

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

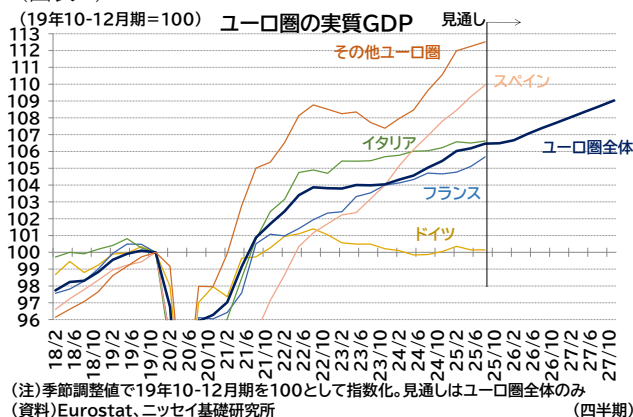
—不確実性は高いが底堅い成長が続く

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

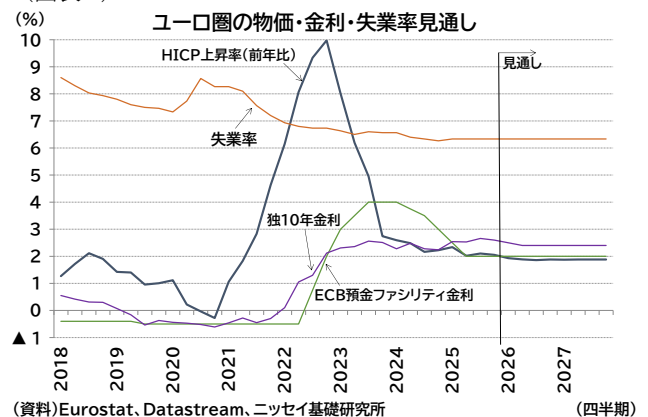
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 25 年に入り、ユーロ圏経済はトランプ関税に翻弄されてはいるものの、経済への悪影響はこれまで限定的にとどまっている。7-9 月期の実質成長率は前期比 0.3%（年率換算：1.1%）、前年比 1.4% となり底堅い推移が続いている。
2. 11 月の H I C P（速報値）は総合指数伸び率で前年比 2.2%、コア指数伸び率で同 2.4% となった。総合インフレ率は今年前半から 2% 前後、コアインフレ率は総合インフレ率よりやや高いものの 2% 前半で安定推移しており、E C B の目標は概ね達成されている。
3. E C B は今年 6 月に政策金利（預金ファシリティ金利）を中立金利推計（1.75-2.25%）の中央値である 2.0% まで引き下げた後、7 月以降は全会一致で政策金利を据え置いている。ラガルド総裁は現在の金利水準を「様子見する良い位置」と評し、政策理事会メンバーも様子見する価値が高いとの見解は概ね一致している。
4. 今後も現在課されている関税率が続くとの想定のもとで、引き続き所得環境の改善を受けた消費の回復が進み、防衛・インフラ関連の公共支出が成長を支えると予想する。一方で、輸出環境の改善の遅さや民間投資の低迷が成長の重しになるだろう。成長率は 25 年 1.4%、26 年 0.9%、27 年 1.2% と予想する。また、インフレ率は 25 年 2.1%、26 年 1.9%、27 年 1.9% と予想する。緩やかな成長が続き、インフレ率が概ね E C B の目標通りに推移するなかで、政策金利は予測期間にわたって据え置きが続くと予想する。
5. 成長率、インフレ率ともに上下双方に不確実性が存在する。上方リスクとして経済環境の改善を受けた予想以上の景況感改善など、下方リスクとして公共投資の遅延、米国の関税強化や米中の経済環境悪化といった外部環境のさらなる悪化などが指摘できる。

（図表 1）



（図表 2）



1. 経済・金融環境の現状

(関税政策を巡る状況)

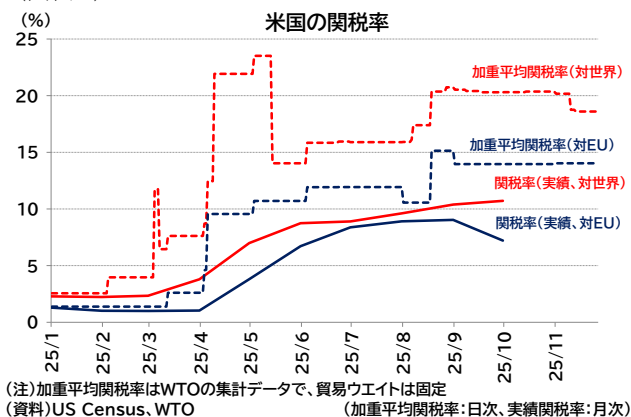
ユーロ圏¹経済はコロナ禍とエネルギー危機といったショックに見舞われた後、緩やかな回復が続いている。25 年に入り、米トランプ大統領の各種政策、特に関税政策（トランプ関税）に翻弄されてはいるが、経済への悪影響は足もとまでのところ限定的にとどまっている。

米国の関税政策は米 EU 間の合意を経て、相互関税が 15%（8 月 7 日以降、最恵国関税率含む）、品目別関税が自動車関連 15%（8 月 1 日以降（遡及適用）、最恵国関税率含む）となった²。EU は報復関税の停止、国産工業製品の関税を撤廃したほか、共同声明で米国産エネルギー調達（28 年までに 7500 億ドル）や米国製 AI 半導体の購入予定（最低 400 億ドル）、軍事・防衛装備品の調達拡大計画、追加対米投資（28 年までに 6000 億ドル）に言及している。

現時点における米国の EU への関税措置は、他の主要地域対比で見れば負担感が軽く、年初と比較すれば大幅に悪化しているものの、他地域と比べて相対的に劣後している状況にはない（図表 3）。

一方で、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づくトランプ関税の合法性が係争中であり、また EU 側のエネルギーや投資拡大が現実的ではなく、今後合意内容を巡って摩擦が強まる可能性があるといった関税をめぐる不確実性も引き続き残っている。

