

緩やかな持ち直しと失われた 10 年の狭間

調査レポート

2024 年 12 月 23 日
 経済部 シニアエコノミスト
 鈴木 将之

概要

- 2024 年のユーロ圏経済を振り返ると、ほぼ横ばいだった 2023 年から緩やかに持ち直してきた。循環の中で景気が悪いというよりも、構造変化が生じて、経済成長が押し下げられている可能性がある。こうした状況では、経済を支えるために、政府の役割が重要となるものの、政治の不安定さがむしろ下振れリスク要因になっている。
- 2025 年のユーロ圏経済は、緩やかに持ち直すと期待される。ただし、力強さを欠いた状態が続きそうだ。足元までの景気情勢や政府の不安定化などを踏まえれば、これらの見通しから下振れるリスクの方が大きいだろう。欧州中央銀行（ECB）の利下げが 2025 年も継続すると予想される中で、1 ユーロ=1 ドル割れの「等価（パリティ）割れ」の可能性も捨てきれない。こうしたリスクも、ユーロ圏経済のさえない見通しを反映していると言え、ユーロ圏経済は緩やかな持ち直しと「失われた 10 年」の間の隘路（あいろう）を進んでいるようにみえる。

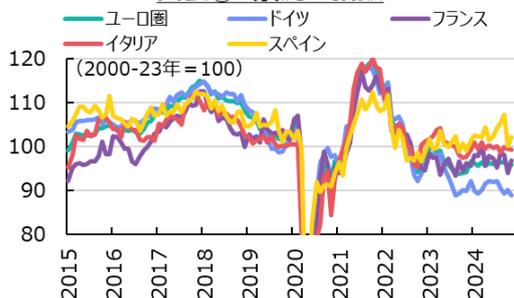
1. 循環というよりも構造変化

2024 年のユーロ圏経済を振り返ると、ほぼ横ばいだった 2023 年から緩やかに持ち直してきた。しかし、力強さは見られず、製造業は引き続き不調なままである一方で、サービス業が経済の下支え役となってきた。また、図表①の景況感指数のように、ドイツ経済の停滞感が継続してきたのに対して、スペインが底堅く推移してきた。産業や国によって方向感が異なっており、まだら模様の回復となった。景況感指数を見ると、主要国はいずれもコロナ禍前を下回っているように、力強さはない点は共通している。

実際、国際通貨基金（IMF）の「世界経済見通し（WEO、2024 年 10 月）」によると、ユーロ圏の 2024 年の経済成長率は前年比 +0.8%と、2023 年（+0.3%）から 2 年連続で 1%割れの成長となる見込みだ。特に、ドイツ経済の不調が目立っている。IMF は 2024 年のドイツの経済成長率を 0.0%と予想したものの、ドイツ連邦銀行などの見通しでは 2023 年（▲0.3%）に続いて、「欧州の病人」と呼ばれた 2002～2003 年以来となる 2 年連続のマイナス成長になると見込まれるほど、景気が悪い。

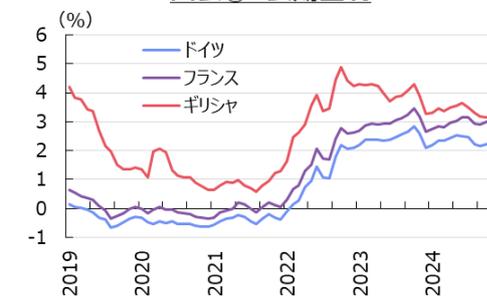
循環の中で景気が悪いというよりも、構造変化が生じて、経済成長に下押し圧力がかかっている可能性があるようだ。経済構造が変化しているのに、従来通りに対応していたら、上手くいくものもいかない。例えば、ロシアのウクライナ侵攻を契機に、エネルギー確保が喫緊の課題となった。エネルギー価格の上昇を受けて、化学産業などエネルギー依存型産業は大きな打撃を受けた。エネルギーの安定的な代替調達には時間を要するため、従来と同じ対応では現状を乗り切れないだろう。

