

Weekly
エコノミスト・
レター

欧州経済見通し

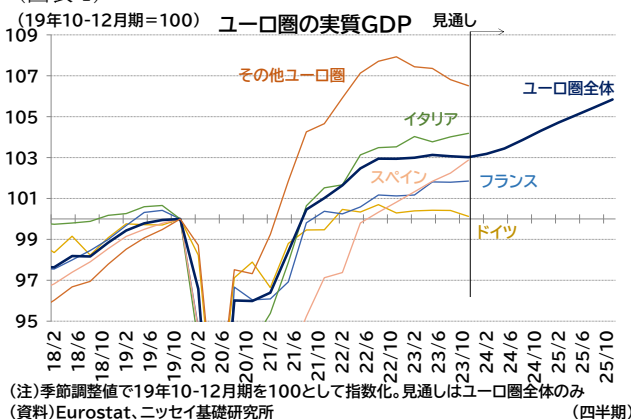
—当面は力強い成長は見込めず

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

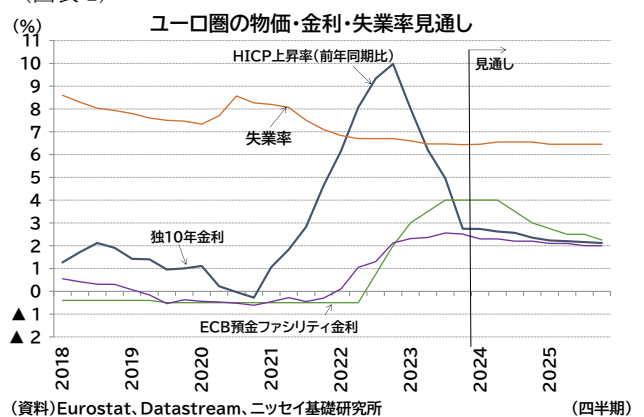
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済はコロナ禍からの回復期の後、ロシア・ウクライナ戦争の勃発を機に発生したエネルギー価格の高騰とインフレの急進、金融引き締めを受けて停滞感が強まっている。
2. ユーロ圏では、エネルギー危機が高まった22年夏以降、内需や輸出が低迷している。10-12月期の実質成長率は前期比▲0.0%（年率▲0.2%）となり、7-9月期（前期比▲0.1%、年率▲0.2%）に続いて、小幅ながらも2四半期連続のマイナス成長となった。一方、成長が停滞するなかでも雇用のひっ迫感は継続しており、失業率は6%台半ばで過去最低水準にある。
3. 原材料価格下落や需要低迷を受けて、インフレ率は総合指数もコア指数もピークアウトし、低下傾向にある。また、企業の価格転嫁姿勢も弱まっている。ただし、堅調な雇用情勢を背景に賃金上昇圧力は根強く、このところインフレの低下ペースは鈍化している。
4. ECBは4.50%ポイントの利上げを実施したのち、金利を十分な期間にわたり制限的な水準に設定するとして政策金利を据え置いている。3月理事会ではインフレ低下を受けて、制限的な姿勢を巻き戻す議論を開始しており、利下げが視野に入っている。
5. 今後については、景況感の改善が進まない中、迅速な成長回復は見込みにくい。ただし、インフレ低下による実質所得の上昇と合わせる形で、消費の回復が進むと見ている。成長率は24年0.6%、25年1.5%、インフレ率は24年2.6%、25年2.2%を予想している（図表1・2）。また、ECBは24年7月から段階的に利下げを進めると予想する。
6. 予想に対するリスクは、成長率見通しに対しては下方（高金利による想定以上の需要減速）に傾いており、インフレ見通しに対しては上方（賃上げと価格転嫁の継続）と下方（需要減速によるインフレ鎮静化）の双方に不確実性があると考える。

(図表1)



(図表2)



1. 経済・金融環境の現状

(実体経済：小幅だが2四半期連続のマイナス成長に)

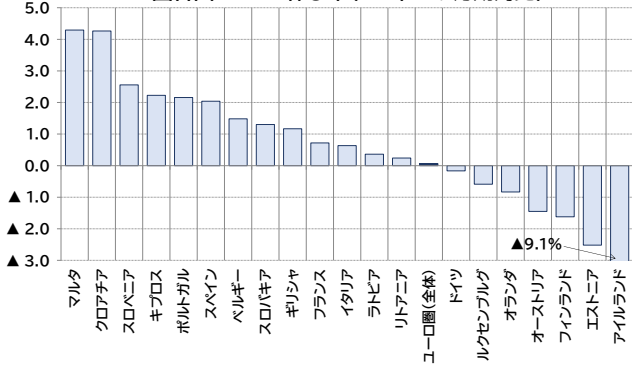
欧州経済¹はコロナ禍後の回復期の後、ロシア・ウクライナ戦争の勃発を機に発生したエネルギー価格の高騰とインフレの急進、インフレに対抗するための積極的な金融引き締めの影響を受けて停滞感が強まっている。

ユーロ圏の10-12月期の実質成長率は前期比▲0.0%（年率換算：▲0.2%）となり、7-9月期（前期比▲0.1%、年率換算▲0.2%）に続いて2四半期連続のマイナス成長となった²。2四半期ともマイナス幅は小幅であるが、テクニカルリセッションに該当する。主要国の成長率は、ドイツ前期比▲0.3%（前期：▲0.0%）、フランス0.1%（前期：▲0.0%）、イタリア0.2%（前期：0.2%）、スペイン0.6%（前期：0.4%）だった。なお、暦年成長率は23年で0.4%（22年は3.4%）だった。

GDPの水準はエネルギー高で景気減速懸念が強まった22年夏（22年7-9月期）との比較で見ると、ユーロ圏全体で0.1%にとどまり、ほとんど成長は見られない（図表3、前掲図表1）。国別に見ると、大国ではポルトガル、スペインと言った国が比較的高めの成長を実現したのに対して、オーストリア、オランダ、ドイツは、22年夏の水準を下回っている³。

(図表3)

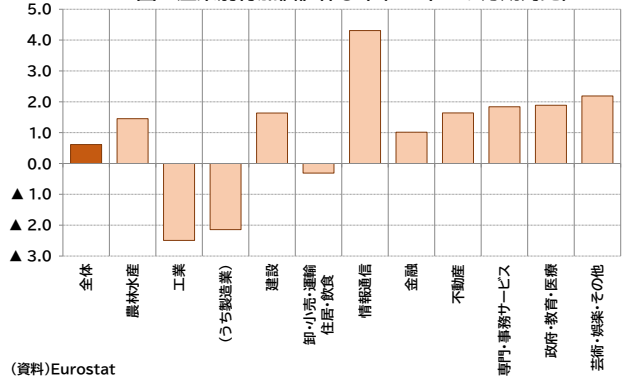
ユーロ圏各国のGDP伸び率(22年7-9月期対比)



