

Weekly
エコノミスト・
レター

欧州経済見通し

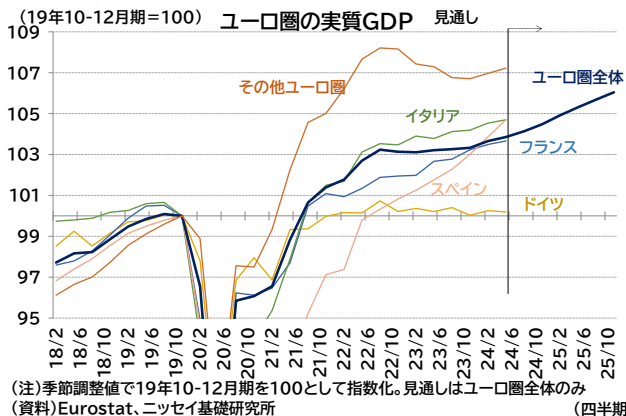
—景況感の回復に乏しく、成長は緩慢

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

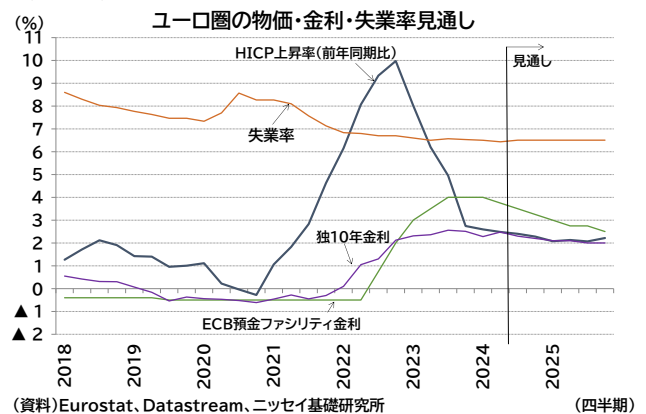
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

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。足もとでは停滞から脱しつつあるもののそのペースは緩慢である。
2. 4-6月期の実質成長率は前期比0.2%（年率0.8%）となり、1-3月期（前期比0.3%、年率1.3%）に続き、年率1%前後の成長率を維持した。ただし、消費や投資といった内需に力強さは見られず、景況感の改善にも乏しい。
3. インフレ率は、総合指数の前年比で2%台前半まで低下し、総じてデysinフレ傾向が続いている。ただし、賃金上昇圧力の根強さからサービスインフレが4%前後で高止まりしており、コアインフレ率は粘着性の強い動きとなっている。
4. ECBは、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て利下げサイクルを開始、6月と9月にそれぞれ0.25%ポイントの利下げに踏み切った。
5. 今後については、引き続き実質賃金の回復が続くことが見込まれることが、消費を後押しする要因となるだろう。また、ECBが段階的な利下げを実施していることも追い風となる。成長率は24年0.7%、25年1.4%、インフレ率は24年2.4%、25年2.1%を予想している（図表1・2）。ECBはデysinフレ傾向が続くと見込まれるなか、引き続きデータを確認しつつ、当面は四半期に1度のペースで段階的に利下げを継続すると予想する。
6. 予想に対するリスクは、成長率見通しに対しては下方に傾いており（域内、域外経済それぞれに減速リスクを抱える）、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（需要減速によるデysinフレ加速など）の双方に不確実性があると考える。

(図表1)



(図表2)



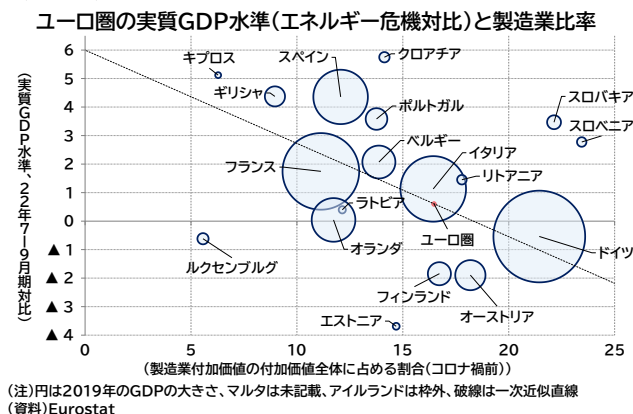
1. 経済・金融環境の現状

(実体経済：上半期は年率 1%前後の成長)

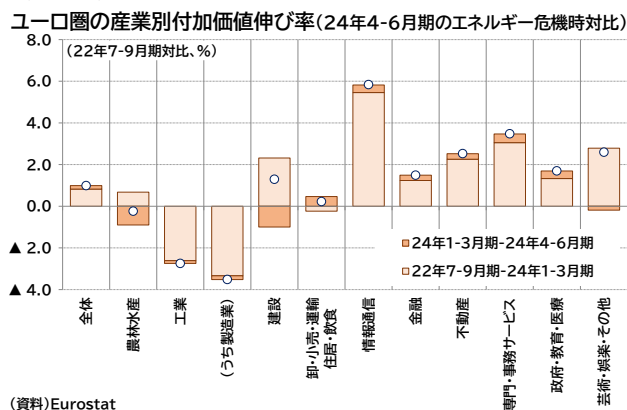
欧州経済はロシア・ウクライナ戦争を機に発生したエネルギー価格の高騰とインフレ急進、金融引き締めの影響を受けて停滞感が強まっていた。足もとでは停滞から脱しつつあるもののそのペースは緩慢である。

ユーロ圏の 4-6 月期の実質成長率は前期比 0.2% (年率換算：0.8%) となり、1-3 月期前期比 0.3% (年率換算：1.3%) からやや減速したが、年率 1%前後の成長を維持した。実質 GDP の水準は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) と比較して 0.6%高い水準まで回復した。

(図表 3)



(図表 4)



主要国の前期比成長率は、ドイツ▲0.1% (前期：0.2%)、フランス 0.2% (前期：0.3%)、イタリア 0.2% (前期：0.3%)、スペイン 0.8% (前期：0.8%) とややバラツキがあり、ドイツはマイナス成長に落ち込んだ。22 年夏対比で見た実質 GDP の水準 (図表 3 縦軸) はスペインが 4%超、フランスが 2%弱、イタリアが 1%強、ドイツがマイナスとなっている。

