

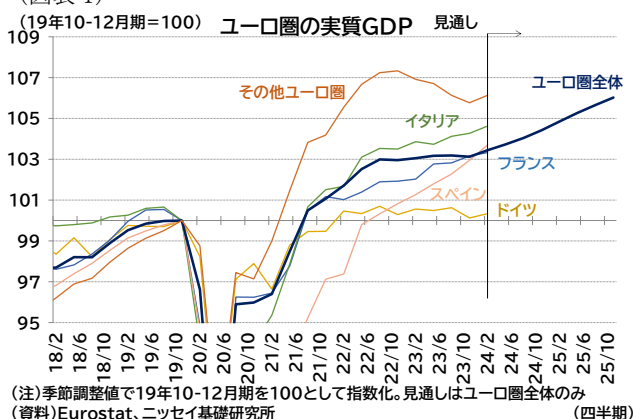
Weekly
エコノミスト・
レター欧州経済見通し
ー消費主導の緩やかな回復へ

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

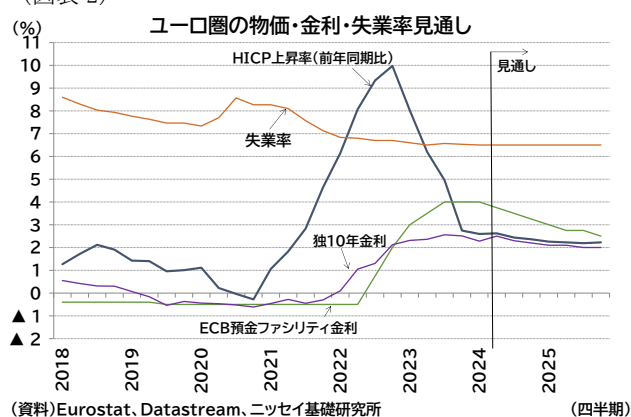
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧州経済はロシア・ウクライナ戦争後のエネルギー価格の高騰とインフレ急進、金融引き締めの影響を受けた停滞から脱しつつある。
2. ユーロ圏の1-3月期の実質成長率は前期比0.3%（年率1.3%）となった。エネルギー高で景気減速懸念が強まった22年夏から23年末まではほぼゼロ成長だったが、24年に入って改善した。ただし、1-3月期の改善はサービス輸出主導であり、内需の消費も緩やかな回復が続いているが、力強さはない。景況感にも改善の兆しは見られるが、盛り上がりには欠ける。
3. インフレ率は、原材料価格下落や需要低迷を受けて趨勢としては低下している。ただし、賃金上昇圧力は根強く、サービスインフレの粘着性によりインフレ低下ペースが減速しており、足もとでは横ばい圏で推移している。
4. ECBは、6月に0.25%ポイントの利下げに踏み切った。ただし、当面は政策金利を引き締め水準に維持する姿勢を強調、追加利下げの判断は慎重に行うと見られる。引き続きデータを確認しつつ、段階的な引き締め度合いの緩和が見込まれる。
5. 今後については、実質所得環境が改善するなか、消費を中心とした回復が続くと見られる。ECBによる金融引き締め度合いの緩和も景気の下支えになるだろう。成長率は24年0.7%、25年1.5%、インフレ率は24年2.5%、25年2.2%を予想している（図表1・2）。
6. 予想に対するリスクは、成長率見通しに対しては下方（域外経済の減速、金融引き締めによる想定以上の悪影響）に傾いており、インフレ見通しに対しては上方（賃金上昇率の高止まりによる想定以上のインフレ圧力など）と下方（需要減速によるインフレ鎮静化など）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：ゼロ成長から脱却)

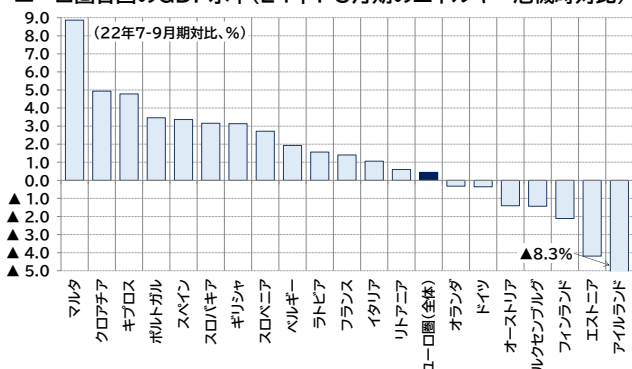
欧州経済はロシア・ウクライナ戦争を機に発生したエネルギー価格の高騰とインフレ急進、金融引き締めの影響を受けて停滞感が強まっていたが、足もとでは改善の兆候がある。

ユーロ圏の1-3月期の実質成長率は前期比0.3%（年率換算：1.3%）となった。ユーロ圏で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）から前期（23年10-12月期）までの成長率が0.1%とほぼゼロで停滞していたが（表紙図表1）、24年に入って改善した。

主要国の前期比成長率は、ドイツ0.2%（前期：▲0.5%）、フランス0.2%（前期：0.3%）、イタリア0.3%（前期：0.1%）、スペイン0.7%（前期：0.7%）とバラツキはあるが、いずれもプラス成長となった。22年夏対比で見た実質GDPの水準（図表3）はユーロ圏全体で0.4%、主要国ではスペインが3%超、フランスやイタリアが1%超となる一方、ドイツはマイナス圏にとどまっている。

(図表3)

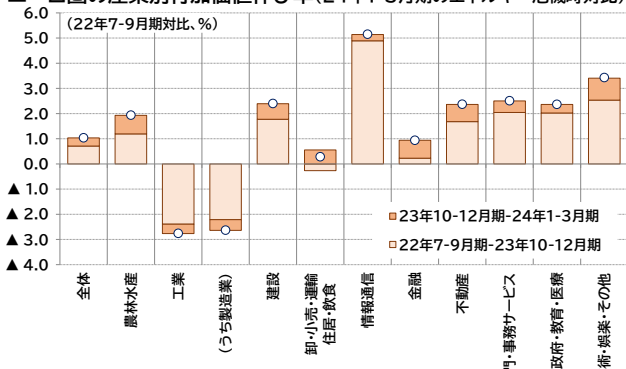
ユーロ圏各国のGDP水準(24年1-3月期のエネルギー危機時対比)