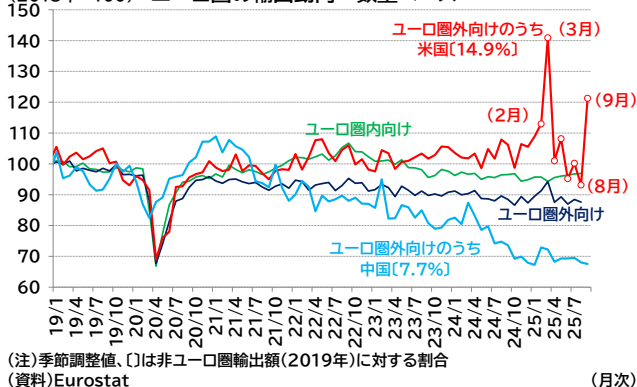
(図表 3)



トランプ関税の影響を受けて、ユーロ圏の対米貿易は振れの大きい展開が続いている。2 月から 3 月にかけて医薬品関税が引き上げられるとの懸念から対米輸出が急増、その後の対米輸出は前年比マイナスの状況となっていたが、9 月には再び対米輸出が急増している（図表 4・5）。ただし、生産指数に関しては 2・3 月にやや水準を切り上げた後は、ピークより低めの水準での一進一退の動きとなっており、輸出で見られるほどの盛り上がりは観測されない（図表 6）。

(図表 4)

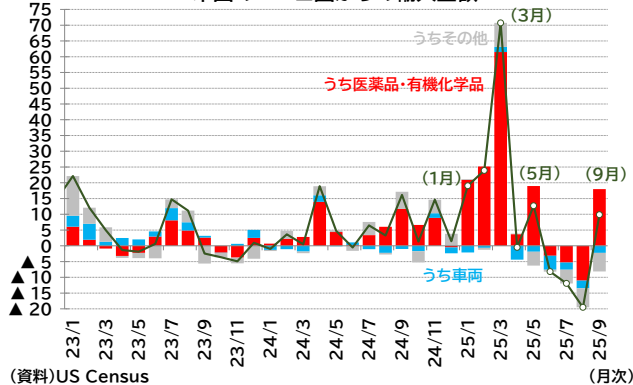
(2018年=100) ユーロ圏の輸出動向<数量ベース>



(図表 5)

(前年同期比、%)

米国のユーロ圏からの輸入金額

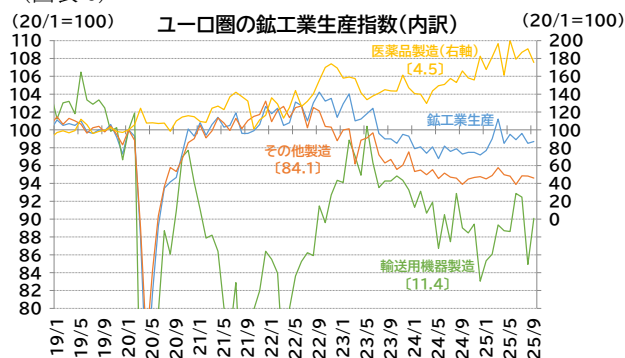


¹ 本稿ではユーロ圏 20 か国を対象とする。なお、26 年 1 月 1 日からブルガリアがユーロを導入しユーロ圏は 21 か国となる。

² 相互関税は、米国において入手不可能な天然資源（コルクを含む）、航空機・同部品、ジェネリック医薬品など一部が対象外となった。品目別関税は自動車のほか、鉄鋼・アルミや木材などに 10-50%の関税が課せられているが、EU は自動車のほか、木材派生製品が他地域より低く 15%となった（最恵国関税率含む）。また、半導体・医薬品・木材に品目別関税を課す場合には最大 15%とされた。

なお、米国以外の主要輸出国である中国向けの輸出については、コロナ禍後の21年をピークに鈍化傾向が足もとまで続いている。中国での内需不振に加えて、エネルギー危機後に深刻化した競争力の低下やトランプ関税後に進行したユーロ高が輸出企業への逆風となっている。一方、輸入については中国からの輸入が24年頃から趨勢的に増えている（図表7）。中国は内需不振による供給過剰で輸出の価格競争力が増しており、加えて足もとトランプ関税によって米国向け輸出が難しくなったため、ユーロ圏を含む他地域への輸出攻勢を強めている可能性がある。

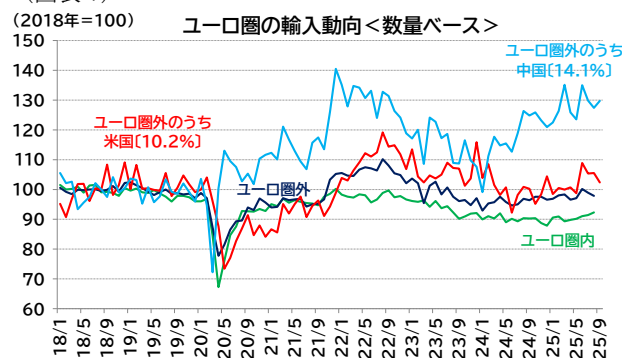
（図表6）



（注）季節調整値、○内はウエイト
（資料）Eurostat、ニッセイ基礎研究所

（月次）

（図表7）



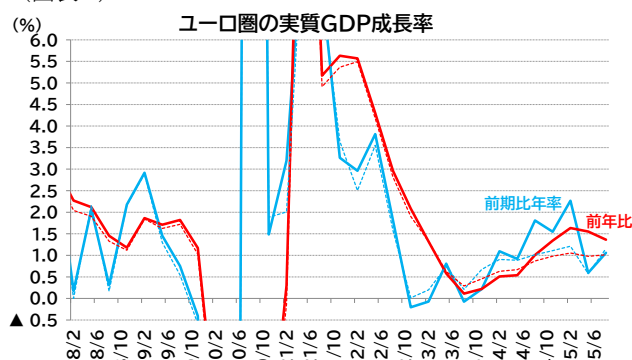
（注）季節調整値、□は非ユーロ圏輸入額（2019年）に対する割合
（資料）Eurostat

