

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

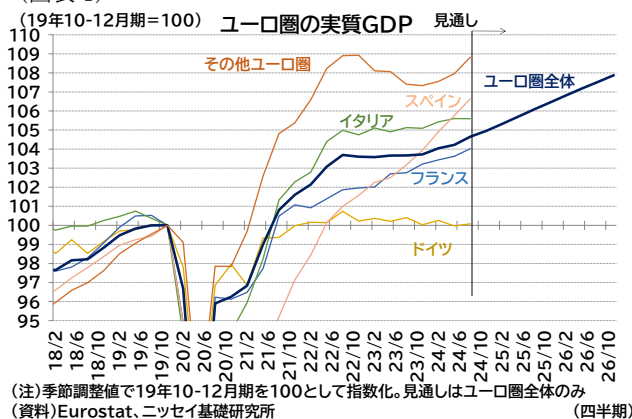
— 逆風のなか、回復は緩慢な足取りに

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

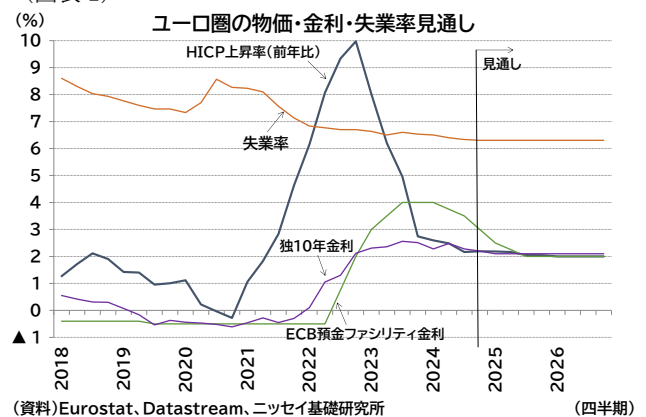
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

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た停滞から脱しつつあるが、その足取りは緩慢であり、競争力低下という構造的な課題に直面している。また、政治の不透明感も増している。
2. 7-9月期の実質成長率は前期比0.4%（年率1.7%）となり、1-3月期（前期比0.3%）、4-6月期（同0.2%）から加速した。雇用や所得環境の改善を受け、今期の成長は個人消費が主導した。ただし、消費を除く需要項目は低迷し、消費の回復力も所得と比較すると弱い。また、成長率と比較して、家計や企業の景況感改善は遅れている。
3. 総合インフレ率は2%目標前後で推移しているが、コアインフレはサービスインフレが高止まりしていることを反映して、やや高めの伸び率で横ばい圏の動きとなっている。
4. ECBはインフレ圧力の緩和と2%目標達成の見通しが強まったことを背景に、利下げサイクルを開始した。足もとではインフレ下振れリスクにも配慮し、政策金利の引き下げペースをやや加速させ、12月までに4回、合計1.0%ポイントの利下げを実施した。
5. 今後も消費を中心とした回復が見込まれるが、構造的・政治的な課題を抱えるなかで、成長ペースは緩慢なものになるだろう。成長率は24年0.8%、25年1.4%、26年1.4%、インフレ率は24年2.4%、25年2.1%、26年2.0%を予想している（図表1・2）。ECBは中立金利付近まで当面は毎会合の利下げを継続すると予想する。
6. 予想に対するリスクは、成長率に対しては下方（域内、域外経済それぞれの減速リスク）に傾き、インフレに対しては上方（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（需要減速によるデフレーション加速など）の双方に不確実性があると考えられる。また、トランプ氏の掲げる保護主義的な貿易政策は、成長率とインフレ率の双方に対して上方にも下方にも作用し得るリスクと言える。

（図表1）



（図表2）



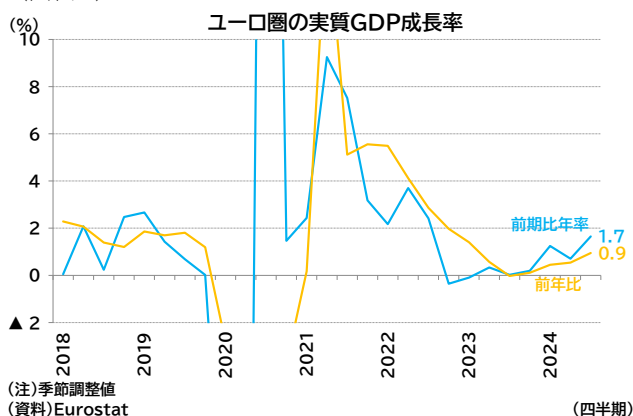
1. 経済・金融環境の現状

(実体経済：ようやく個人消費が加速)

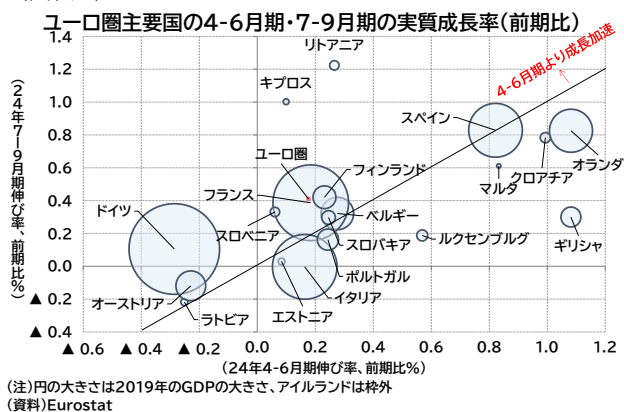
欧州経済はロシア・ウクライナ戦争を機に発生したエネルギー価格の高騰とインフレ急進、金融引き締めの影響を受けた停滞から脱しつつあるが、その足取りは緩慢であり、競争力低下という構造的な課題にも直面している。

ユーロ圏の7-9月期の実質成長率は前期比0.4%（年率換算：1.7%）となり、1-3月期（前期比0.3%、年率1.2%）、4-6月期（前期比0.2%、年率0.7%）から加速した。成長のトレンドをつかみやすい前年比で見ても7-9月期で0.9%となり、潜在成長率と見られる1%台前半には及ばないものの、緩やかな回復傾向を辿っている（図表3）。また、実質GDPの水準は、エネルギー高で景気停滞感が強まった22年夏（22年7-9月期）と比較して0.9%、コロナ禍前との比較で4.7%の高さまで回復した（表紙図表1）。

(図表3)

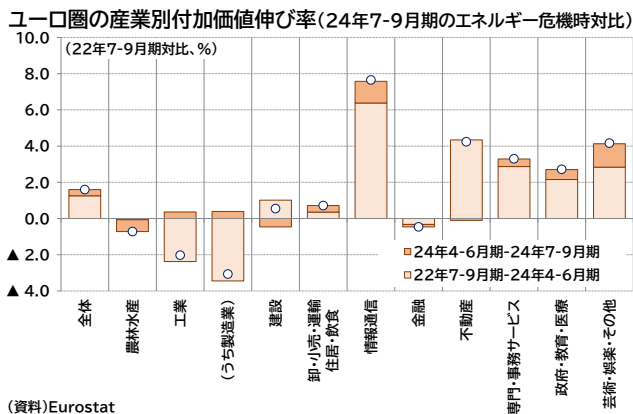


(図表4)