(資料)Eurostat

(図表4)

ユーロ圏の産業別付加価値伸び率(24年1-3月期のエネルギー危機時対比)

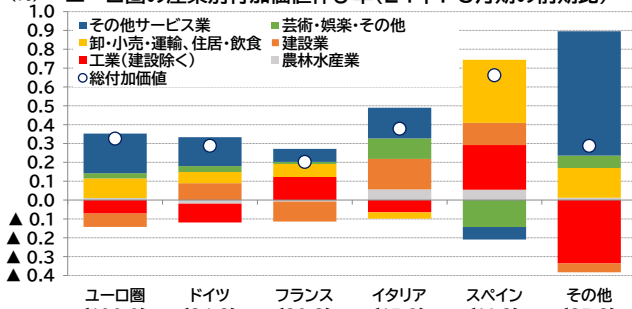


(資料)Eurostat

産業別付加価値の前期比成長率（図表4の濃い網掛け）は、芸術・娯楽・その他（前期比0.9%）、農林水産（同0.7%）、金融（同0.7%）、不動産（同0.7%）、建設（同0.6%）、卸・小売・運輸および住居・飲食（同0.6%）が相対的に高かった。一方で、工業（同▲0.4%、うち製造業は同▲0.4%）はマイナス成長だった。22年夏と比較した付加価値水準（図表4の○印）は、工業で2.8%程度低い水準にとどまっており、エネルギー危機以降の工業が冴えずサービス業が成長をけん引するという構図は足もとまで続いている。国別の付加価値伸び率を見ると（図表5）、1-3月期の前期比でスペインを除き総じてサービス業が成長をけん引する一方、ドイツ、イタリアの工業（建設除く）やフランスの建設業が前期比マイナスで全体の成長を押し下げている（図表5）。

(図表5)

ユーロ圏の産業別付加価値伸び率(24年1-3月期の前期比)

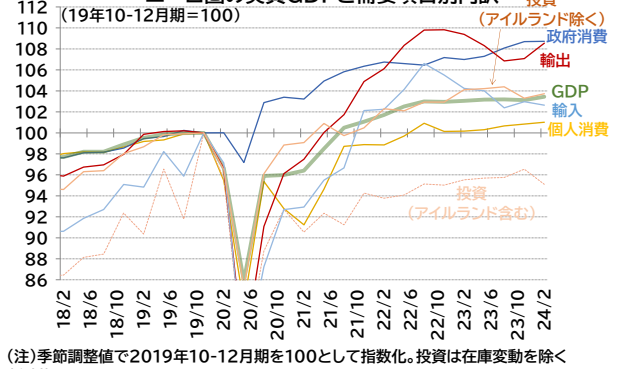


(注) その他サービス業は、「芸術・娯楽・その他」「卸・小売・運輸、住居・飲食」を除くサービスカテゴリー内は総付加価値シェア、その他は残差から計算

(資料)Eurostat

(図表6)

ユーロ圏の実質GDPと需要項目別内訳



(注) 季節調整値で2019年10-12月期を100として指数化。投資は在庫変動を除く

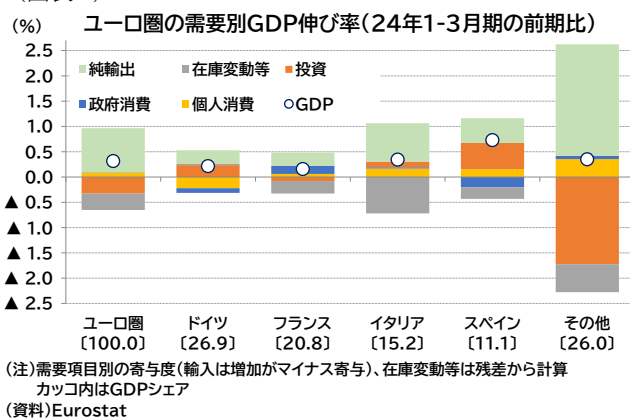
(資料)Eurostat

(四半期)

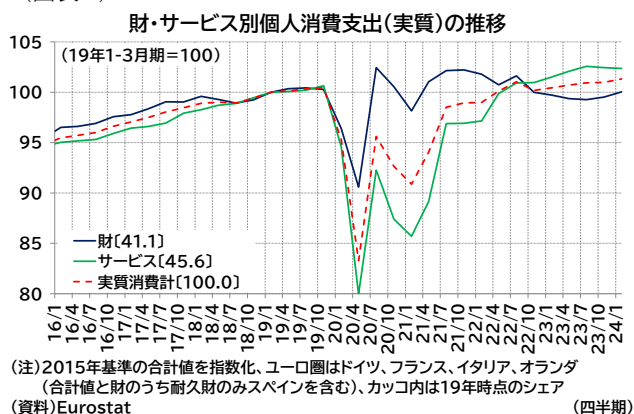
需要項目別の前期比成長率は（図表 6）、個人消費 0.2%（前期：0.2%）、投資▲1.5%（前期：0.8%）、政府消費 0.0%（前期：0.6%）、輸出同 1.4%（前期：0.2%）、輸入同▲0.3%（前期：0.6%）となった。ただし、投資は振れの大きいアイルランドで減少した影響が大きく（図表 7 も参照、アイルランドは「その他」に含まれている）、アイルランドを除く投資の伸び率は前期比 0.4%（前期▲1.0%）だった。また、在庫変動等の前期比寄与度は▲0.29%ポイント（前期：▲0.29%ポイント）、外需の前期比寄与度は 0.86%ポイント（前期：▲0.19%ポイント）となった。国別の前期比伸び率を見ると（図表 7）、総じて純輸出が成長をけん引した。内需については国によってバラツキがみられ、ドイツ、イタリア、スペインでは投資が前期比プラスで成長を支えたが、ドイツの消費やフランスの投資は前期比マイナスで弱かった。

1-3 月期の成長率改善は供給面ではサービス主導、需要面では輸出の拡大と輸入の縮小という外需の押し上げ効果が大きかったと言える。内需は消費が緩やかに回復しているものの、全体の成長率と比較するとやや力強さに欠ける。

