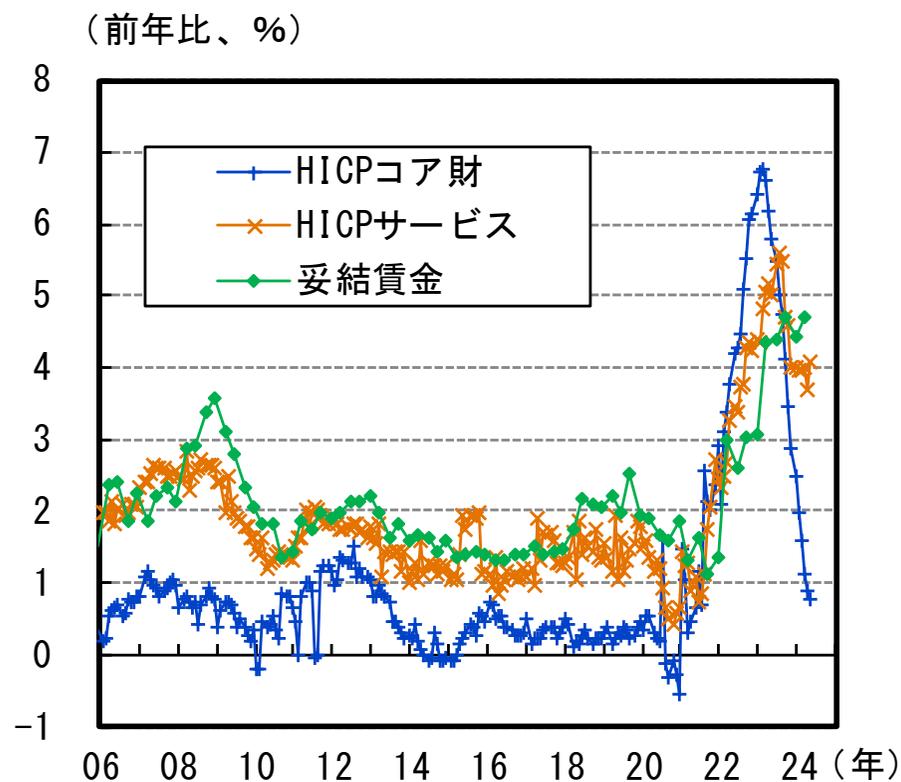
---

## III. 欧州経済が抱えるリスク

## インフレ率高止まりのリスク

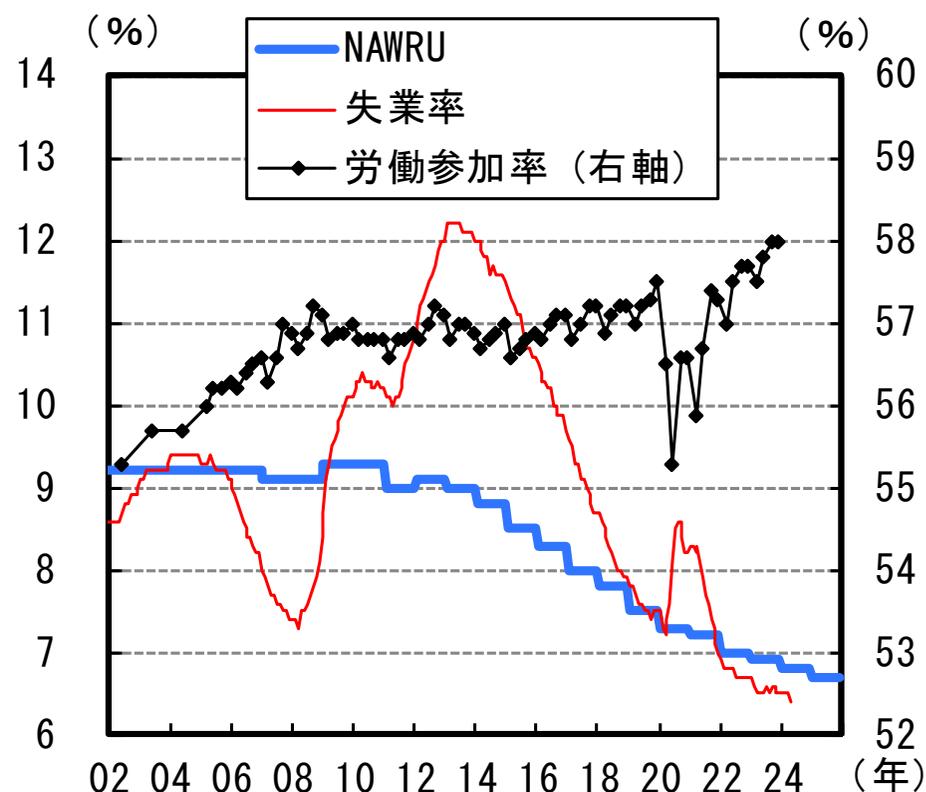
- ◆ インフレ率全体としては低下傾向にあるものの、サービス価格、賃金は高止まり
- ◆ 労働需給のタイトさによって賃金の高止まりは長引く可能性  
⇒賃金・サービス価格の高止まりはECBの利下げを遅らせる要因に