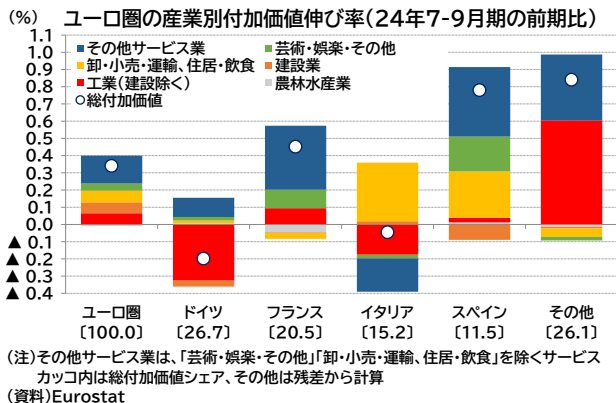


国別の成長率を見ると、7-9月期の前期比は4-6月期から改善している国がやや多い（図表4）。主要国では、ドイツ0.1%（前期：▲0.3%）、フランス0.4%（前期：0.2%）、イタリア▲0.0%（前期：0.2%）、スペイン0.8%（前期：0.8%）となっている。ただし、エネルギー危機後の回復力には依然として格差が残っており、22年夏対比で見た実質GDPの水準はスペインが5.6%、フランスが2.1%、イタリアが0.6%、ドイツが▲0.7%となっており、観光関連産業が盛り上がるスペインは好調だが製造業不振が続くドイツは低迷している（表紙図表1）。

(図表5)



(図表6)

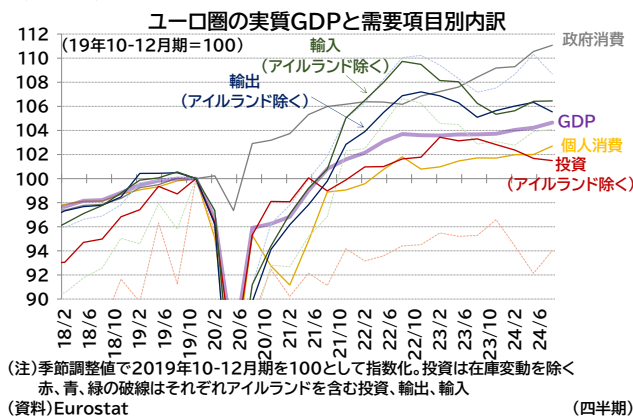


産業別付加価値の前期比成長率（図表5の濃い網掛け）は、ユーロ圏全体でみると、芸術・娯楽・その他サービス（1.3%）、情報通信サービス（1.2%）、政府・教育・医療サービス（0.5%）といっ

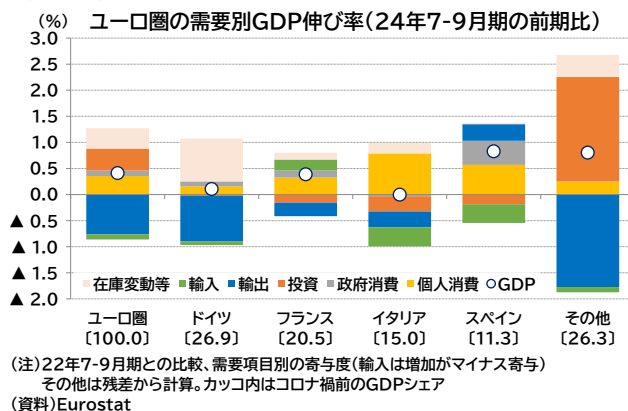
たサービス業で相対的に高かった。一方で、建設業(▲0.5%)や金融(▲0.1%)や不動産(▲0.1%)がマイナス成長となった。低迷が続く製造業は前期比0.4%と4-6月期までの6四半期連続のマイナスから7-9月期はプラスに転じている。ただし、22年夏と比較した付加価値水準(図表5の○印)は、3.1%程度低い水準にとどまる。

国別の付加価値伸び率を見ると(図表5)、GDP成長率がわずかにマイナスだったイタリアのほか、ドイツでも付加価値ベースではマイナス成長となっており、両国ともに工業の低迷が伸び率を押し下げている。一方、スペインでは卸・小売・運輸、居住・飲食や芸術・娯楽・その他などサービス業が成長を押し上げている。

(図表7)

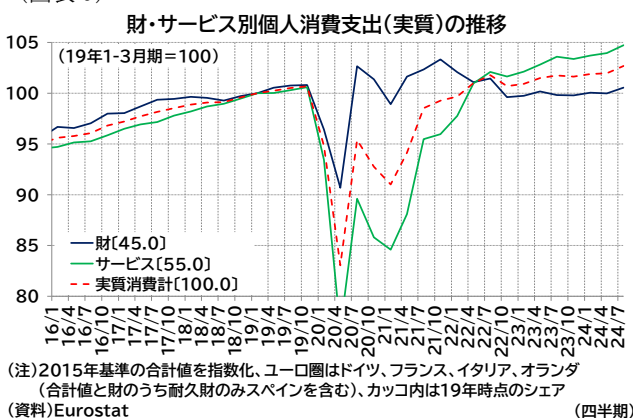


(図表8)

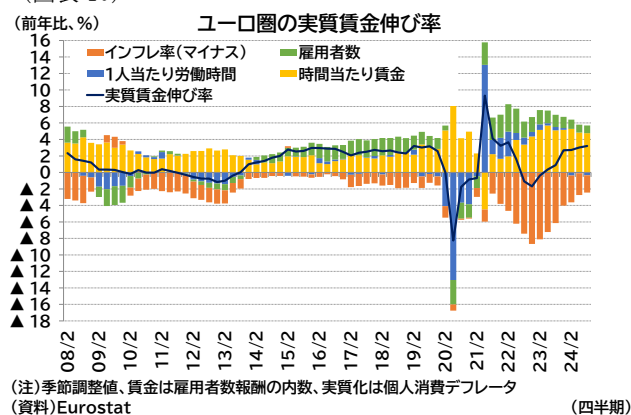


需要項目別の前期比成長率は、ユーロ圏全体では、個人消費0.7%(前期:0.0%)、投資2.0%(前期:▲2.4%)、政府消費0.5%(前期:1.2%)、輸出▲1.5%(前期:1.5%)、輸入0.2%(前期:1.1%)であり、在庫変動等の前期比寄与度が0.37%ポイント(前期:0.17%ポイント)、外需の前期比寄与度が▲0.86%ポイント(前期:0.26%ポイント)となった。なお、最近の投資や輸出入の動きは、アイルランドの知的財産生産物(I P P: intellectual property products)の移転に伴って振れ幅が大きくなっていると見られる¹。アイルランドを除く前期比伸び率は投資が▲0.2%(前期▲0.7%)、輸出が前期比▲0.7%(前期0.3%)、輸入が前期比0.0%(前期0.7%)とだった。全体的に見れば、今期の成長は個人消費が主導したと言えるが、消費を除く需要項目は弱含んだ(図表7)。