（図表 7）

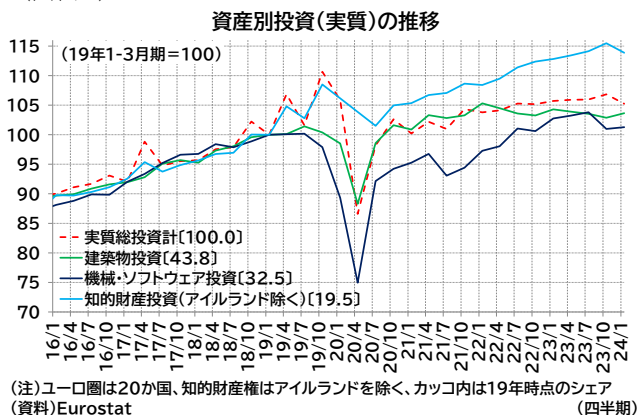


（図表 8）

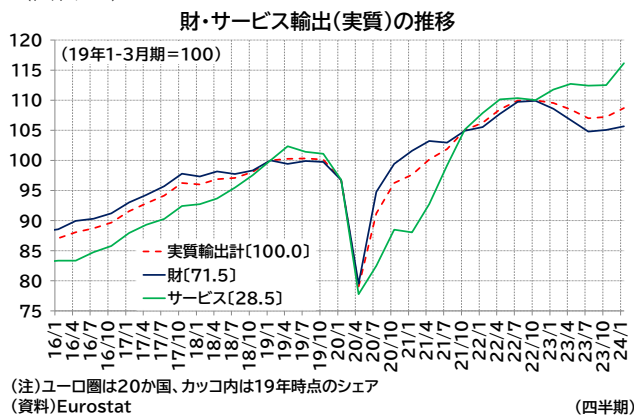


需要面の動向をやや細かく見ると、財・サービスの種類別の消費動向では（図表 8）、コロナ禍からの経済再開によるサービス消費の盛り上がりが一服する反面、財消費が緩やかに回復している。上述の通り、付加価値ベースではサービス業の生産が伸びているが、国内最終消費の面ではむしろ財消費の回復が進む形となっている。下記でも確認する通り、1-3 月期のサービス業の拡大はサービス輸出に支えられた面が大きいと見られる。

（図表 9）



（図表 10）



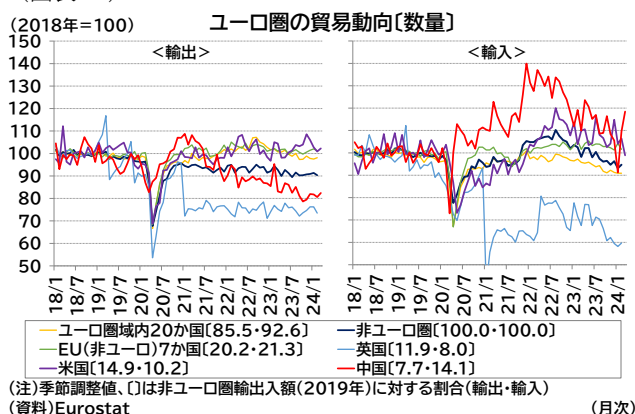
投資動向を資産別に見ると（図表 9）、これまで伸びをけん引してきた知的財産投資（アイルランド除く）が 1-3 月期は縮小した。一方で、水準は低いながらも建築物投資と機械投資（ソフトウェア

ア含む) がやや改善した。知的財産投資は、これまで投資のけん引役だったが、弱含みが継続するのか今後の動向が注目される。

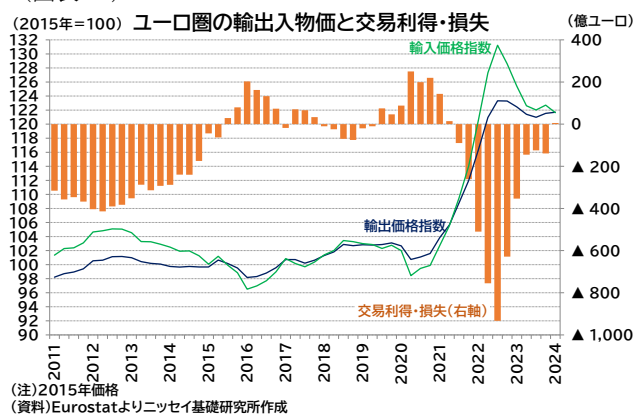
輸出動向を財・サービスの種類別に見ると(図表 10)、サービス輸出が大きく伸びた。1-3 月期のサービス輸出の前期比伸び率は 3.2% (前期 0.1%) となり、国別の寄与では、アイルランドの寄与が 1.8%ポイントと過半を占める(その他の国ではスペインも 1.0%ポイントで大きい)。財輸出については、概ね横ばいでの推移となった。

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)、輸出は米国向けや EU 域内向けが横ばい圏で推移する一方、中国向け輸出のゆるやかな低下傾向が続いている。中国は不動産不況で景気が冴えず需要が低迷しているほか、デリスキング策の応酬が影響している可能性もある。輸入については、(一部中国向けなどは振れの大きい国もあるが)均してみればエネルギー不足が懸念され、エネルギー輸入を急増させた 22 年夏頃をピークに減少傾向にあると言える。貿易環境面では交易条件の改善が進み(図表 12)、経常収支についてはコロナ禍前並みの経常黒字を維持できている。貿易は財貿易を中心に冴えない状況が続いているが、貿易環境は改善していると言える。

(図表 11)



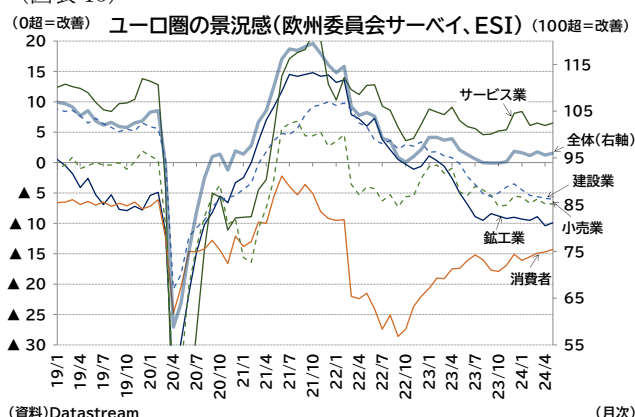
(図表 12)