（月次）

（ 実体経済：7-9 月期は安定成長を実現 ）

ユーロ圏の7-9月期の実質成長率は前期比0.3%（年率換算：1.1%）となった（図表8）。25年の成長率は、1-3月期（前期比0.6%、年率2.3%）に前倒し生産・輸出で大幅に加速した後、4-6月期（前期比0.1%、年率0.6%）は駆け込みの剥落で減速したものの、大きな反動減を回避しプラス成長を維持した。そして7-9月期は4-6月期から加速し、底堅い推移が続いている。基調的な動きを追いやすい前年比で見ても7-9月期は1.4%と1%台半ばの成長を維持している（図表8）。

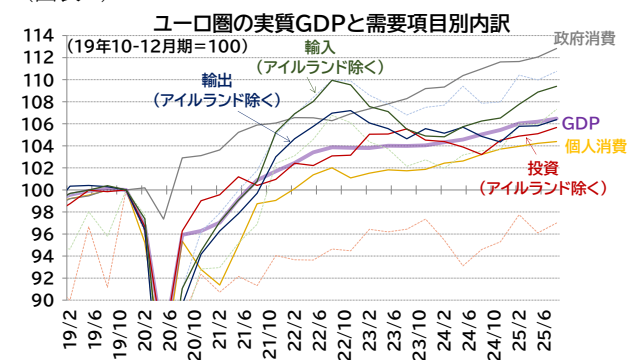
（図表8）



（注）季節調整値、破線はアイルランド除き
（資料）Eurostat

（四半期）

（図表9）



（注）季節調整値で2019年10-12月期を100として指数化。投資は在庫変動を除く
赤、青、緑の破線はそれぞれアイルランドを含む投資、輸出、輸入

（四半期）

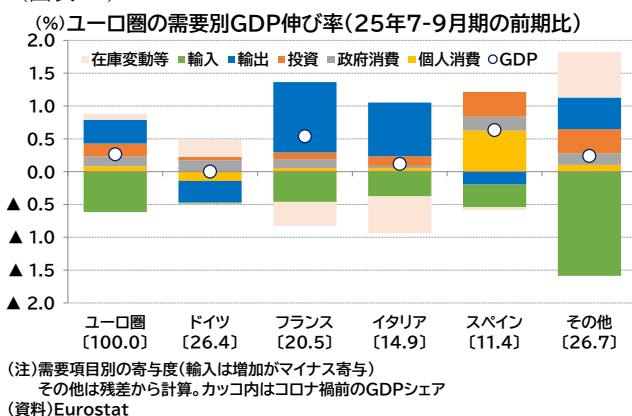
ユーロ圏全体の需要項目別の前期比成長率は、個人消費0.2%（前期：0.3%）、投資0.9%（前期：▲1.7%）、政府消費0.7%（前期：0.4%）、輸出0.7%（前期：▲0.4%）、輸入1.3%（前期：▲0.1%）、前期比寄与度で在庫変動等が0.08%ポイント（前期：0.47%ポイント）、外需が▲0.24%ポイント（前期▲0.17%ポイント）となった（図表9）。投資や輸出入の動きは、駆け込み生産・輸出のほかにアイルランドの知的財産生産物（IPP：intellectual property products）の移転も振れ幅が大きくなる要因となっていることから、アイルランドを除く前期比伸び率も確認すると7-9月期は投資が0.5%（前期0.2%）、輸出が前期比0.5%（前期0.0%）、輸入が前期比0.5%（前期1.0%）だった。なお、アイルランドを除くユーロ圏の成長率（前期比）は今年に入って、1-3月

期 0.3%、4-6 月期 0.1%、7-9 月期 0.3%と推移している（図表 8 破線で前年比と前期比年率の推移を図示）。7-9 月期は消費、投資、輸出がいずれも前期比プラス成長であり、内需・外需ともに安定した成長を遂げたと言える。また、基調的にもユーロ圏経済は緩やかな回復基調を続けていると判断される。

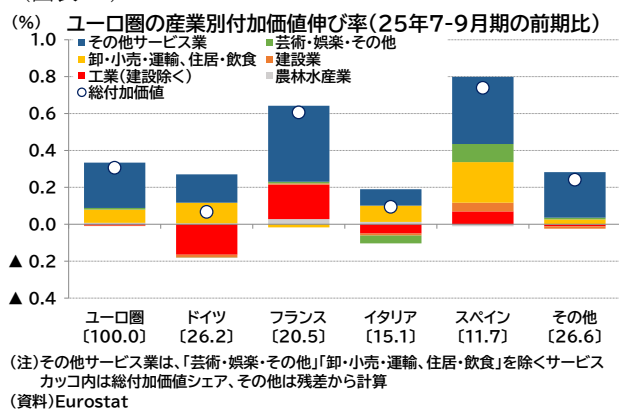
次に主要加盟国の前期比成長率を確認すると、ドイツ 0.0%（前期：▲0.2%）、フランス 0.5%（前期：0.3%）、イタリア 0.1%（前期：▲0.1%）、スペイン 0.6%（前期：0.8%）であり、スペインが好調、ドイツやイタリアが低迷という状況に変わりはない。また、駆け込み輸出の動きが顕著だったアイルランドは▲0.3%（前期：0.3%、1-3 月期 7.4%）となった。

国別の成長率を需要項目別に見ると（図表 10）、ドイツでは個人消費がマイナス成長であり、個人消費中心に高成長を維持しているスペインとは対照的な状況となっている。なお、フランスでは 7-9 月期に航空関連輸出が急増したことが成長率の押し上げ要因として目立つが、一時的な要因が大きく、また在庫の減少で相殺された部分も大きいと見られる³。産業別に見ると、ドイツやイタリアの工業の付加価値の伸びがマイナスが目立つ（図表 11 赤棒）。

