

金利と物価の上昇～ユーロ圏経済 2026 年 10 月

Research Report

2026 年 10 月 14 日
経済部 チーフエコノミスト
鈴木 将之

概要

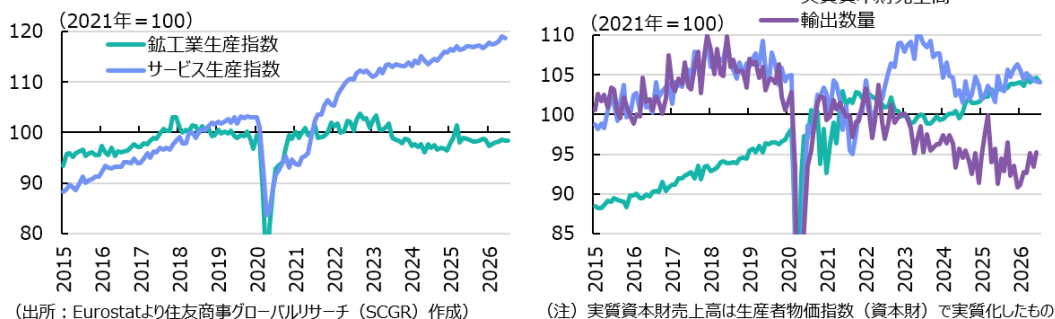
- ユーロ圏経済において、金利と物価の上昇が注目を集める中、コロナ禍前からの経済構造の変化についても考えておく必要がある。例えば、サービス業の生産は、足元にかけて緩やかに増加しており、コロナ禍前からのトレンドにおおむね回帰している。それに対して、鉱工業生産は横ばい圏にとどまっている。経済のサービス化が進む中で全体の生産性の伸びが鈍化し、雇用環境が底堅い状況でも賃金に上昇圧力がかかりにくくなっていると考えられる。物価の現状を見誤っており、利上げが後手に回っている可能性や、利上げが実物経済に及ぼす影響力が弱まっている可能性が想定される。
- ユーロ圏経済はこれまでのところ、緩やかに回復している。先行きについては、インフラや防衛への投資などが下支えとなり、緩やかに回復すると期待されるものの、下振れリスクは依然として大きい。コロナ禍後に見られたように、生活費の増加は現政権・与党にとって選挙時の逆風となることは間違いない。その結果、これまでの政策が大きく変更されるというビジネスリスクにも警戒が必要だ。

1. トピック：製造業の低迷とサービス業の成長

ユーロ圏経済において、金利と物価の上昇が注目を集める中で、コロナ禍前からの経済構造の変化も考えておく必要がある。例えば、供給面からユーロ圏の鉱工業生産指数とサービス業生産指数を見ると、サービス業は足元にかけて緩やかに増加しており、コロナ禍前からのトレンドにおおむね回帰していることが分かる（図表①）。

それに対して、鉱工業生産指数はむしろ生産水準を切り下げているように見える。コロナ禍後の急回復が一服すると、2022 年から 2024 年にかけて生産水準は小幅に低下した。2025 年ごろに下げ止まったものの、その後はおおむね横ばい圏で推移している。鉱工業生産指数はコロナ禍前に既に横ばいに転じていたため、そのトレンドに戻ったと言えるものの、サービス業のように成長する姿ではないことは明らかだ。これまで、中国企業をはじめ海外企業との競争の中で、生産拠点の海外移管とともに現地生産が進んだことや、2022 年以降のエネルギー価格の高騰を受けて海外生産ラインを拡充したことなどが、生産の重荷となってきたと考えられる。

図表① ユーロ圏の主要経済指標



その一方で、需要面を捉える上で小売売上高や国内資本財売上高、輸出数量の動きを見ると、需要項目によって動きが異なっていることがうかがえる。まず、小売売上高は、コロナ禍前後の変動を経て 2023 年頃から緩やかに増加している。物価高に伴う実質購買力の低下など下押し圧力が強かった中でも、緩やかな増加基調が維持されてきた。ただし、供給側の鉱工業生産が伸び悩んだことを踏まえると、小売売上高のうち域内財から輸入財に切り替わっている可能性があ

る。

それに対して、設備投資に関連する国内資本財売上高は、コロナ禍後の反動増が一服した後、コロナ禍前の水準を回復できていない。もちろん、国内資本財売上高なので、海外からの輸入資本財が増加している一面もあるため、これが民間投資などの弱さを示すものでは必ずしもない。しかし、そうであれば、その分ユーロ圏の生産に下押し圧力をかけていることになる。また、足元の AI・半導体ブームの中で、欧州企業がその需要に十分応えられていないのかもしれない。