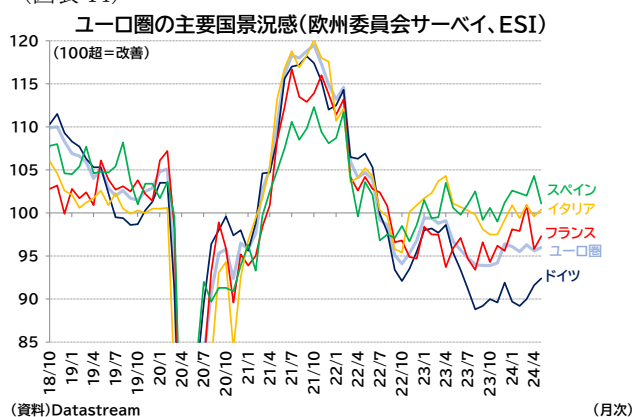
(景況感にも改善の兆し)

より最近の状況をサーベイデータで確認すると、景況感は調査によって動きが異なり評価が難しいが、方向感としては底打ちしており、勢いを欠くものの改善傾向にあると考えられる¹。

(図表 13)



(図表 14)



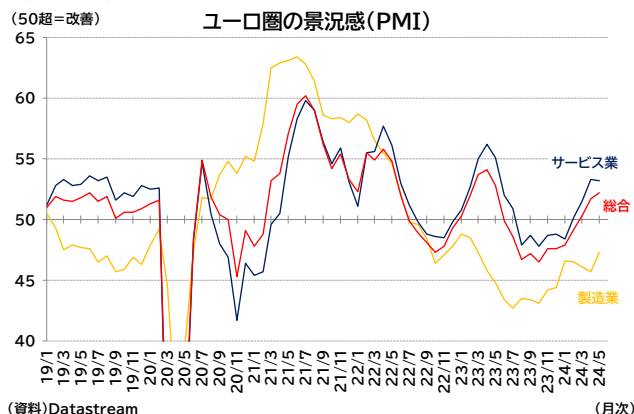
欧州委員会の調査(E S I)では消費者景況感も各業種の企業景況感も低水準での推移が続いて

¹ 以下ではESIやPMIを確認していく。ESIの質問は、過去3か月の需要変化・今後3か月の需要予想(サービス業)、将来1年間の財政状況・失業見通し(消費者調査)などから構成されている。一方、PMIは前月より良くなったか(上昇・増加・改善)、あるいは悪くなったか(低下・減少・悪化)を回答し、単純に前月対比での方向性を聞くものとなっている。

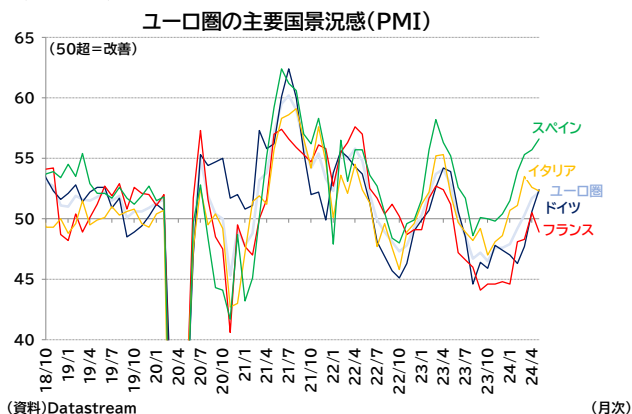
いる（図表 13）。消費者景況感はごく緩やかな改善傾向が継続し、直近はエネルギー危機後の最高値まで達したが、コロナ禍前と比較すると大幅に低い水準ある。なお、国別に見ると（図表 14）、これまで低迷が目立っていたドイツの景況感に改善の兆しが見られる。

一方で S & P グローバルの PMI 調査では製造業、サービス業ともに緩やかな改善を示している（図表 15）。国別に見ても、主要国の PMI はいずれも均してみれば改善傾向にある（図表 16）。

（図表 15）



（図表 16）

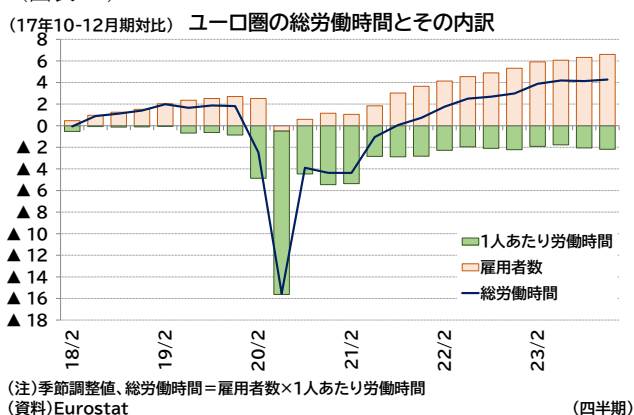


（ 雇用のひっ迫状態は継続 ）

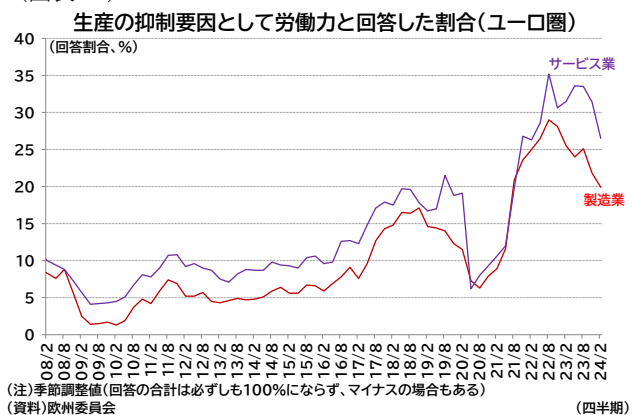
労働市場の雇用のひっ迫感は継続している。

1-3 月期のユーロ圏の就業者数は前期比 0.3%（前期：0.3%）と成長率並みに成長し（図表 17）、失業率は過去最低水準となる 6%台半ばで推移している。1-3 月期の総労働時間は前期比 0.3%（前期：0.3%）と就業者数並みの伸びとなった。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状況で概ね横ばい推移となっている。

（図表 17）



（図表 18）



労働市場のひっ迫感の要因としては、実質賃金の低下による労働需要増、労働供給面での構造要因（意識変化による短時間勤務など）や景気低迷下においても人材の囲い込み（熟練労働者確保）などが指摘されている。

