

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

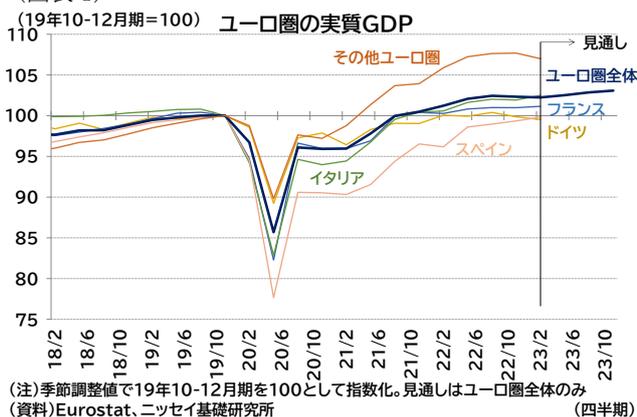
ーインフレ率低下で、今後は緩やかな回復へ

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

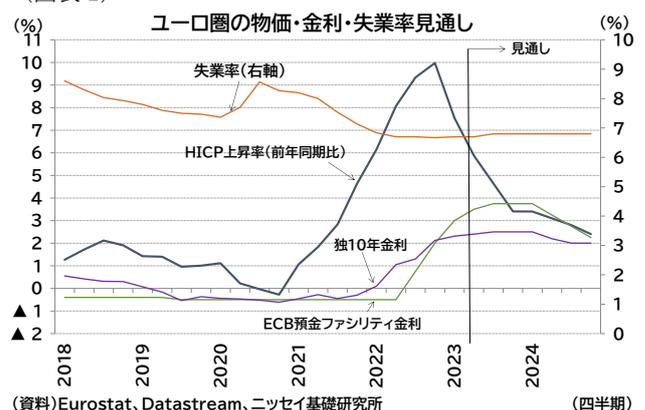
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済は、高インフレと高金利が成長の重しとなっている。ユーロ圏の1-3月期の実質成長率は前期比▲0.1%（年率換算：▲0.4%）となり、マイナス幅は小幅だが2四半期連続のマイナス成長となった。内需が伸び悩んだほか、輸出も冴えない状況にある。
2. 23年5月のインフレ率は前年比6.1%とピークから急低下したが、依然として高い水準にある。エネルギー価格が前年比マイナスの伸び率となり、財価格もピークアウトが鮮明になった。一方、サービス物価は上昇基調にある。成長率が落ち込む中でも雇用環境が堅調で人手不足感が継続しており、賃金上昇率は記録的な高さに達している。
3. 金融政策は、よりデータ依存の姿勢を強めており、金融引き締めの実体経済への波及を見極める時期になりつつある。ECBは近く利上げを停止し、今後は政策金利の高さよりも高い政策金利を維持する期間に政策の重心が置かれるものと見られる。
4. 今後については、エネルギー主導のコストプッシュ型インフレ圧力が軽減していることが家計・企業双方にとってプラスに働くため、経済は緩やかに回復すると予想する。成長率は23年0.6%、24年1.2%を予想している（図表1）。インフレ率は、エネルギーと財インフレの減速を受けて低下傾向が続くが、賃金と連動するサービス物価の粘着性は高く、2%を超える期間が長期化すると見ている。暦年のインフレ率は23年で5.3%、24年2.9%と予想している。ECBは政策金利を6月と7月にさらに0.25%ずつ引き上げた後、24年初まではその水準を維持すると予想する（図表2）。
5. リスク要因としては、エネルギー需給のひっ迫や価格高騰、物価高対策の出口における判断ミス、物価と賃金のスパイラル化によるインフレ率の高止まり、利上げによる金融システムリスクの顕在化、域外経済の想定以上の悪化が挙げられる。当面はインフレ率の高止まりが最も懸念される。

(図表1)



(図表2)



1. 経済・金融環境の現状

(振り返り：エネルギー主導でのインフレ圧力は和らぐ)

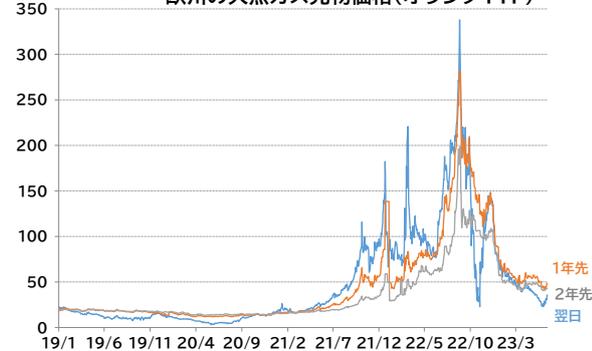
欧州経済¹は、コロナ禍で大きく落ち込んだ後、回復基調を辿っていたが、ロシアがウクライナに侵攻して以降はエネルギー価格が高騰し、景気の停滞感が強まっていた。

特に昨年冬は、これまで依存していたロシア産の天然ガス調達が急減したことでガス不足（エネルギー危機）の懸念が強まった。

しかし、ガス消費の抑制と代替調達が進められ、暖冬の後押しもあって、昨冬のエネルギー危機は回避された。天然ガス価格は戦争開始前の水準まで低下し、エネルギーが主導するコストプッシュ型インフレ圧力は和らいでいる（図表3・4）。

以下では欧州経済について、現在のガス備蓄、実体経済および金融環境の状況を確認した後、今後の見通しについて述べたい。

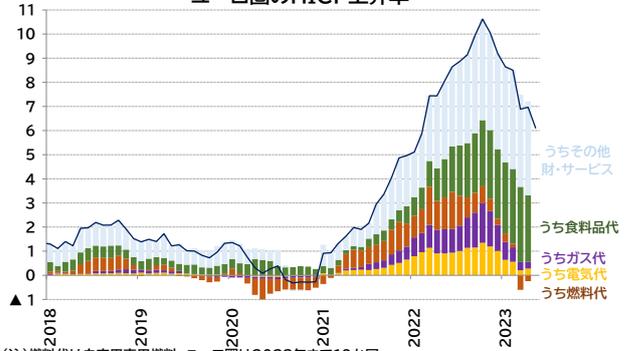
(図表3) (ユーロ/メガワット時) 欧州の天然ガス先物価格(オランダTTF)