(図表9)



(図表10)



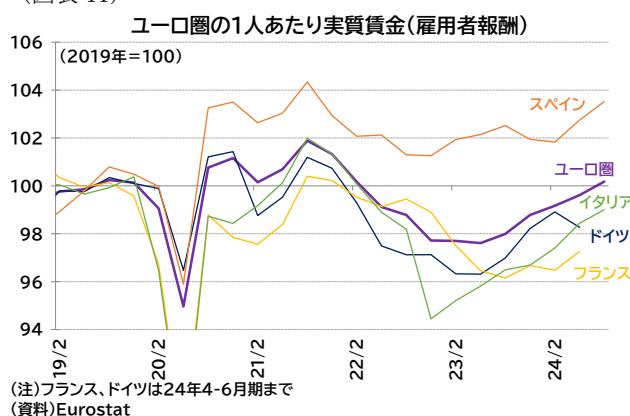
¹ アイルランドの投資は、23年10-12月期65.6%、24年1-3月期▲40.6%、4-6月期▲63.0%、7-9月期211.9%と足もとでの振れが大きい。輸出入では23年10-12月期の輸出▲1.4%、輸入12.7%、24年1-3月期の輸出7.4%、輸入▲6.2%、4-6月期の輸出12.0%、輸入5.0%、7-9月期の輸出▲7.0%、輸入▲0.4%となっている。I P Pが国外に流出する場合は投資がマイナス、輸出がプラス(流入は逆)となるため、最近のI P Pの流出入の動きが激しかった可能性がある。

国別の前期比伸び率を見ても（図表 8）、7-9 月期は総じて個人消費が成長率の押し上げに寄与した。一方で、輸出は観光関連のサービス輸出が堅調なスペインを除いて低迷、投資も主要 4 개국では成長率の押し下げに寄与している（その他のユーロ圏では投資が大幅なプラス寄与となっているが、上記アイルランドの要因が大きい）。

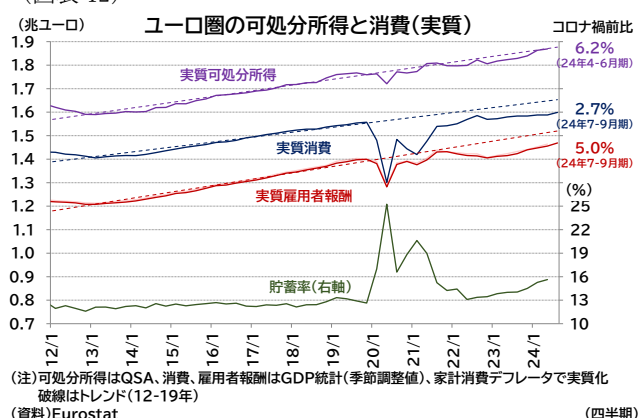
次に需要面の動向をやや細かく見ると、財・サービスの種類別の消費動向では、7-9 月期は財もサービスも前期比プラス成長となった（図表 9）。このところ、実質賃金上昇率は総額ベースで 3%前後の安定したプラス成長を維持しており、賃金・所得環境の改善がようやく個人消費の成長として顕在化してきたと見られる（図表 10）。

ただし、所得の回復と比較すると消費の回復力は依然として弱い。理由として、雇用者 1 人あたりで見た実質の賃金水準（購買力）が依然としてコロナ禍前程度にとどまっているほか（図表 11）、後述するように景況感の改善が緩慢であり、高インフレによる実質純資産の減少、金利上昇や固定ローン借り換え準備のための貯蓄選好などが考えられる。結果として、家計の貯蓄率は上昇傾向が続いている（図表 12、実質可処分所得と貯蓄率のデータは 4-6 月期まで）。

（図表 11）

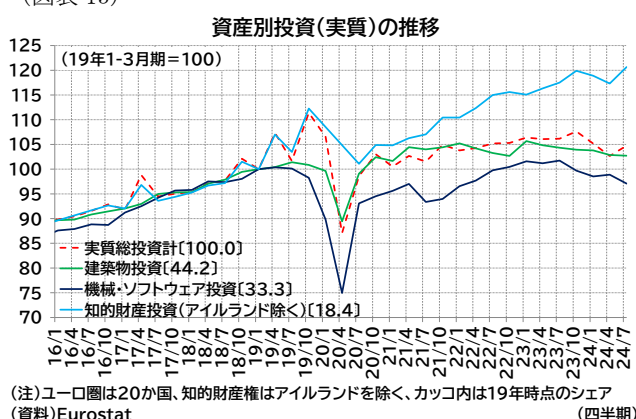


（図表 12）

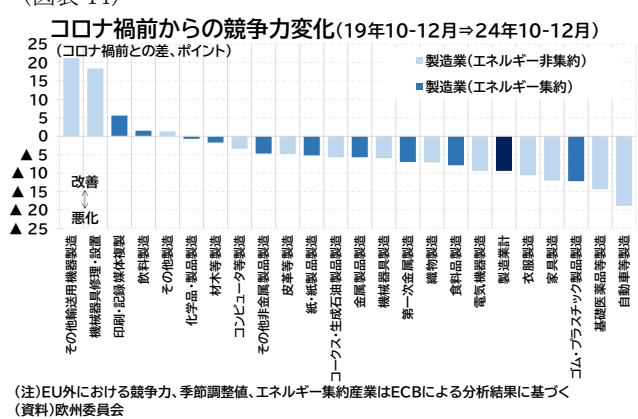


投資動向を資産別に見ると、知的財産投資（アイルランド除く）が 1-3 月期、4-6 月期の落ち込みから反発したが、建築物投資や機械投資（ソフトウェア含む）の弱含みは続いている（図表 13）。コロナ禍やエネルギー危機時に関連した政策支援の縮小、ロシア・ウクライナ戦争や中東紛争などの地政学的緊張と不確実性の高まり、高金利が投資の低迷に寄与していると見られる。このほか、人手不足や電力価格の高さ、資材価格の上昇、過剰な規制・煩雑な行政手続きといった欧州自身の競争力低下や、政府の補助金や過剰生産を背景とした中国の競争力の高まりで競争環境が激化していることも域内の投資意欲を削いでいる要因と見られる。特に欧州自身の競争力低下は、自動車産業を中心に製造業全般で懸念事項となっている（図表 14）。

