

経済を読む眼

欧州出張の印象記¹

2025 年 11 月 19 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. 11 月 4 日～7 日にロンドン、フランクフルトに出張し、世界経済の展望に加え、主としてドイツの防衛費増への歴史的な転換のユーロ圏への影響をはじめ、欧州金融経済の今後の動向や、EU 統一に向けた動きについて議論。
2. ドイツの防衛費・インフラ投資の大幅増については、防衛費の乗数をドイツ在住者ほど悲観的に見積もり、非ドイツ在住者ほど楽観的に見積もっていたのが印象的であった。前者は防衛支出計画の 4 割が兵士の採用・給与に充てられることや、ドイツの官僚主義への不信感、ケインジアン効果への否定的な見方に基づく。一方後者は、同支出計画の予想以上のシェアが R&D 投資やドローン等テック投資に向かうのでドイツ・ユーロ圏内への波及を大きく見積もっているほか、ケインジアン効果も強くみている。
3. このため、見方には幅があるものの、ユーロ圏実質 GDP は、2025 年は米関税政策の影響の名残もあってあまり伸びないものの、2027 年にかけて加速する見方となっている。どちらかと言えば下振れリスクを警戒。
4. ユーロ圏のインフレ見通しも、2027 年にかけて 2%を若干下回る見方が多いものの、ECB の利下げはないとの見方で一致。1.7～1.8%程度の HICP で ECB が利下げに転換することはないとの見方。一方、ドイツ発の景気押し上げ効果を強くみる先は、2026 年末にも ECB の保険的利上げを予想。
5. 欧州の財政リスクプレミアムは、財政収支が改善しているスペインやイタリア、財政収支が悪化しているフランス、財政拡張に転換したドイツ、市場が懸念するほどではないが長い目でみてリスクがつきまとう英国、と区分されて議論されていた。
6. EU では本年に入り、脱ドルとグローバル・ユーロ通貨の確立が悲願として語られ始めている。そのためには EU 経済が強さを維持することが必要な他、銀行・証券市場統合等 EU 統合を進めなければならない。更に EU が統合を強め、欧州全体の安全保障に積極的な役割を果たすと同時に防衛産業の受け皿を米国に頼らずに汎欧州で作れば、EU の生産性の上昇に繋がる。しかし、現時点では実現するためのリーダーシップが不十分なようである。

¹ 本稿は、2025 年 11 月 14 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに

我々は 11 月 4 日（火）～7 日（金）の間、ロンドン、フランクフルトに出張した。今回は民間金融機関や中銀を訪問して 18 の面談を実施した。今回の欧州訪問の目的は、何とんでもドイツの歴史的な防衛費増額・インフラ投資拡大への転換が始まったことで、来年以降の欧州経済・物価にどのような影響を及ぼしていくか、その下でこれまで金融を緩和してきた ECB の金融政策運営姿勢は如何に変わるか、さらには財政再建に四苦八苦している英仏をはじめとする、欧州の財政リスクを把握することにあった。また、米国で米政権による対外的に関税政策、国内的に中銀への攻撃が続く中で、ユーロ圏が通貨覇権をどのように考えているか、通貨覇権を握るための具体的な動きが出ているのかも関心があった。その際、こちらからも先方の関心に応じて、日本経済の動向、新政権の政策の方向性、日銀の金融政策の今後、更には量的緩和（QE）から量的引き締め（QT）に移行した際に銀行の預金獲得行動に非対称性がみられるという、流動性依存の問題について議論を行った。以下では、欧州に関する話題の中から興味深いと思った点を紹介する。

なお、面談のテーマが欧州を離れて米国・世界経済に移る時が多々あった。その議論の印象を述べると、世界経済についてはどこも、関税ショックと貿易の不確実性の弱まり、AI 投資の強さを映じてレジリエントであるとの見方では共通していた。中でも米国経済についてはリセッション入りするとみている先はなく、強いとの見方が多かった。米国経済は、労働市場が徐々に弱まる一方で経済成長率は現在も高めの伸びを続けているとみられ、どちらの動きが米国経済の将来を示唆しているかがひとしきり議論になった。過去は労働市場の方に先行性が明確にみられたのだが、今回は労働市場に移民の抑制という供給要因が大きな影響を及ぼしていることで事情が異なり、むしろ高めの経済成長率の方に先行性があるのではないかとの見方が多かった点が印象に残った。更には、米国を中心に、世界経済の先行きに、インフレのリスクを感じている先も相応に存在した印象である。