(資料)Eurostat

(図表4)

ユーロ圏の産業別付加価値伸び率(22年7-9月期対比)



(資料)Eurostat

産業別の付加価値伸び率を前期比で見ると、政府・教育・医療（前期比0.6%）、専門・事務サービス（同0.4%）が相対的に高い伸び率を記録する一方、芸術・娯楽・その他（前期比▲1.4%）、工業（同▲0.4%、うち製造業は同▲1.0%）、金融（同▲0.4%）と成長率の押し下げ要因となっている。22年夏対比では（図表4）、工業および卸・小売・運輸、住居・飲食が22年夏の水準を下回った状態にある。また、国別に見れば、ドイツやその他ユーロ圏の工業（建設除く）が全体の成長を押し下げていることが分かる⁴（図表5）。

需要項目別には、個人消費が前期比0.1%（前期：0.3%）、投資が同1.0%（前期：▲0.0%）、政府消費が同0.6%（前期：0.6%）、輸出が同0.0%（前期：▲1.2%）、輸入が同0.6%（前期：▲1.4%）だった（図表6）。また、在庫変動等の前期比寄与度が▲0.12%ポイント（前期：▲0.44%ポイント）、外需の前期比寄与度が▲0.30%ポイント（前期：0.08%ポイント）となった。10-12月

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（22年以前のデータであっても）20か国のデータを扱う。

² 10-12月期の成長率は1月30日公表の速報値（前期比0.0%、年率換算0.1%）および2月14日公表の改定値（前期比0.0%、年率換算0.2%）では前期比で見て小幅プラス成長となっていたが、3月8日の公表値で小幅なマイナス成長に改定された。

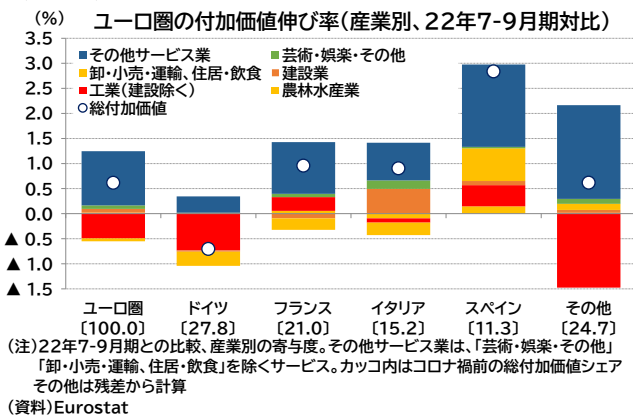
³ アイルランドのマイナスが目立つが、同国では外資系多国籍企業の活動（特に医薬品生産や情報通信サービス）のGDPへの寄与が大きく、成長率の振れが大きい点に留意が必要。22年7-9月期対比では▲9.1%と大幅マイナスだが、コロナ禍前比（19年10-12月期対比）では20.5%とユーロ圏20か国の中で最も伸びている国となっている。

⁴ その他ユーロ圏ではアイルランドの押し下げ要因が大きいが、上記脚注の通りアイルランドの統計は振れが大きい。

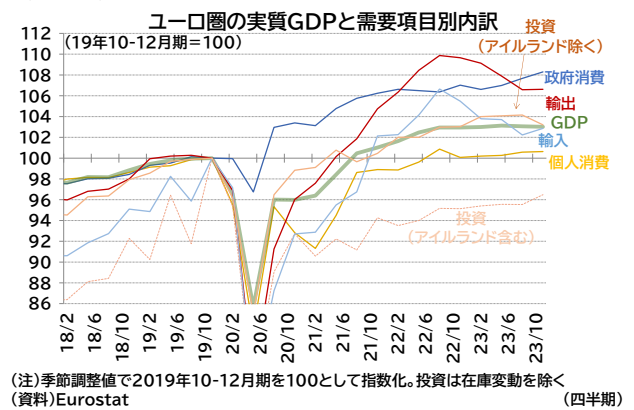
期は7-9月期と比べて投資が加速したが、個人消費の伸びは鈍化した。ただし、投資も振れの大きいアイルランドを除くと前期比▲0.9%（前期0.1%）とマイナス成長となる。輸出はマイナス成長から脱したものの、ほぼゼロ成長にとどまり、また10-12月期は輸入の伸びが高かったため、外需が成長率を押し下げる形となっている。

22年夏以降、総じて内需や輸出が低迷している状況が続いていると評価できる（図表6）。国別には（図表7）、ドイツの消費および投資、イタリアの消費、フランスとスペインの投資が昨年夏と比較してマイナス圏にとどまっている。

（図表5）

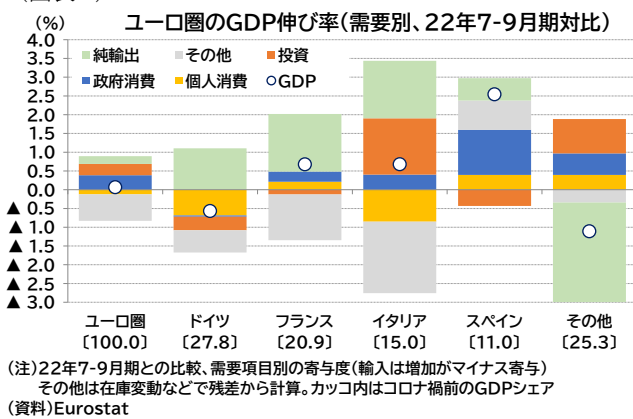


（図表6）

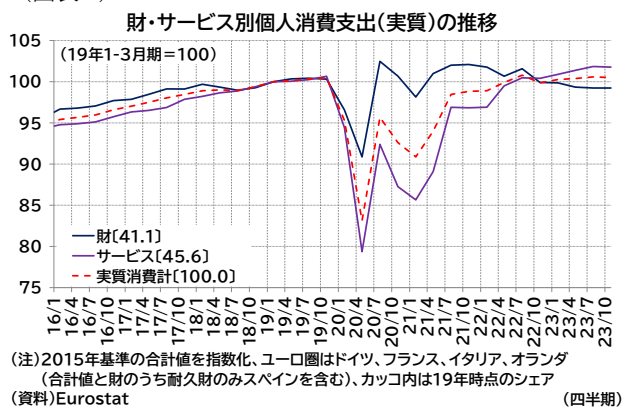


消費動向を財・サービスの種類別に見ると（図表6）、これまで財消費が低迷し、サービス消費が伸びをけん引する傾向が続いていたが、足もとでは逆にサービス消費の伸びが鈍化し、財消費の減少に歯止めがかかりつつある（財のうち、特に耐久財が成長を下支えしている）。コロナ禍からの経済再開によるサービス消費の盛り上がりが一服する反面、財消費は財インフレの鎮静化が進んだこともあって下げ止まりの兆候がある。