(資料)Bloomberg

(日次)

(図表4) (前年同月比、%) ユーロ圏のHICP上昇率



(注)燃料代は自家用車用燃料、ユーロ圏は2022年まで19か国

(資料)Eurostat

(月次)

(ガス備蓄：今年の貯蔵も順調)

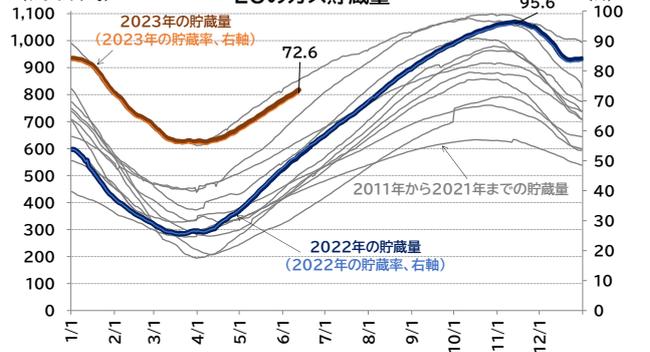
今年のガス需要期にむけた備蓄も順調に進んでいる。

ガスの貯蔵率は6月12日時点で72.6%に達し、例年と比較して貯蔵水準は高い（図表5）。今後、冬にかけて、天候要因や中国など他国のLNG需要が増加する可能性を考慮するとガス需給がひっ迫するリスクが払拭されたわけではないが、かなり軽減されたと見られる。

特に、「脱ロシア」が進んだことで、ロシアの揺さぶり（ロシアがガス供給を縮小することによる価格上昇といったリスク）への耐性は強まっている²。

ガス消費量に関しては、23年8月から23年3月の消費量を平年比で15%削減するという目標³

(図表5) (テラワット時) EUのガス貯蔵量



(資料)AGSI+

(日次)

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 ただし、完全な「脱ロシア」には至っていない。Bruegelによると、LNGを除く天然ガスのロシアへの依存度は5月時点で13%前後、LNGのロシアへの依存度は14%前後となっている。McWilliams, B., G. Sgaravatti, G. Zachmann (2021) 'European natural gas imports', Bruegel Datasets, first published 29 October, 07 June 2023 (22年6月14日アクセス)

³ 具体的には8月1日から23年3月31日までのガス消費量を過去5年（17年から22年）の平均比で15%削減する目標を設定している。ただし、一部例外が設定されており（他の加盟国へのガス供給の融通が限定されている加盟国など）、また閣僚理事会の「警報」が発動されない限りは、自主的な目標という位置付けとなっている。Council of the EU, Council adopts regulation on reducing gas demand by 15% this winter, 5 August 2022 (22年6月14日アクセス)。

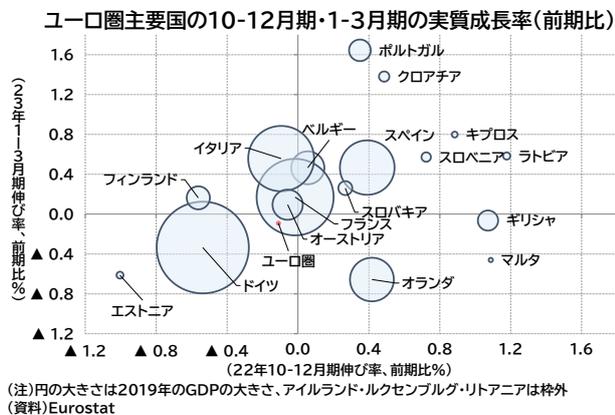
を達成した⁴。EUは目標を延長し、23年4月から24年3月について同様に年率15%削減することで合意している⁵。引き続きガスの消費量が抑制されるため、経済活動上の制約にはなるが、昨年のような価格高騰は解消されているため、原材料価格の高騰による収益の圧迫といった経済への悪影響は限定されると見られる。

（ 実体経済：小幅だが2四半期連続のマイナス成長 ）

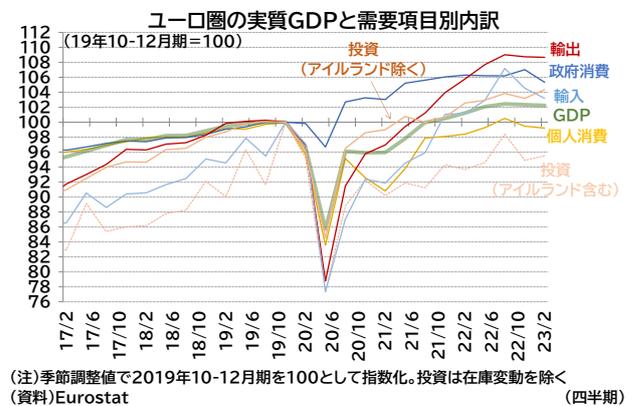
ユーロ圏の1-3月期の実質成長率は前期比▲0.1%（年率換算：▲0.4%）となり、10-12月期の▲0.1%（年率換算：▲0.4%）に続き2四半期連続のマイナス成長だった。マイナス幅は小幅ではあるが、テクニカルリセッションとなった。

主要国の成長率は、ドイツが前期比▲0.3%（前期：▲0.5%）、フランス0.2%（前期：▲0.0%）、イタリア0.6%（前期：▲0.1%）、スペイン0.6%（前期：0.4%）となり、ユーロ圏の最大経済国であるドイツの停滞がユーロ圏全体の成長を押し下げた（図表6）。

