

低成長が続く欧州経済

製造業は低迷長期化、好調なサービス業にも減速感

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部
080-1069-5060

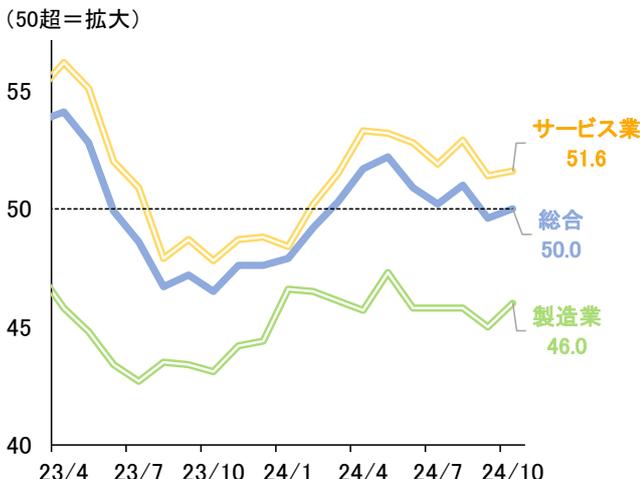
- ユーロ圏経済は低成長が続いているが、国によって状況は異なる。サービス需要増加を背景に南欧が好調な一方、製造業の不振が深刻なドイツは低迷し、「南高北低」の様相を呈している
- ECBは利下げペースを加速しており、今後景気は持ち直すとみられるが、エネルギー高によるドイツ製造業の競争力低下やサービス業のペントアップ需要はく落により、力強い回復は望み薄
- 地政学リスクを背景とした資源価格高騰や大統領選挙後の米国政治動向など、今後の景気回復を阻害するリスク要因にも目配りする必要がある

1. 欧州経済は低成長が継続

欧州経済は冴えない状況が続いている。ロシアのウクライナ侵攻後に高進したインフレやECB（欧州中央銀行）による利上げが消費や投資を下押しし、2023年のユーロ圏経済成長率は前年比+0.4%と、ゲタ（+0.4%）を除いた期中成長率はほぼゼロにとどまった。2024年は、昨年末の利上げ停止やインフレ率の減速などを背景に最悪期を脱したとみられるが、回復ペースは極めて緩慢だ。直近でもPMIが景気拡大・縮小の境目となる50近辺まで低下するなど、景気下振れ懸念が強まっている（図表1）。

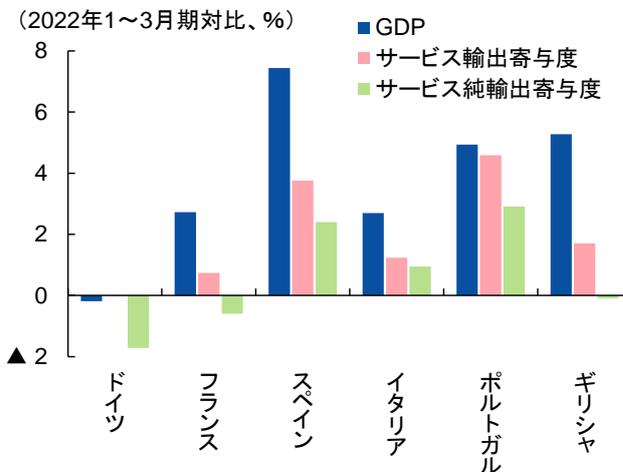
今年6月から利下げを開始したECB（欧州中央銀行）は、足元の物価減速や景気の弱さを受けて利下げペースを加速しているものの、先行きも欧州経済の順調な回復は見込めそうもない。本稿では欧州

図表1 ユーロ圏 PMI



(注) 50が景気判断の境目
(出所) S&P Globalより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 GDP 成長率とサービス輸出寄与度



(注) 2024年4~6月期の2022年1~3月期対比の増減率及び寄与度
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