ユーロ圏コアHICPの財・サービス別内訳と賃金上昇率



(出所) Eurostat、ECBより大和総研作成

ユーロ圏の失業率と労働参加率

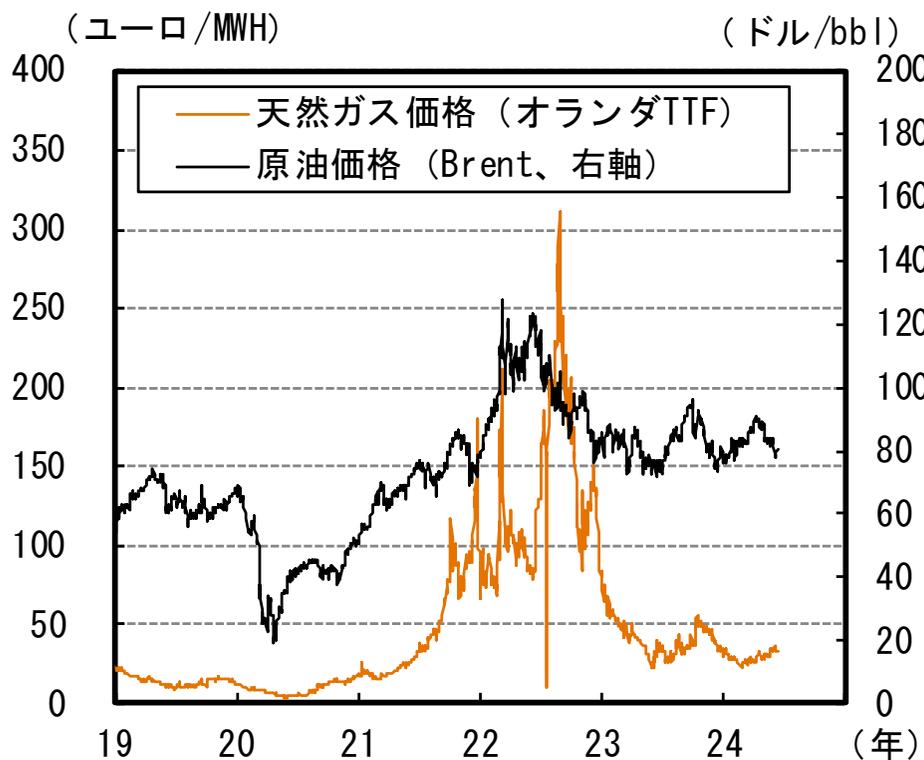


(注) NAWRU : Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment  
(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