（図表6）

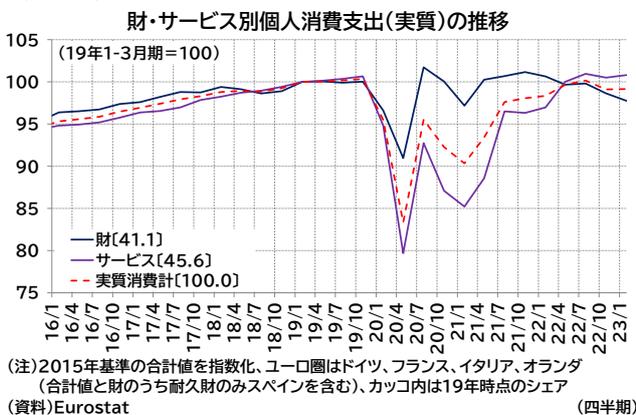


（図表7）

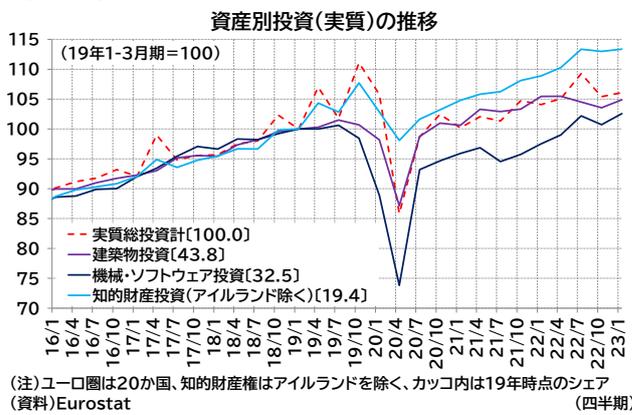


需要項目別には、個人消費が前期比▲0.3%（前期：▲1.0%）、投資が0.6%（前期：▲3.5%）、政府消費が▲1.6%（前期：0.8%）、輸出が▲0.1%（前期：▲0.2%）、輸入が▲1.3%（前期：▲2.5%）となっている⁶。また、在庫変動等の寄与度が▲0.41%ポイント（前期：▲0.0%ポイント）、外需の寄与度が0.65%ポイント（前期：1.09%ポイント）だった。10-12月期に引き続き内需も輸出も弱含んでいる（図表7）。

（図表8）



（図表9）



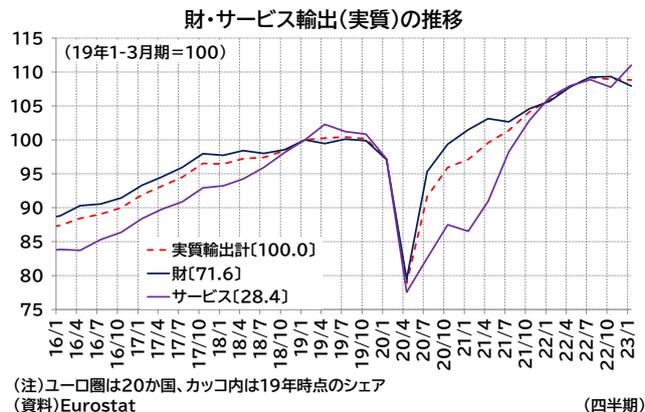
⁴ Eurostat, EU gas consumption decreased by 17.7%, 19 April 2023 (23年6月14日アクセス)
⁵ Council of the EU, Member states agree to extend voluntary 15% gas demand reduction target, 28 March 2023 (23年6月14日アクセス)。
⁶ なお、投資の伸びは、外資系多国籍企業の活動のGDPへの寄与が大きいアイルランドの投資（主に無形資産投資（知的財産生産物））の動向に左右される部分が多い。アイルランドを除く投資の伸び率は前期比1.1%（前期：▲0.6%）となっている。

消費の内訳を確認すると、高インフレを受けて財消費の低迷が目立つ（図表 8）。また、これまで成長をけん引していたコロナ禍によるサービス消費へのペントアップ需要も一巡したと見られ、22年後半以降は横ばいで推移している。

投資の内訳を確認すると、幅広い資産への投資が伸び悩んでいる（図表 9）。これまでは金利に敏感な建築物投資（特に住宅投資）が低迷する一方、供給制約の緩和を受けて機械投資（特に輸送用機器）需要や知的財産投資については相対的に底堅く推移していた。ただし最近では、財需要の減速や資金調達環境のタイト化の影響が機械投資などにも波及しつつあると見られ、横ばい圏での動きとなっている。

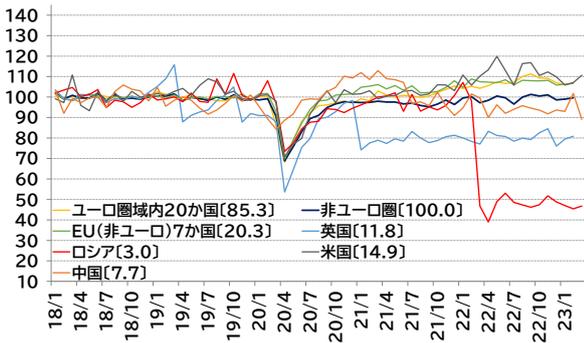
輸出については、特に財輸出の停滞感が強まっている（図表 10）。米国を中心に、世界的に高インフレや金融引き締めを背景にした景気減速感が強まっており、ユーロ圏の外部環境も総じて冴えない状況にある（図表 11・12）。対中貿易については、同国が経済再開したことが好材料となり得るものの、現時点では対中貿易にも力強さは見られない。

（図表 10）



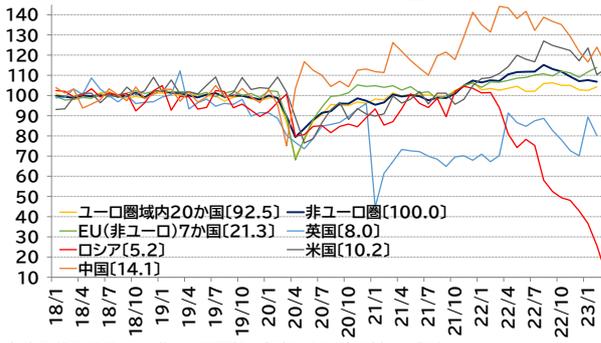
（図表 11）

（2018年=100）ユーロ圏の輸出動向<数量ベース>



（図表 12）

（2018年=100）ユーロ圏の輸入動向<数量ベース>



一方で、交易条件は大幅に改善した。

1-3月期は10-12月期に続き輸出入デフレータがいずれも下落に転じ、輸入デフレータの下落幅が大幅であったため、交易損失は22年1-3月期の水準を下回るまでに改善している（図表 13）。