経済の現状を整理した上で、今後の見通しやリスクについて考察する。

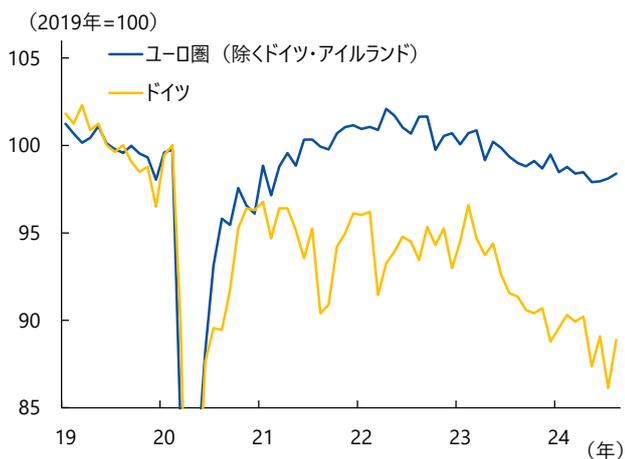
2. 景気は「南高北低」の様相。サービス業は堅調の一方、製造業が低迷

足元のユーロ圏経済は全体として低成長が続いているものの、国ごとの景気には濃淡がある。図表1のPMIにも表れているように、比較的好調なサービス業と低迷する製造業という業種間の強弱を背景に、経済全体に占めるサービス業の割合が高い南欧諸国は好景気の方、製造業国であるドイツ等の北・西欧諸国は低迷しており、欧州経済は「南高北低」の様相を呈している。

イタリアやスペイン等の南欧諸国には多数のインバウンド観光客が訪れ、サービス輸出の増加という形でGDPを押し上げた（図表2）。その要因の一つはコロナ禍で旅行が制限されていた反動（ペントアップ需要）だろう。特に夏場のバカンスシーズンには、南欧諸国に多くの観光客が押し寄せたようだ。また、財に対するサービスの割安感も、サービス需要を喚起する要因になったと考えられる。2021年以降、半導体不足やウクライナ侵攻等をきっかけに財物価が大幅に上昇したが、サービス物価の上昇幅は財に比べて小さかった。そのことが支出を財からサービスに振り向けるインセンティブを高めたとみられる。

一方、ドイツをはじめとする北・西欧諸国の景気は芳しくない。ドイツの鉱工業生産指数はコロナ禍前（2019年）から10%程度水準を切り下げるなど、欧州の中でも不振が際立っている（図表3）。製造業不振の背景には、利上げによる需要減少やエネルギーコスト高による価格競争力の低下等があるが、特に深刻なのが後者の問題だ。図表4は、横軸にユーロ圏と他地域の輸出単価比の変化、縦軸にドイツの輸出量の変化を示している¹。輸出単価比は（ウクライナ侵攻直前の2022年1月比で）ほぼ全ての地域に対して上昇しており、ドイツを中心とするユーロ圏が世界の輸出市場において価格競争力を失っていることが分かる。その結果、ドイツの輸出はアジア新興国を除く全ての地域に対して減少し

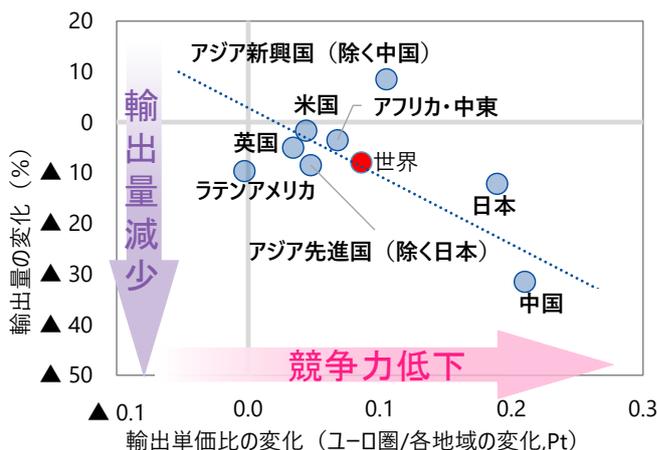
図表3 鉱工業生産



(注) ドイツと、変動の大きいアイルランドを除いたユーロ圏の系列はみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 ドイツ：主要仕向け地別の輸出量と単価



(注) 輸出量の変化は、ドイツの各仕向け地別輸出量の2022年1月から直近月（2024年7月）までの増減率。輸出単価の変化は、ユーロ圏と各仕向け先の輸出単価比（ユーロ圏/各地域）の2022年1月から直近（2024年6月）の変化幅

(出所) Eurostat、オランダ経済分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ている。さらに、ドイツの国内市場でも国産品の競争力が失われ始めている。GDP統計ベースの輸入浸透度（国内需要に占める輸入の割合）はウクライナ侵攻後に大きく上昇しており、エネルギーコスト増加を受けて割高になった国産品から輸入品への需要シフトが起きていることが示唆される。