しかし、AI 投資が米国経済の強みであり、その株価の評価は過去のドットコム・バブル局面並みに上昇しているかどうかには議論の余地があるとしつつも、関連企業の業績予想の伸びが鈍化しつつあることも手伝って、このブームが崩れるリスクも、特に当局者側で意識されていた。米国の **private credit** のリスクに関しても何度も質問をぶつけたところ、与信実態がわからないとして、データが無いことによるリスクを語る先が多かったことも付言しておきたい。

2. ドイツの防衛費・インフラ投資大幅増のユーロ圏経済への影響

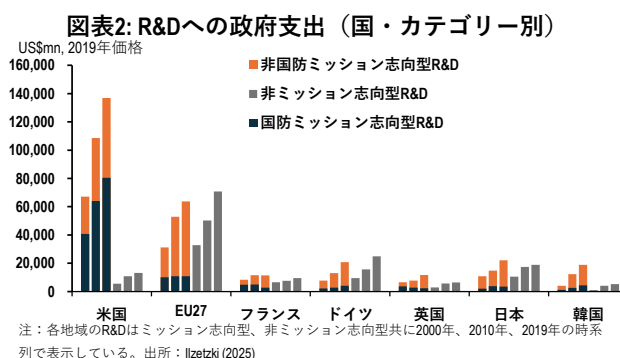
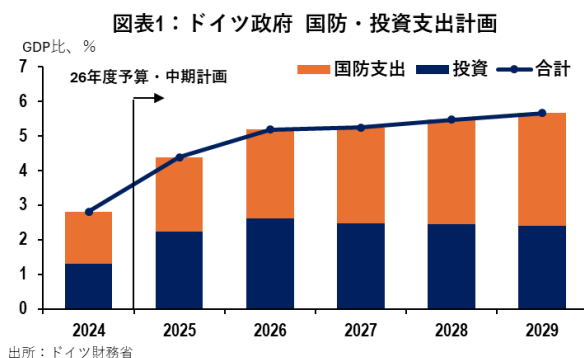
（1）ドイツ防衛費増額の財政乗数

ドイツでは、本年 9 月以降、防衛費・インフラ投資支出の大幅な増加が始まった（2024 年 GDP 比 2.8%⇒2029 年同 5.7%、図表 1）。今回の出張の主要な目的の 1 つは、

これがドイツのみならず、ユーロ圏経済をどの程度牽引するかについて、意見交換を行うことであった。結論から言えば、ドイツ在住者ほどドイツのこの政府支出の大幅な増加の効果を慎重ないし悲観的にみており、ロンドンではもっと積極的な役割を果たすとみる先が多かった。

この点をやや敷衍すると、ドイツの政府支出の財政乗数は、インフラ投資については1を超えるというのがコンセンサスであったが、防衛費については0.2から0.8まで見積もりに大きな幅があり、その中間も存在した。まずアカデミックな調査では、Kiel Instituteの研究²では、過去の研究に鑑みて、軍事支出の財政乗数は0.6～1.5となっているほか、ボストン連銀の研究³では平均して1年目に0.8近傍、2年で0.86、但し地域によって区々で先進国は1を上回る、と推定されている。

しかし、今回の出張で意見交換相手の乗数の評価が分かれた点は、まず乗数が低いとみる先は、ドイツの防衛費の40%程度が兵士を採用することによる給与支出なので、その部分に乗数を殆ど見込めないことを重視していた。一方で乗数を高くみる先は、兵士の採用以外の資金用途として、ドイツ政府が意図的にR&D投資とテック支出（ドローン他）の比率を予想以上に増やしたことを重視し、そうした面談先ではその50%以上がドイツ国内の産業に向かい、残りも相当程度ユーロ圏内で充足され、米国への需要の流出が10%以内にとどまるとの見方をしていた。米国ではR&D投資については社会変革を伴う長期戦略、特に国防の実現という明確な目的を持つミッション志向型R&Dを重視し、これが技術革新を生じさせてきたのに対し、EUでは、軍事目的のミッション志向型R&Dが少ないことが特徴であった。しかし、ドイツを軸とするEUは、このトレンドを覆して軍事目的のミッション志向型R&Dを増やそうとしている（図表2）。その効果については様々な見方があり、ドイツ国内では、そもそもケインジアン的な支出の経済成長促進効果を期待しないというドイツの伝統的な考え方に加え、ドイツに蔓延る官僚主義がこうした支出を非効率なものにする筈だとの見方が影を落としていた。しかし、ロンドンでは、そのケインジアン的な効果への楽観的な見方が聞かれ、R&Dの活発化が技術革新を後