（図表 10）



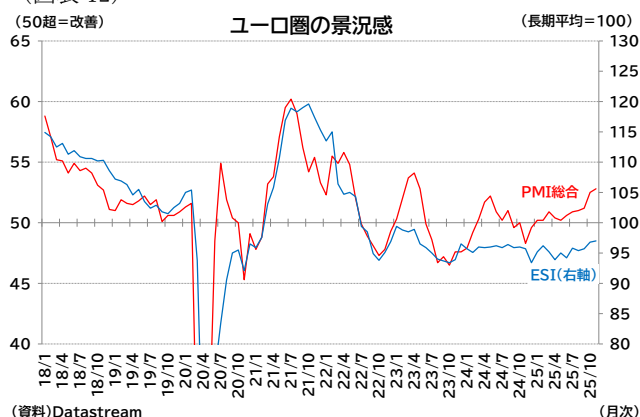
（図表 11）



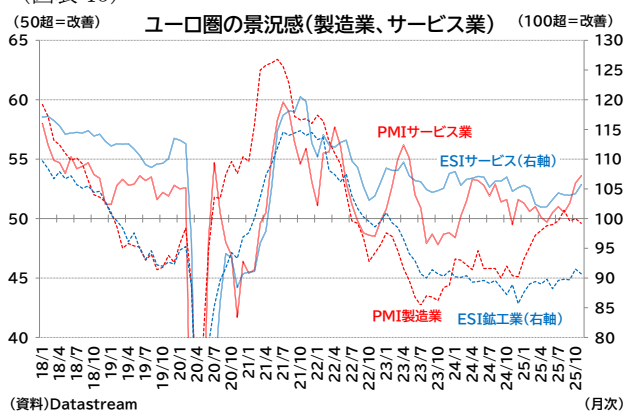
（ 企業景況感は総じて上向き ）

より足もと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 は総合指数が 50 を上回る水準で改善傾向、欧州委員会調査の E S I は低水準ながら、このところ緩やかに改善していることが分かる⁴（図表 12・13）。

（図表 12）



（図表 13）



³ フランスの関税間接税総局（DGDDI）は、（生産工程の遅れによって）4-6 月期の在庫の積み増しと 7-9 月期の輸出増が発生したと説明している。[Direction générale des douanes et droits indirects, Chiffres du commerce extérieur : principaux résultats du mois de septembre et bilan du 3ème trimestre 2025, Lundi 10 novembre 2025](https://www.dgddi.fr/fr/actualites/chiffres-du-commerce-exterieur-principaux-resultats-du-mois-de-septembre-et-bilan-du-3eme-trimestre-2025) (25 年 12 月 11 日アクセス)

⁴ 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。

前月からの変化に注目するPMIでは、製造業PMIが50前後で横ばい推移するなかでサービス業の景況感が大幅に改善した。景気の基調に注目したESIでは、小幅ながら足もとの景況感に改善の兆しがある。

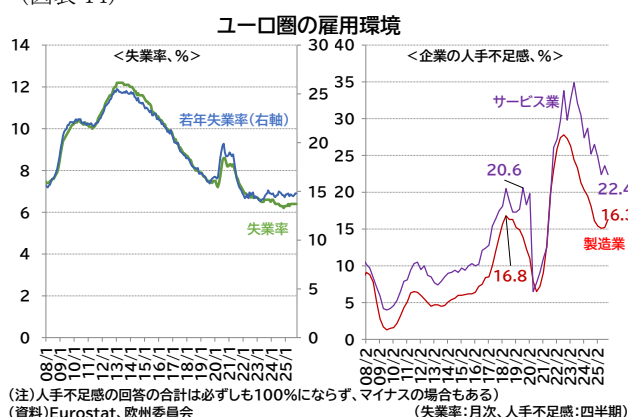
総じて見ると防衛・インフラ投資の拡大期待といった好材料もあり、景況感も上向いていると判断できる。ただし、製造業とサービス業の二極化状態が続いており、特に製造業では力強さに欠ける。

（ 労働市場は良好な状況 ）

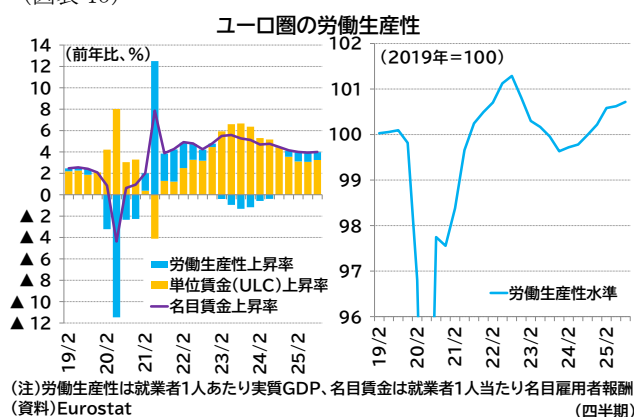
労働市場は良好な状況と言える。失業率は6%台半ばで低位安定している。人手不足感（欧州委員会調査）は、歴史的には高水準であるが、製造業・サービス業ともに緩和傾向をたどっている。ただし、足もとで特に製造業の人手不足感の緩和ペースが鈍化している（図表14）。

7-9月期のユーロ圏の労働投入の伸びを見ると、就業者数が前期比0.2%（前期：0.1%）、雇用者数が前期比0.2%（前期：0.1%）、労働時間（就業者数ベース）が前期比0.4%（前期：0.1%）となった。就業者数が増加を続ける一方で、わずかではあるが成長率が就業者の伸びを上回っているため、労働生産性の改善が続いており（図表15）、賃金コストが上昇するなかでもインフレ圧力が高まらない要因となっている（図表15左）。