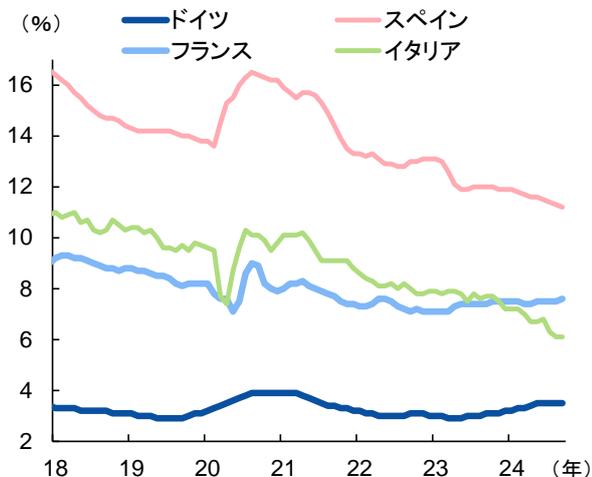
こうした景気の南北格差は、労働市場にも表れている。失業率は、ドイツやフランス等が2023年半ば頃から緩やかな上昇傾向に転じた一方、イタリアやスペインは2024年も低下傾向が続いている（図表5）。サービス産業は労働集約的であることから、増加したサービス需要を取り込むために企業は新たに労働者を雇う必要がある。南欧諸国の旺盛な観光需要が労働需給の引き締まりに寄与した形だ。

3. 利下げ加速でも低成長は継続の見込み

製造業を中心とした景気の下振れ懸念などを背景に、ECBは10月の政策理事会で2会合連続となる25bpの利下げを決定した。ここ1・2カ月でECB高官から景気や物価の下振れを懸念する発言が増加しており、12月理事会でも利下げを実施する可能性が高い。みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）では、2025年3月まで毎会合25bpずつの利下げを予想している。しかしながら、サービスのペントアップ需要はく落や産業空洞化・価格競争力の低下によるドイツ製造業の長期停滞が見込まれる中、欧州経済の力強い回復は望み薄だ。

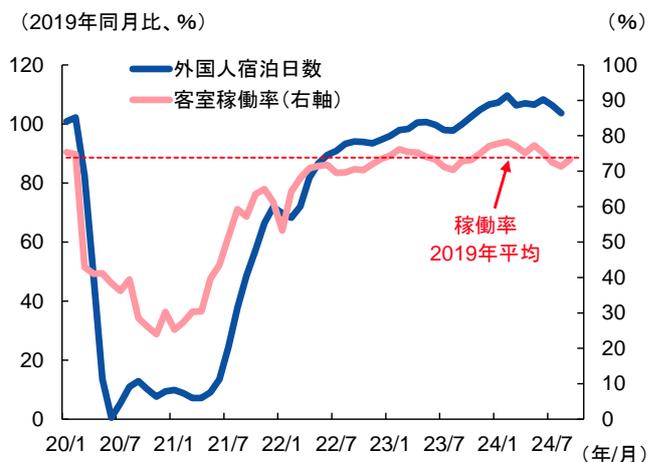
足元では、南欧諸国の高成長を支えてきたサービス需要が減速し始めている。スペインにおける外国人宿泊日数は、2023年後半から伸びが鈍化し始め、2024年に入ってから横ばい圏で推移している（図表6）。コロナ禍で制限されていた分のペントアップ需要が出つくしたことや、ドイツやフランスを中心とするインバウンド送出国の景気が停滞していることが要因と考えられる。需要の減速に加えて、宿泊施設の供給余力も限界に近づいている可能性がある。客室稼働率は、2019年平均と概ね同等の水準まで上昇した後、横ばい圏にとどまっている（図表6再掲）。今後、さらに稼働率を引き上げてより多くの観光客を受け入れるのは難しいだろう。需給両面の要因から、今後サービス消費による景気の押し上げ効果は縮小していくと予想される。

図表5 失業率



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 スペイン：外国人宿泊日数と客室稼働率



(注) 客室稼働率はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値

(出所) Eurostat、スペイン国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

サービス需要の減速を受けて、今後は南欧諸国でも労働需給が緩和すると見込まれる。図表7のサービス業雇用期待DIは、企業に先行き3カ月の労働者数の増減予想を尋ねたものだが²、南欧諸国のDIも今年4月から低下が続いており、企業の採用意欲が減退していることがうかがえる。失業率の大幅上昇には至らずとも、賃金インフレ圧力の緩和、雇用者所得の伸び鈍化が予想され、これまでの好況は一服する可能性が高い。

