

Weekly エコノミスト・ レター

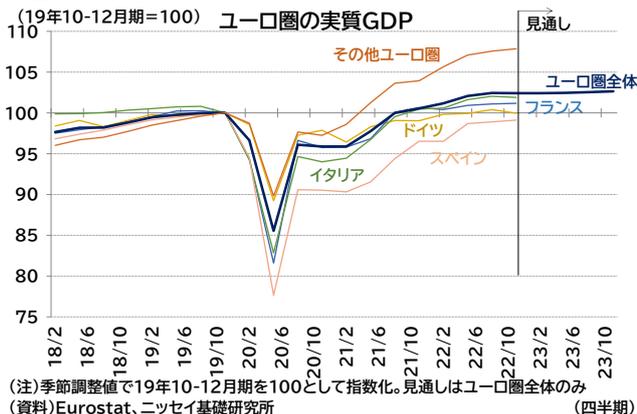
欧州経済見通し — 想定以上の底堅さを見せる欧州経済

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

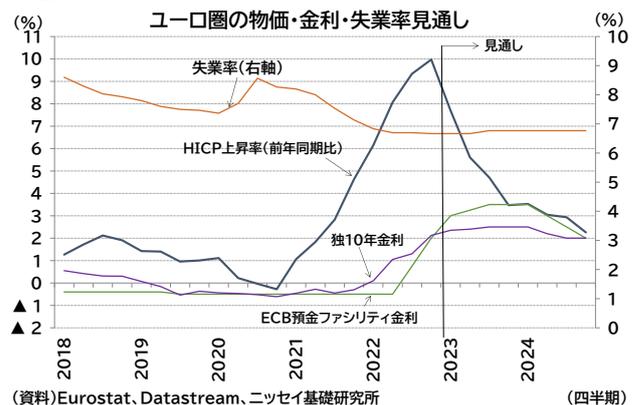
経済研究部 准主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済は、ロシアがウクライナに侵攻して以降、エネルギー価格が高騰し、高インフレによる景気減速懸念が強まった。
2. ただし、10-12月期のユーロ圏成長率は、前期比▲0.0%（年率換算▲0.1%）と小幅なマイナス成長にとどまった。また景況感も底打ちし、先行きに対する過度に悲観的な見方も後退した。
3. 背景には、暖冬などで想定よりもガス需給がひっ迫せず、ガス不足による計画停電といった経済活動の停止が回避されたこと、政府による手厚い財政支援が講じられたこと、雇用環境が堅調でコロナ禍で積みあがった「過剰貯蓄」が消費のバッファーになっていること、政策金利が引き上げられる中でも「脱ロシア」や復興基金などに後押しされた投資需要、経済再開した中国の需要増が挙げられる。
4. 消費者物価（HICP）伸び率はエネルギー価格が主導する形でピークアウトした。また、上流の財物価伸び率も減速している。ただし、下流では財物価・サービス物価ともに依然としてインフレ圧力が強い。
5. 先行きのユーロ圏経済は、ごく緩やかな回復が続くと予想する。インフレ率は、財価格を中心に低下傾向が続くが、サービス価格の低下ペースは遅く、24年末までは総合指数で2%目標を上回る伸び率が続くと予想する（図表1・2）。
6. リスクは成長率は下方、物価は上方により傾いている。リスク要因としては、エネルギー需給のひっ迫と価格の再高騰、海外経済の想定以上の悪化、物価と賃金のスパイラル化、物価高対策の出口における判断ミス、金融システムリスクの顕在化が挙げられる。
7. ECBは高インフレに対抗するため、政策金利を預金ファシリティ金利で3.5%まで引き上げた後、23年中はその水準を維持すると予想する。

(図表1)



(図表2)



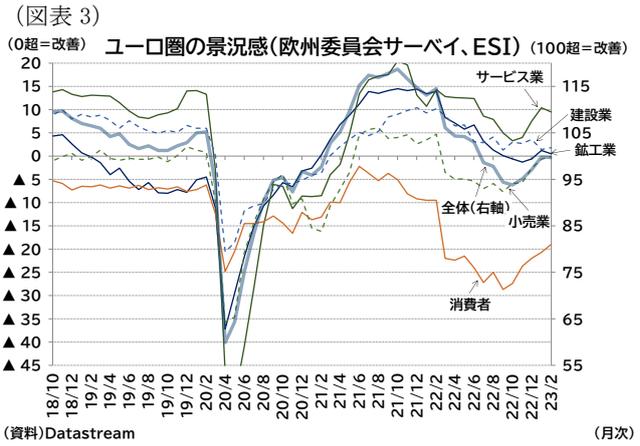
1. 実体経済の概況・見通し

(概況：景気減速は想定よりも深刻化せず)

欧州経済¹は、コロナ禍からの回復を進めてきたが、ロシアがウクライナに侵攻して以降は、エネルギー価格が高騰し、その影響を大きく受けてきた。世界的にもインフレ率の上昇が進んでおり、ECBは金融引き締めを強化、景気減速懸念は強まっている。