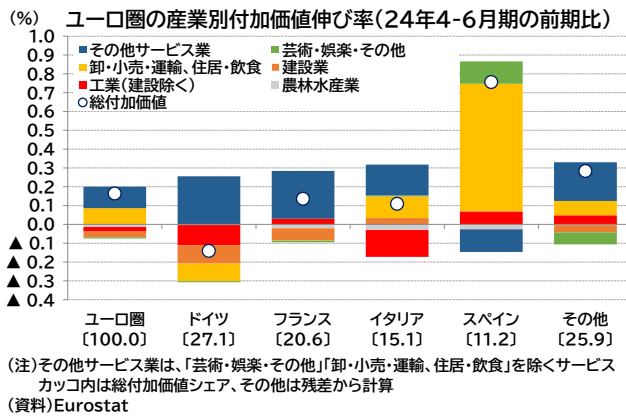
産業別付加価値の前期比成長率 (図表 4 の濃い網掛け) は、卸・小売・運輸および住居・飲食サービス (前期比 0.5%)、専門・事務サービス (0.4%)、情報通信サービス (0.4%)、政府・教育・医療サービス (0.4%) といったサービス業で相対的に高かった。一方で、サービス業でも芸術・娯楽・その他サービス産業 (▲0.2%) はマイナス成長となったほか、建設業 (▲1.0%)、農林水産業 (▲0.9%)、工業 (▲0.1%、うち製造業は▲0.2%) がマイナス成長だった。特に製造業は 23 年 1-3 月期以降、6 四半期連続でのマイナスとなり、22 年夏と比較した付加価値水準 (図表 4 の○印) は、3.5%程度低い水準まで落ち込んでいる。国別にもエネルギー危機以降の製造業低迷で、製造業の付加価値比率の大きい国の成長が遅れている (図表 3、横軸が製造業の付加価値比率)。

国別の付加価値伸び率を見ると (図表 5)、成長率がマイナスだったドイツでは工業や建設業の押し下げが目立った。ドイツ連邦統計局は年初に天候が良好だったことが 1-3 月期の成長を押し上げ、4-6 月期には反動減が生じた指摘している。高成長を記録したスペインでは、卸・小売・運輸および住居・飲食サービスが成長を押し上げた。

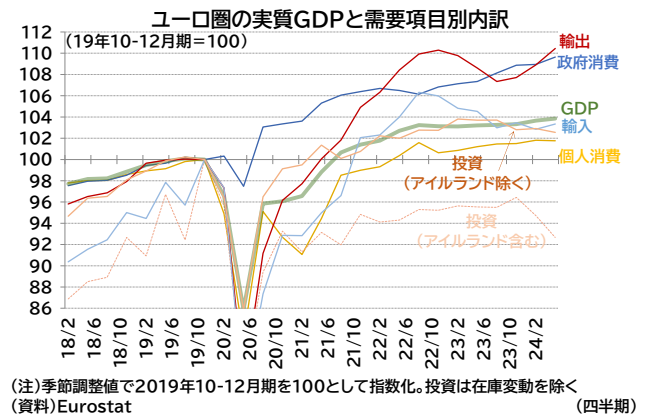
需要項目別の前期比成長率は (図表 6)、個人消費▲0.1% (前期：0.3%)、投資▲2.2% (前期：▲1.8%)、政府消費 0.6% (前期：0.1%)、輸出 1.4% (前期：1.1%)、輸入 0.5% (前期：▲0.6%) となった。ただし、投資は振れの大きいアイルランドで減少した影響が大きく、アイルランドを除

く投資の伸び率は前期比▲0.4%（前期0.1%）だった。また、在庫変動等の前期比寄与度は0.04%ポイント（前期：▲0.30%ポイント）、外需の前期比寄与度は0.50%ポイント（前期：0.84%ポイント）となった。消費や投資といった内需の力強さは見られず、輸出が成長を押し上げる構図になっている。

（図表 5）

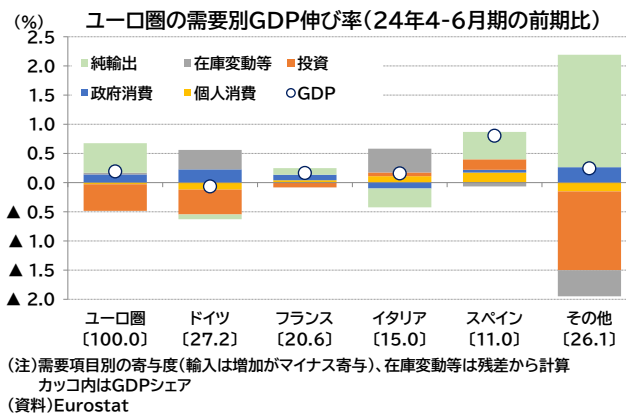


（図表 6）

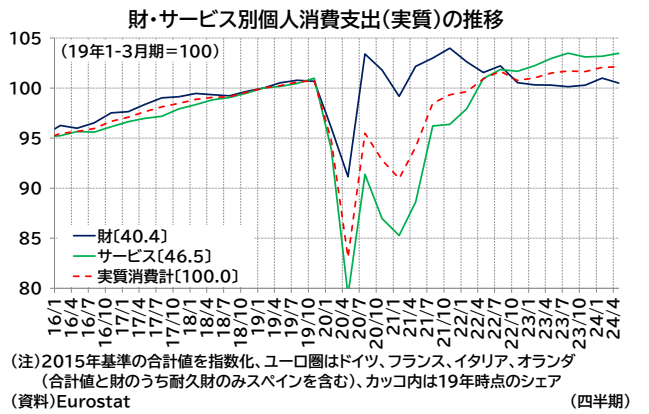


なお、投資のマイナス寄与と（純）輸出のプラス寄与については、アイルランドの知的財産生産物（I P P : intellectual property products）の移転（アイルランドから流出した場合、投資の減少とサービス輸出の増加に計上される）に伴う影響が大きいと考えられる¹。ただし、国別の前期比伸び率を見ると（図表 7）、アイルランド（アイルランドは「その他」に含まれる）以外の国でも、特にドイツにおける個人消費および投資の不振は目立っている。また、スペインでは高めの成長を記録したが、純輸出にけん引されていることが分かる（スペインは観光関連のサービス輸出が堅調となっている）。