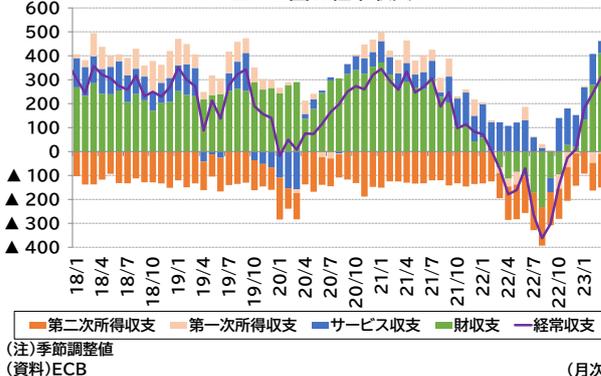
（図表 13）

（2015年=100）ユーロ圏の輸出入物価と交易利得・損失



（図表 14）

ユーロ圏の経常収支



経常収支も、22年12月に黒字化した後、23年3月時点ではほぼコロナ禍前と同様の収支状況に

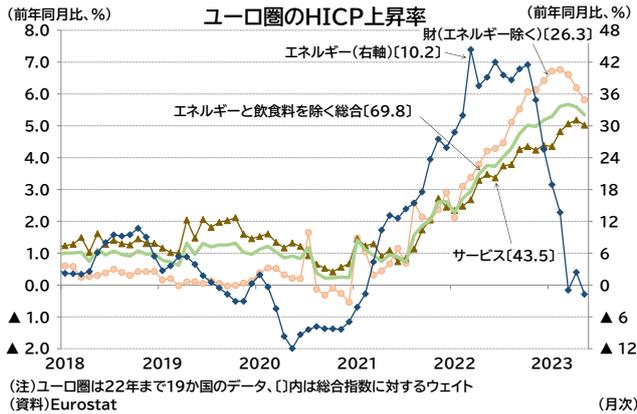
なっている（図表 14）。

（ 物価・賃金：賃金上昇率が記録的な水準に上昇 ）

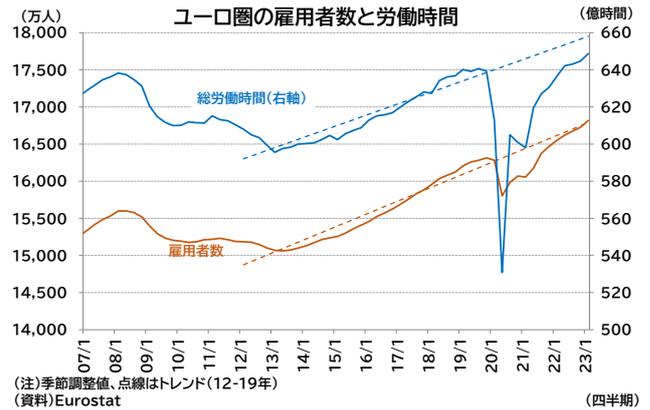
インフレ率は急速に低下しているが、伸び率はまだ高い水準にある。

消費者物価（H I C P）上昇率は 23 年 5 月で前年比 6.1%（速報値）となり、22 年 10 月（10.6%）をピークに低下が続いている。H I C P の構成要素のうちエネルギー価格は 3 月および 5 月には前年比でマイナスの伸び率となり、エネルギーを除く財価格も、上流物価の落ち着きや財需要の減速を受けてピークアウトが鮮明になっている（図表 15）。

（図表 15）



（図表 16）



一方、サービス物価は、賃金と連動して上昇基調にある。

ユーロ圏の雇用者数は 1-3 月期に前期比 0.6%（10-12 月期：0.3%）と成長率がマイナスになる中でも増加を続けている（図表 16）。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となっている。総労働時間は、1-3 月期に前期比 0.6%（10-12 月期 0.3%）と増加しているが、コロナショック以降の回復状況を見ると雇用者数の増加に比べて労働時間の増加は限定的に留まる。製造業・非製造業ともに、人手不足感はピークよりはやや緩和しているが、依然として強い状況が継続しており（図表 17）、労働時間の回復の遅れは、人手不足感の一因になっていると見られる。

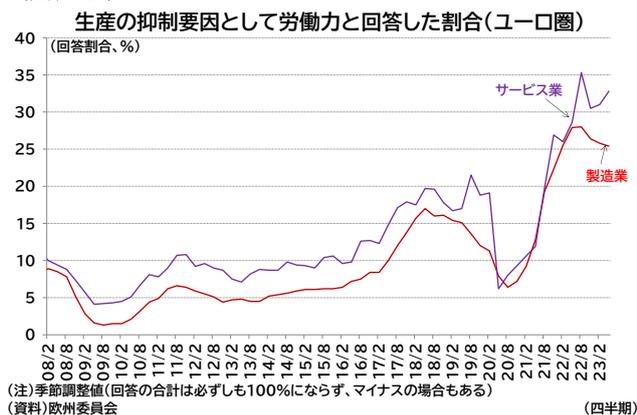
ECBでは、労働時間の回復が遅れている状況について、コロナ禍後の特有の要因として、人材の囲い込み（特に熟練労働者の確保）や病気による休暇の増加を指摘している⁷。また、賃金上昇や処遇改善要望のためのストライキの実施も、直接的に労働供給の減少要因となる。これらのほか、人手不足に寄与する要因としては、雇用のミスマッチ（賃金、労働内容、スキルなどに関する労働者と企業側の要求の不一致）も挙げられる。

雇用のひっ迫感と、高いインフレ率を受けた賃上げ要求により賃金伸び率は高止まりしている。1-3 月期の妥結賃金上昇率は前年比 4.32%（10-12 月期 3.12%）と記録的な水準に達した⁸。妥結賃金だけでなく、時間当たり賃金、求人賃金といった指標も総じて高い水準となっている（図表 18）。