図表① 景況感指数



（出所：欧州委員会より住友商事グローバルリサーチ（SCGR）作成）

図表② 長期金利



（出所：OECDよりSCGR作成）

次に、輸出を見ると、特に中国向け輸出が、中国経済の不調によって伸び悩むことになった。中国では IT や教育、不動産などそれまでの成長産業に次々と規制をかけてきた。それによって新卒者の雇用機会が失われ、その結果、若年雇用環境が悪化した。融資規制の強化などから、不動産開発業者は経営難に陥り、完成住宅を引き渡されない家計は借金のみを背負うことになった。前者については、雇用・所得環境の悪化から、個人消費が伸び悩み、経済の体温ともいえる物価

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

はデフレ懸念を漂わせている。後者について、地方政府や金融機関の取り組みもあって、経営資金を融資された不動産開発業者が徐々に完成住宅を引き渡し、住宅在庫は減少しつつある。しかし、依然として住宅投資は落ち込んだままであり、回復の兆しは見えていない。こうした中国国内の需要の弱さが、ユーロ圏からの輸出の重石になり続けている。

また、現地生産が、欧州からの輸出に代替されることになったため、輸出には下押し圧力がかかりやすい一面もある。経済安全保障の面から供給網を欧州・中国で結ぶというよりも、欧州と中国で個別に供給網を確立するという方向に変化しつつある。それがドイツ自動車メーカーの対中国直接投資の増加という一面に表れていた。ただし、2010年代後半から対中国直接投資を見直すドイツ企業の動きから、一部の資金は引き揚げられており、中国への投資一辺倒というわけでもないことにも注意が必要だろう。

これまで成長源と目された EV にも、変化の兆しが見えている。中国からの安価な EV 輸入が増加し、欧州自動車メーカーは競争力を確保できなかった。その上で、ドイツで 2023 年末に EV 補助金が打ち切られるなど、各国で補助金などの支援策が縮小してきた。欧州自動車メーカーは、ディーゼルの不正問題から立ち直る過程で EV に舵を切ったものの、その EV で行き詰まってしまった。その結果、VW 社の一部の独国内工場の閉鎖などは、事業の見直しに迫られている。

こうした状況では、経済を支えるために、政府の役割が重要となる。しかし、政治の不安定さがむしろリスク要因になっている点が懸念される。例えば、ドイツでは、連立政権が崩壊、12 月のシュルツ首相の信任投票を経て、2025 年 2 月に総選挙が実施される見通しだ。フランスでは、2025 年度予算案を巡って、3 分立した議会勢力が対立し、バルニエ内閣は総辞職した。バルニエ首相は財政健全化に向けた予算編成を目指していたものの、極右・国民連合が反対しており、財政健全化が後ずれする恐れがある。実際、図表②のように、フランスとギリシャの長期金利が逆転するなど、市場は厳しい目で事態の推移を見守っている。

2. 2025 年も利下げ継続

欧州中央銀行（ECB）は 12 月 12 日の理事会で 0.25% の利下げを決定した（図表③）。中銀預金金利は 3.0%、主要政策金利は 3.15%、限界貸出金利は 3.4% となった。利下げ開始から、中銀預金金利は 4.0% から 3.0% へと 1% 分引き下げられた計算だ。今回の会合では、0.5% 利下げという声も当初あったものの、協議の結果、全会一致で 0.25% 利下げとなった。

デスインフレのプロセスが見通しに沿っていることが、足元のデータから確認できたと、利下げの理由が説明された。ラガルド ECB 総裁は記者会見で、これまで見通しを改定してきた中で、6 回連続で物価上昇率が 2025 年に 2% に到達するという見通しになったと指摘した。また、賃金や企業利潤など、物価の基調を押し上げるような要因が剥落しつつあることも挙げた。賃金上昇ペースが鈍化しつつある中で、企業は収益を削ってその賃金コストを吸収している。賃金上昇率は 2025 年に 2% の物価上昇率と整合的になると予想されている。さらに、生産性もやや改善しつつある。賃金、企業利益、生産性の 3 点が正しい方向に向かっているという認識が示された。