（図表 7）



（図表 8）



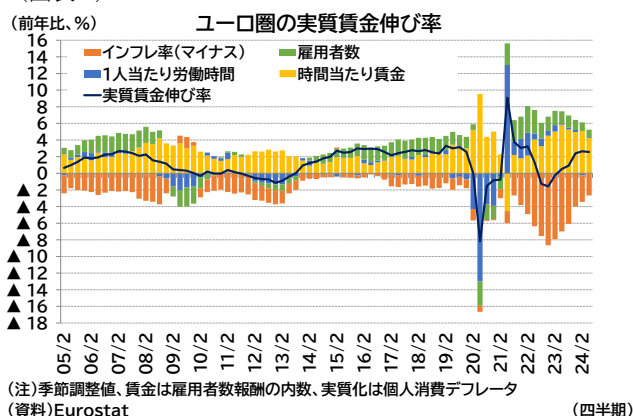
需要面の動向をやや細かく見ると、財・サービスの種類別の消費動向では（図表 8）、足もとでは財・サービスともに横ばい圏の動きで伸び悩んでいる。コロナ禍以降、消費回復を主導してきたサービス消費も 23 年後半以降は伸び悩みが感じられる。

所得状況を確認すると、実質賃金総額の前年比伸び率は 4-6 月期に 2.6% となり、5 四半期連続のプラスを記録しており順調に回復している（図表 9）。所得が回復する一方で消費の回復力に欠けるのは、家計で所得を消費にまわす意欲が高まっておらず、家計の貯蓄率が上昇していることが背景にある（図表 10）。実質賃金は方向としては回復しているが、水準としてはコロナ禍前程度にと

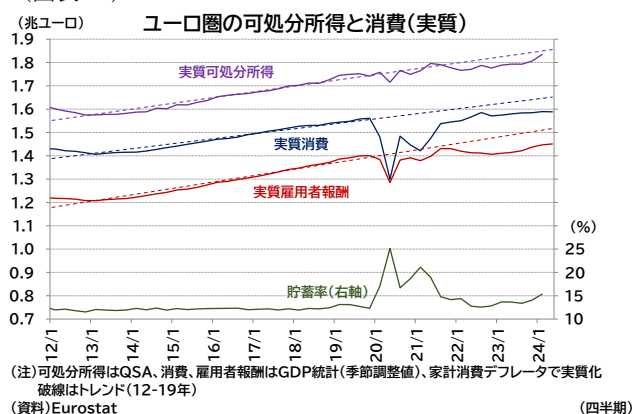
¹ なお、2015 年頃からアイルランドへの I P P の流入が拡大する時期が散見されていた。Malin Andersson, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis and Nico Zorell, [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#), ECB Economic Bulletin, Issue 3/2023（24 年 9 月 17 日アクセス）を参照。

どまっており、高インフレ後の購買力の回復が依然として十分でないことなど要因として考えられる（例えば、図表 10 の赤線（実質雇用者報酬水準））。

（図表 9）

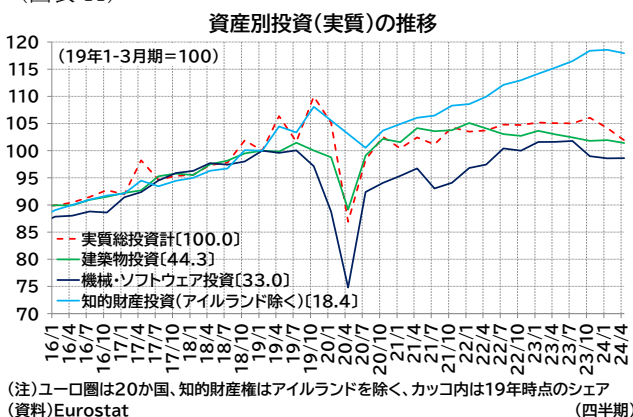


（図表 10）

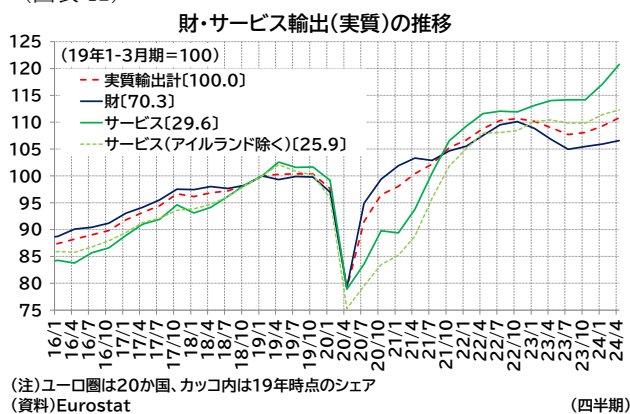


投資動向を資産別に見ると（図表 11）、高金利や景気の低迷、コロナ禍やエネルギー危機時に実施してきた政策支援の縮小を背景に建築物投資や機械投資（ソフトウェア含む）が弱含むなか、順調に成長を続けてきた知的財産投資（アイルランド除く）の伸びも停滞したため、投資全体で低迷する形となっている。また、欧州ではコロナ禍やエネルギー危機を経て深刻化した人手不足や電力価格の高さ、資材価格の上昇、過剰な規制・煩雑な行政手続きといった輸出競争力の低下²や、政府の補助金や過剰生産で価格競争力が増す中国との輸出競争激化といった課題にも直面している³。これらは、中長期的には競争力強化に向けた投資を必要とする要因ではあるが、短期的には後述するように企業景況感を低下させ生産拡大の投資意欲を削ぐ要因になっていると見られる。

（図表 11）



（図表 12）



輸出動向を財・サービスの種類別に見ると（図表 12）、財輸出は、前期比 0.6%（前期：0.4%）と足もとでは成長が継続している。4-6 月期のサービス輸出は前期比伸び率は 3.1%（前期：2.6%）と前期に続き大きく伸びたが、振れの大きいアイルランドの寄与が 2.5%ポイントと太宗を占める（前述の通りアイルランドのサービス輸出の拡大は投資の縮小と表裏一体の面がある。図表 7 も参