（図表7）



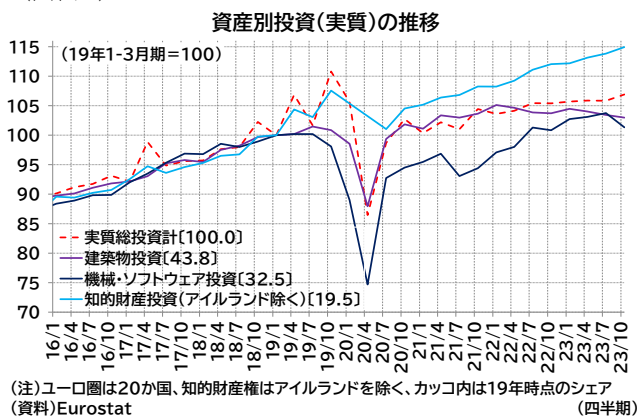
（図表8）



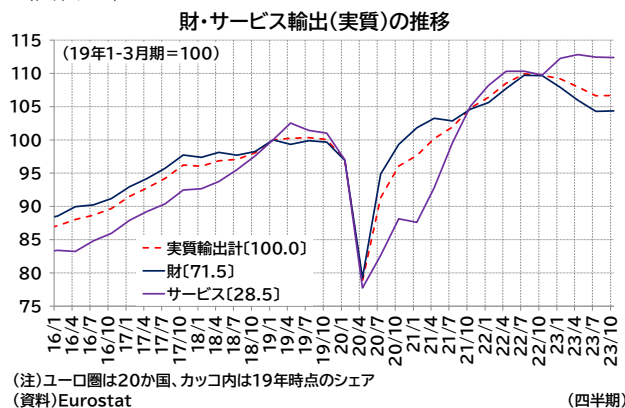
投資動向を資産別に見ると（図表9）、これまでと同様の傾向にある知的財産投資が全体の伸びをけん引する一方で、金利に敏感な建築物投資（特に住宅投資）が冴えない状況が続いている。さらに10-12月期はこれまで緩やかに回復してきた機械投資（ソフトウェア含む）が大幅に落ち込んだ。国別にはドイツの落ち込みが大きく、ドイツ連邦統計局は投資低迷について、企業・団体向けのE V購入への補助が9月に終了したことを要因のひとつとして指摘している⁵（図表7も参照）。

⁵ 電動車向けの補助（「環境ボーナス」）は23年1月から規模が縮小され、プラグインハイブリッド車の補助除外などが実施されていた。また、コロナ禍対策資金の未使用分を気候変動対策資金に転用する措置に違憲判決が下されたことを受けて、9月以降も継続された個人向けのE V購入は12月16日で急遽停止された。なお、ドイツの投資の落ち込みについては、建設投資に関して10-11月の悪天候が低迷要因のひとつとして指摘されている。

(図表 9)



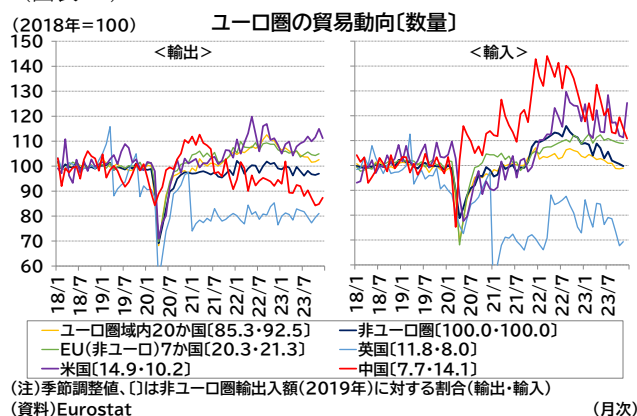
(図表 10)



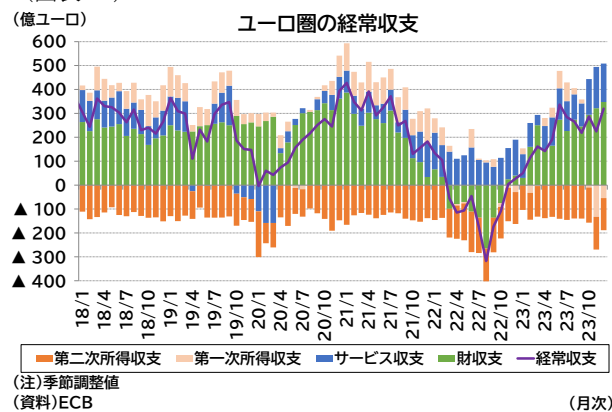
輸出動向を財・サービスの種類別に見ると(図表10)、コロナ禍後は財貿易の低迷が続く一方、サービス輸出が伸びてきたが、足もとでは、財・サービスともに概ね横ばいの動きとなっている。

月次統計で相手国別の財貿易(数量ベース)の動向を確認すると(図表11)、米国向けの輸出に緩やかな改善が見られる。一方、中国向けを中心としたアジア向けの輸出が減少していることが全体の輸出を押し下げている。域外環境は輸出は、全体で見ると冴えない状況にあるが、財輸出の下げ止まりや、米国向けの財輸出改善など好材料もあり、最悪期は脱しつつあると考えられる。経常黒字が、コロナ禍前並みの水準の黒字を維持できている点も好材料と言える(図表12)。

(図表 11)



(図表 12)



(景況感は低水準で横ばい推移)

より最近の状況をサーベイデータで確認すると、消費者景況感も各業種の企業景況感も低水準で、横ばいで推移となっている。悪化が進んでいる訳ではないが、明確な改善も見られない(図表13)。

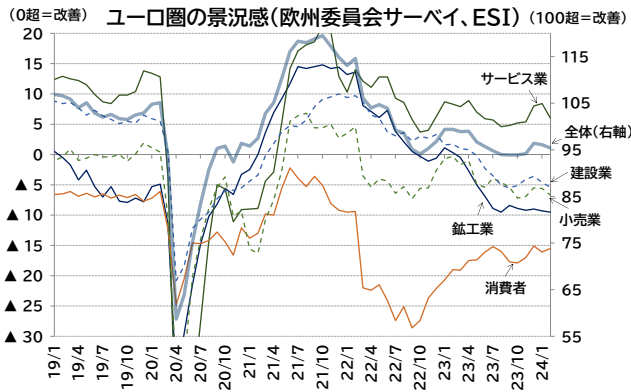
国別にはドイツの水準が低く、また改善も見られない(図表14)。エネルギー価格高騰の余波による製造業の低迷や域外環境の停滞が景況感の低迷につながっていると見られる。