## 地政学リスクにも引き続き注意が必要

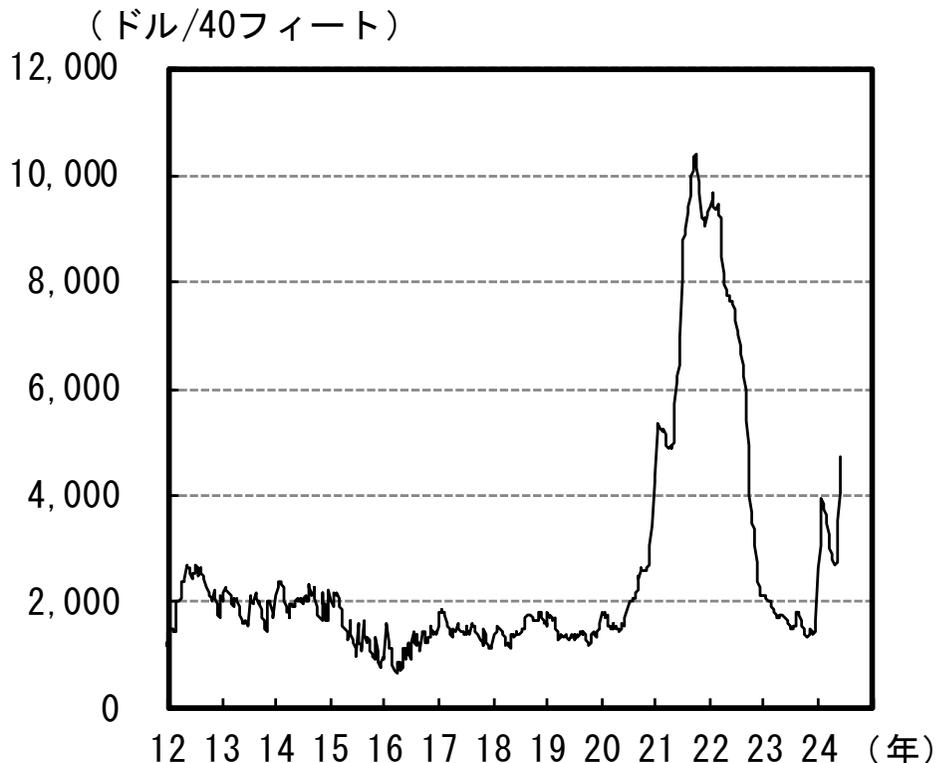
- ◆ エネルギー価格は上下しつつも、2022年の急騰時に比べれば低位安定
- ◆ 地政学リスクの高まりは資源価格上昇に加えて、サプライチェーンの混乱に繋がる可能性