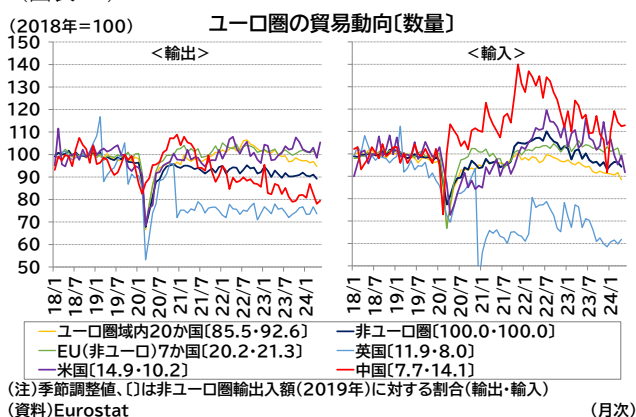
² 例えば、伊藤さゆり（2024）「ドイツの産業空洞化リスクグローバル化逆回転はドイツへの逆風、日本への追い風か？」『Weeklyエコノミスト・レター』2024-04-26 を参照。

³ 例えば、E C Bは価格競争力を持つ中国と競合する分野が拡大していることを指摘している。Alexander Al-Haschimi, Lorenz Emter, Vanessa Gunnella, Iván Ordoñez Martínez, Tobias Schuler and Tajda Spital, Why competition with China is getting tougher than ever, THE ECB BLOG, 3 September 2024（24年9月17日アクセス）。なお、中国政府の補助金に関連して、EUは中国の電気自動車に対する反補助金調査の結果、7月に相殺関税を課すことを決定している。European Commission, Commission imposes provisional countervailing duties on imports of battery electric vehicles from China while discussions with China continue, 4 July 2024（24年9月17日アクセス）、European Commission, Trade defence investigations, Case AS689 - New battery electric vehicles for passengers（24年9月17日アクセス）

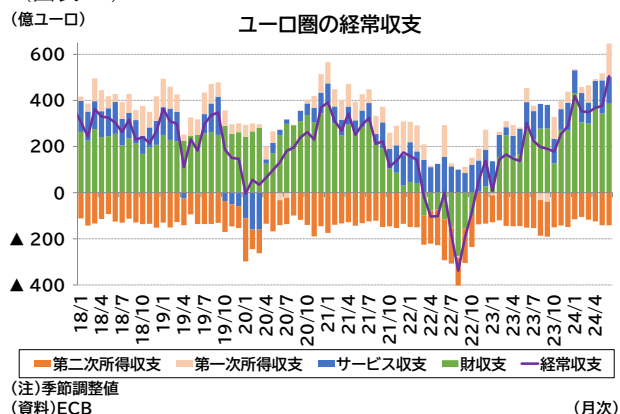
照)。ただし、アイルランドを除く輸出でも前期比 0.3%（前期：0.8%）と緩やかに拡大している。

なお、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 13）、輸出は米国向けやEU域内向けが概ね横ばい圏で推移する一方、中国向けを中心に低下しており、域外輸出全体では強さに欠ける。不動産不況などの影響で中国の需要が冴えないほか、前述した通り、欧州競争力の相対的な低下も影響している可能性がある。貿易は財輸出を中心に伸び悩んでいる一方、貿易収支に着目すると財収支の黒字が拡大しており、経常収支全体では6月にはデータ公表以来最大となる黒字となっている（図表 14）。

（図表 13）



（図表 14）

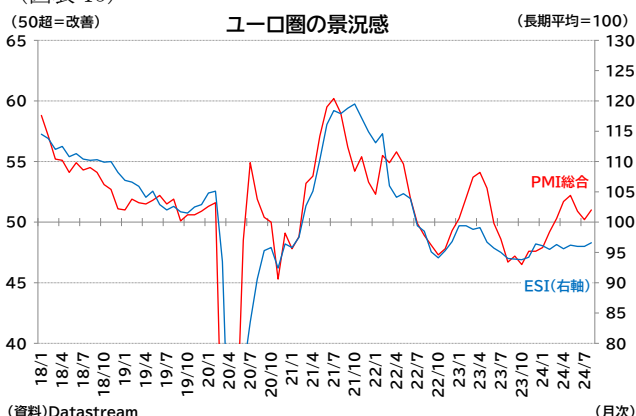


（ 景況感の改善には乏しい ）

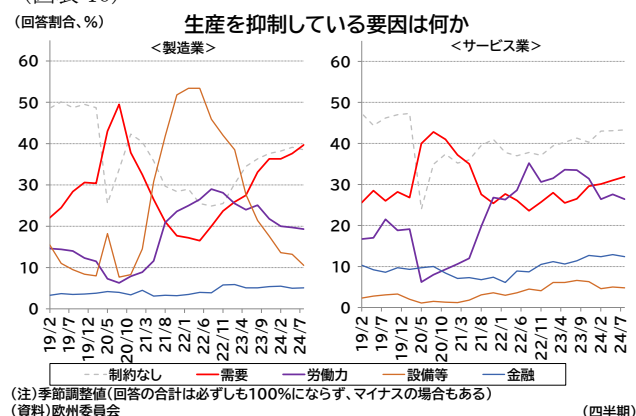
より最近の状況をサーベイデータで確認すると、景況感については盛り上がりには欠ける状況が続いている⁴。

S & P グローバルのPMI調査ではサービス業を中心に5月頃まで上昇傾向が続いていたが、その後には下落し、総合指数は好不況の境目となる50付近にとどまっている。欧州委員会の調査（ESI）では消費者景況感も各業種の企業景況感もコロナ禍前と比較して低水準での推移が続いており、目立った改善は見られていない（図表 15）。需要不足が生産抑制要因になっているとする企業が特に製造業で増加しており（図表 16）、成長率は上向いているものの、家計・企業の景気回復実感に乏しい状況が続いていると見られる。