エネルギーに関しては、一時懸念されたガス不足については、十分な備蓄と代替調達を進めたことで、ほぼ解消されており、卸売ガス価格も低下している(図表13)。ただし、ガスやエネルギー価格の水準は戦争前と比較すると高く、EUではガス消費量を平年比で15%削減する目標を維持している⁶。そのため、ロシア・ウクライナ戦争後から発電・ガス製造業やエネルギー集約型産業では生産の減少が続いている(図表16)⁷。

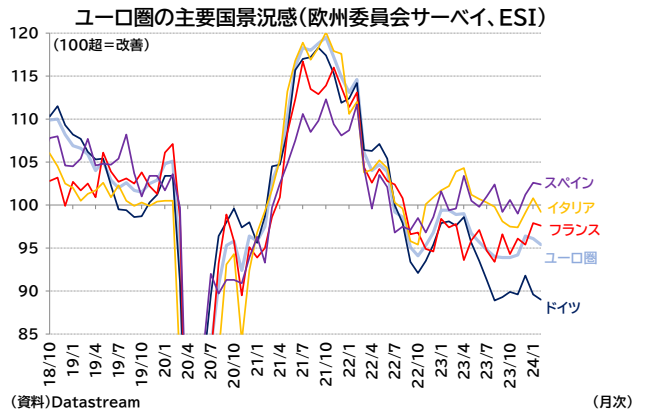
⁶ 当初は23年3月までの取り組みであったが、23年4月から24年3月まで削減目標は継続している。現在、25年3月まで継続される方向で議論が進んでいる。[Council of the EU, security of gas supply: member states agree on recommendation to continue voluntary demand reduction measures, 4 March 2024](https://www.ec.europa.eu/commission/press-materials/press-conferences/news-conferences/2024/24_03_15_en.htm) (24年3月15日アクセス)。

⁷ 図表16の製造業生産指数は最新値(23年12月)に急増しているが、これはふれの大きいアイルランドの生産が急増したという一過性の要因と見られる。

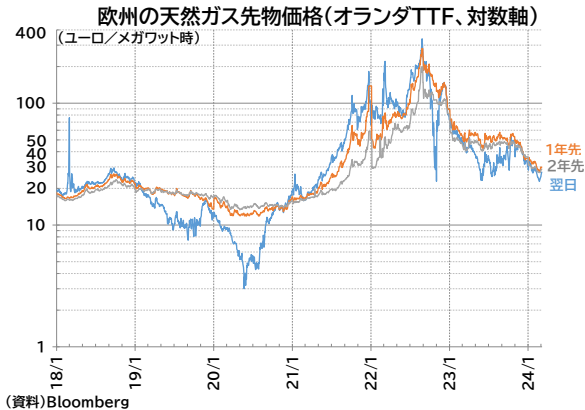
(図表 13)



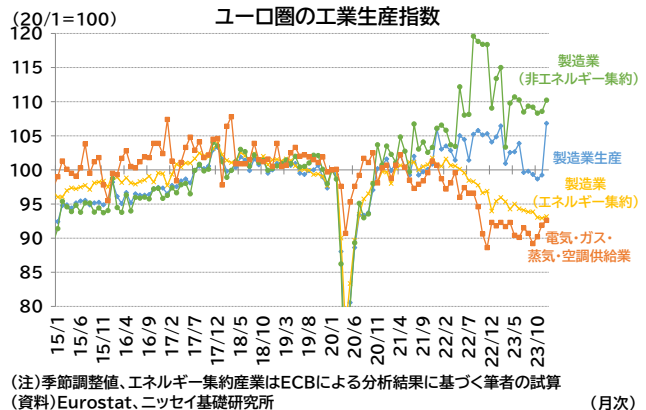
(図表 14)



(図表 15)



(図表 16)

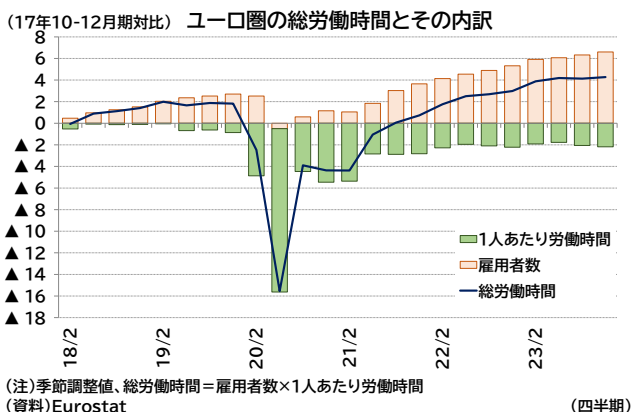


(人手不足感の改善は緩慢で、雇用のひっ迫状態は継続)

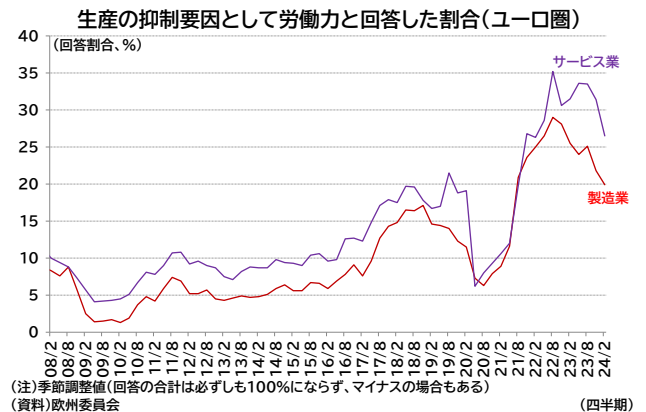
成長率が停滞するなかでも、失業率は低く、雇用のひっ迫感は継続している。

ユーロ圏の雇用者数は10-12月期に前期比0.3% (7-9月期：0.2%) なり、成長率がマイナス成長となるなかでも増加を続けている (図表 17)。また、失業率は過去最低水準となる6%台半ばで推移している。

(図表 17)



(図表 18)



雇用が堅調である理由として、従来から、実質賃金の低下を受けた労働需要の増加、高齢化 (将来の雇用減) を見越した労働力確保の動きや人材の囲い込み (熟練労働者確保)、求人広告コストの低下、病気休暇の増加や労働時間の短縮といった労働供給制約、などが指摘されている。