10-12月期のユーロ圏成長率は、前期比▲0.0%（年率換算▲0.1%）となった²。ガス需要期となる冬場に経済活動が落ち込みむことは想定されていたものの、前期比ほぼ横ばいという成長率は想定以上の底堅さだったと言える。また、景況感も底打ちし、先行きに対する過度に悲観的な見方も後退している（図表3）。

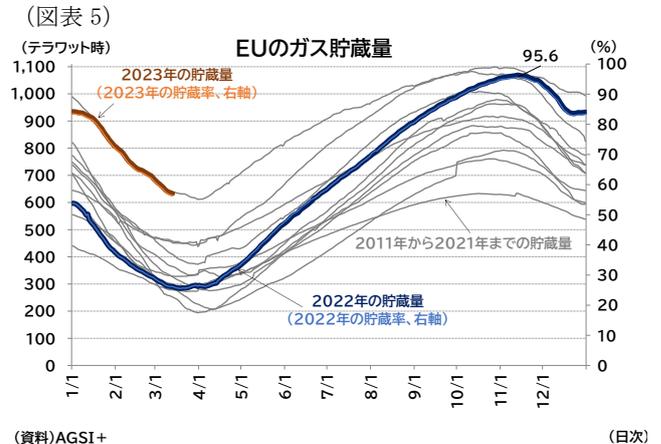
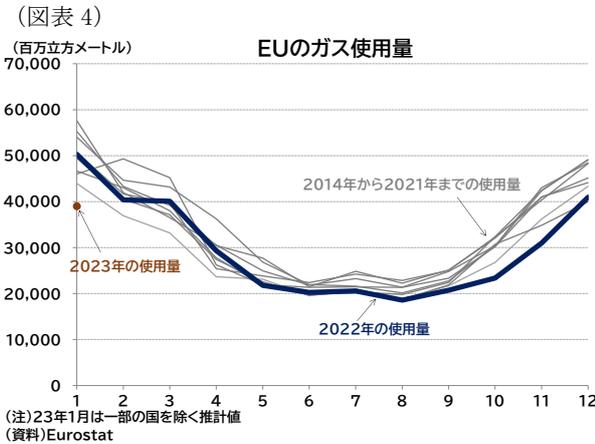
この背景には、暖冬などで想定よりもガス供給がひっ迫せず、ガス不足による計画停電といった経済活動の停止が回避されたこと、政府による手厚い財政支援が講じられたこと、雇用環境が堅調でコロナ禍で積みあがった「過剰貯蓄」が消費のバッファーになっていること、政策金利が引き上げられる中でも「脱ロシア」や復興基金などに後押しされた投資需要、経済再開した中国の需要増が挙げられる。



(ガス需給：暖冬の後押しもあり、高いガス貯蔵率を達成)

昨年冬のガス需要期における深刻なエネルギー不足は回避された。EUの22年8月から23年1月までのガス使用量は例年比で▲19.3%となり³、目標（22年8月から23年3月までのガス使用量を15%削減）も達成される公算が高い（図表4）。

昨年秋以降の気温が例年より暖かく、ガス消費を抑制できたことに加え、中国がLNG需要を減らしたことも手伝ってロシア産ガスからの代替が想定よりも円滑に進んだ。ガス貯蔵は2月末時点で容量の60%以上を確保、今年の冬のガス需要期も需給ひっ迫を回避するとの期待が高まっている。



¹ 23年1月1日からクロアチアがユーロを導入しユーロ圏は20か国となった。以下は特に断りがない限り（2022年以前のデータであっても）20か国のデータを扱う。
² 22年暦年の成長率は3.5%（21年は5.4%）だった。
³ Eurostat, EU gas consumption decreased by 19%, NEWS ARTICLES, 21 February 2023 (23年3月15日アクセス)。

エネルギー懸念が緩和されたことで、卸売ガスの先物価格は、期先物も含めて大幅に低下した(図表6)。コロナ禍前の平時と比較すると依然として2.5倍程度高いが、昨年夏に記録したピーク時の15倍超という価格から比較してインフレ圧力は大きく軽減された。エネルギー価格の低下によって、消費者物価(HICP)の伸び率は、22年10月に10.6%でピークを記録した後、23年2月には8.5%まで低下している(図表7)。

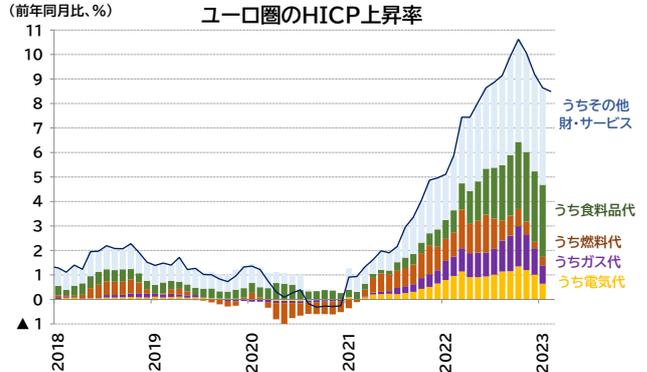
(図表6) 欧州の天然ガス先物価格(オランダTTF)