（図表14）



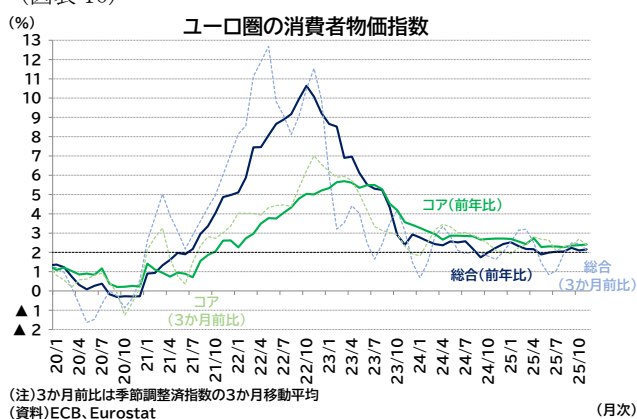
（図表15）



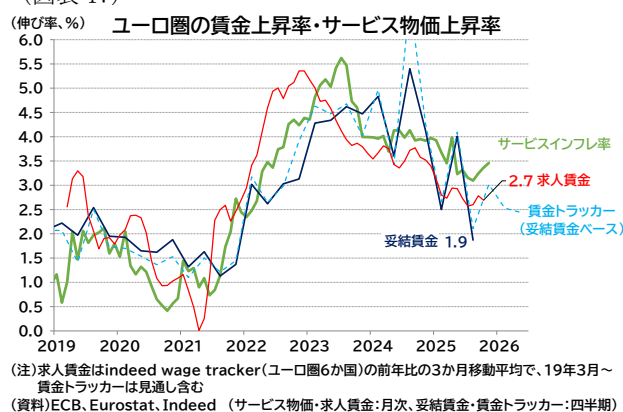
（ 物価・賃金：インフレ目標をほぼ達成 ）

物価は、総合指数・コア指数ともに2%目標付近での推移が続いている。

（図表16）



（図表17）



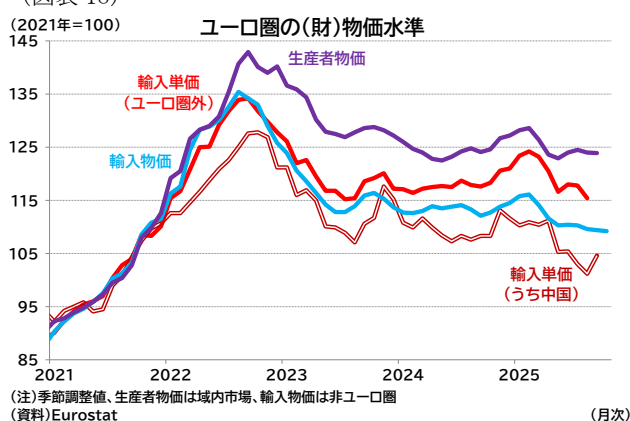
11月のHICP（速報値）は総合指数伸び率で前年比2.2%、コア指数伸び率で同2.4%となっ

た。総合インフレ率は今年前半から2%前後で推移しており、コアインフレ率は総合インフレ率よりやや高いものの2%前半での安定推移が続いている（図表16）⁵。

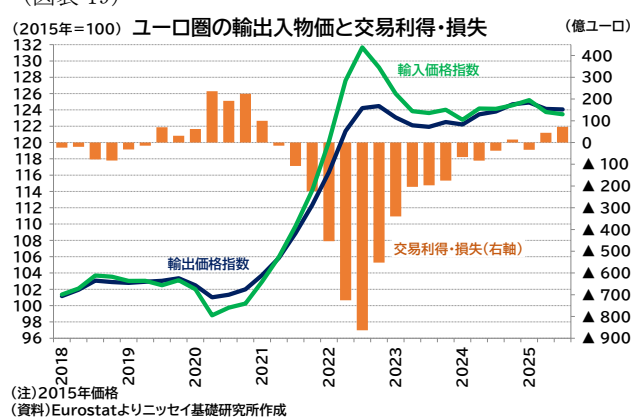
コアインフレ率がやや高めの推移が続いているのは、サービスインフレの鈍化ペースが遅いためである。ただし、サービスインフレと関連の強い賃金上昇率は、先行指標（求人賃金上昇率や締結済の賃金動向を集計したECBの賃金トラッカー）では鈍化傾向が鮮明になっていることから、賃金上昇圧力から生じるインフレ上振れ懸念は低下している（図表17）。

なお、トランプ関税を受けて、貿易網の混乱による貿易コストの上昇リスクが懸念される一方、中国による安価な財のユーロ圏への流入加速やユーロ高を受けた輸入物価の下押しリスクといった上下双方のリスクが指摘されている。足もと、中国からの輸入品の単価の低下も確認される（図表16）。ただし、輸入物価全体でみると輸入物価の低下幅は限定的であり、消費者物価の下押し圧力も限定的と言える（図表18・19）。

（図表18）



（図表19）



（ 財政政策：26年の財政スタンスは25年対比で中立的 ）

財政スタンスは、24年に導入された新しい財政ルールに準じた健全化が進む一方で、財政ルールの適用除外枠となる防衛関連支出や復興基金関連の支出が財政拡大要因となっている。26年の各国予算ベースでは、25年対比の財政スタンスはユーロ圏全体で緩和も緊縮もされず、概ね中立的で財政枠組みに沿っていると欧州委員会は評価⁶、ユーログループでも同意された⁷。

財政拡大要因である防衛関連支出については、現時点では国家免責条項がユーロ圏11か国（EUでは16か国）に発動されており⁸、該当支出は財政ルールの適用から除外される（28年までの4年間、累計でGDP比1.5%が上限）。また、防衛装備調達のための1500億ユーロの融資枠（SAFF）はユーロ圏は13か国（EUでは19か国）が申請しており、26年1-3月期以降の融資開始が

⁵ HICPには持ち家の帰属家賃が含まれていないが、ECBの金融政策を決定する上では考慮に入れることになっている。10月会合時の議論では、持ち家の家賃を純取得アプローチで含めるとインフレ率が0.1-0.2%やや押し上げられるとの指摘があった。[ECB, Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Florence on Wednesday and Thursday, 29-30 October 2025, 27 November 2025](#)（25年12月11日アクセス）。

⁶ 秋季欧州セメスターが採択された11月25日時点で、欧州委員会は予算案を提出したユーロ圏17か国のうち、クロアチア、リトアニア、スロベニアに財政ルール不遵守のリスクが、マルタ、オランダに重大な不遵守のリスクがあると評価した。ベルギー、スペインが予算未提出で、うちスペインが不遵守のリスクがあると評価している。なお、26年からユーロを導入するブルガリアも予算未提出で不遵守リスクありと評価されている。また、現時点で過剰赤字手続き（EDP）の対象となっている国はユーロ圏ではオーストリア、ベルギー、フランス、イタリア、マルタ、スロバキア（非ユーロ圏ではハンガリー、ポーランド、ルーマニア）で、新たにフィンランドのEDP開始の提案が検討されている。[European Commission, Commission outlines priorities to boost EU competitiveness in its 2026 European Semester Autumn Package, Nov 25, 2025](#)（25年12月11日アクセス）。