また、製造業は構造的な問題に直面しているため、利下げによる押し上げ効果は限られるだろう。前述の通り、ドイツを中心に製造業の価格競争力が低下しているほか、エネルギーコスト増を主因に国内の生産規模を縮小し、海外に生産を移管する「空洞化」が進展している。こうした状況では、利下げで最終需要が刺激されても域外からの輸入によって賄われる度合いが強まり、生産水準は大きく上がらない。製造業労働者の所得増にもつながらないため、利下げの効果は限定的となる。また、こうした製造業の不振は、製造業と関わりが強い物流やリースといった一部のサービス業にも波及し、経済全体を下押しする要因となるだろう。

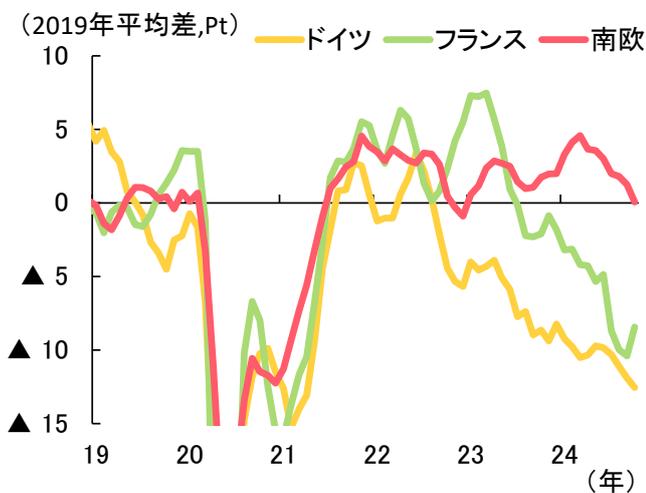
以上のように、今後予想されるサービス業の減速や製造業の低迷長期化を踏まえれば、欧州経済の力強い成長は望めない。みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）では、ユーロ圏のGDP成長率を24年+0.7%、2025年+1.0%と予測している。利下げの影響で成長率は2025年に加速するものの、1.2%程度とされる潜在成長率を下回る成長にとどまるとみている³。

4. 地政学リスクの高まりや大統領選後の米国政治情勢には要注意

上述の通り、2025年にかけてのユーロ圏経済は緩やかな回復にとどまると予想しているが、さらに景気が下振れるリスクには留意が必要だ。

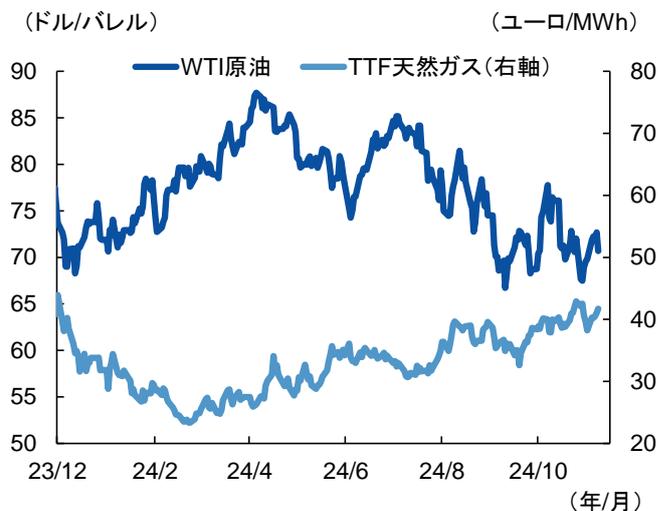
景気下振れを招く要因の一つとして注意を要するのが、地政学リスクの高まりによる資源価格の上昇だろう。ロシアによるウクライナ侵攻は2年半以上経った現在も収束の兆しがみえない。また、昨年始まったイスラエルとハマスの戦闘は、イスラム教シーア派組織ヒズボラの脅威を排除すべくイスラ

図表7 雇用期待DI



(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 原油・天然ガス価格



(注) 11月8日までのデータ
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

エルがレバノンへの地上侵攻に踏み切り⁴、ヒズボラやハマス等の後ろ盾になっているイランとイスラエル間で攻撃の応酬が続くなど、中東の関係国・組織を巻き込む形で戦線が拡大している。こうした地政学リスクが一因となり、天然ガス（TTF）価格は足元で40ユーロ/MWh台と年初来高値圏で推移しているほか⁵、原油価格（WTI）も10月上旬に一時1バレル70ドル台後半に上昇するなど（図表8）、不安定な状況が続いている。