（図表 13）



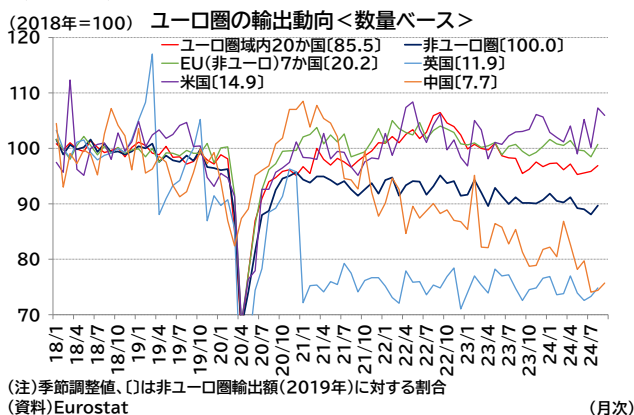
（図表 14）



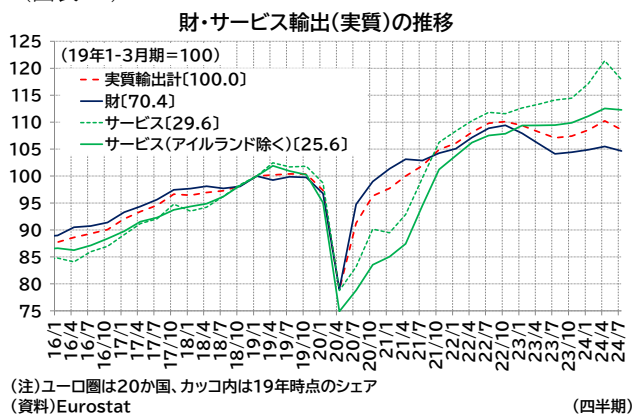
輸出動向は全体では力強さに欠ける状況が続いている。財・サービスの種類別に見ると(図表 15)、財輸出は、7-9 月期に前期比▲0.8% (前期: 0.6%) とマイナスに転じた。サービス輸出はアイルランドを除くと前期比 0.1% (前期: 1.7%) とほぼ横ばいだった(なお、アイルランドを含むサービス輸出は前期比▲2.9% (前期 3.6%) と落ち込んだ)。

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 16)、輸出は米国向けがごく緩やかに拡大、欧州向け(域内含む)が概ね横ばい、中国向けが低下基調にある。また、世界全体の輸出量と比較すると、ユーロ圏の輸出量の伸び悩みが鮮明となっており、背景として、上述したような欧州の競争力低下や中国との競争激化が考えられる(図表 17)。

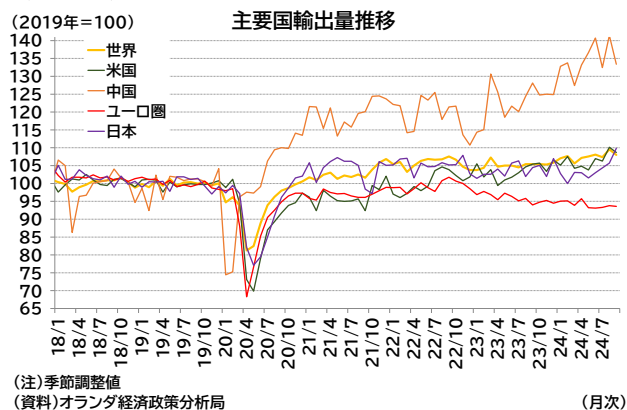
(図表 16)



(図表 15)



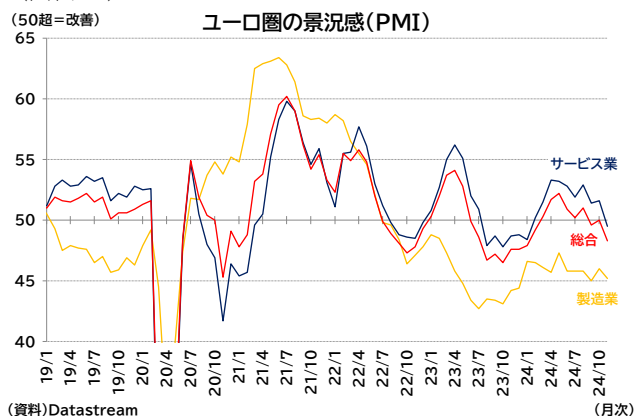
(図表 17)



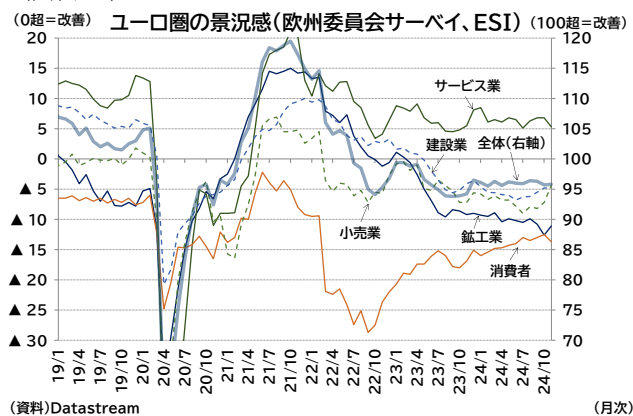
(景況感は引き続き低迷)

より最近の状況をサーベイデータで確認すると、S & P グローバルのPMI では景況感が低下、欧州委員会調査(ESI)では低迷が続いている²。

(図表 18)



(図表 19)



製造業PMIは22年7月以降、50割れが続いている(図表 18)。サービス業PMIは今年5月

² 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。ESI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。

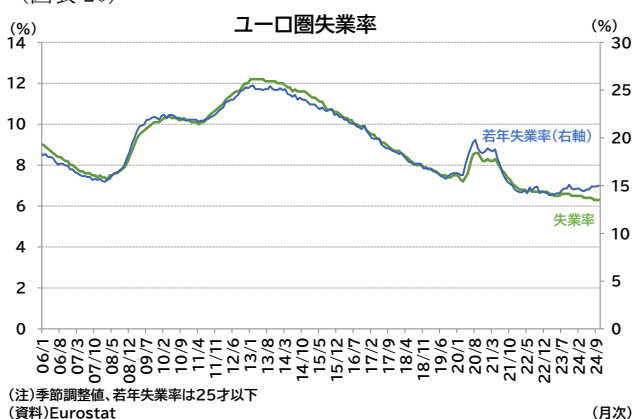
頃までは回復していたが、その後は低下に転じ、11月には好不況の境目となる50付近を割った。ESIでは目立った低下はないが、鉱工業の景況感が緩やかに低下しているほか、他業種の景況感もコロナ禍前と比較して悪い状況が続いている（図表19）。消費者景況感については回復傾向にあるが、その足取りはかなり緩やかである。成長率の回復に比べて、家計・企業の景気回復の実感は乏しい状況が続いていると見られる。