また、輸出数量は足元で持ち直しつつあるものの、ならしてみれば、コロナ禍前をピークに緩やかに低下している。輸出額はこれまで増加してきたものの、物価高などの影響から輸出価格が上昇していることが主因であり、輸出数量は減少してきた。この数量の減少も、ユーロ圏の生産に下押し圧力をかける一因となっている。その原因として、生産拠点が域内から域外に移管されていることや、エネルギー価格の上昇などから域外生産へシフトしたことが考えられる。

こうした財市場の需給バランスの中で労働市場にも変化がみられる。これまで失業率は低位で推移しており、労働市場は堅調と言える。ただし、鉱工業生産指数の低下とサービス生産指数の上昇という構図の中で、労働需要が生まれる産業も製造業からサービスへシフトしている。2020 年以降、農林水産業や鉱業および採掘業、製造業では雇用者数が減少している一方で、サービス業では増加している。保健衛生・社会福祉業や情報通信業、専門・科学及び技術サービス業、宿泊・飲食業などで雇用が増加してきた。この中で、賃金が高い産業・業種がある一方で、必ずしもそうではない産業もある。例えば、スペインでは、住宅価格の上昇が社会問題となり、10 月に議会が解散した背景には、観光業の拡大とその副作用があった。観光業では宿泊・飲食サービス業などが成長しているものの、その賃金水準は情報通信業など他のサービス産業に比べて必ずしも高くない。

一般的に、経済のサービス化が進む中で、経済全体の生産性の伸びが鈍化し、それに伴って賃金上昇ペースも鈍化する傾向がある。その状況では、物価高の中でも、賃金上昇への波及が小さくみえることになる。物価高から賃金上昇への間接効果が生じているにもかかわらず、従来に比べて小さいため、その兆しを見逃してしまう恐れがある。足元でも、欧州中央銀行（ECB）は賃金上昇など間接効果がみられないと判断しているものの、物価の現状を見誤って利上げが後手に回っている恐れがある。

その一方で、利上げの実物経済への影響力が弱まっていることもありうる。利上げが効く経路は、金融市場への働きかけ、企業や家計の期待形成への働きかけに加えて、企業の設備投資、家計の住宅投資や耐久財消費などの実需の抑制である。そのため、製造業の生産が低調になり、設備投資が弱い状態が続いているのならば、利上げによる実体経済の抑制効果も働きにくいかもしれない。

ロシアのウクライナ侵攻や中東情勢などの地政学リスクが高まり、供給網の変化が進む中で、そうした経済実体の変化も金融・財政政策の影響力を変えている可能性があることにも注意が必要だ。

2. 現状の確認と先行きの見通し

【概観】 ユーロ圏経済は、引き続き緩やかに回復している（図表②）。2026 年 Q2 の実質 GDP 成長率（前期比年率 +2.6%）は、Q1（▲0.0%）から加速した。主要国では、ドイツ（+1.3%）やイタリア（+0.7%）、スペイン（+2.8%）が成長を続けた一方で、フランス（+0.1%）はほぼ横ばいにとどまり、力強さを欠いた。熱波に加えてライン川やドナウ川の水位が低下したことが、物流の遅延や発電所の稼働低下などを招いており、Q3 の経済成長率に下押し圧力をかけている。

また、引き続き物価高が課題となっている。9 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比 +3.8%と、2023 年 9 月以来の高い伸び率となった。ECB の中期目標である 2%を 7 か月連続で上回ったことになる。こうした物価高の中で、ドイツは 5～6 月に実施した燃料減税を 10～12 月に再導入している。また、フランスは自動車通勤の低所得者向け補助の対象を 300 万人から 550 万人に拡大し、支援額も倍増した。その一方で、金利のある世界では、財政余力の乏しさと債務拡大が市場で意識されやすくなっている。

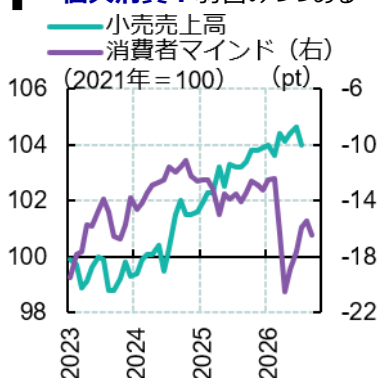
フランスでは財政健全化が大きな課題となっている中で、2026 年の財政赤字 GDP 比が当初計画に達しない可能性

が高まっている。また、2027 年予算案が公表されたものの、2026 年に予算成立まで難航したこともあり、円滑に成立するか見通し難い。こうした中で、フランス 10 年債利回りは上昇し、ドイツとの利回り差を拡大させている。国民連合（RN）のルペン氏は EU 関連経費を削減することで財政健全化を進める方針を示している一方で、EU との関係が希薄化する恐れも警戒されている。