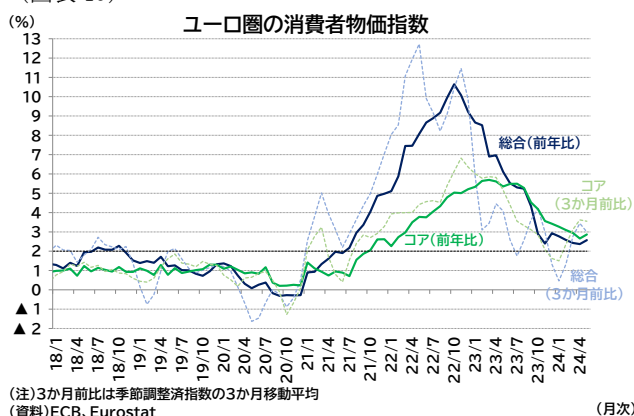
足もと、成長率が上向いており、景気回復による需要の増加が人手不足をさらに悪化させる可能性があるが、既存雇用者の労働生産性を引き上げる形で成長を促すことができれば、さらなる労働力不足や賃金上昇、インフレ圧力が生じることを回避できる。足もとで進む実質賃金の上昇も労働需要の抑制に寄与する。ECBはこうした労働生産性の回復を伴う形での成長とデシインフレの併存を目指している。依然として労働力不足を感じる企業は多いが（図表 18）、その割合は製造業、サービス業ともに減少しつつあり、成長率が改善するなかでも労働力不足の緩和傾向が継続するか

が注目される。

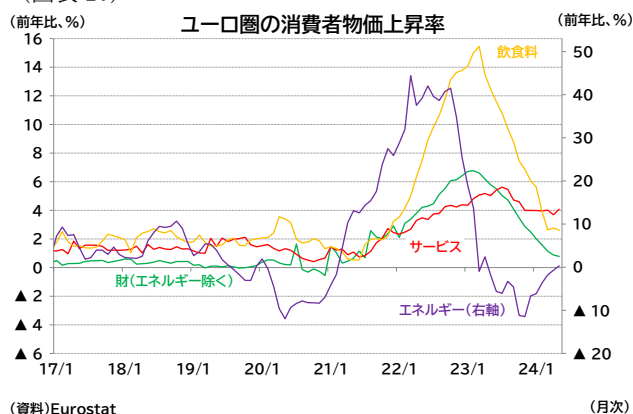
(物価・賃金：賃金伸び率は高止まりでインフレ低下ペースは減速)

インフレ率は、原材料価格下落や需要低迷を受け、趨勢としては低下している。ただし、足もとでは前年比 2%をやや上回る伸び率で横ばい圏の動きとなり、物価上昇の勢い（3 か月移動平均後の 3 か月前比）には強さも見られる（図表 19）。

(図表 19)

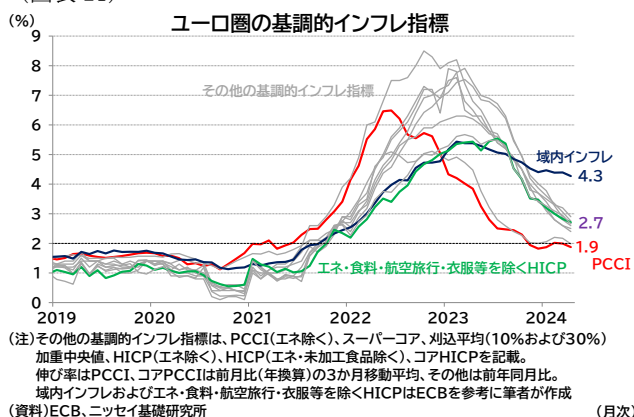


(図表 20)

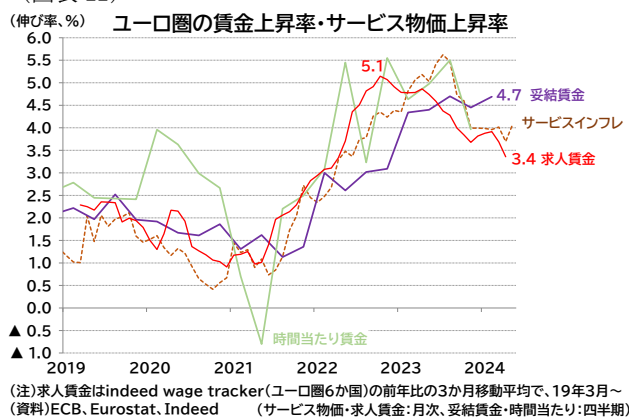


消費者物価（H I C P）上昇率は 24 年 5 月で前年比 2.6%（速報値）となり、22 年 10 月（10.6%）をピークに低下、コア H I C P 上昇率もピークである 23 年 3 月の 5.7%から 24 年 5 月には 2.9%となった。2%台は総合指数で 8 か月連続、コア指数で 3 か月連続だが、5 月の伸び率は 4 月の伸び率からいずれも上昇した。財インフレや飲食料インフレの鎮静化が進む一方で、エネルギーインフレは前年比マイナスからプラスに転じ、サービスインフレも 4%台で粘着性の強い動きとなっている（図表 20）。

(図表 21)



(図表 22)



E C Bが重視する基調的なインフレ指標は、低下しているものの多いが、域内インフレについては4%台と高い伸び率であり、低下ペースもかなり緩やかになっている（図表 21）²。

また、将来のインフレ動向を見極める上で重要視される賃金上昇率が高止まりしている。E C Bも年初に賃上げ率の更改が多いことから、24年初の賃金交渉結果を注目しており、その結果は、1-3月期の妥結賃金上昇率で前年比 4.7%と 23 年 10-12 月期から上昇、依然としてコロナ禍後のピー