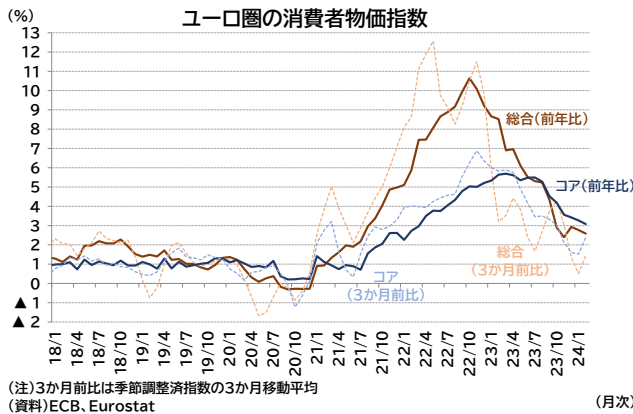
このうち循環要因 (実質賃金の低下を受けた労働需要など) は、インフレの鎮静化を受け解消に向かっていると見られる。ただし、雇用のひっ迫には構造要因 (高齢化や労働に対する意識変化など) も少なからず影響しており改善は緩やかにしか進んでいない (図表 18)。

総労働時間は10-12月期に前期比0.1%（7-9月期：▲0.0%）と停滞が続いており、1人あたりの労働時間はコロナ禍前水準に届いていない（図表17）。コロナ禍で短縮化された労働時間も、一部は構造要因の可能性も指摘される⁸。これらの構造要因は、景気減速下でも解消が進みにくく雇用のひっ迫感が長期化していると考えられる。

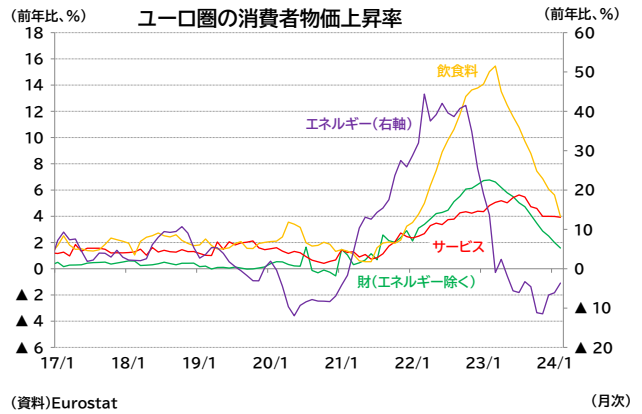
（物価・賃金：インフレ率の低下が続く一方、賃金伸び率は高止まり）

インフレ率は、原材料価格下落や需要低迷を受けて、総合インフレ率が大幅低下、コアインフレ率を含む基調的インフレ率も低下基調にある。ただし、こここのところ総合指数伸び率が横ばい圏で推移するなど、低下ペースに鈍化も見られる（図表19）。

（図表19）

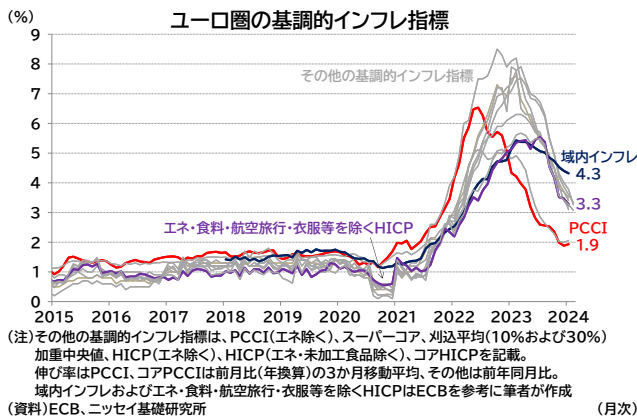


（図表20）

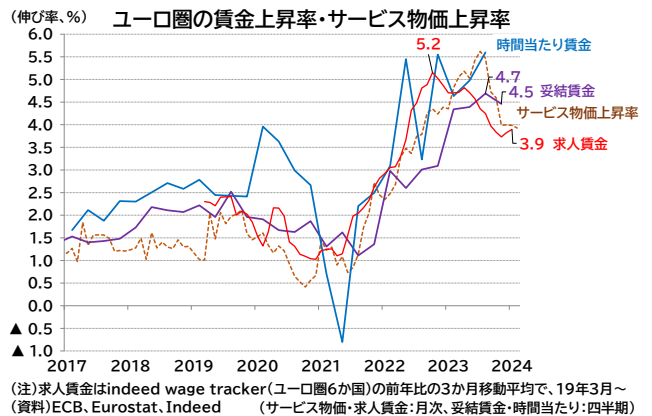


消費者物価(HICP)上昇率は24年2月で前年比2.6%(速報値)となり、22年10月(10.6%)をピークに低下し、5か月連続で2%台となった。コアHICP上昇率もピークである23年3月の5.7%から24年2月には3.1%まで低下している。エネルギー価格の前年比マイナスが続いているほか、財インフレや飲食料インフレの鎮静化が進み（図表20）、ECBが重視する基調的なインフレ指標も総じてピークアウトしている（図表21）⁹。

（図表21）



（図表22）



ただし、賃金上昇率が高止まりしていることが、インフレ率の粘着性を生んでいる。妥結賃金上

⁸ 例えば、男性（若者や子どもを持つ男性）の労働時間が減少しているが、これは労働者の希望に沿った形での労働時間の短縮であることなどが指摘されている。Diva Astinova, Romain Duval, Niels-Jakob Hansen, Hyun Woo “Ben” Park, Ipppei Shibata, and Frederik Toscani, [Why the reduction in European workers’ hours after the pandemic is here to stay, VOXEU COLUMN](#) (24年3月15日アクセス)。

⁹ 図表21ではECBスタッフが中長期的なインフレを見る上で優れていると特定した3指標を色付けしている。なお、PCCIはインフレ率の持続・共通要素(Persistent and Common Component of Inflation)であり、12か国の目的別指数から特異かつ一時的な変動を取り除いたもの、域内インフレは、輸入集約度(import intensity)が18%以下の品目を集計したもの、スーパーコアはコアインフレ率から需給ギャップの変動に連動しやすい項目を集計したもの。

昇率は23年10-12月期で前年比4.5%と、7-9月期に記録したコロナ禍後のピーク(4.7%)とほぼ変わらない上昇率を維持している。先行指数と見なせる求人賃金については昨年後半にかけて3%台まで低下したものの、年末年始は伸び率の低下が止まり横ばい圏で推移している(図表22)。賃金上昇率と相関の高いサービスインフレも昨年末から4%前後での横ばい推移となり、インフレ低下ペースに鈍化が見られる。同様に、基調的インフレ率のうち、域内インフレの伸び率が賃金上昇の強さを受けて高止まりしている点をECBは指摘している(図表21)。

賃金動向は将来のインフレ動向を見極める上でも重要である。ECBは現時点での評価として、24年も4.5%程度の高い賃上げが続くと予想しているが¹⁰、年初には賃上げ率の更改が多いと見られることから、実際の24年初の賃金交渉結果に注目している。