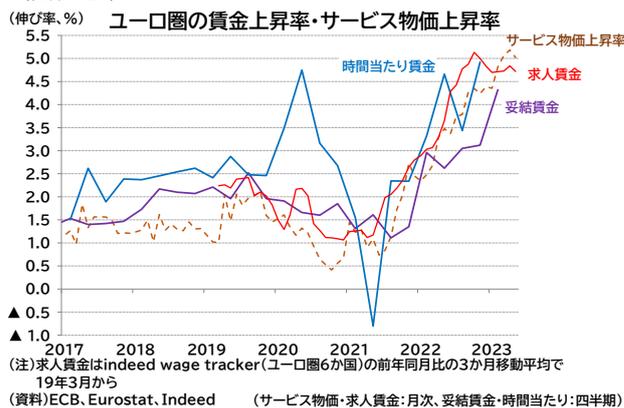
⁷ ECBはそもそも長期的な傾向として、労働時間が減少トレンドを辿ってきたことも指摘している。これは、生産性の向上や、経済のサービス化の進展（労働時間の短い「サービス業」への雇用シフト）、女性の労働参加、パートタイム比率の増加といった要因が関係している。なお、コロナ禍後特有の要因については、ECBは消費者期待調査において、労働時間の短縮化よりも長期化を希望する労働者の比率が高いことに触れた上で、人件費等の上昇で企業の人材確保（囲い込み）の動きが緩和されれば、労働時間の伸び悩みの一部が解消される可能性があるとして述べている。また、病気による休暇についても今後、正常化する可能性があるとしている。Oscar Arce, Agostino Consolo, António Dias da Silva, Matthias Mohr, More jobs but fewer working hours, THE ECB BLOG, 7 June 2023 (23年6月14日アクセス)

⁸ 20か国ベースも19か国ベースも伸び率は同じ4.32%である。ECBのデータベースでは、19か国ベースのデータは91年1-3月期まで遡ることができ23年1-3月期の4.32%は93年1-3月期（前年比5.69%）以来の伸び率となる。

(図表 17)



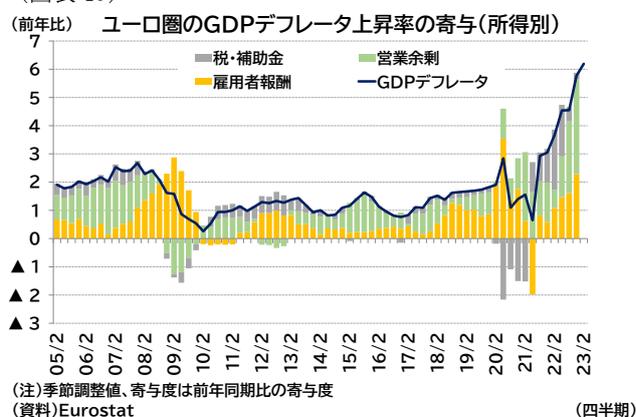
(図表 18)



また、企業利益が維持されている点も注目される。

GDPデフレータ伸び率を雇用者報酬、営業余剰のデフレータ(生産1単位の価格)に分解すると、雇用者報酬(≒賃金等)の単価だけでなく、営業余剰(≒税引後企業利益)の単価も伸びている(図表 19)。上述の通り、家計の実質消費には伸び悩みが見られるものの、物価高の負担軽減のための政府支援策などの効果もあって企業の価格転嫁が可能な状況になっている。そのため、必ずしも成長率の鈍化がデイスインフレ圧力に速やかに結びつかない可能性が指摘される。

(図表 19)



例えばECBは、企業と家計の双方がインフレによる負担を受け入れずに、損失を最小限にしようとする、「企業による値上げ」と「家計による賃上げ要求」が続き、利益率(profit margin)、賃金、物価の3者が揃って上昇しやすくなるとして警戒感を示している⁹。また、このリスクは労働市場がひっ迫する中で高まりやすいと指摘する。

(財政政策：物価高対策も縮小へ)

エネルギー危機が後退し、インフレが鈍化しているため、エネルギー危機政策は、緩和からの出口を探るべき時期に差し掛かっている。

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、自動的に支出が削減される部分を中心に、財政スタンスは正常化に向かうと見られる。ただし、エネルギー危機対策として実施されたものは、大部分が高インフレ時に望ましい「期間や対象を限定した、的を絞った対策」ではなかったことから、過大支援となっている可能性がある¹⁰。出口における価格抑制

⁹ ECBのラガルド総裁は、企業と家計が「しっぺ返し(tit-for-tat)」の行動を採ると発生し得ると講演で指摘している。[Christine Lagarde, The path ahead, 22 March 2023](#) (23年6月14日アクセス)。また、企業の値上げに関連して、企業が必要以上に値上げを行う「グリードフレーション(greedflation)」がインフレの持続性を高めるといった議論もある。例えば、[ECB, Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Wouter Vervenne and Kris van Hamme on 31 May 2023, 7 June 2023](#) (23年6月14日アクセス)。

¹⁰ ECBは、22年および23年に計画された財政支援策のうち、「的を絞った対策」は約12%だと推計している。[Krzysztof Bankowski, Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Pascal Jacquinet and Philip Muggenthaler \(2023\), Fiscal policy and high inflation, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023, 30 March 2023](#) (23年6月14日アクセス)を参照。また、BruegelはEU27か国による家計向けのエネルギー対策(ただしドイツの2000億ユーロを除く)のうち、「的を絞った対策」は約27%と推計している。[Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, C. Trasi and G. Zachmann \(2021\) 'National policies to shield consumers from rising energy prices', Bruegel Datasets, first published 4 November 2021](#) (23年6月14日アクセス)を参照。

策の解除は、それ自体が価格押し上げ効果として作用する。加えて、財政スタンスが必要以上に緩和的であることがインフレを持続化させるリスクとなり得る。

24年以降は、コロナ禍以降に一時免除されていた、安定・成長協定（SGP）による財政ルールが再適用される。新しい財政ルールは、GDPで財政赤字3%、債務残高60%という基準を維持した上で、過剰債務国にとって厳し過ぎる政府債務残高削減ルールについて、各国の裁量余地を拡大させる方向で議論が進んでいる¹¹。また、24年以降もコロナ禍を受けて設立した復興基金からの資金受け取りは継続される。そのため、財政スタンスの急な緊縮化は見込まれないものの、コロナ危機やエネルギー危機が去ったことを受けて、段階的な正常化が進められると見られる。