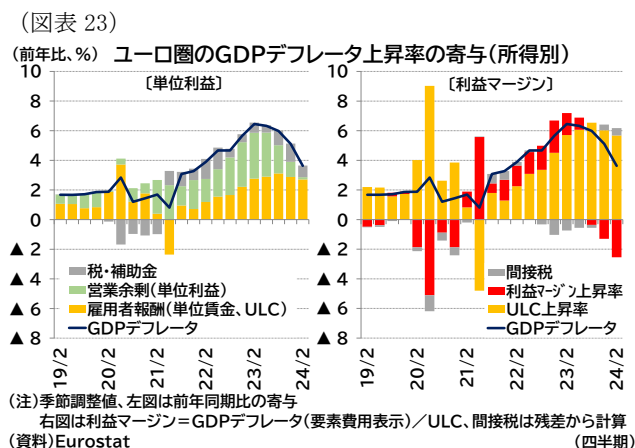
² 図表 21 では E C B スタッフが中長期的なインフレを見る上で優れていると特定した 3 指標を色付けしている。なお、P C C I はインフレ率の持続・共通要素（Persistent and Common Component of Inflation）であり、12 か国の目的別指数から特異かつ一時的な変動を取り除いたもの、域内インフレは、輸入集約度（import intensity）が 18%以下の品目を集計したもの、スーパーコアはコアインフレ率から需給ギャップの変動に連動しやすい項目を集計したもの。

ク付近にとどまるという内容だった（図表 22）。E C Bはこの妥結賃金について、1-3 月期はドイツの公的部門における一時金支払による一時的な押し上げ効果などの寄与もあり、全体で見れば労働協約による賃金上昇圧力は低下していると評価している³。また、先行的に動く求人賃金については減速傾向が続いている。ただし、総じて賃金上昇圧力が根強いことは事実で、サービスインフレの粘着性にも寄与していると思われる。

賃金と合わせてG D Pデフレーターから得られる企業の価格転嫁の動向も注目される（図表 23）。足もとでは人件費の上昇を企業利益の圧縮で吸収する動きが継続しており、賃金上昇率の強さにも関わらず、インフレ率が 2% 台まで低下しているのは、（賃金などの人件費よりも）原材料価格の影響を受けやすい飲食料・財インフレの落ち着きのほか、景気停滞を受けて人件費の増加を価格に転嫁する動きが弱まっていることが背景にあると考えられる。

なお、昨年末から中東情勢の緊迫化などを受けた供給制約とインフレ圧力の強まりが懸念されたが、現時点では成長率やインフレ率の影響は限定的にとどまっている。

（図表 23）



（ 財政政策：財政健全化へ向けた動きが本格化 ）

財政面では、新しい経済統治枠組み（Economic governance framework）が 4 月に発効し、今後は新しい財政ルールの下で加盟国の財政状況が監視される⁴。新しい財政ルールでも G D P で財政赤字 3%、債務残高 60%という基準は維持されており、基準抵触時の財政健全化取り組みは柔軟化されるが、24 年の財政スタンス⁵はやや緊縮化が見込まれる⁶。また、25 年以降も基準を逸脱した国に対する過剰赤字手続き（E D P : excessive deficit procedure）といった是正措置の発動や、是正措置回避のための財政支出の見直しが予想されるため、緊縮度合いはやや強まることが想定される⁷。

（ 金融政策・金利：利下げに着手 ）

E C Bは、高インフレを受けて 22 年 7 月から 23 年 9 月まで 10 会合連続で累計 4.5%ポイントの利上げを実施、24 年 4 月まで 5 会合連続で金利を据え置いた後、インフレ圧力の緩和や 2% 目標達成への確度が高まったことを受け 6 月に 0.25%ポイントの引き下げに踏み切った。

一方で保有資産残高の圧縮に向けた動きを着実に進めており、23 年 7 月の A P P 償還再投資の完全停止に続いて、24 年 7 月以降には P E P P（パンデミック緊急購入プログラム）の再投資を約

³ 指標発表と同時に公式ウェブサイトのブログ記事でスタッフによる解説が公表された。Sarah Holton and Gerrit Koester, Tracking euro area wages in exceptional times, THE ECB BLOG, 23 May 2024 (24 年 6 月 14 日アクセス)

⁴ 例えば Council of the EU, Economic governance review: Council adopts reform of fiscal rules, 29 April 2024 (24 年 6 月 14 日アクセス) や European Commission, Questions and Answers on the Economic Governance Review, 2 May 2024 (24 年 6 月 14 日アクセス)。

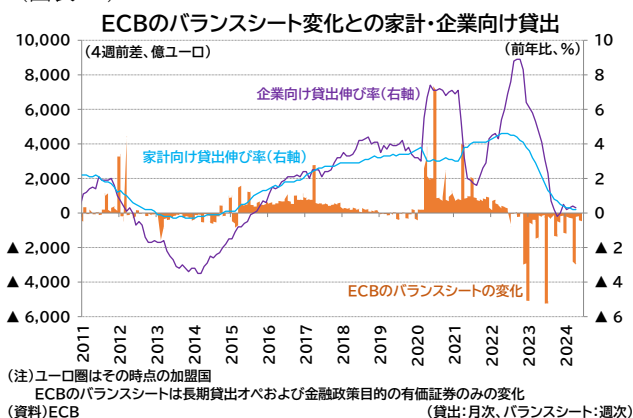
⁵ 前期の基礎的構造的財政収支（primary structural balance、国債費を除く裁量的な財政政策による収支）と今期の同収支の差。前期と比較して今期の財政支出姿勢が緩和的（拡張的）であるか、緊縮的（制限的）であるかを示す指標。

⁶ 例えば、European Commission, Spring 2024 Economic Forecast: A gradual expansion amid high geopolitical risks, 15 MAY 2024 (24 年 6 月 14 日アクセス)。

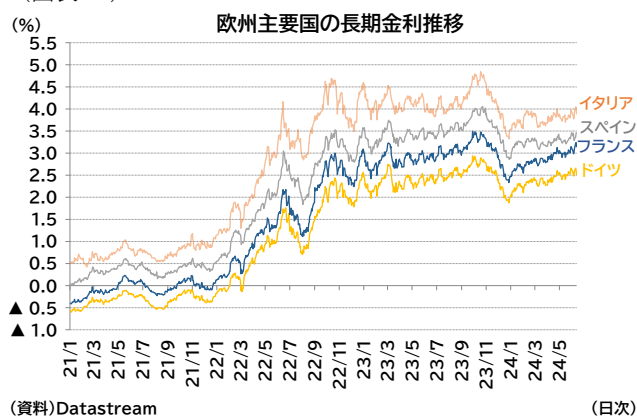
⁷ 例えばフランスは、税収の下振れと成長率の悪化によって財政再建が遅れる懸念が高まったことを理由に S & P の格付けが引き下げられた。S&P Global Research Update: France Long-Term Rating Lowered To 'AA-' From 'AA' On Deterioration Of Budgetary Position; Outlook Stable, 31-May-2024 (24 年 6 月 14 日アクセス)。