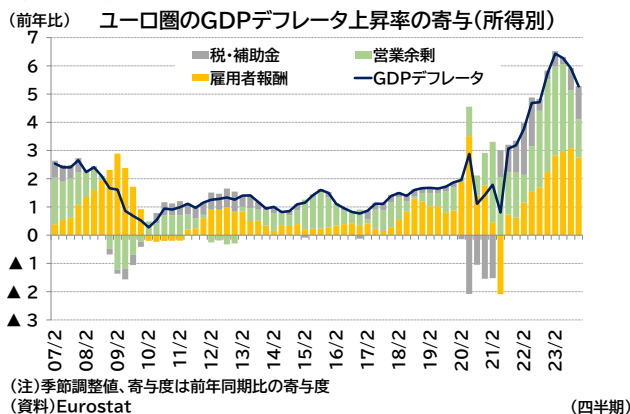
一方、賃金と合わせてECBが注目するGDPデフレーターは、企業利益(単位営業余剰)の伸びが縮小していることが、単位労働コストの伸びが高止まるなかでも、全体の伸びの抑制に寄与している(図表23)。10-12月期にはこの動きがさらに鮮明になっており、景気停滞を受けて、企業のコスト増を価格に転嫁する動きが弱まり、賃金上昇が継続するなかでも、消費者物価の上昇率が抑制されやすい状況にあると言える。

総じて見れば、財インフレや飲食料インフレの低下が進み、企業の価格転嫁姿勢が弱まっていることで、インフレ率の低下基調は続いていると言える。ただし、賃金上昇率と相関の高いサービスなどの品目ではインフレに粘着性も見られる。

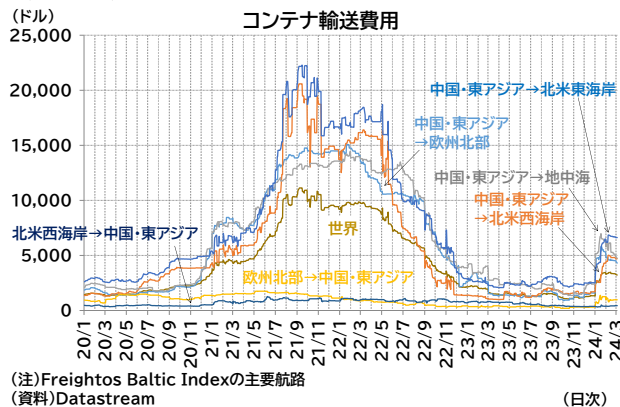
なお、昨年末からイエメンの反政府勢力フーシ派が、紅海を航行する船舶への攻撃を繰り返しており、迂回ルートを使用することによる船舶による輸送コストの上昇や輸送日数の増加といった、外生的な供給ショックが生じている(図表24)。

現在のところ、この供給ショックはコロナ禍後の制約と比較して軽微なものにとどまっており、消費者物価への影響も限定的と考えられる。しかし、今後ショックが拡大すれば、生産の下押しやインフレ圧力が強まる可能性があり、リスク要因として懸念される。

(図表23) ユーロ圏のGDPデフレーター上昇率の寄与(所得別)



(図表24) コンテナ輸送費用



(財政政策：制限的な財政スタンスが継続)

財政面ではコロナ危機やエネルギー危機が去ったことで、ユーロ圏では構造改革を進めつつ、段階的かつ現実的に財政健全化を進める方針が維持されている。

24年の財政スタンス¹¹は、23年に続きやや緊縮化される見込みとなっており、ユーログループで

¹⁰ [Lucyna Górnicka and Gerrit Koester\(2024\), A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area, Occasional Paper Series, No 338, ECB.](#)

¹¹ 前期の基礎的構造的財政収支(primary structural balance、国債費を除く裁量的な財政政策による収支)と今期の同収支の差。前期と比較して今期の財政支出姿勢が緩和的(拡張的)であるか、緊縮的(制限的)であるかを示す指標。

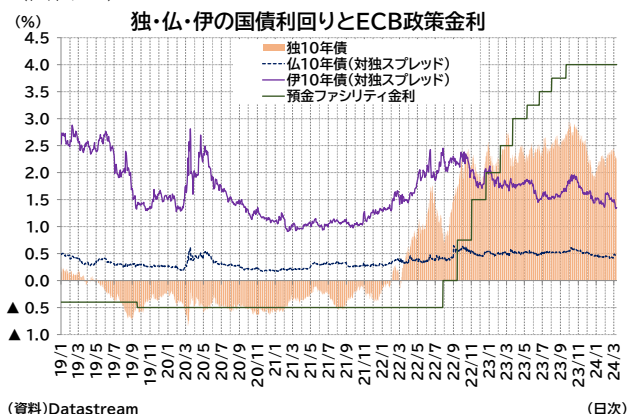
もこうした制限的な財政スタンスが、財政支出余力を確保し、財政の持続可能性を高めることが確認された¹²。

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、23年末に閣僚理事会で合意され、24年に入って欧州議会とも合意に至った¹³。新しい財政ルールもGDPで財政赤字3%、債務残高60%という基準は維持される一方、基準抵触時の財政健全化取り組みが緩和されている。24年の財政スタンスの緊縮度合いは急激ではないと見込まれているものの、景気の下支え効果は弱まると見られる。また、ドイツでは連邦憲法裁判所がコロナ禍対策資金の未使用分（600億ユーロ）を気候変動対策資金に転用する措置に違憲判決を下したことを受けて、予算を削減（当初予算より170億ユーロ削減）したため、緊縮度合いがやや強まることが想定される。

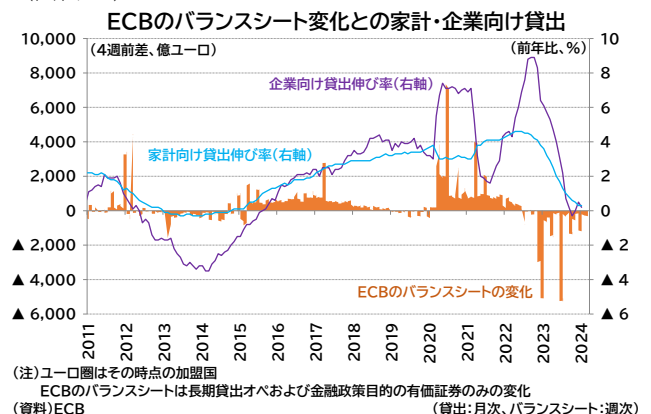
（金融政策・金利：利下げが視野に）

ECBは、高インフレを受けて22年7月から23年9月まで10回連続の利上げを実施して、政策金利を計4.50%ポイント引き上げたのち、「必要とされる期間にわたり十分に制限的な水準に設定されるよう保証する」（声明文）として、3月まで4回連続で金利を据え置いている（図表25）。また、ECBは保有資産残高の圧縮に向けた動きも進め、23年7月にはAPPの償還再投資を完全に停止（23年3月から段階的に縮小）、24年7月以降はPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）についても段階的に縮小する予定である（24年7月以降は再投資を約半分に縮小、12月末で再投資を完全に終了予定）。