（金融政策・金利：利上げサイクルの終わりは近い）

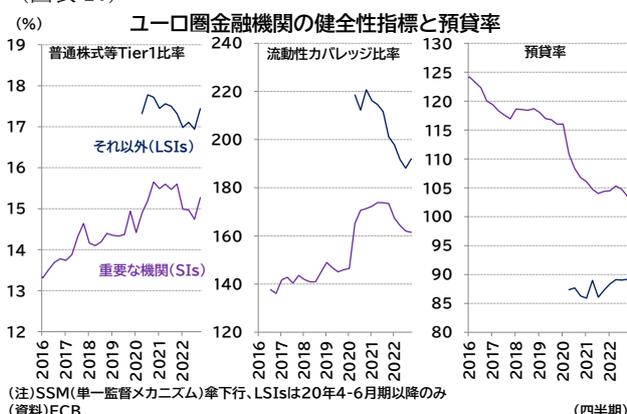
ECBは高インフレを受けて積極的な金融引き締めを続けているが、政策金利はピークに達しつつある。

ECBは22年7月から23年5月まで7回連続の利上げを実施、政策金利を計3.75%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を開始し（資産購入策（APP）による保有残高を月150億ユーロのペースで削減）、7月以降はAPPの償還再投資を完全な停止が予定されている（月250億ユーロ程度の削減に相当、5月会合で決定）。

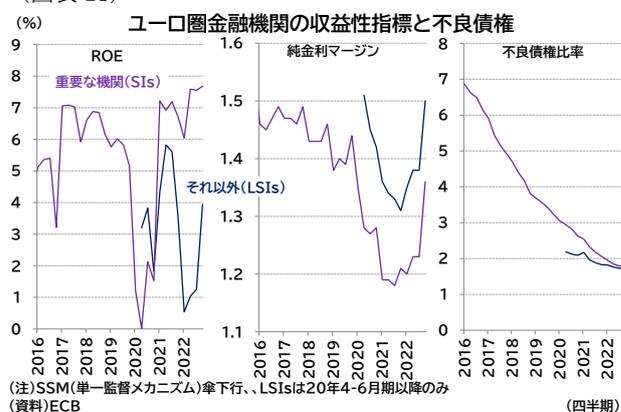
ECBは2月会合までは、将来の利上げ予定を声明文に明記し「予告」といった強いコミュニケーション手段を実施してきたが、米SVB（シリコンバレーバンク）の破綻後に開催された3月の会合以降はよりデータ依存の姿勢を強めている。具体的には、「反応関数」として①最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、②基調的なインフレ動向、③金融政策の伝達状況、を挙げて最新データを踏まえて判断するとしている。

このうち、①③については、SVBなどの米地銀破綻やクレディスイスのUBSによる救済合併といった金融不安の高まりを受けて、金融システムの状況も利上げを左右する要因であると改めて明示したものと見られる。ただし、現時点では、米SVB発の金融不安はリスク管理や経営に問題があった銀行の破綻にとどまり、ユーロ圏金融機関の金融システムまで波及していない。ユーロ圏の金融機関は総じて資本、流動性、収益といった面で健全性を維持しており（図表20・21）、ECBはインフレ抑制に注力できる状況にある。

（図表20）



（図表21）



金融環境は、利上げとコロナ禍期間中に拡充した流動性供給策（TLTRO III）の満期到来によ

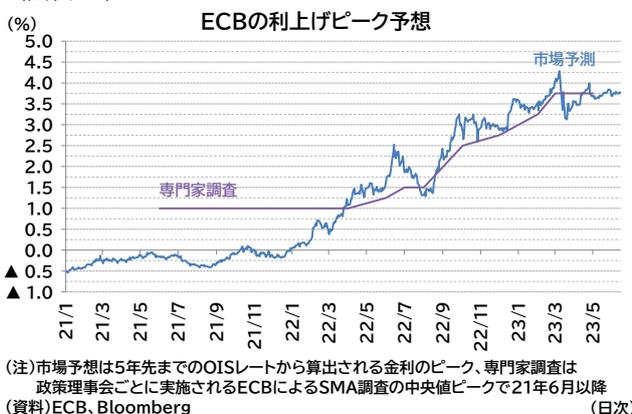
¹¹ 具体的には [Council of the EU, Economic governance framework: Council agrees its orientations for a reform, 14 March 2023](#) (23年6月14日アクセス)、および、[European Commission, Commission proposes new economic governance rules fit for the future, 26 April 2023](#) (23年6月14日アクセス) を参照。

り家計や企業の資金調達環境は厳しくなっている（図表 22）。ただし、上述の通り実体経済に関しては労働市場やサービスインフレに強さが見られている。ECBは、上記「反応関数」の③に関連して、金融引き締めの実体経済への波及に時間を要している、もしくは波及効果が弱まっている可能性があるとし、どのように実体経済に波及していくのかについての不確実性が高まっていると判断している¹²。

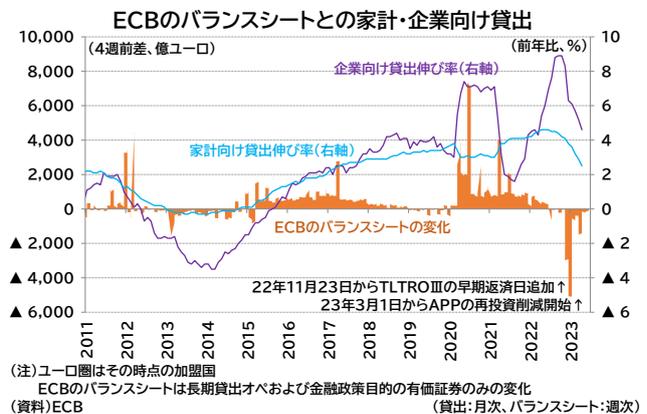
インフレ率が目標（2%）対比で高い状況が続いているため、ECBはインフレ抑制姿勢を崩さないと考えられるが、ヘッドラインインフレ率は大幅に減速しており、これまでの金融引き締めの実体経済への波及を見極める時期にもなりつつある。そのため、ECBは近く利上げを停止し、今後は、政策金利の高さよりも高い政策金利を維持する期間に政策の重心が置かれるものと見られる¹³。