（ 労働市場は製造業中心に軟化しているものの、サービス業では依然ひっ迫 ）

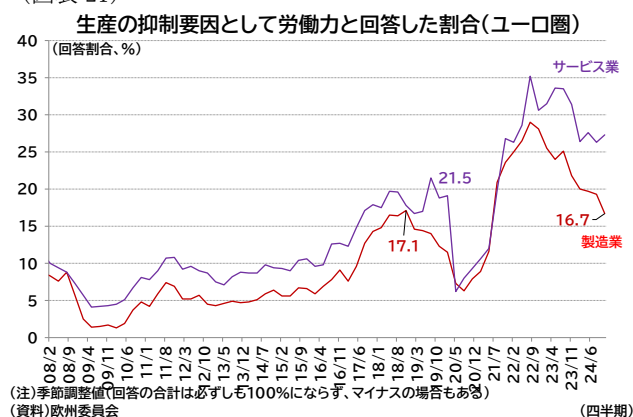
雇用環境は全体として見ると堅調さを維持しているが、サービス業でひっ迫感が残る一方、製造業を中心に軟化しておりバラツキが大きくなっている。

7-9月期のユーロ圏の雇用者数は前期比0.2%（前期：0.2%）と安定して成長し、失業率は過去最低水準となる6%台前半での推移が継続している（図表20）。一方で1人あたりの労働時間がわずかに減少しているため、7-9月期の総労働時間は前期比0.0%（前期：0.1%）と雇用者数の伸びをやや下回る状況にある。人手不足に関する欧州委員会の調査を見ると、製造業では景気が低迷していることを受けて、生産の抑制要因として労働力を挙げる企業の割合が減少を続けており、コロナ禍前のピークを下回った。ドイツでは自動車産業などで雇用削減計画も立てられている。一方でサービス業の人手不足感は依然として高水準にある（図表21）。

（図表20）



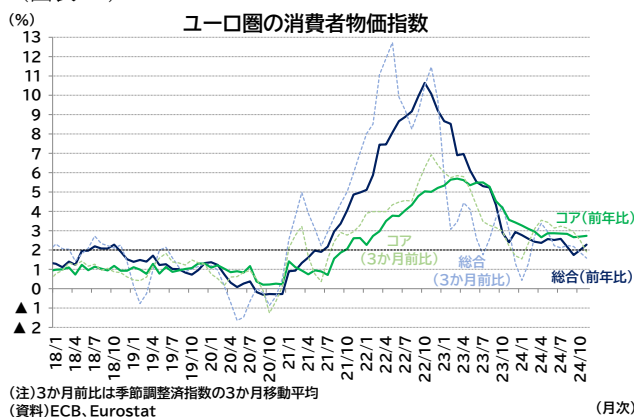
（図表21）



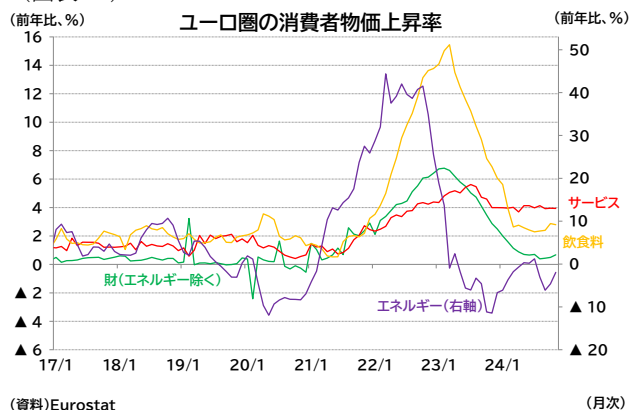
（ 物価・賃金：コアインフレが粘着性の強い動き ）

物価は、総合インフレ率は目標前後で推移しているが、コアインフレはやや高めの伸び率で横ばい圏の動きとなっている。

（図表22）



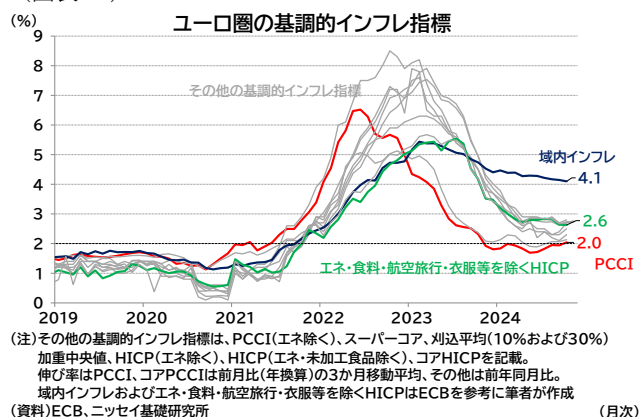
（図表23）



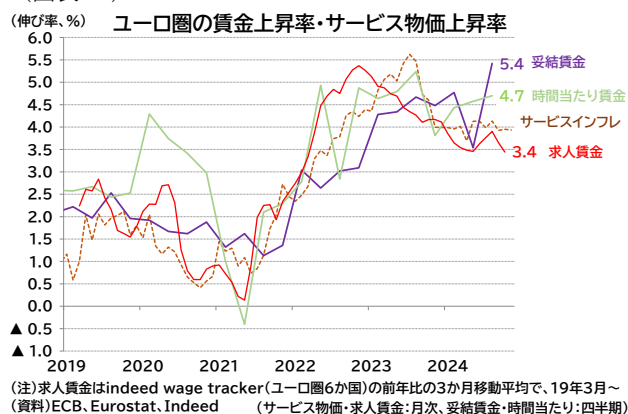
インフレ率は総合指数は24年9月に目標を下回る前年比1.7%まで低下したのち、飲食料イン

フレ加速とエネルギーインフレのマイナス寄与縮小を主因に11月には2.3%（速報値）まで反発した（図表22・23）。コア指数では財インフレが0%台半ばで推移する一方、サービスインフレが4%前後で高止まりしているため、こここのところ横ばい圏で推移しており、11月は前年比2.7%（速報値）となっている（図表22・23）。ECBが重視する基調的なインフレ指標は、域内インフレは4%台と高い伸び率だが、大半の指標は2%台前半で推移している（図表24）³。なお、物価上昇の勢い（季節調整後の3か月移動平均後の3か月前比年率）は弱まり、11月は総合指数、コア指数ともに2%を割り込んだ。