（図表 15）



（図表 16）



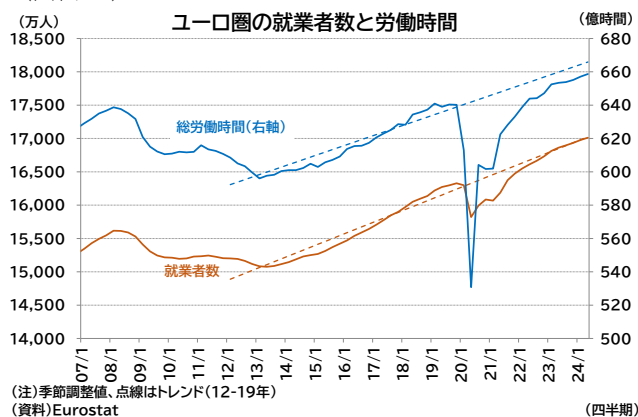
（ 雇用のひっ迫状態は継続 ）

成長率がやや上向くなか、労働市場の雇用のひっ迫感も継続している。

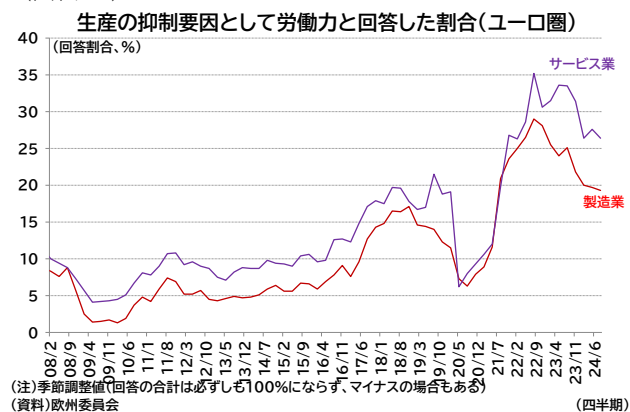
⁴ 以下ではESIやPMIを確認していく。ESIの質問は、過去3か月の需要変化・今後3か月の需要予想（サービス業）、将来1年間の財政状況・失業見通し（消費者調査）などから構成されている。一方、PMIは前月より良くなったか（上昇・増加・改善）、あるいは悪くなったか（低下・減少・悪化）を回答し、単純に前月対比での方向性を聞くものとなっている。

4-6 月期のユーロ圏の就業者数は前期比 0.2%（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%台半ばで推移が継続している。4-6 月期の総労働時間も前期比 0.2%（前期：0.3%）と就業者数並みの伸びとなり、欧州委員会の調査では製造業を中心に人手不足を感じる企業の割合が減少しているものの、なお高水準にある（図表 18）。1 人あたりの労働時間はコロナ禍前水準から 1-2%程度短い状況で概ね横ばい推移となっており、コロナ禍で生じた労働供給面での変化（意識変化による短時間勤務や病気休暇の増加など）が継続していると見られる。

（図表 17）



（図表 18）

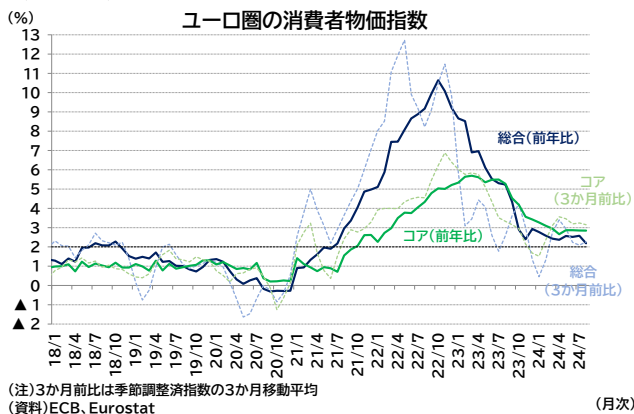


（ 物価・賃金：デフレーション過程が進む ）

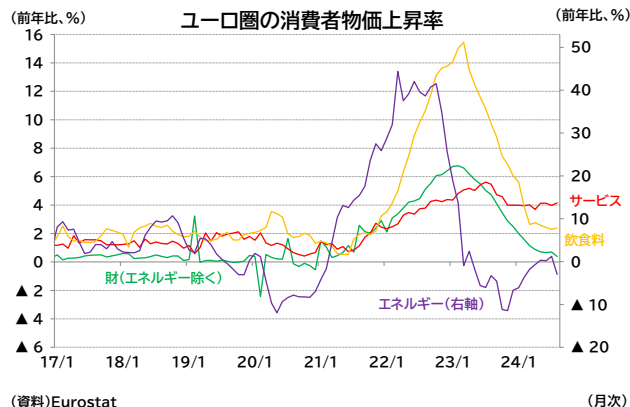
物価については、ゆっくりとだが、着実にデフレーションが進んでいる。

インフレ率は総合指数は 24 年 8 月に前年比 2.2%（速報値）まで低下した。一方、コア指数は前年比 2.8%と 2%目標をやや上回る伸び率となっている（図表 19）。サービスインフレが 4%前後の横ばい圏で推移する中、飲食料インフレや財インフレの低下ペースが減速しているため（図表 20）、コア指数でみたインフレ率は粘着性の強い動きが続いている。

（図表 19）



（図表 20）



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）⁵。

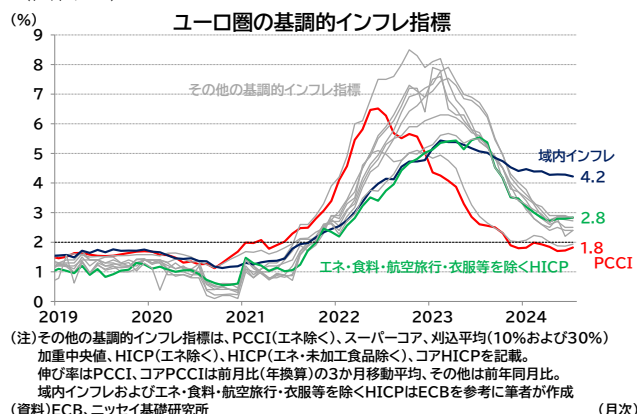
ラガルド総裁がインフレ関連指標として重視する賃金（wage）、利益（profit）、生産性（productivity）の指標を確認すると⁶、賃金上昇率については、これまで高止まりしていたが、4-

⁵ ラガルド総裁は 7 月の E C B 理事会において頭文字をとって W P P と呼んだ。Christine Lagarde and Luis de Guindos, PRESS CONFERENCE, 18 July 2024 (24 年 9 月 17 日アクセス)。