（図表 25）



（図表 26）



今後の金融政策運営については、従来通り「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、これらの観点から金融政策を決定するとしている。現在は、①のインフレ見通しに関しては3月の理事会においてインフレ見通しを下方修正、②の基調的なインフレ動向は、前述の通り域内インフレなど一部高止まりしているが、総じてピークアウト、③金融政策の伝達状況については、金融面の資金調達環境の引き締め（図表26）に加えて、実体経済においてもインフレ率の低下が進んできたと評価されている。ECBも3月の理事会で、制限的な姿勢を巻き戻す議論を開始したと述べており、利下げが視野に入る。

一方で、前述の通りECBは賃金や企業利益の動向を注視しているため、4月に得られるデータ

¹² 例えば、[Council of the European Union, Draft COUNCIL RECOMMENDATION on the economic policy of the euro area, ECOFIN, Brussels, 9 January 2024.](#)

¹³ [Council of the EU, Economic governance review: Council and Parliament strike deal on reform of fiscal rules, 10 February 2024](#) (24年3月15日アクセス)、[European Parliament, Deal on EU economic governance reform, 10-02-2024](#) (24年3月0日アクセス)

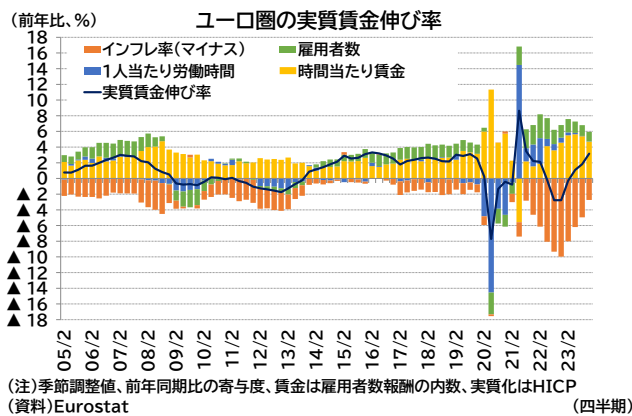
は相対的に少ないが、6月にはより多くのデータが得られるとして、次回4月会合での早期の利下げには慎重な姿勢を見せている。

2. 経済・金融環境の見通し

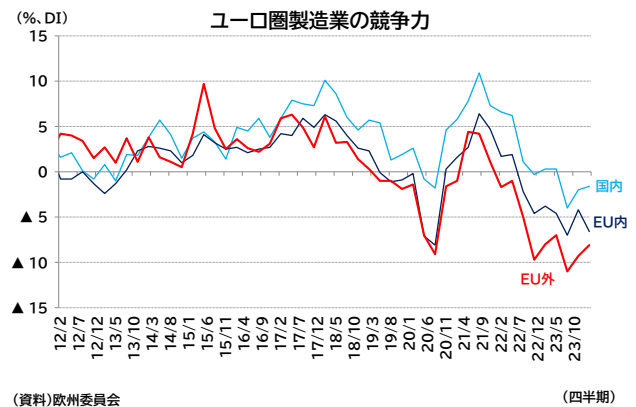
(見通し：インフレの低下や金融引き締めからの転換が回復を後押し)

今後については、景況感の改善が進まない中、迅速な成長回復は見込みにくい。ただし、インフレ率の低下は、緩やかに実質ベースでの所得環境を着実に回復させており、今後は消費の回復が進むと見られる。また、今年中盤からECBが利下げに転じると見込まれることも景気の下支えになるだろう。

(図表 27)



(図表 28)



消費については、インフレ率の低下を受けて実質所得環境の改善が続いている。10-12月期は、雇用者全体の実質賃金総額の伸び率が前年比3.2%と、コロナ禍前の伸び率程度まで回復した(19年平均は前年比2.9%、図表27)。消費は実質所得の回復に合わせる形での緩やかな改善が続くと見られる。ただし、当面は高金利下において家計は収益率の高い金融資産への維持・積み増しや債務の削減を進めると見られ、当面は消費が大幅に盛り上がる可能性は高くないだろう。コロナ禍で積み増された「過剰貯蓄」は残存しているが、これが取り崩されて消費が活性化することも見込みにくい。

投資については、高金利が逆風ではあるが、企業の財務状況が安定しているなかで、グリーン化・デジタル化に対する需要が底堅く見られると考える。24年および25年は復興基金の中核であるRRF(復興・強靱化ファシリティ)からの資金受領を期待でき、投資の下支えになる。一方で、企業ではエネルギーコストの上昇や熟練労働者の不足といった域内競争力低下への懸念が高まっている(図表28)。また地政学的リスクなど経済環境に関する不確実性が意識されることが、民間主導の投資活動を抑制させる要因となるだろう。そのため、投資の伸びは全体としてごく緩やかなものにとどまると予想する。

域外経済については、今後は緩やかな回復が見込まれる。最大の輸出相手国である米経済が底堅く、また年後半からは利下げによる金融環境の緩和も見込まれることで、当面は輸出のけん引役として期待できる。ただし、中国の不動産不況が長引くなど輸出先によっては軟調な動きが続くため、域外需要全体で見ると、緩やかな回復に留まるだろう。

上記を踏まえて、短期的にはユーロ圏経済の力強い加速は期待できない状況が続きそうだが、インフレ率の低下や金融引き締めから緩和への転換にあわせる形での緩やかな成長は達成できると考える。暦年でみた欧州経済の成長率は24年0.6%、25年1.5%になると予想する(図表29)。

(図表 29)