（図表24）

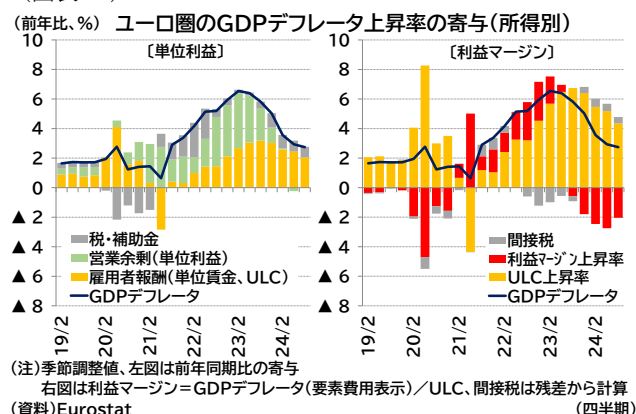


（図表25）

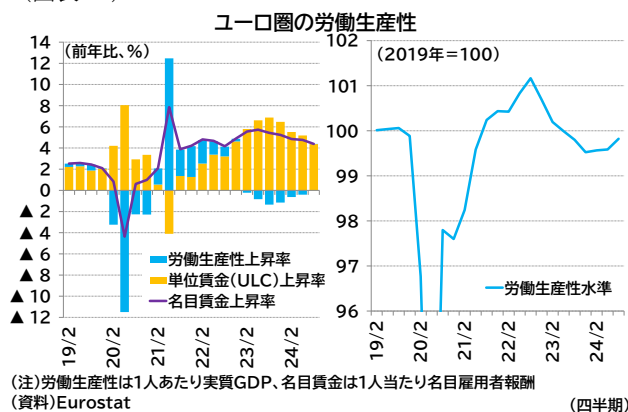


ラガルド総裁がインフレ関連指標として重視する賃金（wage）、利益（profit）、生産性（productivity）の指標を確認すると⁴、賃金上昇率については、7-9月期の妥結賃金上昇率が5.42%となり、4-6月期の3.54%から急上昇した。7-9月期の急上昇はドイツの高い賃上げ（7-9月期は8.8%）が押し上げた部分が多いが、ドイツ中銀は景気低迷とインフレ鎮静化で賃上げ率は7-9月期がピークとなり、今後は、過去2年と比較してかなり低い賃上げ合意になるだろうと述べている⁵。ECBは賃金上昇率や一部のサービス価格には過去のインフレ高騰の影響が遅れて生じているが、基調的なインフレ率は全体的に見れば、目標に沿う形で進展していると評価している⁶。

（図表26）



（図表27）



利益関連の指標を見ると、単位労働コスト（U L C）上昇率は、23年7-9月期の6.7%をピーク

³ 図表24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。

⁴ ラガルド総裁は7月のECB理事会において頭文字をとってWPPと呼んだ。[Christine Lagarde and Luis de Guindos, PRESS CONFERENCE, 18 July 2024](#)（24年12月11日アクセス）。

⁵ [Bundesbank, Monthly Report - November 2024, Vol. 76 No 11](#)（24年12月11日アクセス）。

⁶ [Christine Lagarde and Luis de Guindos, PRESS CONFERENCE, 12 December 2024](#)（24年12月13日アクセス）。

に、24 年 7-9 月期は 4.4%まで低下した。伸び率自体はまだ高いものの、傾向としては人件費の伸びが低下傾向しているため、利益を圧縮する圧力をやや和らげつつ GDP デフレーター（単価）が低下している（図表 26）。

生産性は、足もとで雇用者数の伸び率をやや上回る経済成長率を達成できており、緩やかではあるが改善している（図表 27）。この労働生産性の改善は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しつつ成長率の回復を見込む ECB のシナリオとも一致する。

（ 財政政策：独仏では政策の不透明感が増す ）

財政面では 4 月から新しい財政ルールが発効し、段階的な財政健全化を目指す方向が確認された。

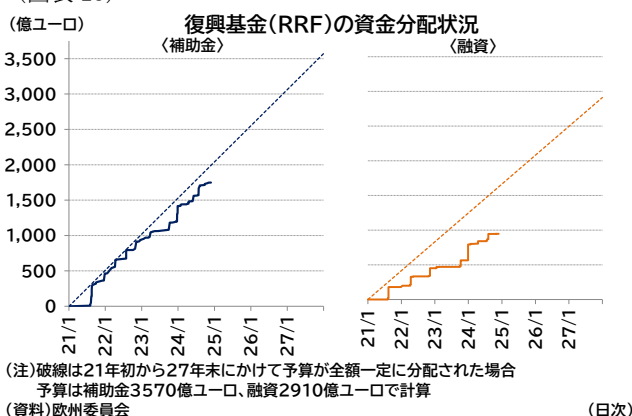
ただし、25 年各国予算案の欧州委員会による評価は、全体で見れば財政スタンス⁷が 24 年よりもごくわずかに緊縮化されるにとどまる⁸。ユーログループではユーロ圏の財政赤字や債務残高の規模、デフレーションを支える必要性を勘案すれば、財政スタンスの若干の緊縮化は適切であると評価する一方、競争力と強靱性を備えた経済には投資が引き続き不可欠であるとし、投資拡大の取り組みや復興基金の支援などを反映して（図表 28）、公共投資が上昇傾向にあると予想されていることを歓迎している⁹。ユーロ圏全体での財政赤字は、復興基金からの資金支援などもあり、24 年の GDP 比 3%から 25 年には 2.9%（26 年は 2.8%）にわずかに縮小すると見積もられており、財政面での景気への影響は限定的と考えられる。

一方で、ユーロ圏の 2 大国であるドイツとフランスでは、財政政策を巡る政党間の対立から予算成立の見込みが立っていない¹⁰。

ドイツは連立与党内で、財政の緩和を許容したいとする社会民主党（SPD）や緑の党と、財政健全化を堅持したいとする自由民主党（FDP）が対立し、FDP のリントナー財務相が解任される形で連立政権が崩壊した。

フランスでは 9 月に少数与党のバルニエ政権が発足したばかりだったが、予算案に対する野党の反発から不信任案が提出され、可決された。いずれも、当面は暫定予算で行政が運営される見込みであるが、政策の不透明感は増している。

（図表 28）



（ 金融政策・金利：利下げペースを加速 ）

ECB はこれまでの制限的な金融政策からの緩和に着手しており、足もとではインフレの下振れリスクにも配慮し、政策金利の引き下げペースをやや加速させている（図表 29）。

政策金利は、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%ポイント引き上げられ、高水準に据え置かれた後、24 年 6 月以降は引き下げが開始された。金融政策の運営に

⁷ 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（限制的）であるかを示す指標。

⁸ [European Commission, Commission assesses EU countries' plans for fiscal stability and sustainable growth, 26 November 2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）、[European Commission, Questions and answers on the European Semester Autumn Package, 26 November 2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）。なお、ベルギー、オーストリア、スペインは欧州委員会に予算案が提出されていない（ベルギー、オーストリアは選挙後の組閣遅延によるもの、スペインは予算案提出を見送り）。7 月の閣僚理事会では、過剰赤字の存在が決定された加盟国（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）に対する勧告も提案された。

⁹ [Eurogroup, Eurogroup statement on the draft budgetary plans for 2025, 9 December 2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）。

¹⁰ また、極右主導の政権が発足したオランダの予算案は欧州委員会から勧告に沿っていない、と評価されている（なお、エストニア、ドイツ、フィンランド、アイルランド、ルクセンブルク、マルタ、ポルトガルは、一部分が勧告に沿っていないと評価されている）。