(資料)Bloomberg

(日次)

(図表7) ユーロ圏のHICP上昇率



(注)燃料代は自家用車用燃料 (資料)Eurostat

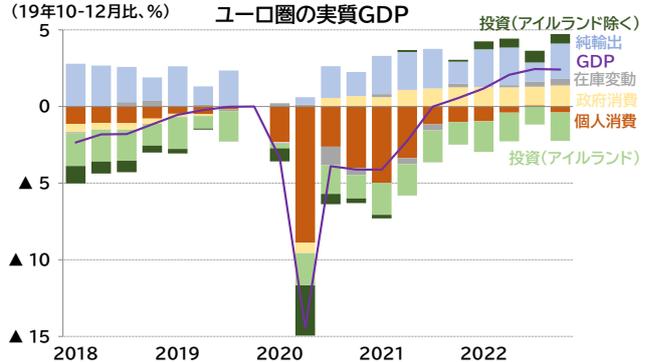
(月次)

(経済状況振り返り：10-12月期は消費・投資ともにマイナス成長)

10-12月期の成長率を需要項目別に確認すると、個人消費が前期比▲0.9% (7-9月期：0.9%)、投資が▲3.6% (3.9%)、政府消費が0.8% (▲0.2%)、輸出が0.1% (1.7%)、輸入が▲1.9% (4.2%) となっている(図表8)。また、在庫変動等の寄与度が0.09%ポイント(7-9月期：0.21%ポイント)、外需の寄与度が0.99%ポイント(▲1.12ポイント)だった。

消費や投資といった内需が冴えない一方、輸入の減少に伴う外需の押し上げが成長率を支えた形であり、高インフレ・高金利を受けて内需が落ち込んだことがマイナス成長の主因と言える。ただし、計画停電などエネルギー不足による経済活動の抑制を回避したことで、経済の落ち込みは限定的なものとなった。

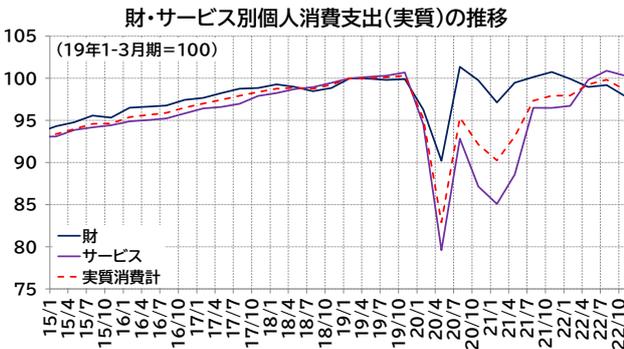
(図表8)



(注)季節調整値、投資は振れの大きいアイルランドの投資を分離して記載 (資料)Eurostat

(四半期)

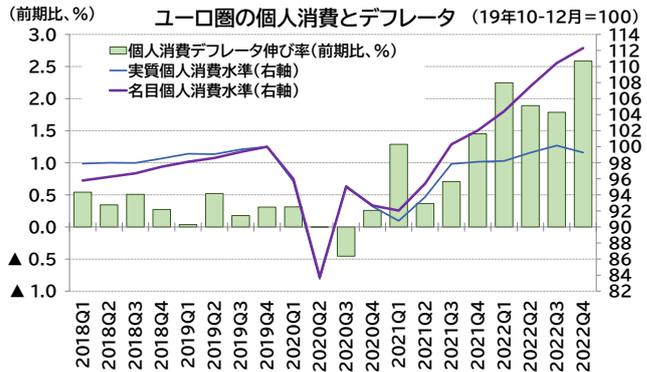
(図表9)



(注)ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリア(合計値と財のうち耐久財のみスペインを含む) 2015年基準の合計値を指数化 (資料)Eurostat

(四半期)

(図表10)



(注)季節調整値 (資料)Eurostat

(四半期)

消費は、コロナ禍によるサービス消費へのペントアップ需要が一巡したことで、高インフレによる購買力の低下が消費減速に直結した(図表9)。実際、名目消費は前期比1.7%(7-9月期:2.7%)とプラス成長を維持しており、個人消費デフレータが前期比2.6%(1.8%)と加速したことで、実質の個人消費を押し下げられている(図表10)。

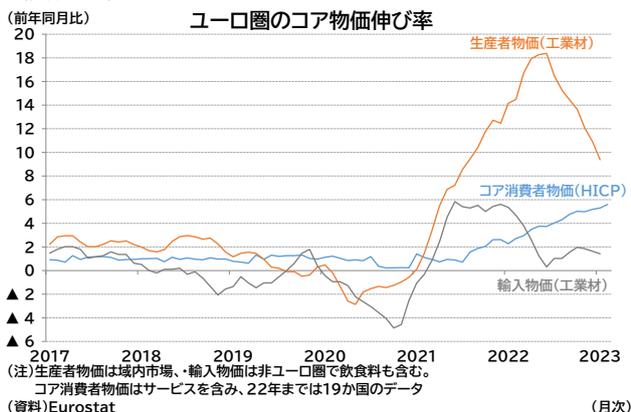
投資の伸びは、外資系多国籍企業の活動のGDPへの寄与が大きいアイルランドの投資(主に無形資産投資(知的財産生産物))の動向に左右される部分も大きい。10-12月期はアイルランドの投資伸び率が▲46.5%(7-9月期:91.4%)と大きく縮小し、全体の投資を押し下げた。ただし、アイルランドを除く投資の伸び率も前期比▲0.7%(0.8%)とマイナスであり、政策金利引き上げによる資金調達コストの上昇が投資の重しになっていると見られる。