金融市場も近い将来の利上げ停止を見込み（図表 23）、ドイツの長期金利は 2% 台前半で推移している。最近では、米 S V B の破綻以降、やや金利が低下した時期もあったが、総じて見れば、概ね安定して推移している。なお、信用不安が高まった時期を含めて、南欧諸国との利回り格差の拡大（いわゆる「分断化」）は見られていない（図表 24）。

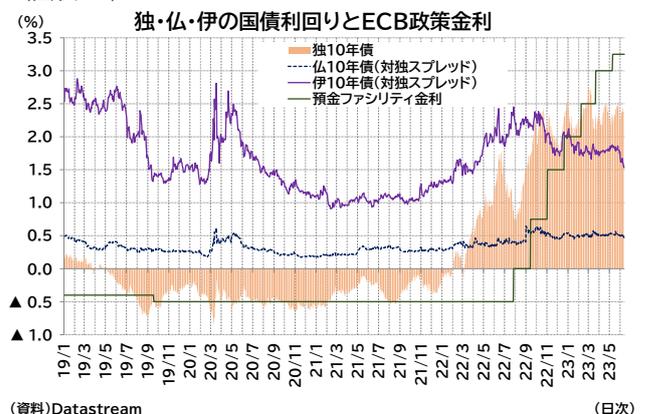
（図表 23）



（図表 22）



（図表 24）



2. 経済・金融環境の見通し

（見通し： 成長率は緩やかに回復へ）

高インフレ・高金利の状況は当しばらく続くと予想され、これはユーロ圏内需の下押し材料として継続する見られる。ただしエネルギー価格の高騰といったコストプッシュ型のインフレ圧力が軽減していることが家計・企業双方にとってプラスに働くだらう。22年10-12月期および23年1-3月期は小幅なマイナス成長に転じたが、今後は緩やかではあるもののプラスの成長率が続くと考えている。暦年でみた欧州経済の成長率は23年0.6%、24年1.2%になると予想する（図表 25）。

¹² ECB, Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 3-4 May 2023, 1 June 2023 (23年6月14日アクセス)。

¹³ パネッタ専務理事（政策理事会メンバーの中ではハト派として知られる）は仏ル・モンド紙へのインタビューで、近く政策議論は「金利の高さ（how high?）」から「長さ（how long?）」にシフトすると思う、と述べている。ECB, Interview with Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Eric Albert, 2 June 2023 (23年6月14日アクセス)

(図表 25)

		2021年	2022年	2023年	2024年	ユーロ圏の経済見通し				2023年				2024年				
		実績	実績	予測	予測	2022年				2023年				2024年				
		前年同期比、%		前年同期比寄与度		1-3月期実績	4-6月期実績	7-9月期実績	10-12月期実績	1-3月期実績	4-6月期実績	7-9月期実績	10-12月期実績	1-3月期実績	4-6月期実績	7-9月期実績	10-12月期実績	
実質GDP	前年同期比、%	5.3	3.5	0.6	1.2	5.5	4.4	2.5	1.8	1.0	0.4	0.4	0.7	1.0	1.1	1.3	1.6	
	前年同期比寄与度	4.00	3.68	▲0.19	1.16	5.54	4.26	3.94	1.19	▲0.4	1.1	1.3	0.8	0.9	1.4	2.0	2.0	
内需	前年同期比寄与度	4.00	3.68	▲0.19	1.16	5.54	4.26	3.94	1.19	0.48	0.34	▲1.15	0.08	0.86	0.75	1.22	1.80	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	3.7	4.5	0.6	1.7	8.4	5.8	2.7	1.4	0.8	0.8	▲0.1	1.2	1.8	1.5	1.6	1.8
	総固定資本形成	前年同期比、%	3.9	3.7	0.4	1.9	3.9	3.0	7.8	0.6	1.9	1.9	▲2.5	1.6	1.4	1.1	2.3	2.7
外需	前年同期比寄与度	1.31	▲0.22	0.78	0.11	▲0.06	0.10	▲1.47	0.64	0.50	0.13	1.67	0.70	0.25	0.35	0.06	▲0.23	
消費者物価(HICP)	前年比、%	2.6	8.4	5.3	2.9	6.1	8.1	9.3	10.0	7.5	5.9	4.6	3.4	3.4	3.1	2.8	2.4	
失業率	平均、%	7.7	6.7	6.8	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	
ECB市場介入金利	期末、%	0.00	2.50	4.25	2.75	0.00	0.00	1.25	2.50	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.75	
ドイツ10年国債金利	平均、%	▲0.4	1.1	2.4	2.2	0.1	1.1	1.3	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0	2.0	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.18	1.05	1.09	1.12	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.08	1.09	1.11	1.12	1.12	1.12	1.13	
対円為替相場	平均、円	130	138	146	141	130	138	139	144	142	149	147	147	143	141	140	140	

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

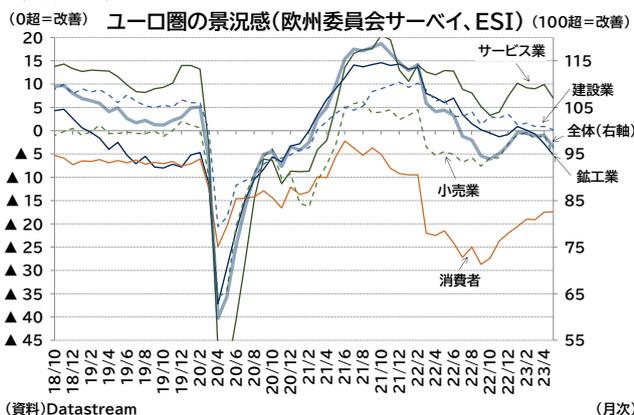
個人消費は、雇用環境の堅調さとコロナ禍で積みあがった「過剰貯蓄」が取り崩されておらず残存していること、投資は「脱ロシア」や復興基金などに後押しされた投資需要や財務状況の底堅さが成長を支えると見られる。