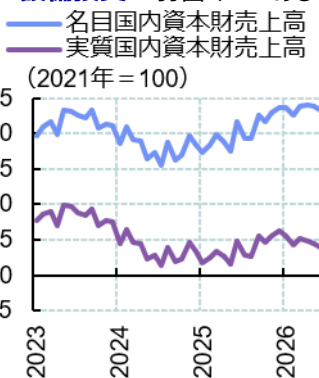
【見通し】 ユーロ圏経済は今後、インフラや防衛投資などが下支えとなり、緩やかに回復すると期待されるものの、下振れリスクは依然として大きい。

中東紛争に伴う不確実性に加えて、物価上昇の悪影響も懸念される。これまでのところ賃上げなどの間接的な影響はみられていないため、高止まりが続くものの、物価高騰が一段と進むという見通しではない。しかし、物価上昇による実質購買力の低下を通じて、個人消費には下押し圧力がかけられ続けていることに変わりはない。冬に向けて天然ガスの貯蔵なども必要であり、その割高なコストが消費者に転嫁されることで、一段と個人消費が弱含む恐れは払しょくし難い。また、インフラ投資や防衛投資などが下支えとなるものの、それが経済成長をけん引したとしても、その恩恵が広く波及するかは不透明だ。それらの投資に関連する企業や家計が多く存在することで、生産工程や雇用・所得を通じて経済に波及することが期待されるものの、必ずしも広くあまねく波及するとは限らない。

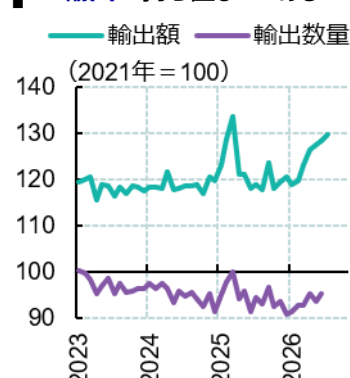
図表② 個別の経済指標

個人消費：弱含むつつある

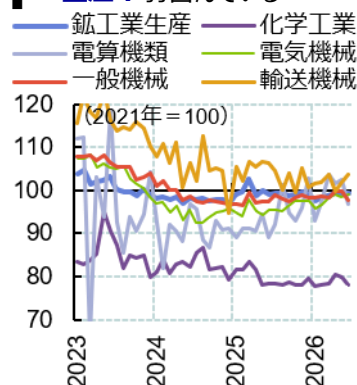
中東紛争後に急低下した消費者マインドはやや持ち直してきた。物価高が継続しており、消費に対する下押し圧力は強い。

設備投資：弱含むつつある

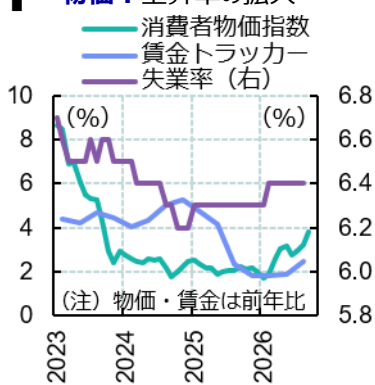
AI・半導体投資やインフラ・防衛投資への期待が大きい一方で、地政学リスクを巡る先行き不透明感が抑制要因だった。

輸出：持ち直しつつある

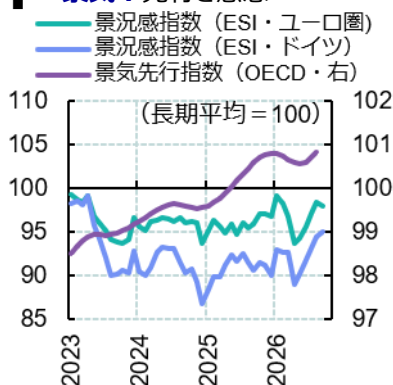
価格上昇の影響から、輸出金額は増加した。その一方で、輸出数量は持ち直しつつあるものの、水準はまだ低い。

生産：弱含んでいる

エネルギー価格の上昇、競争激化が引き続き重荷。ライン川の水位低下による物流遅滞や発電不足が下押し要因。

物価：上昇率の拡大

物価上昇率は足元にかけて再び拡大。まだ、賃金上昇ペースの加速という間接的な効果は見られていない。

景気：先行き懸念

景況感指数は持ち直しつつあり、先行きの回復が期待される。ただし、金融市場の変調など懸念材料は尽きない。

（出所：Eurostat、欧州委員会、OECD より SCGR 作成）

こうした厳しい状況の中で、コロナ禍後に見られたように、生計費の増加は現在の政権与党にとって選挙時の逆風となることは間違いない。ドイツの州議会選挙に加えて、2027 年春に控えたフランスの大統領選では、右派勢力が伸びており、選挙結果次第では政権交代が生じ得る。それに伴って、これまでの政策が大きく変更されるというビジネスリスクにも警戒感が必要だ。

以上