なお、コロナ禍前(19年10-12月期)との比較では、全体のGDPがコロナ禍前を2.4%上回っているのに対し、個人消費は▲0.7%、投資は▲5.3%となっている⁴。

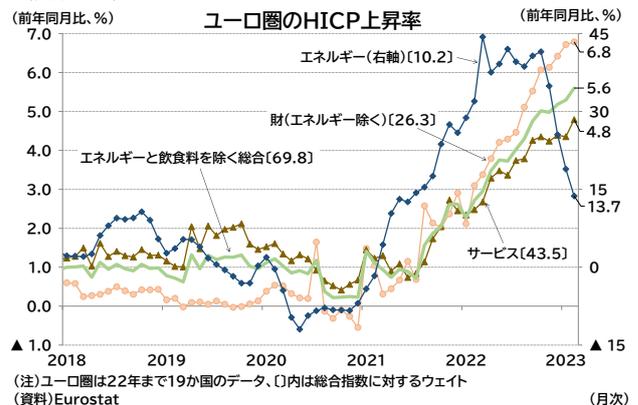
(物価・賃金：価格転嫁と賃金上昇がインフレ圧力に)

エネルギー価格が急低下したことを受けて、輸入物価や生産者物価といった上流では、エネルギー以外の財物価でも、インフレ圧力が大きく緩和している(図表11)。ただし、下流のHICPは財物価でも依然として前年比での伸び率加速が続いている。エネルギーと飲食料を除くコア物価は23年2月には5.6%と一段と高くなり、統計データ公表以来の最高値を更新した(図表11・12)。

(図表11)



(図表12)



今後、エネルギー価格の低下によるディスインフレ圧力は下流の財物価にも波及してくると見られるが、サービス物価に関しては、景気の底堅さや賃金上昇圧力の強さから持続性が増している。

ユーロ圏の雇用者数は10-12月期に前期比0.3%(7-9月期:0.3%)と増加し、コロナ禍前との比較では2.3%(+368.7万人)とGDP並みの回復を見せている(図表13)。

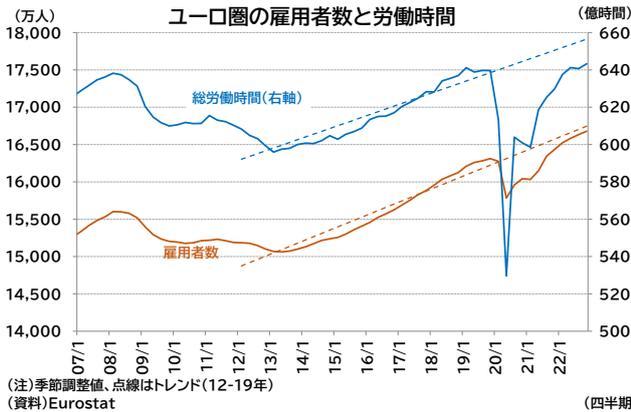
一方、総労働時間は10-12月期に前期比0.4%(7-9月期▲0.1%)と増加に転じたが、コロナ禍以降、1人当たりの労働時間が短縮されているため、コロナ禍前比では0.6%の増加にとどまる。雇用者数の数値ほど労働供給は満たされておらず、労働参加率がコロナ禍前のトレンド付近まで回復していることに鑑みれば、雇用のひっ迫感は続いていると見られる。失業率も22年に入って以降、6%台で推移しており統計データ公表以来の低い状況が続いている。

雇用のひっ迫感と高いインフレ率を受けて、10-12月期の妥結賃金上昇率は2.88%(7-9月期2.89%)となり、高めの伸びとなっている(図表14)。妥結賃金の伸びはインフレ率と比較すれば

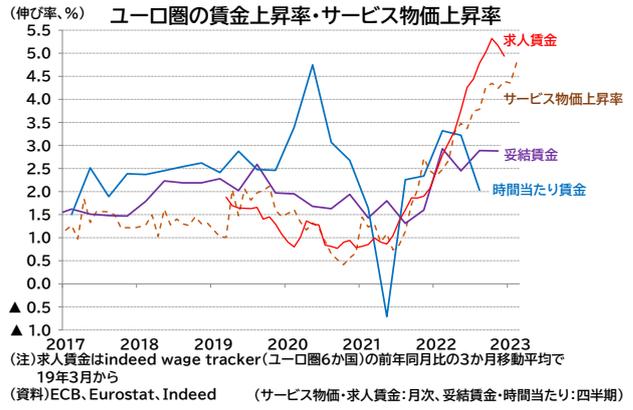
⁴ なお、アイルランドを除く投資はコロナ禍前比3.0%、アイルランドの投資は▲70.5%となり、アイルランド除く投資はコロナ禍前を上回っている。