半分に縮小（平均して月額 75 億ユーロずつ削減）する予定で、12 月末には再投資を完全停止予定となっている（図表 24）。

（図表 24）



（図表 25）



6 月の利下げは、「金融政策の引き締め度合いをやや緩和させることが適切」との判断のもと決定されたが、引き締めの領域内での制限度合いの緩和であり、ECBは「政策金利を必要とされる期間にわたり十分に制限的に維持する」として、金融引き締めを続ける姿勢を強調している。

また、政策金利の経路を事前に確約することなく、従来通り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評価し、データ依存で会合毎に判断・決定するアプローチを採るとしている。

賃金上昇率の高止まりなど、インフレの上振れ懸念も残っており、ECBはディスインフレ過程が想定通りに進むのか今後数か月かけて判断する意向を示していることから、早期の追加利下げが視野に入っている状況ではないと言える。引き続きデータを確認しつつ、あくまでも段階的に引き締め度合いを緩和させると見られる。

ユーロ圏の長期金利は、ECBが追加利下げを慎重に見極める姿勢を示していること、米国でも早期の利下げ観測が後退し米長期金利に上昇圧力が生じていることなどを受けて、年末以降の緩やかな上昇基調が継続している（図表 25）。

2. 経済・金融環境の見通し

（見通し： 実質賃金の回復が成長を後押し）

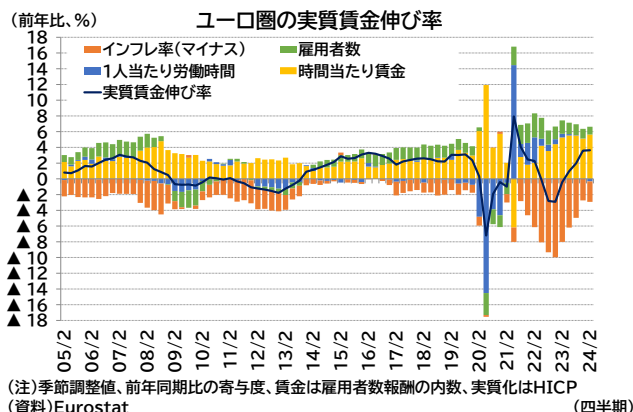
今後については、実質ベースでの所得環境が改善するなか、消費を中心にした回復が進むと見られる。また、ECBが金融引き締め度合いを緩和させることも景気の下支えになるだろう。

消費については、インフレ率の低下が進んだ一方で、賃金上昇率が高止まりしているため、実質所得環境の改善が続いている。雇用者全体の実質賃金総額の伸び率は1-3月期で前年比3.6%と、コロナ禍前の伸び率を上回る（19年平均は前年比2.9%、図表 26）。景況感の改善が緩慢なため、家計が積極的に消費を活性化させることは見込みにくい、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。

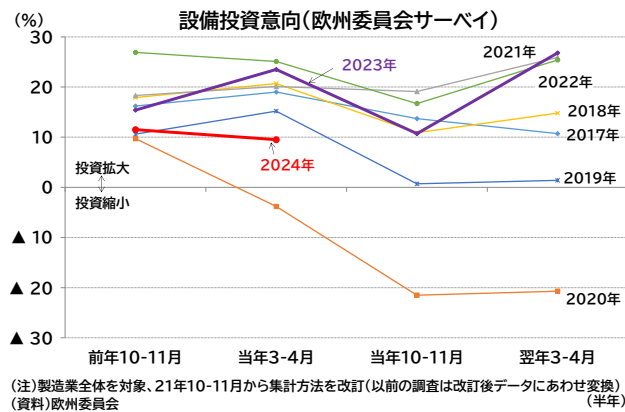
投資については、高金利や景気減速のほか、エネルギーコストの上昇や熟練労働者の不足といった事業環境の厳しさ、地政学的リスクの高まりなど不確実性が高まっており、民間部門の投資意欲が例年と比較して低い（図表 27）。RRFは投資の下支え要因となるが、計画の進展がやや遅れて

いる点は懸念材料と言える（現時点での資金配分額は全体の4割に満たない⁸）。EUや加盟国では産業政策を含めた競争力の改善に取り組んでおり、また、金利や景気面での経済環境面での改善も進むことから、今後は投資も回復すると見ているが、短期的には力強さに欠けるだろう。

（図表 26）



（図表 27）



域外経済は、緩やかな回復を見込んでいる。最大の輸出相手国である米経済は減速が見込まれるものの、景気後退入りは回避され、利下げによる金融環境の改善にも期待できる。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。域外需要全体で見ると、不透明感が残る状況での回復となるだろう。

上記を踏まえて、暦年でみた欧州経済の成長率は24年0.7%、25年1.5%になると予想する（図表 28）。

（図表 28）

		2022年	2023年	2024年	2025年	
		実績	実績	予測	予測	
実質GDP	前年同期比、%	3.4	0.5	0.7	1.5	
	前期比年率、%	3.4	0.5	0.7	1.5	
内需	前年同期比寄与度	3.44	0.15	0.41	1.43	
	民間最終消費支出	前年同期比、%	4.2	0.5	1.0	1.5
	総固定資本形成	前年同期比、%	2.5	1.2	0.1	1.6
外需	前年同期比寄与度	▲0.03	0.31	0.38	0.06	
消費者物価（HICP）	前年比、%	8.4	5.4	2.5	2.2	
失業率	平均、%	6.8	6.6	6.5	6.5	
預金ファシリティ金利	期末、%	2.00	4.00	3.25	2.50	
ドイツ10年国債金利	平均、%	1.1	2.4	2.3	2.1	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.05	1.08	1.09	1.11	
対円為替相場	平均、円	138	152	165	158	

ユーロ圏の経済見通し				
2023年				
1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
実績	実績	実績	実績	
1.3	0.6	0.2	0.2	
0.4	0.5	0.1	▲0.2	
0.62	0.55	▲0.42	0.25	
1.3	0.6	▲0.3	0.7	
1.9	1.7	0.7	1.6	
0.69	0.07	0.60	▲0.10	
8.0	6.2	5.0	2.7	
6.6	6.5	6.6	6.5	
3.00	3.50	4.00	4.00	
2.3	2.4	2.6	2.5	
1.07	1.09	1.09	1.08	
142	150	157	159	