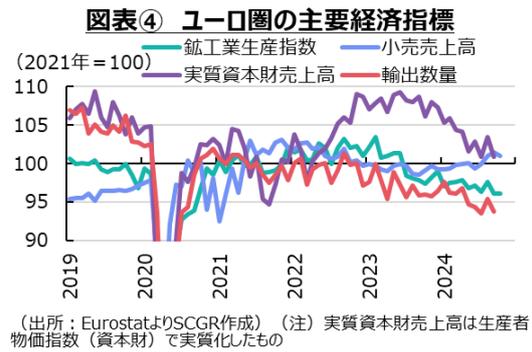
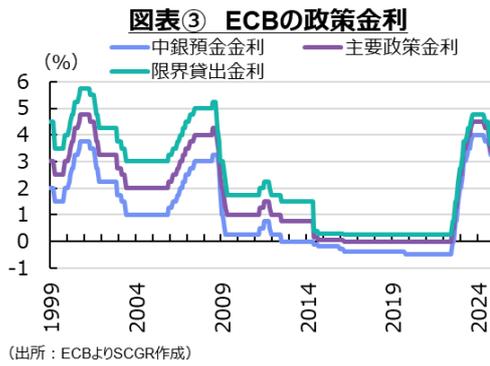
このように、ECB は、物価上昇率の低下に確信を深めつつある。今回 12 月の声明文では、物価上昇率が中期目標の 2% で持続的に安定することを確約すると、表現を改めた。前回 10 月までは「物価上昇率が適時、中期目標の 2% に戻ることに」だったので、物価上昇率が 2% 前後に戻っており、これからはそこで安定させることが重要になるという認識が示された。また、「この目的を達成するために、必要な間、十分制約的な水準に政策金利を据え置く」という文言は削除された。ラガルド総裁は、政策金利を制約的な水準に据え置く必要はないという認識を示した。さらに、今回、「適切な金融政策の姿勢を決める際に、データ依存で会合ごとのアプローチに従う」と記した。前回、データ依存で会合ごとのアプローチに従うのは、「制約の適切な水準や期間を決める際」だった。これも、制約的な政策ではなく、引き締めも緩和も含めた金融政策を示唆している。

先行きについて、ECB は引き続き、政策金利の決定は、入手する経済・金融データに基づく物価見通し、基調的な物価動向、金融政策の伝達力の 3 点の評価に基づくこと、あらかじめ決められた政策金利の経路はないことを示した。つまり、当面、経済・物価動向次第と言える。実際、ラガルド総裁は記者会見で述べたように、物価上昇との闘いの勝利宣言は時期尚早という認識を示している。

ユーロ圏では、景気を冷やしもし熱しもしない中立金利は 2% 程度とみられている。そのため、政策金利も 2% 前後に向かって引き下げられる可能性がある。2024 年までの金融引き締めの効果もあって、物価上昇率が 2% に向かって縮小、景気

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一した見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