低いものの、求人賃金が5%前後の伸び率で推移していることから、賃金上昇圧力は引き続き強く、賃金上昇率と相関の高いサービスインフレも持続しやすい状況となっている。

(図表 13)



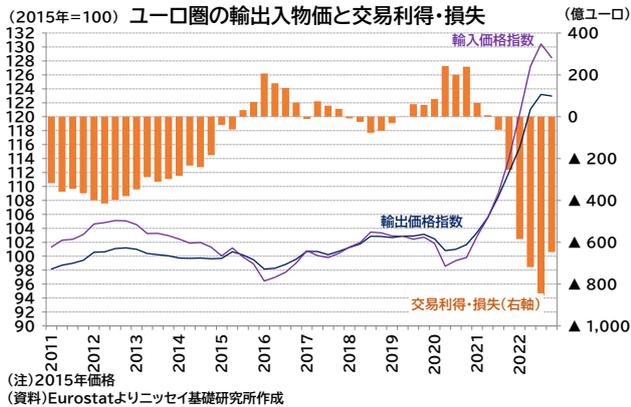
(図表 14)



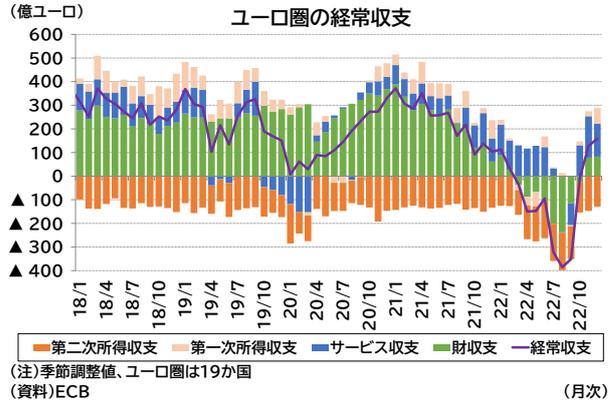
海外環境では、10-12月期は輸出入デフレーターがいずれも下落に転じたが、特に輸入デフレータの下落幅が大きく、交易条件は、依然として悪い状況ではあるものの改善を示した(図表 15)。域内のインフレ圧力は依然として強いが、域外からのインフレ圧力は軽減していると言える。

エネルギー価格の低下は、貿易収支の改善にも寄与している。国際収支ベースでは、ユーロ圏(19か国)の財貿易は22年3月から赤字となっていたが、22年11月に黒字に回帰、経常収支も黒字化し、黒字幅は拡大傾向にある(図表 16)。

(図表 15)



(図表 16)



(財政政策：物価高対策の出口にもリスク)

エネルギー価格高騰を受けてユーロ圏各国では様々な財政支援策が検討・実施されてきた。ECBは各国の策定した物価高対策が22年、23年でそれぞれGDP比2%弱に上り、そのうち約8割が対象を絞っていない措置であると試算している⁵。

高インフレ下のエネルギー危機対策は対象をぜい弱層に絞ることが望ましいが、全体として財政緩和的な措置が実施され、これらは経済成長を支える要因となっているが、一方でインフレ抑制効果を減じていると見られる。

ドイツで実施されているガス価格・電力価格の上限設定(小売価格の制限)などのように補助金額が市場価格に依存している場合、エネルギー価格の低下によって実質的に支援規模が縮小され、また政府が能動的に対象に絞った措置に政策修正すれば財政スタンスをより抑制することはでき

⁵ 22年12月時点の見直しによる。Krzyzstof Bankowski, Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Pascal Jacquinet and Philip Muggenthaler, Fiscal policy and high inflation, ECB Economic Bulletin Issue 2, 2023 を参照。

る。ただし、エネルギー価格抑制策の場合、財政支援を縮小・終了する段階では、物価上昇圧力と経済下押し圧力が生じることになるなど、出口に向けた政策運営は難しく、財政スタンスが必要以上に緩和的になるリスクは残る。

欧州委員会やECBは、エネルギー危機が後退したため、各国に向け財政スタンスが過度に緩和的にならないよう注意喚起しているが、出口に向けて、各国は難しい舵取りを求められていると言える。ユーログループでは23-24年の財政運営に関して、中期的な債務の持続可能性を確保するため慎重な財政政策を講じることで合意している。そのため、インフレを助長しないように、既存のエネルギー価格対策の延長や追加対策についての財政スタンスを注意深く監視するとしているが、財政スタンスの調整が進まなければインフレを助長したり、化石燃料依存が続くことでグリーン化が遅れる可能性がある⁶。

なお、コロナ禍以降に一時免除されていた、安定・成長協定（SGP）による財政ルールは24年から再適用される予定であるものの、検討が続いている新しい財政ルールに関しては、現在も議論中であり、決定には至っていない⁷。