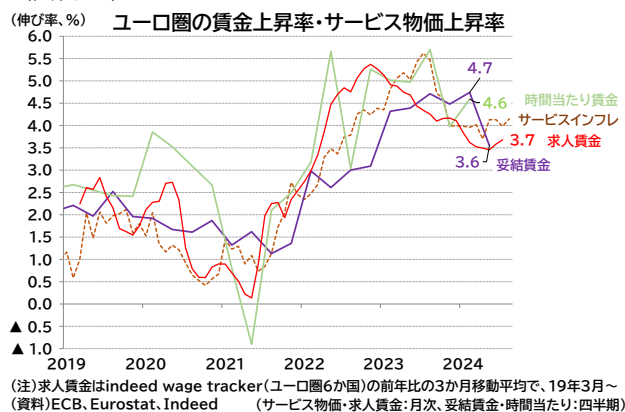
⁶ 図表 21 では E C B スタッフが中長期的なインフレを見る上で優れていると特定した 3 指標を色付けしている。なお、P C C I はインフレ率の持続・共通要素（Persistent and Common Component of Inflation）であり、12 か国の目的別指数から特異かつ一時的な変動を取り除いたもの、域内インフレは、輸入集約度（import intensity）が 18%以下の品目を集計したもの、スーパーコアはコアインフレ率から需給ギャップの変動に連動しやすい項目を集計したもの。

6 月期の妥結賃金上昇率が 3.55% となり、1-3 月期の 4.74% から大幅に低下した。妥結賃金は一時金などの要因で変動幅が大きくなり、E C B も基調的には高めの伸びが継続すると予想しているが、インフレ圧力が鈍化していくとする想定と整合的な結果となった（図表 22）。

（図表 21）



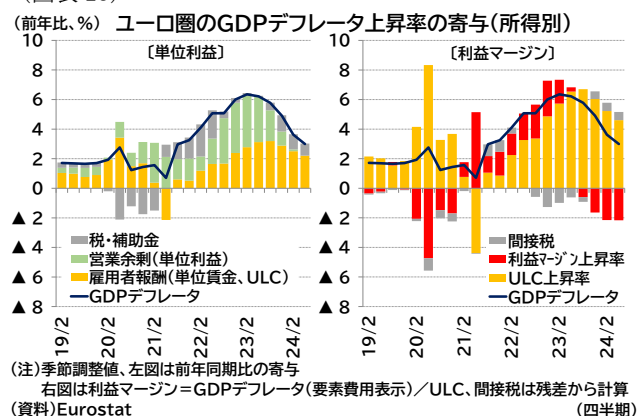
（図表 22）



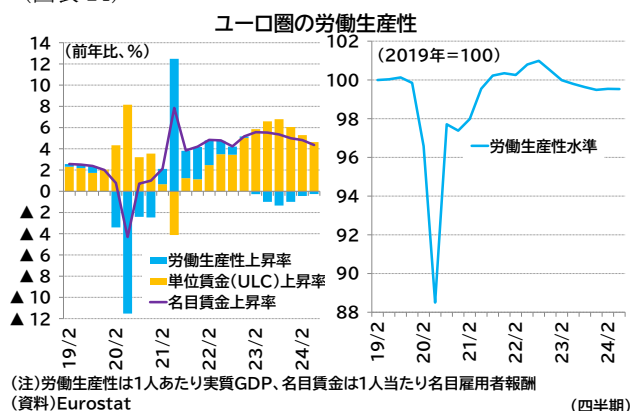
利益関連の指標を見ると、GDPデフレーターから得られる企業の価格転嫁の動向（図表 23）は、引き続き人件費の上昇を企業利益の圧縮で吸収する動きが継続している。上述の通り、人件費（賃金）はやや高めの伸びが継続しているが、人件費負担を価格に転嫁する動きは弱まっている。

生産性は、ロシア・ウクライナ戦争後に景気が低迷するなかで、就業者数が順調に回復していたこともあって（前掲図表 17）、これまで1人あたり労働生産性は悪化していた。ただし、足もとでは成長率と就業者数の伸び率が概ね同水準程度まで回復していることから、生産性が下げ止まっている（図表 24）。既存雇用者の労働生産性を引き上げる形で成長回復が実現し、さらなる労働力不足から生じる賃金上昇やインフレの圧力を回避することがE C Bのシナリオでもある。E C Bが中期的に予想する1%程度の労働生産性上昇と2%程度の単位労働コスト上昇による3%程度の名目賃金上昇⁷にはまだ距離があるが、方向としては予想通り改善していると言える。

（図表 23）



（図表 24）



（ 財政政策：財政健全化に向けた動きは継続 ）

財政面では、成長力強化のための復興基金からの資金支援（図表 25）が引き続き継続される一方で、コロナ禍やエネルギー危機に短期的に対応するための拡張財政は終了し、財政は健全化を目指し緊縮度合いがやや強まることが想定される。

4 月には新しい経済統治枠組み（Economic governance framework）が発効し、新しい財政ルールの下での財政統治が開始されている。新しい財政ルールでもGDPで財政赤字3%、債務残高60%

⁷ 例えば、ECB（2024）、ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2024。

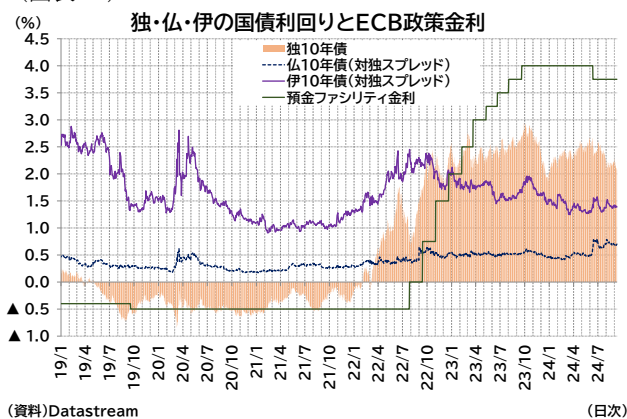
という従来の基準は維持されており、7月の閣僚理事会では、このルールに抵触する加盟国に対する過剰赤字の存在が決定された（ユーロ圏ではイタリア、フランス、マルタ、スロバキア、ベルギー）⁸。これらの国に対しては、財政健全化に向けた勧告と財政健全化状況の監視が行われる見込みである。