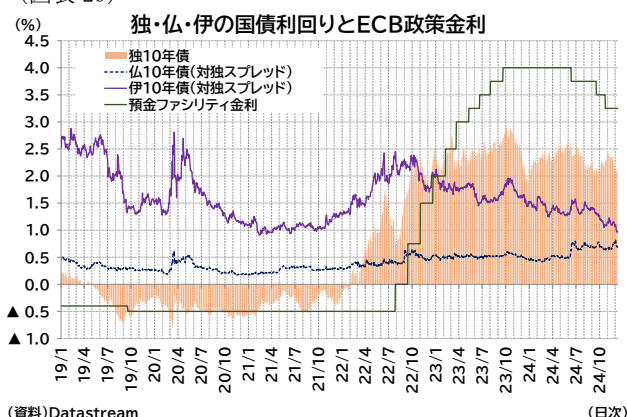
については、従来通り政策金利の経路を事前に確約することなく、①最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、②基調的なインフレ動向、③金融政策の伝達状況を評価し、データ依存で会合毎に判断・決定するアプローチを採るとしている。当初は、インフレ高止まりを警戒する形で、7月理事会では政策金利を据え置くなど、緩やかなペースでの利下げが行われたが、9月以降は3会合連続で利下げが決定された。

賃金上昇率の高止まりやコアインフレ率の粘着性も観察される状況ではあるが、基調的なインフレ率が低下していると判断され、目標達成への確度が増し、インフレリスクとしては上振れだけでなく、下振れへの配慮も必要となっていることが連続利下げの背景にあると言える¹¹。

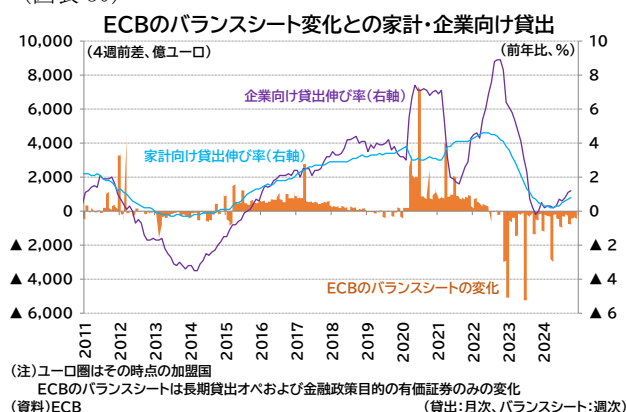
ユーロ圏の長期金利は、金融政策やインフレ関連データに左右される展開となっている。24年終盤はトランプ氏の大統領選勝利を受けて米金利中心に上昇圧力が高まる局面もあったが、ユーロ圏では政策金利の利下げペース加速などを受けて、長期金利は2%台前半で推移している(図表29)。

なお、ECBの保有資産残高については(図表30)、23年7月にAPPの償還再投資を停止、24年7月にPEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の再投資を約半分に縮小しており、12月末にはPEPPの再投資を完全に停止する予定となっている。フランスでは議会が三会派に分裂し、不安定感が増したため、対独スプレッドが拡大しているが、金利上昇で「分断化」が懸念された22年夏ごろのイタリアなどと比較すれば対独スプレッド幅は限定的である。

(図表29)



(図表30)



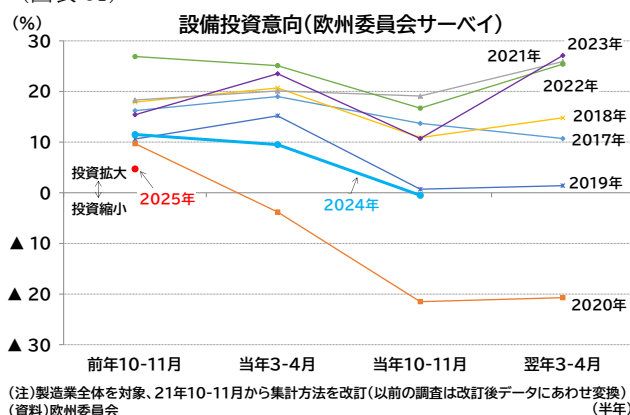
2. 経済・金融環境の見通し

(見通し: 消費主導の成長が継続)

今後については、引き続き所得環境の改善を受けた消費主導の回復が続くことが見込まれる。また、ECBが段階的な利下げを実施していることも経済の追い風となるだろう。ただし、構造的・政治的な課題を抱えるなか、回復力は乏しいものになるだろう。

消費は、雇用環境が安定するなかで、当面は実質賃金が高めの伸びを維持すると予想されることが回復を促すだろう。ただし、景況感の

(図表31)



¹¹ なお、12月会合では景気見通しおよびインフレ見通しが9月会合時よりも下方修正された。[ECB, Eurosystem staff Macroeconomic projections, December 2024](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2024/1213/index.en.html) (2024年12月13日アクセス)

改善ペースが遅いため、回復力は弱いものとなるだろう。インフレ率の低下や購買力の改善は景況感の改善や貯蓄率の低下を促すだろうが、経済や政治をとりまく不確実性も高いため、消費の大幅な加速は期待できないだろう。

投資は、構造問題に直面するなかで、当面は盛り上がりには欠け、その後の回復もごく緩やかなものにとどまるだろう。欧州委員会の調査による製造業の設備投資意向を見ると、24年・25年ともにコロナ禍（20年）を除いて近年で最低の水準となっている（図表31）。復興基金による資金支援やECBの利下げに伴う資金調達環境の改善という投資押し上げ要因はあるが、競争力の低下を背景にした生産・輸出の伸び悩みや地政学的リスクの高まりが民間投資を妨げる要因になるだろう。

域外経済は、域外需要の緩やかな回復を見込んでいる。しかしながら、競争激化などから、輸出先や品目によっては軟調な動きが続く可能性があり、加えて、来年以降はトランプ氏が大統領に就任し、保護主義的な貿易政策が強まると見られる。貿易動向の不確実性は高まっており、特に財輸出は、不透明感が残る状況での緩やかな回復となるだろう。

上記を踏まえて、暦年でみた欧州経済の成長率は24年0.8%、25年1.4%、26年1.4%になると予想する（図表32）。

（図表 32）

		2023年	2024年	2025年	2026年	2024年				2025年				2026年			
		実績	予測	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 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	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、%	0.4	0.8	1.4	1.4	0.4	0.5	0.9	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
	前期比年率、%	0.4	0.8	1.4	1.4	1.2	0.7	1.7	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
内需	前年同期比寄与度	0.11	0.38	1.38	1.29	▲0.01	▲0.70	0.81	1.17	1.72	2.01	0.97	0.82	1.03	1.21	1.37	1.56
	民間最終消費支出	前年同期比、%	0.6	1.0	1.4	1.5	1.0	0.5	1.0	1.3	1.4	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
	総固定資本形成	前年同期比、%	1.6	▲1.8	2.3	2.3	▲1.1	▲3.2	▲1.3	▲2.0	0.8	3.9	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
外需	前年同期比寄与度	0.27	0.48	▲0.04	0.09	0.46	1.24	0.14	0.01	▲0.51	▲0.63	0.38	0.60	0.39	0.19	▲0.01	▲0.21
消費者物価(HICP)	前年比、%	5.4	2.4	2.1	2.0	2.6	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率	平均、%	6.6	6.4	6.3	6.3	6.5	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	4.00	3.00	2.00	2.00	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.4	2.3	2.1	2.1	2.3	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
対ドル為替相場	平均、ドル	1.08	1.09	1.05	1.09	1.09	1.08	1.10	1.07	1.04	1.05	1.05	1.06	1.06	1.07	1.08	1.09
対円為替相場	平均、円	152	164	156	154	161	168	164	163	156	158	155	156	154	154	154	153