（見通し： 成長率のごく緩やかに回復）

10-12月期は高インフレ・高金利を受けてユーロ圏経済は小幅なマイナス成長となった。今後もこうした状況は続くと思われるが、エネルギー価格が低下しつつあることに加え、雇用環境の堅調さ、コロナ禍で積みあがった「過剰貯蓄」の存在、「脱ロシア」や復興基金などに後押しされた投資需要、中国の経済再開などが成長を下支えし、成長率の一段の悪化は避けられると予想する。

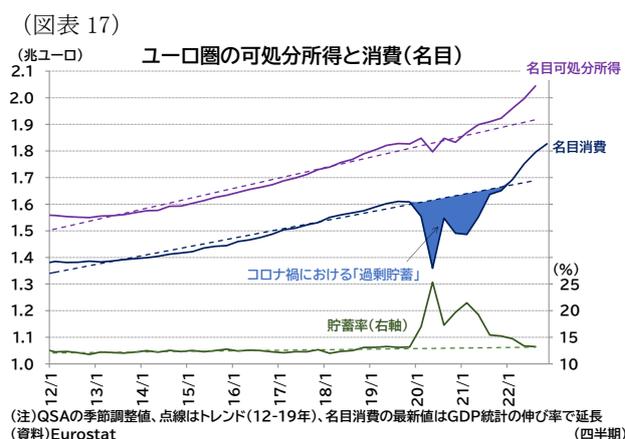
需要項目別には、以下の通り予想している。

個人消費は足もとでは高インフレを受けて伸び悩むが、インフレ率の減速にあわせてその影響は縮小していくと見ている。政府の支援策も縮小に向かうものの、コロナ禍期間中に積みあがった「過剰貯蓄」は十分に残っている。見通し期間中は貯蓄率が低下し、「過剰貯蓄」のバッファを取り崩す形で消費が緩やかに成長し、底割れは避けられると見ている（図表17）。

投資は金融引き締めによる資金調達コストの上昇が重しになり、減速感が強まるだろう。一方、復興基金などを呼び水にした官民でのグリーン・デジタル投資や、「脱ロシア」関連投資は下支え要因であり、伸び率は減速するものの、緩やかに拡大することを見込んでいる。

輸出は、最大の輸出先である米国が高インフレと金融引き締めで景気減速感が強まるため、けん引役としては期待できない。ただし、中国が年末年始にかけて「ゼロコロナ」政策から脱却し、急速に経済再開に舵を切っているため、中国の需要増が輸出の下支えになるだろう。

インフレ率は主に上流の財物価の伸び率減速が下流に波及する形で低下すると予想している。た



⁶ Eurogroup, [Eurogroup statement on the fiscal guidance for 2024, 13 March 2023](#) (23年3月15日アクセス) を参照。

⁷ 新しい財政ルールに関する欧州委員会の提案は、GDPで財政赤字3%、債務残高60%という基準は維持しつつ、債務残高が基準を上回る国に対する債務の削減ベースに柔軟性を持たせる形となっている。具体的には [European Commission, Building an economic governance framework fit for the challenges ahead, 9 November 2022](#) (23年3月15日アクセス) を参照。また、欧州委員会は財政ルール再適用を見据え、2024年の財政政策に関するガイダンスを発信している [European Commission, Fiscal policy guidance for 2024: Promoting debt sustainability and sustainable and inclusive growth, 8 March 2023](#) (23年3月15日アクセス)。

だしサービス物価は、雇用のひっ迫感背景にした賃金上昇が見られるため、低下ペースが緩慢となるだろう。その結果、全体のインフレ率は現在の高い水準からは大きく低下するが、ECBの物価目標である2%を上回る期間が長期化し、見通し期間中は2%目標への低下には至らないと予想している。

以上の状況を踏まえ、暦年でみた欧州経済の成長率は23年0.4%、24年1.0%、インフレ率は23年で5.3%、24年2.9%と予想している（表紙図表1・2、図表18）。

（図表 18）

		ユーロ圏の経済見通し			
		2021年	2022年	2023年	2024年
		実績	実績	予測	予測
実質GDP	前年同期比、%	5.4	3.5	0.4	1.0
	前期比年率、%	5.4	3.5	0.4	1.0
内需	前年同期比寄与度	4.06	3.60	▲ 0.01	0.75
	民間最終消費支出	前年同期比、%	3.7	4.3	0.9
総固定資本形成	前年同期比、%	3.8	3.7	0.1	1.5
	在庫変動	前年比寄与度	0.33	0.31	▲ 0.53
外需	前年同期比寄与度	1.31	▲ 0.15	0.46	0.26
消費者物価（HICP）	前年比、%	2.6	8.4	5.3	2.9
失業率	平均、%	7.7	6.7	6.7	6.8
ECB市場介入金利	期末、%	0.00	2.50	4.00	2.50
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲ 0.4	1.1	2.4	2.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.18	1.05	1.08	1.11
対円為替相場	平均、円	130	138	143	137