また、25年度の予算策定に向け、ユーログループでは生産性向上に向けた投資を維持・拡大しつつも成長への影響を最小限に抑える形で財政再建をする必要があり、また上記の新しい枠組みの要求を尊重することを確認している⁹。

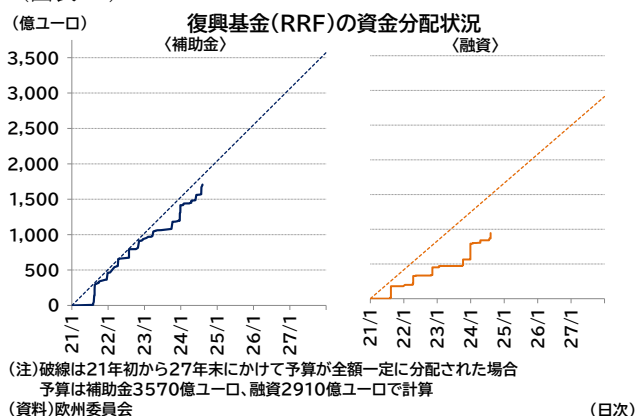
（金融政策・金利：利下げサイクル開始）

ECBは、高インフレの鎮静化に向けて22年7月から23年9月にかけて計4.5%ポイント利上げを行い、政策金利を高水準に据え置いた後、24年6月以降は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て利下げサイクルを開始し、6月と9月に0.25%ポイントずつ政策金利を引き下げた（図表26、なお7月の理事会では政策金利を据え置いた）¹⁰。また、保有資産残高の圧縮も着実に進め（図表27）、23年7月にAPP償還再投資停止、24年7月にPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の再投資削減（約半分に縮小）を行った。今後、12月末にはPEPP再投資は完全停止が予定されている。

（図表26）

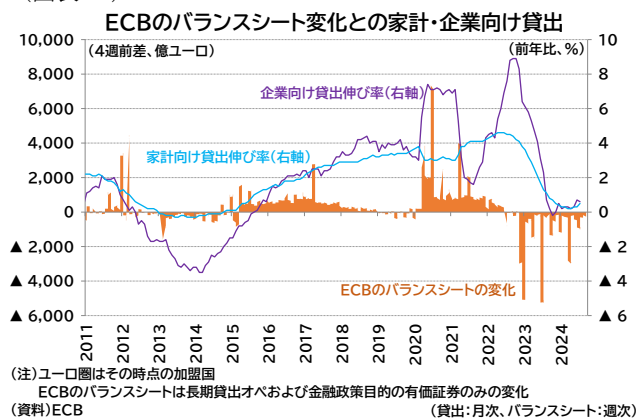


（図表25）



（日次）

（図表27）



利下げサイクルもこれまで同様、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用としている。

⁸ 非ユーロ圏の国ではハンガリー、ポーランド、ルーマニアが該当（ルーマニアはコロナ禍前からの継続）。なお、24年は新しい財政ルールのもとでの債務残高基準の抵触評価ができない（60%の基準超過でも満足いくペースで債務が削減されていれば対象外となるが、その評価には加盟国が作成する中期財政構造計画が必要）ため、財政赤字基準のみで判定された。[Council of the EU, Stability and growth pact: Council launches excessive deficit procedures against seven member states, 26 July 2024](#)（24年9月17日アクセス）。[Council of the EU, Excessive deficit procedure](#)（24年9月17日アクセス）。なお、エストニア、スペイン、スロベニア、フィンランド、チェコ（非ユーロ圏）は23年の財政赤字が3%超もしくは24年の見込みが3%超であるが、一時的もしくは例外的と判断されており、過剰赤字手続き（EDP: excessive deficit procedure）の対象外となっている。

⁹ [Eurogroup, Eurogroup statement on the fiscal stance for the euro area in 2025, 15 July 2024](#)（24年9月17日アクセス）。

¹⁰ 9月理事会での決定により実際に金利が引き下げられるのは9月18日以降。同時に、運用枠組み見直しの一環としてMRO金利（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（スプレッド縮小については3月に決定済）。その結果MRO金利は預金ファシリティ金利3.50%に0.15%を加えた3.65%となり、貸出ファシリティ金利はMRO金利に0.25%を加えた3.90%となる。

現在のところ、E C Bの想定通りにディスインフレ過程が進んでいると見られるが、インフレ動向への不確実性は依然として高く、E C Bは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。また、ある程度利下げが進むと、金融引き締め具合の評価の難易度が上がると想定されることから、25 年以降はさらに慎重に利下げ判断を行っていくと見られる¹¹。

ユーロ圏の長期金利は、金融政策運営やインフレ関連データに左右される展開となっており、昨年末から今年上半期頃まで上昇基調が続いていたが、E C Bが利下げサイクルに突入し、米国でも今後の利下げ織り込みが強まっていることを背景に、足もとでは低下基調に転じている。

2. 経済・金融環境の見通し

(見通し： 引き続き実質賃金の上昇が成長要因)

今後については、引き続き実質賃金の回復が続くことが見込まれることが、消費を後押しする要因となるだろう。また、E C Bが段階的な利下げを実施していることも追い風となる。

(図表 28)

		2022年	2023年	2024年	2025年	ユーロ圏の経済見通し															
						2023年				2024年				2025年							
		実績	実績	予測	予測	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 予測	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測				
実質GDP	前年同期比、%	3.3	0.4	0.7	1.4	1.3	0.5	0.0	0.2	0.5	0.6	0.8	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5				
	前期比年率、%	3.3	0.4	0.7	1.4	▲0.1	0.4	0.2	0.3	1.3	0.8	1.1	1.3	1.7	1.5	1.4	1.4				
内需	前年同期比寄与度	3.38	0.23	▲0.19	1.81	0.80	0.64	▲0.32	0.23	0.04	▲0.80	0.09	0.50	1.49	2.22	1.84	1.71				
	民間最終消費支出	前年同期比、%	4.9	0.7	1.0	1.7	1.5	0.8	▲0.1	0.9	0.9	0.5	0.9	1.3	1.4	1.9	1.8	1.8			
	総固定資本形成	前年同期比、%	1.9	0.9	▲1.7	2.7	1.6	1.3	0.2	1.3	▲1.0	▲3.0	▲0.8	▲0.9	1.5	4.4	2.7	2.1			
外需	前年同期比寄与度	▲0.06	0.17	0.96	▲0.43	0.50	▲0.14	0.34	▲0.05	0.49	1.43	0.77	0.61	▲0.30	▲0.85	▲0.35	▲0.20				
消費者物価(HICP)	前年比、%	8.4	5.4	2.4	2.1	8.0	6.2	5.0	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2				
失業率	平均、%	6.8	6.6	6.5	6.5	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5				
預金ファンリティ金利	期末、%	2.00	4.00	3.25	2.50	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75	2.50				
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	2.5	2.3	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	1.12	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12	1.13				
対円為替相場	平均、円	138	152	163	156	142	150	157	159	161	168	164	159	158	157	155	155				