(注) ユーロ圏は20カ国。 ※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1.15%に縮小

(資料) Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

（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2.4%、25年2.1%、26年2.0%と予想する（表紙図表2、図表32）。

総合インフレ率は引き続き目標前後で推移するものの、25年半ばまでは、名目賃金上昇率の高止まりが続き、サービスインフレも粘着的な動きとなるだろう。その結果、コアインフレ率は当面は目標を若干上回った状況で推移すると予想する。ただし、25年後半からは賃金上昇率やサービスインフレも低下が進み、コアインフレ率も目標付近で推移すると予想する。

ECBは引き続きデータを確認しつつ、引き締め度合いの緩和を進めると見られるが、インフレの下振れリスクが意識されるなかでは、中立金利付近までは毎会合の利下げを行い、比較的速やかに利下げを実施するとみている。ただし25年入り後、金利を中立金利付近まで下げた後は、金融引き締め具合の評価に時間を要すると想定されることから、やや慎重に利下げ判断を行っていくと考える¹²。預金ファシリティ金利で24年末3.00%、25年末2.00%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、ディスインフレ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。

¹² ECBのシュナーベル専務理事は、足もとで中立金利の水準の不確実性が増していると指摘している。Isabel Schnabel, [Reassessing monetary policy tools in a volatile macroeconomic environment, 14 November 2024](#)（24年12月11日アクセス）、なお、ECB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、DSGEモデルは変動が大きい1%強と推計している。

ドイツ 10 年債金利は、利下げに沿う形で若干低下し、24 年平均 2.4%、25 年平均 2.1%、26 年平均 2.0%での推移を予想している（表紙図表 2、図表 32）。なお P E P P の償還再投資の終了に伴い、25 年からは「分断化」防止手段は制約される。ただし、見通し期間にわたって E C B の介入を必要とするような金利急上昇は想定していない。

政治面では、12 月に第二次フォンデアライエン体制が発足した。フォンデアライエン委員長は新体制の最初の主要な取り組みは「競争力の羅針盤（Competitiveness Compass）」となるとし、3 つの柱としてドラギ氏がまとめた競争力に関する報告書¹³に基づく「米国や中国とのイノベーション格差の解消」「脱炭素化と競争力のための共同計画」「安全保障の強化と依存の低減」を挙げ¹⁴、現在 E U が直面する課題に対処していく姿勢を示した。

また、ドイツでは 12 月 16 日にシュルツ首相への信任投票が行われる予定で、連立政権の崩壊を受けて不信任となり議会が解散される見通しとなっている。総選挙は来年 2 月になる見込みで、現時点の世論調査¹⁵では中道右派のキリスト教民主・社会同盟（C D U / C S U）、次いで極右のドイツのための選択肢（A f D）の支持率が高い。ただし、C D U / C S U は単独で過半数の議席を確保する勢いはなく、また A f D との連立は否定している。A f D に次いで支持率の高い S P D との連立でも過半数議席に届かない可能性もあり、政権樹立が困難となることが見通される。なお、C D U / C S U は伝統的に財政規律を重視してきた政党だが、最近では「債務ブレーキ」¹⁶に対して柔軟な姿勢も見せている¹⁷。

フランスではバルニエ内閣の崩壊後、新政権の発足が模索されているが、下院は左派連合（「新人民戦線」）、大統領与党連合（「アンサンブル」）、右派（「国民連合」）の三派に分断され、前回選挙から 1 年を経なければ議会解散ができないため、少なくとも来年 6 月までは政策運営が難しい状況が続くと見られる。過剰赤字手続きの対象国である上、財政再建への不透明感が続くことから、市場の警戒感も高い状況が継続するだろう。

（ 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。

域外経済は、世界的な需要が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。特に米国でトランプ氏が大統領に就任した後の関税政策などは欧州にも少なくない影響を及ぼすと見られる。一般的には保護主義的な貿易政策は供給網の再編など効率的な生産を阻害し、世界成長率の抑制要因になると言えるが、ユーロ圏への影響度合いに限れば未知数でもある。例えば、米国の E U への関税引き上げは米国への輸出を抑制するが、米国の中国への関税がそれ以上に引き上げられれば、中国からの米国への輸出を代替する需要が増え

¹³ [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 12 月 11 日アクセス）。

¹⁴ [European Commission, The new von der Leyen Commission is ready to start working on 1 December, 27 November 2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）。また、最初の 100 日間で実施・主導する領域として、「クリーン産業ディール」「欧州防衛白書」「A I ファクトリー構想」「医療・健康インフラのためのサイバーセキュリティ行動計画」「農業と食糧ビジョン」「拡大政策の見直し」「青少年政策対話」を挙げている。

¹⁵ 例えば、[Forschungsgruppe Wahlen, Politbarometer Dezember I 2024, 06.12.2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）

¹⁶ 政府債務を GDP の 0.35%未満に抑えるとするルール。ドイツの憲法にあたる基本法に定められている。コロナ禍の影響等で 20 年以降は適用が停止されていたが、24 年に復活した。

¹⁷ 例えば、[Bloomberg, Merz Opens Door to Reform Germany's Strict Borrowing Limits, 13 November 2024](#)（24 年 12 月 11 日アクセス）。

る可能性がある。なお、EUは米国との対立を回避するため、米国産LNGなど一部品目の輸入を拡大し対米貿易黒字を縮小させる交渉の用意があるとされる。一方で、第一次トランプ政権時と同様に実際に関税引き上げられた場合は、それに対抗する形でEUが米国からの輸入に関税をかける可能性もある¹⁸。

域内経済でも、景気さらに下振れるリスクが残っている。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し、こうした輸出産業や高金利の影響を受けやすい商業用不動産などで企業業績の悪化が深刻化する可能性がある。

一方で、所得環境の改善に伴い、消費がさらに活性化するといった景気に対する上振れリスクも指摘できるが、全体としてはリスクは下振れ方向に傾いていると言えるだろう。

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、通貨安による輸入物価の押し上げが挙げられる。

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。また、気候要因で農作物価格に上昇圧力が生じる可能性や今年後半はユーロ安が進んでおり、通貨安が輸入物価の押し上げ圧力となる可能性がある。

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。このほか、保護主義的な貿易政策もインフレ率に影響を及ぼすが、成長率への影響と同様に押し上げ要因（例えば、米国の関税引き上げへの対抗関税による輸入コスト増）と押し下げ要因（中国から米国への貿易が縮小することで、安価な中国製品の輸入が拡大する）の双方があり、影響度合いは未知数と言える。

¹⁸ 例えば、[Wall Street Journal, A Top Mission for Europe's Chief Is to Cool Trump's Ire Toward the EU, Dec. 1, 2024](#) (24年12月11日アクセス)

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。