2024年				
1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
実績	予測	予測	予測	
0.4	0.5	0.8	1.3	
1.3	1.1	1.2	1.4	
0.05	0.42	0.77	0.77	
0.8	0.9	0.9	1.1	
▲0.5	0.3	0.6	0.1	
0.33	0.19	0.12	0.52	
2.6	2.6	2.4	2.4	
6.5	6.5	6.5	6.5	
4.00	3.75	3.50	3.25	
2.3	2.5	2.3	2.2	
1.09	1.08	1.08	1.09	
161	168	167	164	

2025年				
1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
予測	予測	予測	予測	
1.4	1.5	1.5	1.5	
1.7	1.6	1.5	1.4	
1.66	1.21	1.29	1.55	
1.3	1.5	1.5	1.5	
2.1	1.4	1.4	1.4	
▲0.29	0.28	0.26	▲0.01	
2.3	2.2	2.2	2.2	
6.5	6.5	6.5	6.5	
3.00	2.75	2.75	2.50	
2.1	2.1	2.0	2.0	
1.09	1.10	1.11	1.12	
160	158	158	156	

(注) ユーロ圏は20か国、※運用枠組み（operational framework）の変更により24/9/18から預金ファシリティ金利と市場介入金利のスプレッドは0.50%から0.15%に縮小
(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

インフレ率は24年2.5%、25年2.2%と予想する（表紙図表2、図表28）。

総合インフレ率、コアインフレ率に目標達成が視野に入る状況ではあるものの、24年は賃金上昇率の高止まりが続くと見られることもあり、目標をやや上回った状況で粘着性の高い動きとなると予想する。その中で、企業の価格転嫁が姿勢が弱まっていることを背景にしたごく緩やかな低下を予想している。

ECBの金融政策運営は、メインシナリオでは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、24年は3か月に1度のペースでの利下げを実施、25年にはさらに利下げのペースを落とすと予想する。政策金利は預金ファシリティ金利で24年末3.25%、25年末2.50%

⁸ 配分済金額を補助金1561.7億ユーロ、融資841.5億ユーロで、全体予算を補助金3570億ユーロ、融資2910億ユーロで計算。
Recovery and Resilience Scoreboard（24年6月15日アクセス）。

を予想する。ただし、インフレの不確実性は高く、インフレ圧力の持続性が強いと判断した場合は、やや高めの政策金利で据え置く、据え置き期間を長くするといった調整が行われるだろう。

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 28）。年後半からの P E P P 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 E C B の金融引き締めを阻害する可能性は低いと考えている。

なお、24 年 6 月には欧州議会選挙が実施された。結果は概ね事前予想の通りで、フォンデアライエン委員長が所属する中道右派（E P P：欧州人民党）が第 1 党を維持し、中道左派（S & D：社会民主進歩同盟）が E P P に続いた。また、予想通り環境・地域主義政党（Green／E F A：緑の党・欧州自由連合）や中道リベラル派（Renew：欧州刷新）が大幅に議席を減らし、右派（E C R：欧州保守改革、I D：アイデンティティと民主主義、その他無所属の右派政党⁹）が議席を伸ばした。

改選前と同様、親 E U である E P P、S & P、Renew の中道 3 会派で過半数を超える議席を維持し、引き続きこれらの会派が協力して議会運営を主導していくことが見込まれる。

選挙を受けて、欧州委員会も新体制となる。現体制下ではグリーン・デジタル関連の法制化が進んだが、新体制下では、目下の懸念事項である競争力と防衛・安全保障を重視する姿勢が強まると見られる。

また、フランスでマクロン大統領の政党（「再生」）が所属する Renew が大幅議席減となったことで、マクロン大統領は下院を解散、総選挙が実施される（6 月 30 日および 7 月 7 日投票予定）。欧州議会選ではルペン氏の政党（「国民連合」）が所属する I D が 30% 超の得票率で 15% に満たない Renew を圧勝した。直近の世論調査でも大統領の与党連合が、国民連合や左派連合の後塵を拝しており、大きく議席を減らす可能性がある。金融市場では国民連合の勝利が財政拡張につながるとの見方からフランス国債利回りが上昇し、対独国債スプレッドが拡大している（前掲図表 25）。国民連合が勝利し、大統領と首相の所属政党のねじれが生じれば、内外における政策推進力の低下が懸念される。

（ 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える。

成長率の下振れリスクとしては、域外需要の悪化のほか、実体経済の想定以上の減速、金融システムリスクの顕在化が挙げられる。

域外経済は、メインシナリオでは米国需要の底堅さに支えられた成長が続くと想定しているが、今後、米国の景気が想定以上に悪化したり、また中国の不動産不況が深刻化したりすれば成長の下振れ要因となる。

また、金融引き締め環境の長期化で、企業の資金繰りのひっ迫や不良債権が増加し、景気が下振れるリスクも残っている。当面は高金利の影響を受けやすい商業用不動産などで経営悪化が進む可能性には注意が必要だろう。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がある。E C B が金融引き締め度合いを緩和させることで、こうしたリスクは軽減すると見られるが、インフレ圧力が長期化し利下げペースの減速や

⁹ ドイツの右派政党 A f D（ドイツのための選択肢）は I D の中核であったが、直前に除籍され無所属となった。

利下げの打ち止めが行われればリスクも残ることになる。

インフレについては、上振れリスクとして、賃金上昇率の高止まりによるインフレ圧力の継続や地政学的緊張の高まりによる商品価格の再高騰など挙げられる。

賃金上昇圧力については、成長率の改善などを受けて企業が再び人件費を販売価格に転嫁する姿勢を積極化させれば、インフレの粘着性をより高める可能性がある。

地政学的要因では、ウクライナの戦争や中東の紛争が激化し、エネルギーや農作物の供給や輸送網に影響が生じれば、これらの商品価格が再上昇するリスクがある。なお、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。

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、賃金上昇圧力が低下し、企業の価格転嫁姿勢が大幅に弱まる可能性がある。また原材料の主要輸入国のひとつである中国の物価上昇率が低迷しているため、原材料価格の抑制を通じたインフレ鎮静化が進む可能性もある。

(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もありません。