⁷ [Eurogroup, Eurogroup statement on the draft budgetary plans for 2026, 11 December 2025](#)（25年12月12日アクセス）。

⁸ ユーロ圏加盟国ではベルギー、エストニア、ギリシャ、クロアチア、ラトビア、リトアニア、ポルトガル、スロベニア、スロバキア、フィンランド、ドイツ（非ユーロ圏加盟国ではブルガリア、チェコ、デンマーク、ハンガリー、ポーランド）の国家免責条項が発動している。[European Council/Council of the EU, National escape clause for defence expenditure](#)（25年12月11日アクセス）。

予定されている（ユーロ圏への配分は暫定ベースで約 680 億ユーロ）⁹。

公共投資拡大を推進するドイツは 5 月に発足したメルツ首相率いる新内閣のもと、9 月に 25 年予算が成立、11 月には連邦議会で 26 年予算案が可決した（12 月中に成立見込み）。予算案では 5000 億ユーロ規模のインフラ基金（債務ブレーキ対象外）などを活用し、25 年以降に年 1200 億ユーロ前後（対ドイツ名目 GDP 比 2.8%、対ユーロ圏名目 GDP 比 0.8%）の公共投資を予定する¹⁰。時間的な制約から 25 年の支出は限定的となると思われるが、26 年以降は公共投資の拡大が成長率を押し上げることが期待される¹¹。

一方、過剰赤字手続き（EDP）の対象となっているフランスでは、政治の不安定さから財政健全化の遅延が懸念され、格下げがされた¹²。26 年予算に関しては、9 月に予算案の野党支持が得られず首相を辞任したバイル氏の後を継ぎ、ルコルニュ氏（元国防相）が首相に任命され内閣を発足させた¹³。ただし、議会は左派、大統領与党連合（中道）、右派と分裂し、予算成立には中道寄りの左派・右派の両野党からの支持が必要な状況には変化がない。12 月に入り社会保障予算は年金改革の一時停止や医療費の自己負担増額の停止など左派（社会党など）に譲歩し、一部財政健全化を遅らせる形で国民議会で可決されたが¹⁴、（社会保障以外の）国家予算成立の目途は立っていない。

ユーロ圏全体としては中立的な財政スタンスだが、国別に見れば緩和的スタンスの代表がドイツで、緊縮的スタンスの代表がフランスと言える。ただし、ドイツでは公共投資の進捗が計画・承認手続きの遅延や人手不足といった供給制約のために遅れるリスク、フランスでは政治の不安定さから財政健全化が計画ほど進まないリスクを抱える。ユーロ圏の財政スタンスはこうした要因で変わる可能性がある。

（ 金融政策・金利：ECB は様子見姿勢を強める ）

ECB は 24 年央から制限的な金融政策からの緩和を開始、今年 6 月にかけて政策金利（預金ファシリティ金利）を 4.0% から中立金利推計（1.75-2.25%）の中央値である 2.0% まで引き下げた後、7 月以降は政策金利を据え置いている（図表 20）。ラガルド総裁は現在の金利水準を「様子見する良い位置」と評しており、政策理事会メンバー内にはハト派（インフレ下振れリスク懸念派）、タカ派（インフレ再燃懸念派）の双方の意見があるものの、「不確実性が大きい状況下では様子見の価値が高い」とする見解は概ね一致しており、据え置きはこれまで全会一致で決まっている。

今後の金融政策については引き続き、会合毎にデータ依存で決定していく方針が維持されている。理事会では、政策決定においてインフレ見通しの変化や顕在化されたリスクだけでなく、リスク分

⁹ ユーロ圏加盟国ではベルギー、エストニア、ギリシャ、スペイン、フランス、クロアチア、イタリア、キプロス、ラトビア、リトアニア、ポルトガル、スロバキア、フィンランド（非ユーロ圏加盟国ではブルガリア、チェコ、デンマーク、ハンガリー、ポーランド、ルーマニアが対象）。9 月に 1500 億ユーロ全額の暫定配分が通知されており、暫定配分はポーランドが約 440 億ユーロで圧倒的に多く、次いでルーマニアの約 170 億ユーロ、フランス・ハンガリーの約 160 億ユーロと続く。[European Commission, SAFE | Security Action for Europe](#)（25 年 12 月 11 日アクセス）。SAFE は原則として 2 か国以上の加盟国（1 か国はウクライナもしくは EFTA/EU 加盟国でも可）が、防衛産業投資計画を策定して要請し、欧州委員会が審査する。

¹⁰ [Federal Ministry of Finance, Fiscal foundations for the coming years: German government adopts 2025 federal budget, benchmark figures to 2029 and implementation of the €500bn investment package, 24 June 2025](#)（25 年 12 月 11 日アクセス）、[Federal Ministry of Finance, German government intensifies its investment drive: 2026 federal budget and fiscal plan to 2029 adopted, 30 July 2025](#)（25 年 12 月 11 日アクセス）

¹¹ インフラ基金は 10 月から資金調達が実施されており、10 月時点で 128 億ユーロを調達済み。[Bundesministerium der Finanzen, Kreditaufnahme des Bundes und seiner Sondervermögen, BMF-Monatsbericht November, 2025, 20.11.2025](#)（25 年 12 月 11 日アクセス）

¹² 9 月にはフィッチが 10 月には S&P グローバルがそれぞれフランスのソブリン格付けを格下げした（ムーディーズは格付けを据え置いたが、見通しをネガティブに引き下げた）。

¹³ ルコルニュ氏は 9 月に首相に任命されたが、10 月の閣僚名簿提出直後に刷新感のない人事が与野党から批判されたことを受け約 1 か月で辞任したのち、再度任命された経緯がある。

¹⁴ 例えば、[Ian Johnston, French welfare budget passes in win for premier Lecornu, Financial Times](#)（25 年 12 月 11 日アクセス）