(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

消費については、インフレ率が2%台まで低下する一方で、今後も名目賃金上昇率は4%前後の高めの伸び率が継続すると見られることから、実質所得の回復に伴った消費の改善が期待できる。ただし、景況感の改善が遅く消費意欲が大きく高まることには期待できず、当面は消費の回復力は弱い状況が続くと見られる。

投資については、復興基金からの資金支援を受け、競争力強化に向けたグリーン・デジタルの投資や人手不足を補うための省力化投資の需要は底堅く推移すると見られる。利下げサイクルが開始されたことも資金調達環境の改善につながる。一方で、当面は、生産・輸出の伸び悩みや地政学的リスクの高まりといった不確実性が企業の投資意欲を削ぐ要因となるだろう。投資も緩やかな回復が見込まれるが、力強さに欠ける状況が続くと予想する。

域外経済は、不透明感が残るものの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の景気後退入りが回避され、利下げサイクルが開始されると見られることも経済の追い風になる

¹¹ E C Bのシュナーベル専務理事は、政策金利が中立金利推計値の上限に近づくと、政策がディスインフレを減速させることを避けるためにより慎重になる必要があると指摘している。Isabel Schnabel, [The euro area inflation outlook: a scenario analysis, 30 August 2024](#) (24年9月17日アクセス)、なお、E C Bは23年終盤時点における実質の自然利子率は期間構造モデルや半構造モデルで▲0.75-0.5%程度、D S G Eモデルは変動が大きいが1%強と推計している。Claus Brand, Noémie Lisack and Falk Mazelis (2024), [Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2024.](#)

だろう。世界的な半導体需要も回復すると見られる。ただし、中国経済の低迷や競争激化など、輸出先や品目によっては軟調な動きが続く可能性がある。域外需要全体では、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1.4%になると予想する（図表28）。

インフレ率は24年2.4%、25年2.1%と予想する（表紙図表2、図表28）。

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、総合インフレ率は目標達成目前ではあるものの、コアインフレ率は目標を若干上回った状況で推移する期間が長期化すると予想する。その後、25年には賃金上昇率が低下が進んで、インフレ圧力も低下していくだろう。

ECBの金融政策運営は、インフレ動向を見極めつつ24年は3か月に1度のペースでの利下げを実施すると予想する。ただし、25年入り後は政策金利が名目中立金利に近くなるため、利下げのペースはさらに緩やかになると見られ、預金ファシリティ金利で24年末3.25%、25年末2.50%と予想する。ただし、データ次第の原則のもと、インフレ圧力の持続性が強いと判断した場合は利下げペースの減速が、デフレーションが想定以上に進む場合は利下げペースの加速といった調整がなされるだろう。

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）。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。

なお、6月に実施された欧州議会選挙を経て、7月には欧州委員会のフォンデアライエン委員長の再任が承認された。フォンデアライエン委員長は次の任期である29年までの政治指針を公表し¹²、単一市場の進化や、気候変動対応への環境整備となる「クリーン産業ディール」などを含む競争力¹³や防衛・安全保障を重視した指針を掲げている。

また、フランスでは7月にかけて下院選挙が実施された。獲得議席数は左派連合（「新人民戦線」）、大統領与党連合（「アンサンブル」）、右派（「国民連合」）の順で、いずれも過半数に満たない結果となった。欧州議会選では右派が躍進したが、右派政権発足に対する忌避感もあり、国民連合は第三会派となっている。三大会派で議会が分断するなか、9月に入り、右派共和党出身のバルニエ氏が首相に指名されたものの、引き続き難しい議会運営となると見られる。上述した通り、フランスは過剰赤字手続きの対象国であり、EUから財政赤字削減を求められているが、財政再建への不透明感は払しょくされておらず、今後、市場が警戒感を高める可能性もある。

（ 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は、域外経済、域内経済の双方に存在している。

¹² 「欧州の選択（EUROPE'S CHOICE）」と題された指針が公開されている。[European Commission, Political Guidelines 2024-2029](#)（24年9月17日アクセス）。

¹³ 競争力強化に関連し、9月には元ECB総裁のドラギ氏がEUの競争力に関して課題と提言をまとめた報告書を欧州委員会に提出した。[European Commission, Statement by President von der Leyen at the joint press conference with Mario Draghi on the report on the future of EU competitiveness, 9 September 2024](#)（24年9月17日アクセス）。

域外経済は、メインシナリオでは、米国経済は高金利の影響などで減速し、中国経済は不動産不況が重荷になっているものの、いずれも景気悪化は限定的と想定しているため、世界的な需要も底堅く推移すると想定しているが、想定以上に米国や中国の景気が悪化すれば、成長の下振れ要因となる。

域内経済は、利下げサイクルが開始されたものの、引き続き資金調達環境が引き締めのめであるなか、高金利の影響を受けやすい商業用不動産などに関連した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が残っている。インフレ圧力が長期化し利下げペースの減速や利下げの打ち止めがされれば、こうしたリスクは継続する。また、中国との競争激化などを背景に生産・輸出の伸び悩みが長期化する可能性もある。

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、悪天候による農作物価格の上昇など挙げられる。

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、ウクライナでの戦争や中東での紛争が激化し、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。気候要因で農作物価格に上昇圧力が生じる可能性がある。

一方、下振れリスクとして、域内経済が停滞し、賃金上昇圧力の低下と企業の価格転嫁姿勢の消極化が生じる可能性がある。また中国需要減速や物価上昇率の低迷を背景に、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はありません。