² Ilzetzki, E. (2025) “Waffen und Wachstum: Die wirtschaftlichen Folgen steigender Militärausgaben,” Kiel Report Nr. 2 を参照。

³ Sheremirov V., and S. Spirovska (2022) “Fiscal Multipliers in Advance and Developing Countries: Evidence from Military Spending,” Journal of Public Economics, Volume 208 を参照。

押しするとの意見も一部に窺われたところである。

ドイツの財政拡張の景気押し上げ効果は 2027 年まで続き、そこでピークアウトすると見込まれている。そこに上述の財政乗数に関する見解の相違を映じたユーロ圏経済に関する各社の実質 GDP 成長率見通しは、2026 年は米関税政策の悪影響が残存することも踏まえて前年比 1.1~1.5%成長、2027 年は同 1.4~1.5%成長と幅があった。ユーロ圏の成長見通しがそれほど大きくは高まらない背景には、ユーロ圏内のイタリアやスペインがコロナ禍の影響を受けた欧州の復興のために創設された次世代欧州連合基金（NGEU）の使用が 2026 年末で終了するうえ、フランスが財政支出を拡大できないため、ネットではプラス幅が小さくなるという事情がある。更に、経済成長のリスクは、むしろドイツの財政支出拡大の影響が十分に広がらない可能性に鑑み、どちらかと言えば下方リスクをみている先が多かった。

（２）ユーロ圏のインフレと金融政策見通し

こうした経済成長見通しを前提とすると、ユーロ圏のインフレ見通しは、2027 年まで 2%を若干下回ると見込み、その下では ECB は、リスクバランスを下方に置くことはあっても、実際の政策変更はないとの見方が多かった。物価を押し下げる要因としては、ユーロ高の影響が物価に表れるのが遅れていてこれから出てくるとの見方が聞かれたほか、中国が安値品を輸出することでデフレを輸出する影響を、日本で意識されているのとは次元の異なる高さで気にしている点が印象に残った。そこで意識されていたのは、CPI が 2%からどの程度下回れば ECB は利下げを考えるのかという点であったが、この点について、Lane ECB 理事が民間との対話の中で、HICP が少なくとも 1.7~1.8%あれば政策対応の必要が無いとの姿勢をみせたとか、何パーセントまで下がるかという閾値よりもそれが持続するかの方が重要との意見が聞かれた。

しかし一方で、ドイツの防衛費拡大の効果を強くみる先ではインフレリスクが高まるとの見方も相応に聞かれ、民間の一部からは ECB は 2026 年末~27 年初にも保険的な利上げに転じるとの見方が聞かれた。これはドイツの防衛費拡大による経済成長率押し上げ効果を強めにみる先に顕著である。

その際に追加的な要因として新しい二酸化炭素排出規制（ETS2）⁴の導入が CPI にどう影響するかも意識されていた。ここで、ETS2 は HICP のガス、個人輸送機器用液体燃料並びに燃料及び潤滑油、道路を通じた旅客輸送の価格を直接引き上げる。一般に、ETS2 導入年の headline HICP の押し上げ効果は、0.3%程度とされているが、ECB はこ

⁴ ETS2 は、二酸化炭素排出のキャップかつ取引システムであり、EU のカーボンプライシング・システムを新たな分野、すなわち建物および道路輸送燃料に拡大するものである。EU が二酸化炭素排出量の年間総量にキャップを設け、その排出量に見合う排出枠（排出許容量）を設定する。排出枠の無償割当はなく、有償オークションにより排出枠を購入する必要がある。EU ETS2 は、対象セクターの上流の燃料供給事業者負担を課す設計であるが、車両や暖房利用向けの燃料消費が主な対象となることから、消費者へのコスト転嫁が想定される。

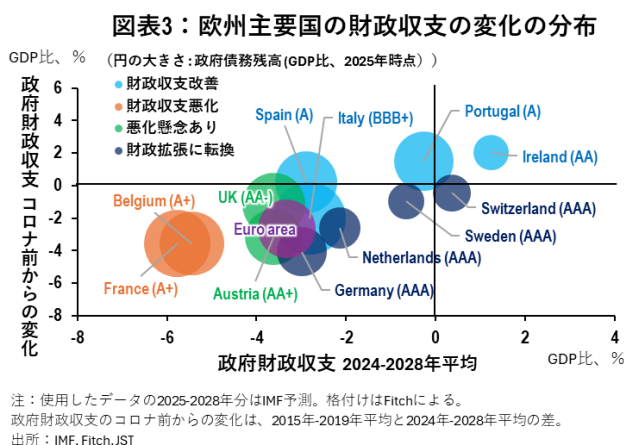
の影響が 2027～28 年にならされる形で headline HICP を若干押し上げ、そのコア HICP への波及も若干はあると考えてインフレ予測を公表している。しかし、我々が面談をしている最中に、EU が ETS2 の導入を当初の 2027 年から 2028 年まで延期するとの報道が入っており、これが実現すれば 2027 年に織り込まれた HICP への影響は 0.2～0.3% 押し下げられ、その分 2028 年の HICP が押し上げられると見込まれるようだ。これが headline HICP だけに影響するならそもそも物価の基調判断にとっては全く問題にならないが、ECB の主張するようにコア HICP にも何か影響が及ぶのであれば、その状況も注意深くみていく必要があろう。