今後、ウクライナや中東での戦闘が激しさを増すようなことになれば、資源価格の一段の上昇によりインフレが再加速する可能性がある。それは、実質所得の減少による消費の下押し、不確実性の高まりによる投資姿勢の慎重化、原材料コスト増加による製造業の競争力の一層の低下を招くおそれがある。また、資源価格の上昇は金融政策にも影響を与える。ECBは物価が減速する中、景気の弱さに配慮して、足元で利下げペースを加速している。しかし、人手不足やこれまでのインフレにラグを伴う形で賃上げ要求が続いていること等を背景に、賃金上昇率やサービス物価は依然として高く、こうした中で資源価格が高騰すれば、インフレ圧力が再び強まりかねない。川畑（2024）の試算結果を用いると、原油価格が10%上昇した場合、ユーロ圏の消費者物価（総合）は1年後に+0.4%Pt、コア物価は+0.1%Pt、天然ガス価格が10%上昇した場合はそれぞれ+0.2%Pt、+0.1%Pt上昇する。インフレが再加速すれば、ECBは景気が低迷する中でも物価・賃金の上昇抑制を重視した政策運営にシフトせざるを得なくなる。利下げペースを緩める、あるいは停止することは、景気回復を遅らせる要因となるだろう。

もう一つの景気下振れリスクとして、米国大統領選挙の結果が欧州経済に与える影響にも目配りが必要だ。トランプ氏は中国からの輸入品に60%、その他の国にも10~20%の普遍関税を課すと主張しており、新大統領が就任する2025年1月以降、米国の保護主義色が強まることは確実だ。欧州にとって米国は最大の輸出先であり、経済安全保障上の観点から中国への依存度低減を図っている足元では、輸出先としての米国の存在感はさらに増している。トランプ氏の公約通り大規模な関税が導入されれば、輸出の減少を通じて製造業の低迷が一層深刻になるだろう⁶。また、外交面でトランプ氏がロシアやイスラエル寄りのスタンスをとっていることも懸念材料だ。米国がNATO（北大西洋条約機構）への関与を低下させたり、ウクライナ支援を削減したりすることで欧州各国の負担が増加する可能性があるほか、親イスラエル色を前面に出した外交が中東地域の情勢不安定化とエネルギー価格上昇を招くリスクに注意する必要があるだろう。

[参考文献]

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 「2024・2025年度 内外経済見通し～パンデミック後の落ち着きどころを探る世界経済」 2024年10月24日

川畑大地 (2024) 「中東情勢悪化と欧州経済～真に警戒すべきは資源価格の上昇」みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2024年2月20日

ifo (2024) , “Präsidentschaftswahl in den USA - Konsequenzen für Deutschland und Europa ” , ifo Schnelldienst, Nr. 09

¹ 縦軸との整合性をとるために、本来であればドイツと他地域の輸出単価を比較する必要があるが、データの制約からユーロ圏と他地域の輸出単価比を用いている。もっとも、欧州委員会の調査によれば、ユーロ圏の中でもドイツは EU 域外での競争力低下が顕著であることから、ユーロ圏と他地域の輸出単価比を用いて価格競争力の低下が示されるならば、ドイツの国際的な価格競争力も低下しているとみて問題ないだろう

² 「今後3カ月間、貴社の総雇用者数はどのように変化すると予想されるか」という設問に対し、増加、不変、減少という3つの回答が用意されている。増加と回答した企業の割合から、減少と回答した企業の割合を引くことで雇用期待DIが計算される

³ 欧州委員会による2024年5月時点の予測値

⁴ イスラエルは、ヒズボラによる攻撃で避難を余儀なくされたイスラエル北部の住民の安全な帰還を公式の目標に掲げている

⁵ 足元では、欧州への主要な天然ガス供給国であるノルウェーの天然ガス生産施設の一部稼働停止が価格押し上げ要因になっている。また、世界のLNG供給の約20%がホルムズ海峡を通過するが、イランとイスラエルの攻撃の応酬が続く中でイランがホルムズ海峡封鎖等の対抗措置に踏み切り、LNG供給に影響が出ることへの懸念も価格上昇の背景にあるとみられる

⁶ ifo (2024) は、米国が中国に60%、その他の国に20%の関税を課した場合、ドイツの対米輸出は▲9.6%程度、輸出全体は▲1.8%程度下押しされると試算している。これは、ユーロ圏経済を▲0.2%程度下押しする計算になる

[共同執筆者]

調査部 主任エコノミスト

諏訪健太 kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp

調査部 主任エコノミスト

川畑大地 daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp

[PR] YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！ (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。