### 原油価格と天然ガス価格



(出所) Bloombergより大和総研作成

### 海上コンテナ運賃の推移

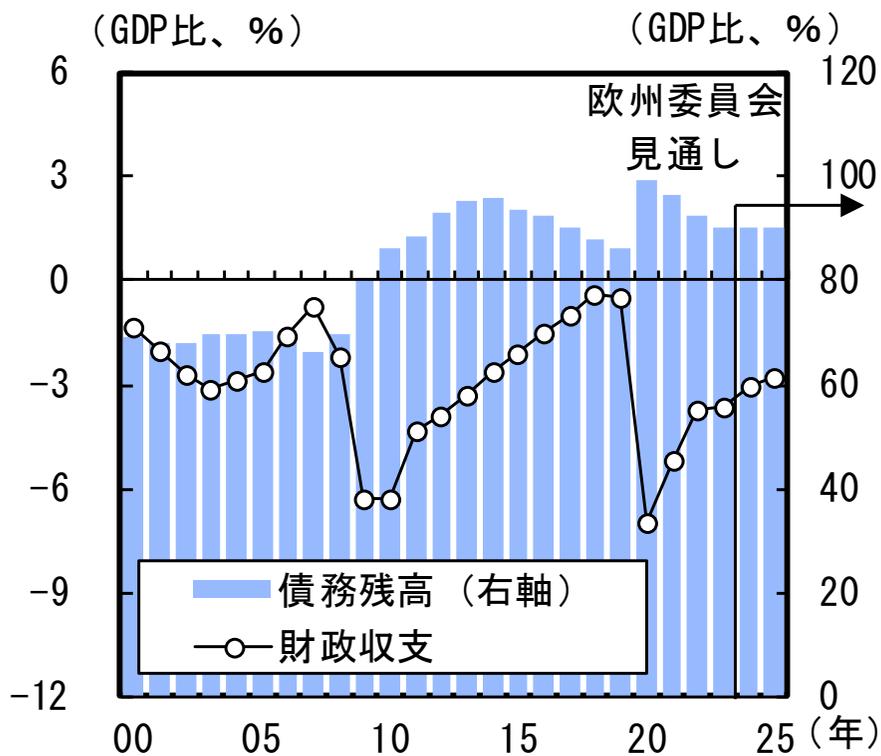


(出所) Drewry、Bloombergより大和総研作成

# 金融緩和とは対照的に、財政は引き締め方向

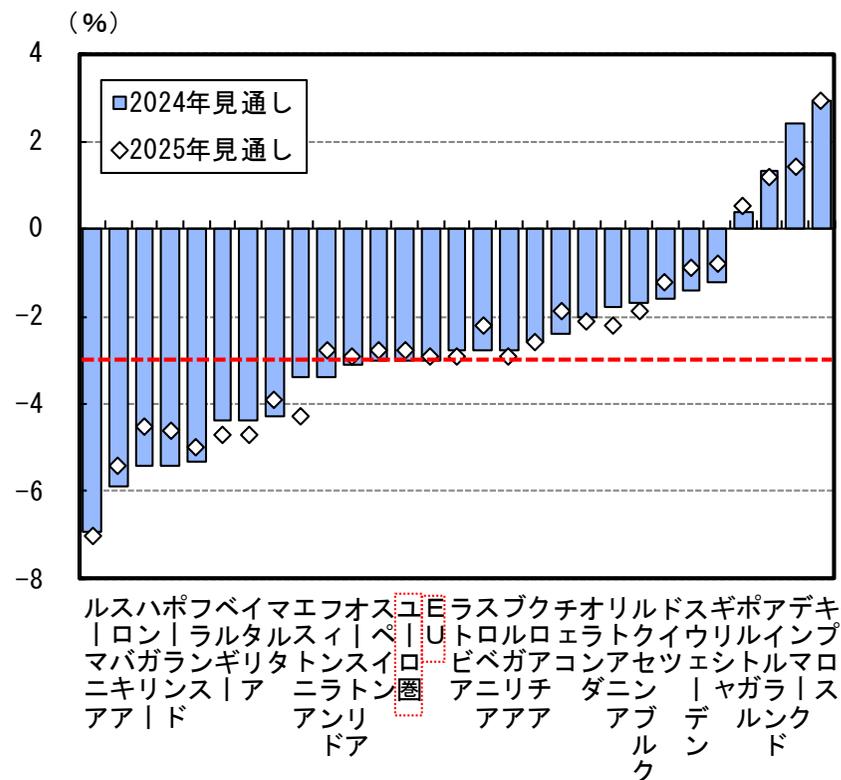
- ◆ 適用が一時停止されていた財政ルール(財政赤字GDP比3%以内、政府債務残高GDP比60%以内)は2024年から再開
- ◆ 現時点での計画では目標未達の国も多く、さらなる緊縮が必要になる可能性