3. 欧州の財政リスクプレミアム

(1) 欧州各国の類型

欧州各国は、COVID-19 以降の財政支出の拡大からどう撤退するかという観点と、NATO として 2035 年に GDP 比 5% の国防費や関連支出の拡張目標をどう達成するかという観点の（少なくとも財政緊縮を続け、これから拡大に転じるドイツを除けば）板挟みになっており、債券投資の観点からは、自国の経済環境や政治的環境を背景に政府がどう匙加減するか次第で動く、財政政策のリスクプレミアムの帰趨が 1 つのポイントである。この観点から欧州各国の状況を鳥瞰すると、どの面談先も、以下のような分類が適切という認識で概ね共通していたように思う⁵（図表 3）。

- ① 財政収支が改善していてオーバーウエイトが推奨される地域：スペイン、イタリア、ポルトガル、アイルランド等
- ② 財政収支が悪化しているのでアンダーウエイトが推奨される地域：フランス等
- ③ 財政拡張に転換したのでやはりアンダーウエイトが推奨される地域：ドイツ等
- ④ 財政は市場が懸念しているほどのリスクではないので短期的には買うことが可能だが、長い目でみてリスクがつきまとうので buy & hold は難しい地域：英国等



⁵ この分類は、面談先からはほぼ共通して聞かれた認識を示しているのであって、我々の見解を示すものではない。

（２）英国

この中で英国については、今回の出張で 11 月中に提示される予定の労働党政権の来年度予算案が何度も話題になった。すなわち、ロンドン滞在中の 11 月 4 日に突然行われた Reeves 財務相のスピーチは、従来の労働党としての「増税や保険料の引き上げはもう実施しない」との姿勢を示さなかったうえ、直接言及しなかった点に真のポイントがあるとして、来年度予算案では所得税を幅広く薄く引き上げることが示唆された、と解釈されていた。実際、我々の帰国後、同財務相は BBC におけるインタビューにおいて、今度はもう少し直裁に増税を示唆していた。現在は、所得税を小幅に引き上げ、一方で同じ幅だけ保険料の負担を引き下げる案が有力視されているが、上記インタビューにおいて増税への抵抗感を和らげるために低所得世帯手当における子供 2 人までの上限の撤廃も示唆している。しかし、これを同時に行うと、歳入増幅が当初見込みの半分以下に制限されてしまう。財政収支を一旦黒字にするためには 300～400 億ポンドの財政赤字削減が必要⁶なのにこのような緩和策を導入できるのかを含め、財政再建をどの程度進めるつもりなのか、引き続き政権側からの情報発信を待ちたい。

来年度の緊縮財政を前提とし、雇用の悪化が続くと想定すると、2025 年の経済成長率（実質 GDP）は当然減速する。しかし、BoE のあと 1～2 回程度の利下げと世界経済の回復が、英国の失速を防ぐ、との見方が多かった。

また、政治情勢としては、現在政権を担っている労働党は人気がかつてなく低く、来春の地方選挙では労働党は厳しそうで、その秋には党大会で党首交代もあり得るが、そうすると財政緊縮の議論が困難になろう。今仮に選挙があればポピュリストであるリフォーム UK に負ける⁷とみられているが、幸いにも次期総選挙は 2029 年 8 月までに実施とされており、選挙をしないことによって当面は政権を維持できるので、奇妙な低位安定が続くとの見立てが多く聞かれた。

（３）フランス

一方、数年は凌げても中長期的にみて政府債務管理が大変だという意見が集中していたのが、フランスであった。フランスは、財政赤字が 2025 年度に GDP 比で 5.5% 程度の赤字になる見込みであるが、現在の Lecornu 政権は、これを来年度には少なくとも 5% 以下に抑え、2029 年度までに 3% 以下にするとしており、来年度の目標は 4.7% としている。しかし、実際には他党との取引に応じざるを得ないので、来年度は若干改善するとしても 5% 台にとどまる、との見方が多かった。その代わり、現政権が当面維持