(図表 20)



ユーロ圏の長期金利は、金融政策やインフレ関連データ、財政スタンス、米金利の動向に左右される展開が続いている。ドイツ 10 年債金利は、足もとで上昇圧力が強くなっている。ドイツの拡張的な財政見込みでタームプレミアム・リスクプレミアムが拡大するなか、ECB の追加利下げ観測の大幅な後退、一部で今後の利上げ観測も織り込まれはじめたことを受けて 10 年債金利は 2% 台後半まで上昇している（図表 21）。また、ドイツ以外の加盟国において対独スプレッドの大幅拡大（いわゆる「分断化」）は見られていないが、フランスでは議会選挙以降の政局不安を受け長期金利の対独スプレッドが高めの状況が続いている（前掲図表 20）。

(見通し： 緩やかな成長の継続を予想)

(図表 22)

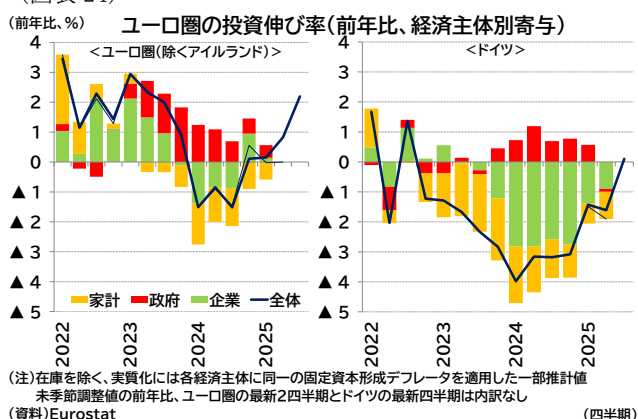


8

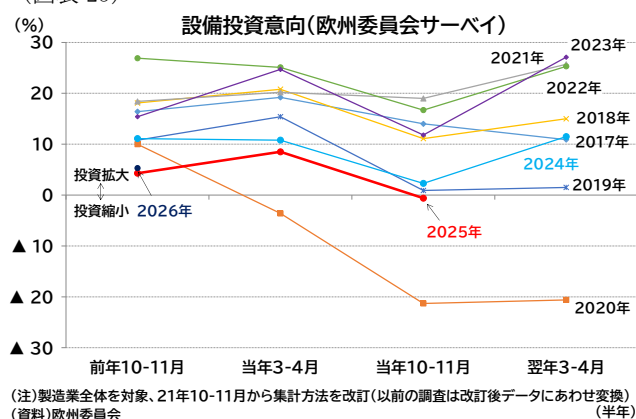
トランプ関税に関しては、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく相互関税などが連邦最高裁で係争中であり、不確実性の要因となっているが、見通しの前提では、基本的に現在、課されている関税率が続くと想定している（例外として、見通しでは新たに半導体、医薬品に関して15%程度の関税が課されると想定）。

上記の前提のもと、先行きの消費は底堅い雇用環境を背景に改善が続くと予想する。ただし、消費者景況感は冴えない状況が続いており、貯蓄率も高い状況が続いている（図表22・23）。今後、トランプ関税などの不確実性後退や経済回復の持続に伴い、消費者景況感の改善や貯蓄率低下を見込むものの、当面は消費の力強い伸びにも期待できない状況が続くと予想する。

（図表24）



（図表25）



投資は、復興基金や防衛・インフラ投資を中心に公的投資が押し上げ要因となる状況が続くと見込まれる。特に26年はドイツにおけるインフラ投資の本格化が期待される。なお、26年末には復興基金は終了するが、他の未利用基金の活用等によって急激な財政の崖の発生は回避できると見込んでいる。民間投資は、中立金利付近まで引き下げられた政策金利が追い風となるが、長期金利への上昇圧力が根強いこと、競争力の低下を背景とした輸出の伸び悩みや不確実性の高さがドイツを中心に投資拡大の障害となっており（図表24）、今後も当面は逆風が強いと言える。特に製造業では、欧州委員会の調査における26年の設備投資意向が、コロナ禍を除き最低水準であった今年並みにとどまる（図表25）。南欧経済やサービス業は堅調なため、これらの地域や分野での投資が下支え要因になると見られるが、全体としては力強さに欠ける状況が続くと予想する。

域外経済は、総じて弱い状況が続くと見ている。米国向けの輸出は駆け込み需要が剥落し、来年にかけてトランプ関税の負の影響が強くなると予想する。主要輸出先である中国向けも、中国国内の内需が弱く、過剰生産が問題視されるなか、ユーロ圏からの輸出拡大は見込みにくい。ユーロ高の環境も逆風となるだろう。27年にかけて域外環境は改善に向かうと見ているが、そのペースは緩慢なものになるだろう。

上記を踏まえて、暦年でみた欧州経済の成長率は25年1.4%、26年0.9%、27年1.2%と予想する（図表26）。

インフレ率は、今後も25年2.1%、26年1.9%、27年1.9%と目標前後で安定推移¹⁶、ECBは目標に沿ったインフレ率が続き、経済も緩やかな回復基調が維持されるため政策金利を現行水準で

¹⁶ 新しい排出量取引制度（ETS2）はインフレ率の押し上げ要因となる見込みだが、導入が当初予定の27年から28年に延期されることを想定している。[European Commission, Commission proposes targeted adjustments to the Market Stability Reserve Decision to support a smoother start for ETS2, 27 November 2025](#)（25年12月11日アクセス）、[European Parliament, 2040 climate target: deal on a 90% emissions reduction in EU climate law](#)（25年12月11日アクセス）。

据え置くと見ている（表紙図表 2、図表 26）。ただし、インフレリスクが顕在化する場合、特に成長率の下振れやデシインフレの想定以上の進行が懸念される場合にはさらなる追加利下げがなされるだろう。

ドイツ 10 年債金利は米金利低下やリスクプレミアム圧縮により、今後は 2% 台半ばまで低下し、25 年平均 2.6%、26 年平均 2.4%、27 年平均 2.4%と予想している（表紙図表 2、図表 26）。また、フランスなど政治の機能不全が目立つなかではあるが、財政ルールを無視した財政赤字の急増リスクも限定的と見られ E C B の介入を必要とするような金利や対独スプレッドの急上昇は発生しないと予想する。