		2022年				2023年				2024年				2025年			
		実績		実績		実績		実績		予測		予測		予測		予測	
実質GDP	前年同期比、%	3.4	0.4	0.6	1.5	1.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3	0.8	1.2	1.5	1.6	1.5	1.5
	前期比年率、%	3.4	0.4	0.6	1.5	0.2	0.5	▲0.2	▲0.2	0.6	1.0	1.6	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
内需	前年同期比寄与度	3.44	0.15	0.68	0.97	0.64	0.68	▲0.42	0.27	1.10	0.42	0.72	0.73	0.69	0.87	1.09	1.23
	民間最終消費支出	前年同期比、%	4.2	0.5	1.3	1.5	1.3	0.6	▲0.3	0.6	1.0	1.2	1.2	1.5	1.3	1.5	1.5
総固定資本形成	前年同期比、%	2.5	1.1	0.7	1.4	2.0	1.7	0.4	1.4	1.2	1.0	0.9	▲0.2	0.4	1.1	1.8	2.5
	前年同期比寄与度	▲0.04	0.27	0.00	0.55	0.67	▲0.04	0.52	▲0.20	▲0.86	▲0.04	0.12	0.57	0.79	0.71	0.46	0.24
消費者物価(HICP)	前年比、%	8.4	5.4	2.6	2.2	8.0	6.2	5.0	2.7	2.7	2.6	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1
失業率	平均、%	6.7	6.5	6.5	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.5	6.6	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	4.50	3.50	2.75	3.50	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50	3.25	3.00	3.00	2.75
ドイツ10年国債金利	平均、%	1.1	2.4	2.3	2.1	2.3	2.4	2.6	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
対ドル為替相場	平均、ドル	1.05	1.08	1.10	1.13	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11	1.12	1.13	1.14
対円為替相場	平均、円	138	152	158	153	142	150	157	159	161	160	156	154	153	152	153	153

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

インフレ率は24年2.6%、25年2.2%と予想する(表紙図表2、図表29)。

総合インフレ率、コアインフレ率ともに低下が進んでいるが、今後のインフレ低下ペースは緩やかなものになると予想する。雇用環境のひっ迫感は当面続き、妥結賃金上昇率は24年も高止まりすると見られる。賃金上昇率の消費者物価への転嫁は抑制されつつあるものの、家計の過剰貯蓄が残されているなど潜在的な消費能力も高いことから、一定の価格転嫁がインフレ率の粘着性も高い状況が続くと見られる。その結果、サービスを中心としたインフレ率は下がりやすく、総合インフレ率も2%台での推移は続くが、24年末までは2%目標の達成には至らないと予想している。

ECBは、24年前半までは賃金交渉の結果を見極めるために、様子見姿勢を続けると見られる。メインシナリオでは賃金上昇圧力が強い状況が継続すると予想し、ECBが利下げに転じるのは24年7月に、賃金上昇圧力の消費者物価への転嫁が大きく進まないことを確認した上で実施されると予想する。その後の利下げは従来通りデータ依存の原則のもと、インフレ目標の安定的な達成を実現できるよう、データを見極めつつ段階的に進められると考える。その際、インフレ動向の不確実性が高いことに加えて、インフレを左右する労働市場のひっ迫、賃金上昇圧力については、国・産業ごとにバラツキも大きくなっていることから、金利正常化に関するデータの評価や金利正常化のペースといったECBの政策判断は難しくなっていくことが想定される。

政策金利はECBの市場介入金利(MRO、主要レポ金利)で24年末3.5%、25年末2.75%と予想している(預金ファシリティ金利では24年末3.0%、25年末2.25%)¹⁴。

ドイツ10年債金利は、利下げに沿う形でやや低下し、24年平均2.3%、25年平均2.1%での推移を予想している(表紙図表2、図表29)。なお、PEPPの償還再投資の段階的削減に伴い、「分断化」防止手段は制約されるが、南欧金利の上昇などは想定しておらず、域内の金利格差(「分断化」)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。

24年6月には欧州議会選挙が予定されている。足もとの支持率は、引き続き中道右派(EPP: 欧州人民党)や中道左派(S&D: 社会民主進歩同盟)の親EU政党が高い。一方、前回19年の選挙で票を伸ばした環境・地域主義政党(Green/EFA: 緑の党・欧州自由連合)や中道リベラル派(Renew Europe: 欧州刷新)が議席を減らし、EU懐疑派(例えばID: アイデンティティと民主

¹⁴ 24年9月18日からMRO(市場介入金利)と預金ファシリティ金利のスプレッドが0.15%に縮小されることが決定したが、この見直しではスプレッドが0.50%のまま維持される前提で作成されている。スプレッド縮小後、MRO金利は図表29の数値よりも0.35%低下することになる。[ECB, Changes to the operational framework for implementing monetary policy, 13 March 2024.](#)

主義) が議席を伸ばすと見込まれる。

選挙後には新体制の欧州委員会が発足する。現在のフォンデアライエン委員長の下でグリーンとデジタルの2つの移行に関わる法整備が一気に進展した。次期体制もフォンデアライエン委員長が率い、グリーン化の実行とデジタル戦略の継続が見込まれるが、目下の懸念事項である競争力と防衛・安全保障をより重視する姿勢を強めると見られる。

(リスク： 成長率は下方、インフレは上下双方にリスク)

予想に対するリスクは、引き続き成長率に対しては下振れリスクに傾き、インフレ見通しに対しては上振れと下振れの双方にリスクがあると考えられる。

成長率の下振れリスクとしては、金融引き締め長期化に伴う金融システムリスクの顕在化や実体経済の想定以上の減速、域外需要の悪化が挙げられる。

成長率は、金利の急上昇と景気減速で資金繰りのひっ迫や不良債権が増加し、下振れるリスクがある。例えば、高金利の影響を受けやすい商業用不動産は不振産業の代表である。メインシナリオでは実体経済への影響は限定的と考えており、ユーロ圏金融機関の健全性は高いことから金融システムリスクも小さいと見ている。ただし、高金利の状況が長期化すれば、経営不振に陥る企業が増加する可能性がある。また、ノンバンクなど相対的に規制の緩い金融機関を中心に不良債権が増加し、金融システムへのストレスが強まる可能性はある。

域外経済では、米国経済が想定以上に経済が悪化する、中国の不動産不況が深刻化し需要が停滞するといったことがリスクになるだろう。

インフレについては、上振れリスクとして、地政学的緊張の高まりによる商品価格の再高騰、賃金上昇圧力と企業の価格転嫁姿勢の持続といったリスクが挙げられる。

地政学的な緊張ではウクライナの戦争や中東の紛争に関連して、エネルギー価格や農作物価格が再上昇するリスクがある。農作物価格に関しては輸出規制や気候要因も上昇圧力となる可能性がある。

賃金や企業の価格転嫁については、前述の通り、雇用のひっ迫感の改善ペースが緩慢である。良好な雇用・所得環境を背景に消費者の購買力が維持されれば、企業の価格転嫁もしやすくなり、賃金上昇圧力と相まってインフレの粘性性をより高める可能性がある。雇用の強さはインフレの上振れリスク要因と言える。

一方、下振れリスクとして、成長率の停滞により雇用環境が悪化すれば、賃金上昇圧力の低下や企業の価格転嫁姿勢が大幅に弱まる可能性がある。

お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。