		2022年				2023年				2024年			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
		実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
		5.5	4.4	2.5	1.9	1.2	0.4	0.1	0.2	0.4	0.8	1.2	1.7
		2.5	3.6	1.5	▲ 0.1	0.0	0.1	0.3	0.4	0.7	1.6	2.2	2.1
		5.49	4.38	3.67	1.06	1.51	0.42	▲ 1.18	▲ 0.30	▲ 0.25	0.39	1.09	1.77
		8.2	5.9	2.3	1.2	1.9	0.8	0.1	1.1	0.5	1.0	1.3	1.7
		4.0	3.0	7.7	0.5	2.6	1.2	▲ 3.1	1.0	0.0	1.0	2.2	2.6
		▲ 0.18	0.56	0.77	0.22	▲ 0.09	▲ 0.27	▲ 0.59	▲ 0.98	▲ 0.43	▲ 0.36	▲ 0.11	0.25
		0.03	0.02	▲ 1.23	0.79	▲ 0.26	▲ 0.02	1.38	0.58	0.65	0.39	0.14	▲ 0.11
		6.1	8.1	9.3	10.0	7.7	5.6	4.7	3.5	3.5	3.0	2.9	2.3
		6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
		0.00	0.00	1.25	2.50	3.50	3.75	4.00	4.00	4.00	3.50	3.00	2.50
		0.1	1.1	1.3	2.1	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	2.0
		1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.07	1.09	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11
		130	138	139	144	144	144	144	141	140	138	137	135

（注）ユーロ圏は20か国
（資料）Eurostat、DataStream、ニッセイ基礎研究所

予想に対するリスクは成長率は下方に、物価は上方により傾いていると考える。

リスク要因としては、エネルギー需給のひっ迫と価格高騰、海外経済の想定以上の悪化、物価と賃金のスパイラル化、物価高対策の出口における判断ミス、利上げによる金融システムリスクの顕在化が挙げられる。

エネルギーに関しては、今期は暖冬によってガス消費が抑制されたが、今後の状況は予断を許さない。来期に寒波が襲えば、年末以降のガス消費は増える。現在も続いているロシアからのガス供給が途絶える可能性もある。加えて、中国が経済再開に舵を切ったことで、世界的にLNG需要が増加すると見られる。原油に関して、ロシアは上限価格設定⁸への対抗措置として生産量を削減し、価格の底上げを試みている。

総じてエネルギーの需給はひっ迫しやすい状況であるため、価格が再び高騰すれば、成長を押し下げ、インフレ率を押し上げる要因となる。

海外経済では、メインシナリオでは米国の浅い景気後退入りを予想しているが、金融引き締めの影響で想定以上に経済が低迷すれば、欧州にとっても成長の重しとなるだろう。

物価と賃金のスパイラル化は中期的なインフレ動向の重要なリスク要因となる。雇用がひっ迫していることで賃上げ圧力が長期に続き、中期的なインフレ率を押し上げる場合は、インフレ率が目標を上回る期間が長期化する恐れがある。

財政面では、エネルギー危機対策として必要以上に財政支援が続けられるリスクがある。過度な財政支出は足もとの成長率を押し上げるものの、インフレ率も押し上げるとともに債務残高の増加やグリーン化の進展の遅れを通じて将来の成長率を押し下げる要因となるだろう。

金融面では、政策金利の引き上げにより、家計・企業・金融機関の資金調達コスト（利払い負担）

⁸ G7およびオーストラリアではロシア産石油に上限価格を設定した（原油は60ドル、石油製品はプレミアムが付く製品は100ドル、ディスカウントされる製品45ドルが上限。上限価格は定期的に見直し予定）。

が増加するため、家計・企業・金融機関の資金繰り悪化と不良債権の増加が金融システム上のリスク要因となり、景気にも波及する可能性がある。特に先進国で金融引き締めが積極化して以降、金利上昇を受けて英国の年金基金で損失が膨らみ、また米国ではSVB（シリコンバレーバンク）が破綻するなど、金融システムリスクへの警戒感も広がっている。ただし、メインシナリオでは、ユーロ圏では大手行を中心に銀行財務は健全なため、金融面のリスクは限定的と考えている。