⁶ その後、予算案の前提となる予算責任局（以下、OBR）の経済見通しがそれほど下方修正されないとの認識が広がっており、そうであれば 300～400 億ポンドの財政赤字削減までは必要ではないのではないかとの議論が出てきている。しかしそれでも、財政再建を巡る大きな議論の方向性を変えるものではないと見込まれる。

⁷ なお、リフォーム UK が政権を握れば、現在の米政権と同様に、BoE や OBR の独立性が侵害される恐れがあるとの見方が多かった。

されるとの見方が強まっているようであった。

しかし、長期的にみれば、プライマリーバランスの赤字が続き、成長も鈍化、金利が上昇という中で、財務管理が難しく、その持続性を維持することが厳しくなる、との見方がなされていた。

また、政治情勢については、現政権は今年は持ち堪えるとしても、来年には議会選挙に追い込まれるリスクが消えないとみられていた。そこでマリーヌ・ルペン氏率いる極右の国民連合（RN）が政権を握るかは微妙とされていたものの、2027年には大統領選挙があるので、ここでRNが政権を握る可能性も意識されていた。その場合、現在は財政再建についてEUルールを遵守する姿勢にあるRNが、引き続きかつてのポピュリズムを抑制するスタンスを維持すると考えるか、一度政権を奪取すれば少し前のように過激な政策姿勢に戻るのか、が誰にもわからないとされていたのが印象的であった。

4. 欧州の通貨政策、EU統合の拡大

ユーロ圏では、米国の現政権の対外的な関税政策等に伴う国際秩序の変化や国内での中銀への攻撃等を踏まえて、脱ドル（de-dollarization）とグローバル・ユーロ通貨確立のチャンスが意識され始めていたのも興味深かった。このテーマは、以前から中国が人民元政策として掲げていたものであるが、資本市場を自由化できない中では人民元が基軸通貨になるのは難しい。ユーロも、今や世界の準備需要の20%を担うようになっている一方、米ドルが基軸通貨のステータスをいつまで守れるかが不安定になりつつある中で、米ドルに取って替わろうとしてというよりは、基軸通貨の役割の受け皿の1つとしてのステータスを確立したい、という意識のようである。その起点は貿易で如何にユーロが決済手段として使われるようになるかにあり、世界の貿易ネットワークの中でのユーロ圏の存在は既に大きくなっている。ここから更に、国際金融に於いて必要な役割を果たし、究極的には準備通貨としての主要な役割を果たすようになれば、後は自己増殖的にユーロの国際化が進む。実際、ラガルド ECB 総裁は本年春以降、グローバル・ユーロの確立を何度も主張している⁸。しかしそのためには、EUに資本流入が続くように、EU 経済が強くなければならないことに加え、証券市場の統一等の受け皿が必要であるほか、ユーロをユーロ圏の外で使用してもらうためにクロスボーダーの決済システムを広く整備し、広めること、更にはEUの組織的な統合を進めることも必要だとしていた。

さて、EU 統合を強めることは、ユーロ通貨のステータスをアップさせることだけでなく、EU 全体が金融面での統合を強めると共に、米国の安全保障に必ずしも頼らずに

⁸ 例えば、Lagarde, C., (2025-a) "Earning influence: Lessons from the history of international currencies," speech at Hertie School, (2025-b) "Europe's 'global euro' moment," the ECB blog, (2025-c) "Turning openness into strength: the moment of the euro," speech at Business France event 'Business en Européens' in Paris を参照されたい。

防衛費を拡張し、欧州の安全保障に積極的な役割を果たすことが、EU の生産性をはじめとして経済成長率を高めることにも繋がる。この点はドラギ・レポート⁹で実際に防衛産業の受け皿を汎欧州で用意することが生産性の向上に繋がると提唱してきたところだ。そのフィージビリティについて今回の面談で採り上げてみたところ、一部には、マクロン仏大統領の影響力が削がれている中であって、メルツ独首相がリーダーシップを採る形で、銀行・証券市場の統一に積極的に向かい、そうした動きを梃子にドラギ・レポートの趣旨発現に向かい得るとの認識を披瀝する先もあった。しかし、大多数は、目標（goal）は明確であるが、政治的なリーダーシップを採れる人がおらず、そこに向かう戦略（strategy）に欠けているとの見方が多かった。こうした見方の先では、EU 全体の長期的な成長率見通しを厳しくみていた。

⁹ The future of European competitiveness: Report by Mario Draghi (2024)を参照。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。