もさえないため、2025 年も追加利下げを実施していくことがメインシナリオになっている。



3. 足元の確認：さえない景気

ここでは、個別の経済指標からユーロ圏経済の現状を確認しておく（図表④～⑥）。

個人消費は、緩やかに持ち直している。10月のユーロ圏の実質小売売上高（前月比▲0.5%）は、4か月ぶりに減少した。ドイツ（▲0.5%）が9月（+1.7%）の反動もあって、4か月ぶりに減少した。イタリア（▲0.3%）も4か月ぶりに減少、パリオリンピック・パラリンピックの影響で8月（+3.0%）に大幅に増えたフランスは、9月（▲0.7%）に反動減となり、10月（+0.0%）も横ばいと精彩を欠いた。2024年Q3に個人消費がやや加速したため、Q4には反動減が表れると予想されていたため、想定の内と言え。また、スペイン（+0.0%）もマイナスではないものの、横ばいにとどまった。先行きの個人消費は、実質購買力が回復するにつれて、緩やかに持ち直すと思われる。これまでのストライキなどもあって、高めの賃金で妥結しており、物価上昇率の縮小もあいまって、実質賃金は予想のように回復する可能性が高まっている。しかし、景気がよくないため、雇用環境には陰りも見えつつある。自動車産業などを中心に増えつつある人員削減が実質購買力の回復に下押し圧力をかけるため、下振れリスクの方が大きくなりつつある。

設備投資は、減少している。9月のユーロ圏の資本財売上高（前月比▲2.4%）は、2か月ぶりに減少した。ならしてみれば、2023年末から減少傾向が続いている。国別に見ると、ドイツ（▲4.3%）と2か月ぶりに減少した。7月（▲6.7%）や8月（+8.2%）と、大型案件の影響などから変動が大きくなっている。イタリア（▲1.9%）は2か月連続で減少した。その変動をならしてみれば、ドイツとイタリアは2023年末から減少傾向を示している。それに対して、フランスとスペインはおおむね横ばい圏を保っている。フランス（▲1.0%）は4か月ぶりに減少、スペイン（+4.9%）は3か月ぶりに増加した。製造業の集積具合などから、国によって方向感が異なっている。先行きの設備投資は、利下げが金利負担を緩和して下支え要因となる一方で、引き続き資材価格の高止まりや景気の先行き不透明感などが重石となるため、当面鈍い動きになりそうだ。また、追加関税など米政権の経済政策が読み難いこともあり、企業が様子見姿勢をとった結果、設備投資が抑制されることも想定される。

輸出は、弱含んでいる。10月のユーロ圏の輸出額（前月比▲1.6%）は、3か月連続で減少した。2024年初めに比べると、輸出額の水準は足元にかけてやや低下している。国別にみると、ドイツ（▲2.1%）とスペイン（▲1.1%）は2か月連続で減少、イタリア（▲0.7%）は3か月ぶりに減少した。フランス（+1.9%）は4か月ぶりに増加に転じた。しかし、その前の3か月間の減少分を10月単月では回復できておらず、これらの主要国の輸出額は、2024年初めをやや下回っている。一方、9月のユーロ圏の輸出数量（▲1.7%）は、2か月ぶりに減少した。年初からの9か月間のうち前月比マイナスだったのは6か月であり、輸出額の動きよりも、輸出数量の緩やかな低下傾向は鮮明だ。VW社を含めて複数社から国内生産拠点の見直しや人員整理などが発表されており、労使交渉の行方次第であるものの、輸出供給能力は低下する方向にあるようだ。追加関税などトランプ次期政権の経済政策への懸念も大きい。そうしたリスクも踏まえれば、先行きの輸出も、当面弱い動きを続けそうだ。

生産は、低下している。10月のユーロ圏の鉱工業生産指数（前月比0.0%）は横ばいだった。8月（+1.3%）と9月（▲1.5%）を合わせてみれば、ここ3か月はその前の3か月から低下している。実際、生産水準は、ならしてみれば2023年ごろから低下し続けている。産業別では、輸送機械（▲2.1%）や基礎金属（▲1.0%）が2か月連続で低下、一般機械（▲0.6%）は2か月ぶり、金属製品（▲0.8%）は3か月ぶりに減少した。その一方で、電気機械（+