（図表 26）

		2024年	2025年	2026年	2027年	ユーロ圏の経済見通し											
		実績	予測	予測	予測	2025年				2026年				2027年			
実質GDP	前年同期比、%	0.9	1.4	0.9	1.2	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
	前期比年率、%	0.9	1.4	0.9	1.2	1.6	1.6	1.4	1.0	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
内需	前年同期比寄与度	0.57	2.00	1.15	1.16	2.3	0.6	1.1	0.1	0.7	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						2.16	2.51	1.68	1.68	1.30	1.28	1.07	0.96	1.15	1.14	1.16	1.21
民間最終消費支出	前年同期比、%	1.3	1.3	1.3	1.2	1.5	1.6	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
						2.4	3.2	2.5	2.8	1.0	3.2	2.7	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5
総固定資本形成	前年同期比、%	▲ 2.0	2.8	2.2	1.7	▲ 0.53	▲ 0.96	▲ 0.31	▲ 0.69	▲ 0.69	▲ 0.45	▲ 0.16	0.19	0.14	0.09	0.04	0.02
						▲ 0.53	▲ 0.96	▲ 0.31	▲ 0.69	▲ 0.69	▲ 0.45	▲ 0.16	0.19	0.14	0.09	0.04	0.02
外需	前年同期比寄与度	0.33	▲ 0.64	▲ 0.28	0.08	▲ 0.53	▲ 0.96	▲ 0.31	▲ 0.69	▲ 0.69	▲ 0.45	▲ 0.16	0.19	0.14	0.09	0.04	0.02
						▲ 0.53	▲ 0.96	▲ 0.31	▲ 0.69	▲ 0.69	▲ 0.45	▲ 0.16	0.19	0.14	0.09	0.04	0.02
消費者物価(HICP)																	
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	2.4	2.1	1.9	1.9	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
						2.6	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率																	
平均、%		6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
						6.3	6.3	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、%		3.00	2.00	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
						2.5	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
ドイツ10年国債金利																	
平均、%		2.3	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
						2.5	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
対ドル為替相場																	
平均、ドル		1.09	1.13	1.19	1.21	1.05	1.13	1.17	1.16	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21	1.22
						1.05	1.13	1.17	1.16	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21	1.22
対円為替相場																	
平均、円		164	169	181	175	161	164	172	179	183	182	180	179	176	177	174	174
						161	164	172	179	183	182	180	179	176	177	174	174

（資料）Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

（ リスク： 上下双方にリスク ）

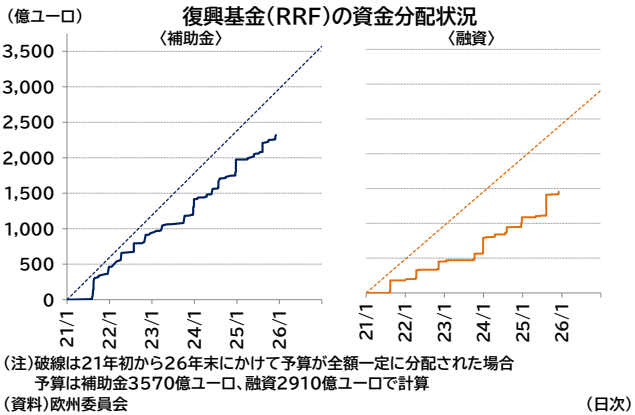
成長率については、需要項目の消費、投資、輸出のいずれにもリスクが双方向に存在する。

消費は、景況感の改善や貯蓄率の低下の程度に不確実性がある。予想以上に貯蓄率が低下する場合には消費の活性化が成長を押し上げるだろう。一方で貯蓄率の高止まりが長期化する場合には、低めの成長率が続くだろう。

投資は復興基金や防衛・インフラ投資の実行ペース、公共投資の拡大を受けた民間投資の盛り上がりにも不確実性がある。見通しでは、復興基金は現時点での同等ペースでの進捗を見込んでおり、未消化分が発生する見込みである（図表 27）。ただし、26 年末で終了することから、最終年に向けて今後の進捗が加速する可能性がある。ドイツのインフラ投資は、26 年以降は予算並みの公共投資が実行されることを想定している。ただし、計画・承認手続きの遅延や人手不足といった供給制約のために 26 年以降の予算消化に遅れが生じる可能性がある。一方で、見通しでは防衛費やインフラ投資分野の財政拡大が民間投資を喚起する効果はごく限定的と見ているが、民間部門の投資拡大の呼び水となれば、成長がさらに押し上げられる可能性がある。

輸出（域外環境）については、まず、トランプ政権の政策に関する不確実性が高い。係争中のトランプ関税が違憲と判断され（無効となり）、対米輸出環境が改善する可能性がある一方で、米欧間の対立が再燃してさらに関税が引き上げられる可能性も残っている。また、米中対立が激化すれば

（図表 27）



両国経済ともに低迷し、また両国の関税強化やレアアースなどの輸出規制の強化などの貿易障壁を通じて間接的に欧州経済にも悪影響をもたらす可能性もある。現在のところ、世界経済はこれまでのところ底堅く、一因としてA Iを中心としたI T関連産業の成長期待が株高や投資が米国や世界的な需要を支えている面がある。これらの分野への期待の剥落が、株安や金融環境の悪化とも相まって世界的に成長率の減速をもたらすリスクがある。

インフレ率については、成長率の上振れ・下振れがそれぞれインフレ率の上振れ・下振れ要因となるほか、上振れリスクとして関税による貿易網の混乱から生じるコスト高、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を指摘できる。一方の下振れリスクとして、ユーロ高による輸入物価の想定以上の低下、中国などの安価な財の流入圧力がさらに強まりデフレーションが予想以上に進行するリスクがある（ただし、当該リスクが高まった場合には、E Uもセーフガード等の措置を講じると思われ、影響が一定程度軽減される可能性もまた高いだろう）。