ユーロ圏の財政収支と債務残高



(注) 欧州委員会見通しは2024年5月時点。  
(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

EU各国の財政収支対GDP比見通し

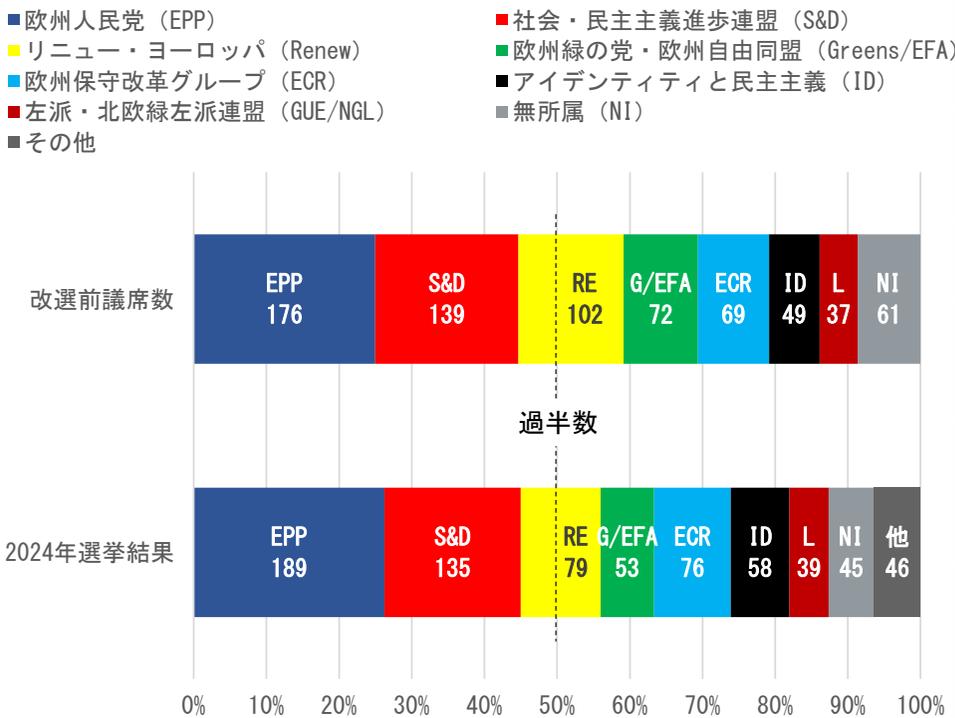


(注) 欧州委員会による2024年5月時点見通し。  
(出所) 欧州委員会より大和総研作成

# 欧州議会選挙では極右勢力が躍進

- ◆ 2024年6月の欧州議会選挙では極右勢力が躍進
- ◆ 一方で、左派、リベラルグループが議席数を減らす
- ◆ 伝統的2大会派のEPP、S&Dは第1・2党を維持するも過半数には届かず

## 欧州議会選挙の結果と各会派の特徴



会派名	特徴	加盟国での参加政党
欧州人民党 (EPP)	中道右派 (キリスト教民主党系) 保守系政党の合流により1999年以来最大の政治会派、親EU、移民・難民は現状より政策厳格化	CDU、CSU (独)、共和党 (仏)、フォルツァ・イタリア (伊)、国民党 (西)
社会・民主主義進歩連盟 (S&D)	中道左派 (社会民主党系)、1999年以降の第二会派。親EU、移民・難民には寛容	SPD (独)、社会党 (仏)、民主党 (伊)、社会労働党 (西)
リニュー・ヨーロッパ (Renew)	中道、穏健リベラル、親EUで移民・難民には寛容	FDP (独)、再生 (仏)、シウダダノス (西)
欧州緑の党・欧州自由同盟 (Greens/EFA)	(中道) 左派、環境および地域主義政党で構成され、移民・難民には寛容。気候変動対策に積極的	同盟90/緑の党 (独)、ヨーロッパ・エコロジー (仏)
欧州保守改革グループ (ECR)	中道右派、国家主権の尊重を望み、EUの中央集権化の緩和を目指す。気候変動対策は経済繁栄とのバランスを重視	イタリアの同胞 (伊)、VOX (西)
アイデンティティと民主主義 (ID)	右派ポピュリズム、国家主義、EU統合深化に反対。移民・難民には反対	国民連合 (仏)、同盟 (伊)
左派・北欧緑左派連盟 (GUE/NGL)	左派ポピュリズム、労働者や環境、フェミニズム、平和、人権の擁護を目指す。EU懐疑派、移民・難民には寛容	左翼党 (独)、不服従のフランス (仏)、ポデモス (西)

(注) 左図の2024年選挙結果は2024年6月13日時点。

(出所) 欧州議会、各種報道より大和総研作成

# I. 2024年前半の振り返り

- 欧州経済は2024年に入り持ち直しへ
- サービス業が主なけん引役、鉱工業の回復の遅れが重荷

# II. 欧州経済再加速に向けたシナリオ

- 高インフレの収束で個人消費は再加速へ
- ECB・BOEの利下げ開始による金利低下も景気回復を後押し

# III. 欧州経済が抱えるリスク

- 賃金・サービスインフレの高止まりによる利下げペースの鈍化
- 地政学リスクの高まりによる資源価格高騰、サプライチェーンの混乱
- 緊縮財政、極右台頭による政策議論の停滞

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

【無登録格付に関する説明書】

本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」<https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html> を必ずご確認ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

大和証券(株)のお客様へ

**【重要な注意事項】**

**お取引にあたっての手数料等およびリスクについて**

**手数料等およびリスクについて**

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された各種手数料等（最大 3.3%（税込）の購入時手数料、換金時には、1 口（当初 1 口＝1,000 円）につき最大 22 円（税込）の解約手数料や最大 0.5%の信託財産留保額、間接的にかかる費用として、運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率 2.420%（税込）、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率 3.755%程度）、その他運用実績に応じた成功報酬やその他の費用・手数料等（運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません））をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

**ご投資にあたっての留意点**

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 号  
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会