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

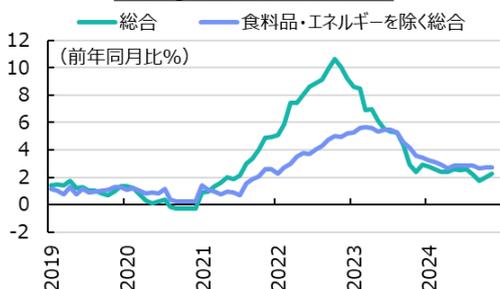
2.1%) は 3 か月連続で増加、電算機・電子部品 (+5.3%) も 3 か月ぶりに増加した。化学 (+0.0%) は 2 か月ぶりにマイナスではなくなった状態にとどまった。エネルギー価格の高騰の影響が直撃した化学が引き続き低位で推移する中、電算機・電子部品や輸送機械が 2024 年初めから横ばい圏で推移してきたのに対して、一般機械は横ばい、電気機械は緩やかに持ち直しつつあるなど、産業による相違も依然として見られている。また、国別ではドイツ (▲1.1%) とフランス (▲0.2%) が 2 か月連続で低下した一方で、スペイン (+1.0%) は 2 か月連続で増加、イタリア (+0.0%) は横ばいと、方向が異なったままだ。先行きの生産は、内外需要の弱さなどが重石となって、当面弱い動きを続けそうだ。自動車・部品、鉄鋼企業などで相次いで人員削減が発表されており、それは結果的に生産に下押し圧力をかけるだろう。

物価上昇率は、縮小している。11 月のユーロ圏の消費者物価指数 (前年同月比 +2.3%) は、9 月 (+1.7%) から 2 か月連続で上昇率を拡大させた。ただし、4 か月連続で ECB の 2% 目標近辺を推移している。また、食品やエネルギーを除くコア指数 (+2.7%) は 3 月以降 +2.7~+2.9% のレンジに収まっており、物価の基調は高止まりしている。ECB が物価抑制に勝利宣言できない一因はここにあるのだろう。内訳を見ると、エネルギー (▲1.9%) が 4 か月連続で低下した一方で、食品 (2.8%) やサービス (+3.9%) は高止まりしている。これは、財 (+0.7%) が 4 月以降、1% を下回る伸び率にとどまっていることと対照的だ。国別にみると、ドイツ (+2.4%) やスペイン (+2.4%) が 2% を上回ったのに対して、フランス (+1.7%) やイタリア (+1.6%) は 2% を下回っており、主要国の物価上昇率は 2% 前後の伸びになっている。ただし、ユーロ圏全体で見ると、アイルランド (+0.5%) からベルギー (+5.0%) まで引き続き幅広いままだ。

9 月の生産者物価指数 (▲3.4%) は 17 か月連続で低下した。10 月分が公表されているドイツ (▲1.2%) やフランス (▲5.7%) などもマイナスであるため、10 月のユーロ圏全体もマイナスと予想される。川上からの物価上昇圧力は低下しているため、消費者物価指数の財価格は今後も小幅な上昇にとどまるだろう。その一方で、これまで妥結した賃上げが今後販売価格に転嫁されるため、サービス価格は当面高止まりしそうだ。実際、一時に比べて縮小しつつあるとはいえ、妥結賃金 (2024 年 Q3 前年同期比 +5.42%) は足元にかけて一時的な要因によって拡大するなど、高めの上昇率を継続している。企業は賃上げに伴うコスト増を、収益を削って吸収しているものの、物価の基調が落ち着くまでにはまだ時間がかかるだろう。