2. 金融政策・長期金利の現状・見通し

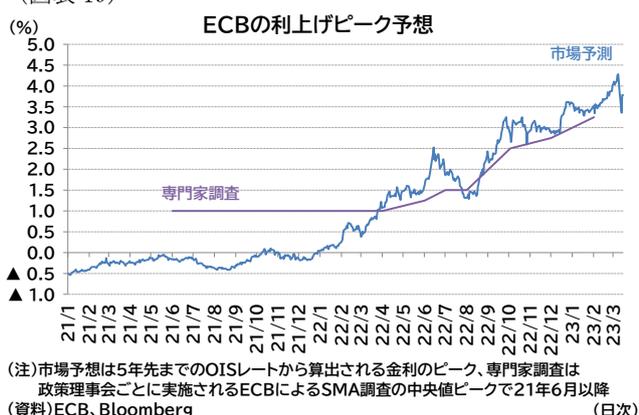
（金融政策：今後はよりデータ重視の政策運営に）

高インフレを受けて、ECBは積極的な金融引き締めに進んでいる。

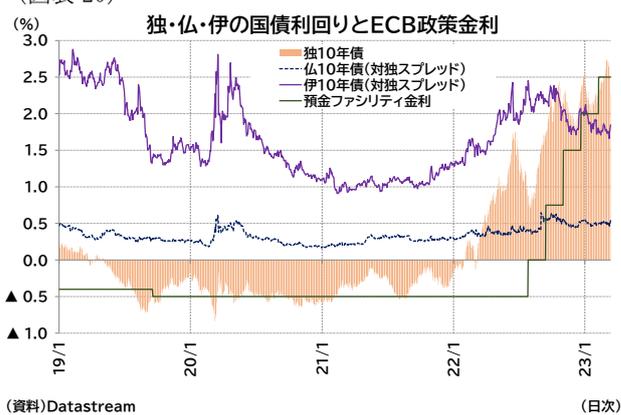
ECBは22年7月から23年2月まで5会合連続の利上げを実施、政策金利を計3.0%ポイント引き上げてきた。23年3月にはバランスシートの縮小も開始した（6月末まではAPPの残高を月150億ユーロのペースで削減、その後のペースは未定）⁹。

政策金利は、緩和的な金融政策水準から引き締めの水準に移行しているものの、コアインフレ率の高さや、米国のインフレ懸念が強まったことを受けて、市場の利上げ予想は段階的に上昇してきた。ただし、足もとでは米国のSVB（シリコンバレーバンク）の破綻を受けて利上げへの慎重論も台頭する状況にある（図表19）。

（図表19）



（図表20）



ECBは2月の決定で、次回3月会合での0.5%ポイントの利上げを意図していると声明文に明記し「予告」した。これまで金融政策における「データ依存」の「会合毎アプローチ（meeting-by-meeting approach）」を強調してきたものの、インフレ率が簡単に低下しないという確信が強まっているため、「予告」という市場への強いコミュニケーション手段も利用している。12月理事会の議事要旨では0.75%の利上げを希望したタカ派メンバーとの妥協点として、利上げ幅を0.5%に下げる代わりに次回の利上げを示唆することが決定されたことが明らかになっている。2月会合ではより強い「予告」を行った形であり、金融システムリスクが警戒されるなかではあるものの、3月理事会では「予告」通り0.50%ポイントの利上げがなされると考えている。

ただし、インフレ見通しの不透明感も強まり、利上げの副作用にも一層の警戒が必要とされるなかで今後は「データ依存」の様相が強まると見られる。

インフレ率については、エネルギー価格の低下が主導する形で、速やかにインフレが鎮静化する可能性がある一方、賃上げを受けて基調的なインフレ率はむしろ上昇する可能性がある。2月の理

⁹ なお、再投資分については、APPの各構成プログラムに比例的に実施、PSPでは国や国際機関発行体の償還割合に応じて実施するという原則も承認された。また社債についてはより気候変動パフォーマンスの良い発行体に強く傾斜を行うことも決定された。

事会においても「予告」に対して慎重にすべきとの意見が出ている。今後は、タカ派・ハト派のいずれにおいても極端な政策は取りにくくなるだろう。

こうした状況のなか、本稿ではメインシナリオとして短期的にはインフレ率は速やかに低下するものの2%を超える状況は長期化し、ユーロ圏では金融システムリスクも顕在化・拡大しないと予想している。そのため政策金利は、利上げ幅は縮小しつつも、金利利上げは継続し、政策金利を高め水準で据え置くと予想する。

具体的には、現在の政策金利は主要リファレンスオペ金利で3.00%、預金ファシリティ金利で2.50%であるが、23年前半にそれぞれ4.00%、3.50%まで引き上げた後、23年中はその水準で維持、その後、インフレ率が十分に低下する24年に入った後に利下げに転じると見ている。ただし、物価見通しのリスクは上方に傾いており、賃金と物価の上昇スパイラルが強まる、期待インフレ率が上振れる場合には、ECBは高水準の政策金利をより長期間維持するだろう。逆に、金融システムリスクが拡大し景気にも波及する可能性が高まれば、利上げの早期停止や利下げも視野に入るだろう。

（ 長期金利：2%台半ばでの推移を予想 ）

ドイツの長期金利は2%台半ばで変動が大きくなっている（図表20）。

市場金利は、年初以降、APPの残高縮小開始や欧米で高インフレが持続化するとの懸念を反映して上昇圧力が強くなったが、米SVBの破綻以降は急速に上昇圧力が弱まっている。

今後は、ECBがより「データ次第」の政策運営に移行し、利上げのピークが見えてくるなか、23年中は2%台半ばの横ばい圏で推移すると予想する。なお、PEPPの償還再投資は継続されており、また柔軟性を持たせた運営をしているため、メインシナリオでは南欧諸国の利回りが過度に拡大することは想定していない。

ドイツ10年債金利は23年平均で2.4%、24年は平均2.2%で推移すると想定している（前掲図表17、表紙図表2）。