ユーロ圏の景況感は、水準で見ればコロナ禍前よりも低いものの、家計・企業ともに最悪期を脱している(図表 26)。消費者景況感が緩やかながらも改善傾向が持続していることに加え、企業の設備投資意欲も、高金利下ではあるものの強さを維持している(図表 27)。資金調達環境のタイト化は民間投資の抑制要因になっているが、企業部門の利益が維持されるなど、財務状況の悪化は限定されており、また、ユーロ圏では企業部門もコロナ禍期間中に資金余剰を増やしており、これが家計の「過剰貯蓄」と同様にバッファーとなり、投資が維持される可能性がある。

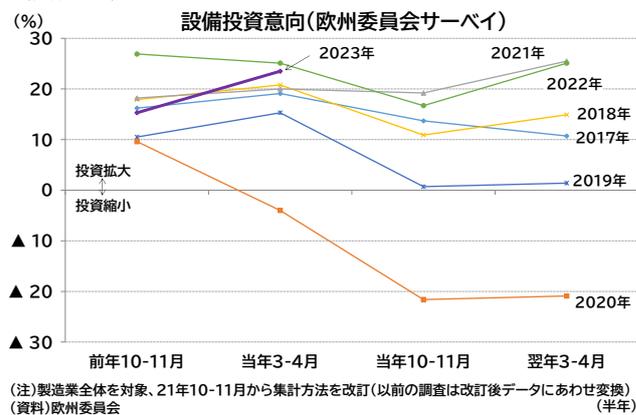
一方で、域外経済には期待できない状況が続くと見られる。

最大の輸出相手国である米国はインフレ率の高止まりと中銀の金融引き締めにより、今後さらに景気の減速感が強まることが想定される。中国の経済再開はポジティブな要因だが、経済再開にかかわるペントアップ需要が財よりもサービスに偏ったものとなれば、財輸出はそれほど増加しないだろう¹⁴。

(図表 26)



(図表 27)



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2、前掲図表25)。

当面は、エネルギーインフレの低下に続き、財インフレも低下に向かうため、インフレ率の大幅

¹⁴ 一方、3月15日以降は、ユーロ圏における観光業が盛んな主要国に対して、中国が団体旅行を解禁している。これはサービス輸出の底堅さに寄与する可能性がある。JETRO「中国公民の海外団体旅行先に40カ国を追加」『ビジネス短信』2023年03月24日(23年6月14日アクセス)。

低下が続くと予想している。需要減速を受けてサービス物価についても伸び率の低下が見込まれるが、雇用のひっ迫感背景にした賃金上昇が進んでおり、この賃金上昇率には粘着性があることから、低下ペースは緩慢となるだろう。その結果、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。

ECBの金融政策は、6月および7月の会合で、それぞれ政策金利を0.25%ポイント引き上げた後、これまでの金融引き締めの実体経済への波及を見極めるため、その後は政策金利を据え置くと予想している（表紙図表2、前掲図表25）。利下げに転じるのは、インフレ率が十分に低下する24年に入った後と予想している。メインシナリオでは南欧金利の格差が拡大することは想定しておらず、PEPPの償還再投資の柔軟化をしていることや伝達保護措置（TPI）といった「分断化」防止策も存在により、域内の金利格差がECBの金融引き締めを阻害する可能性は低いと考えている。ドイツ10年債金利は23年平均で2.4%、24年は平均2.2%で推移すると予想している（表紙図表2、前掲図表25）。

（ リスク： 高インフレ長期化リスクが当面の懸念 ）

予想に対するリスクでは、インフレ率の高止まりが最も懸念される。

成長率およびインフレ率に対するリスク要因としては、これまでと同様に、エネルギー需給のひっ迫や価格高騰、物価高対策の出口における判断ミス、物価と賃金のスパイラル化によるインフレ率の高止まり、利上げによる金融システムリスクの顕在化、域外経済の想定以上の悪化が挙げられる。

ただし、ガス貯蔵が順調に進み、エネルギー価格も鎮静化しているため、ガスの価格高騰や物価高対策の出口における判断ミスのリスクは低下していると見られる。

一方、雇用のひっ迫感が長期化していることから、賃金やサービスインフレが高止まりするリスクは残っている。家計の「過剰貯蓄」というバッファーは成長率に対してはプラスに寄与するが、企業の価格設定力の維持にも寄与するため、インフレを助長する可能性がある。

実体経済が堅調でインフレが高止まりした場合、高い政策金利を長期間維持する、あるいは政策金利のさらなる引き上げが求められ、金融システムに対するストレスが強まるだろう。ノンバンクなど相対的に規制の緩い金融機関の経営悪化や、商業用不動産といった不振業種の停滞感も強まると見られる。ただし、メインシナリオでは、金融システムリスクに発展して経済活動に急ブレーキが掛かることはない想定している。銀行規制、監督・破綻処理体制が強化され、ユーロ圏の銀行財務が健全であることが背景にあるが、一方で、ユーロ圏の銀行同盟が完成しておらず、破綻処理や預金保険に脆弱性残す点には留意が必要だろう¹⁵。

域外経済では、メインシナリオでは米国での小幅なマイナス成長と、中国の経済再開を受けた回復を予想しているが、米国の金融引き締めの影響で想定以上に経済が悪化する、中国の回復が腰折れし成長が伸び悩めば、欧州にとっても成長の重しとなるだろう。

¹⁵ 破綻処理メカニズムが弱く、調和の取れた預金保険スキームが完備されていないという問題がある。詳細は伊藤さゆり(2023)「欧州金融システムのリスク再考—銀行同盟の強靱性が試されるのはこれから」『Weekly エコノミスト・レター』2023-04-24を参照。