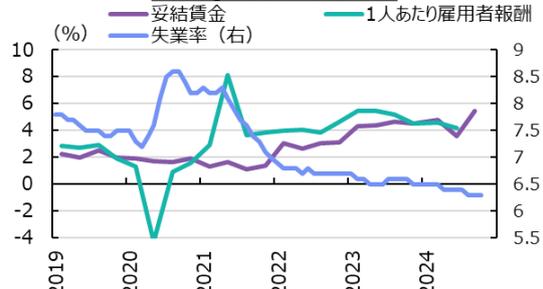
雇用環境は、回復している。10 月のユーロ圏の失業率 (6.3%) はおおむね横ばい圏を推移している。2023 年初めに比べると、ドイツやフランスの失業率は小幅に上昇しており、雇用環境の変化もうかがえる。その一方で、イタリアやスペインの失業率は 2023 年初めに比べて低下しており、域内の雇用環境はまだまだ模様になっている。製造業が不調な国では雇用環境に懸念が残る一方で、観光業などサービス業が底堅い国では雇用環境も底堅く推移するだろう。こうした中で懸念される点は、25 歳未満の失業率はやや上昇傾向にある点だ。実際、ユーロ圏の若年失業率は 2023 年初めには 14.0% だったものの、足元では 15.0% まで上昇している。まだ水準自体は低いと、雇用環境が大幅に悪化した訳ではないものの、これも局面変化の 1 つの表れなのだろう。先行きの雇用・所得環境は、景気減速やストライキ、工場閉鎖などの影響が懸念されるものの、当面底堅く推移するだろう。

図表⑤ 消費者物価指数



(出所: Eurostat, ECBよりSCGR作成)

図表⑥ 失業率と賃金



(出所: Eurostat, ECBよりSCGR作成) (注) 賃金は前年同期比。

4. 2025 年は緩やかな持ち直しか、失われた 10 年入りか

2025 年のユーロ圏経済は、緩やかに持ち直すと期待される。ただし、力強さを欠いた状態が続きそうだ。IMF の「世界経済見通し」によると、ユーロ圏経済は 2025 年に前年比 +1.2% と、2024 年 (+0.8%) から小幅に加速する見通しだ。内訳を見ると、ドイツが +0.8% と、2 年連続のマイナス成長から持ち直す一方で、フランスは +1.1% と横ばい。イタリアも +

本資料は、信頼できるとされる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び住友商事グループの統一的な見解を示すものではありません。本資料のご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び住友商事グループは一切責任を負いません。本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

0.8%と、2024 年 (+0.7%) から横ばい圏にある。これまで成長率が高かったスペインも +2.1%と、2024 年 (+2.9%) から減速する見通しになっている。

足元までの景気情勢や政府の不安定化などを踏まえれば、これらの見通しから下振れるリスクの方が大きいだろう。循環的に景気が下振れているのならば、いずれ上昇に転じると期待される。そうした一面がないこともないものの、むしろ前述のように、構造変化による成長の下押しも懸念される。なぜなら、構造をうまく転換できないと、ユーロ圏経済が「失われた 10 年」を経験してしまう恐れもあるからだ。政策支援が必要なところで、そもそも遅れがちな政策が政治の不安定化によって、さらに後手に回りそうだ。ドイツでは 2025 年 2 月の総選挙後に、政権基盤が固まるかが注目される。一方で、フランスは総選挙から 1 年間は解散できない規定がある中で、総選挙は 2024 年 7 月に行われたばかりだ。つまり、当面議会は 3 分立したままで、宙づり議会、決まらない政治になる公算が大きい。ユーロ圏内の他国では、右派勢力が拡大していることもあり、必要な対策が適時実行できるかは不透明だ。

そうすると、景気を下支えるために、ECB の追加利下げが 2025 年も継続すると予想される。そうした事態を見越して、図表⑦のように、足元にかけてユーロ安・ドル高傾向になっている。1 ユーロ = 1 ドル割れの「等価 (パリティ) 割れ」の可能性も高まっている。前回の等価割れは 2022 年 7 月で、ロシアのウクライナ侵攻と FRB の大幅利上げ観測が主な要因だったものの、足元ではユーロ圏の景気の弱さと ECB の利下げ観測が主な要因と、状況が異なっている。こうしたリスクも、ユーロ圏経済のさえない見通しを反映していると言え、ユーロ圏経済は緩やかな持ち直しと「失われた 10 年」の間の隘路 (あいろ) を進んでいるようにみえる。

図表⑦ ユーロドル相場



以上