

2025 年 1 月 23 日 全 11 頁

欧州経済見通し トラス・ショック再来への警戒感

財政不安による国債安・通貨安懸念/欧州経済中期見通し

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- このところ英国債安とポンド安が同時に進行している背景には、2024 年 10 月に労働党政府が公表した財政案を受けた財政悪化への懸念があるとみられる。財源の裏付けのない経済対策が金利急騰、ポンド下落を招いた 2022 年 9 月のトラス・ショックを想起させ、さらなる金融市場の混乱に対する警戒感が高まっている。
- 足元の相場変動のペースはトラス・ショック時に比べて緩やかであり、これはトラス・ショック時ほどには財政懸念が大きいことを示唆する。しかし、財政不安が払しょくされるためには、景気加速によって歳入の上振れ期待が高まること、もしくは、財政政策の修正が必要とみられる。労働党政権は追加増税を否定しているが、3 月 26 日公表予定の春季予算の内容が注目される。
- ユーロ圏でも長期金利の上昇は見られるが、ECB が BOE や米国 FRB よりも速いペースでの利下げを続けていくと見込まれているため、上昇幅は限定的である。ただし、財政懸念という点では、政治の混乱が続くフランスの動向に引き続き注意が必要である。
- 今回のレポートでは、通常の経済見通しに加えて、ユーロ圏、英国の今後 10 年間（2025 年～2034 年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後 10 年間の経済成長率は平均で +1.2% と予想する。2024 年の欧州議会選挙を経た新体制でも、グリーン・ディールが EU の成長戦略の中心に据えられる見込みである。もっとも、競争力強化との両立への意識が高まっており、企業にも配慮した現実路線への転換が期待される。競争力強化に向けては、大規模投資の必要性に対する認識が強まっているが、財源確保が課題となるだろう。
- 英国の今後 10 年間の経済成長率は平均 +1.3% と予想する。労働党による拡張財政は、短期的には需要面から、中期的には供給面から成長率の押し上げに寄与すると見込まれる。EU との関係改善に向けた動きも好材料と言えるが、労働党は EU 再加盟を否定しており、ブレグジットの影響の見極めは引き続き重要なテーマとなる。

欧州景気動向 ～財政不安による国債安・通貨安懸念

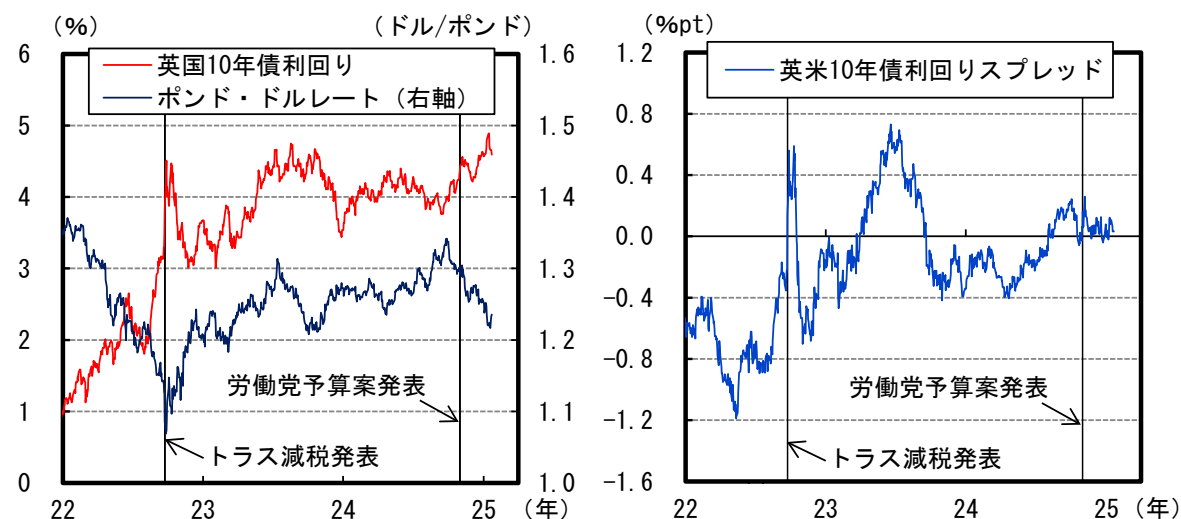
英国債金利上昇、ポンド安が進むものの、トラス・ショック時とは状況が異なる

このところ英国資産の下落が物議を醸している。英国ポンドの対米ドルレートは、一時、1.21 ポンド/ドルと 2023 年 11 月以来の安値となったほか、英国 10 年債利回りは 4.9% 台と、2008 年以来の高さまで上昇（価格は下落）した。国債安と通貨安が同時に進行している背景には、2024 年 10 月に労働党政府が公表した財政案を受けた英国財政悪化への懸念があるとみられる。この点、財源の裏付けのない経済対策が金利急騰、ポンド下落を招いた 2022 年 9 月のトラス・ショックと共通しており、さらなる金融市場の混乱に対する警戒感が高まっている。

もっとも、足元の状況はいくつかの点でトラス・ショック時とは異なる。まず、相場変動ペースの違いが挙げられる。トラス・ショック時の金利の変動幅を見ると、トラス政権が減税を発表する前日（2022 年 9 月 22 日）から、混乱収束のために BOE が国債買い入れを発表する前日（9 月 27 日）までの 1 週間弱で 10 年債利回りは 1.00%pt 以上跳ね上がった。一方、今回労働党政府が秋季予算案を発表した 2024 年 10 月 30 日から足元までの金利の変動幅は、最大でも 0.5%pt 程度にとどまっている。トラス・ショックでは、超長期債の価格下落によりレバレッジをかけた年金基金がマージンコール（追加証拠金）を発生させ、さらなる債券売りを呼んだという事情があるものの、その発端となった政策に対する市場の初期反応は今回の方が明らかに小さい。これは、財政懸念がトラス・ショック時ほどには大きくないことを示唆している。

二点目は、英国金利と米国金利との連動性の高さである。確かに、英国債金利は上昇傾向が続いているが、これは米国債金利の上昇に概ね沿ったものである。英国と米国の金利スプレッドは、トラス・ショック時のような急激な拡大は見られず、ほぼ安定している。ポンドの下落を踏まえれば、財政懸念が債券売り・ポンド売りを招いた事実を否定はできないが、米国でのインフレ懸念や財政悪化といった海外要因も足元の金利上昇には強く影響していると考えられる。

図表 1 英国債利回りとポンド・ドルレート（左）、英国と米国の 10 年債利回りスプレッド（右）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

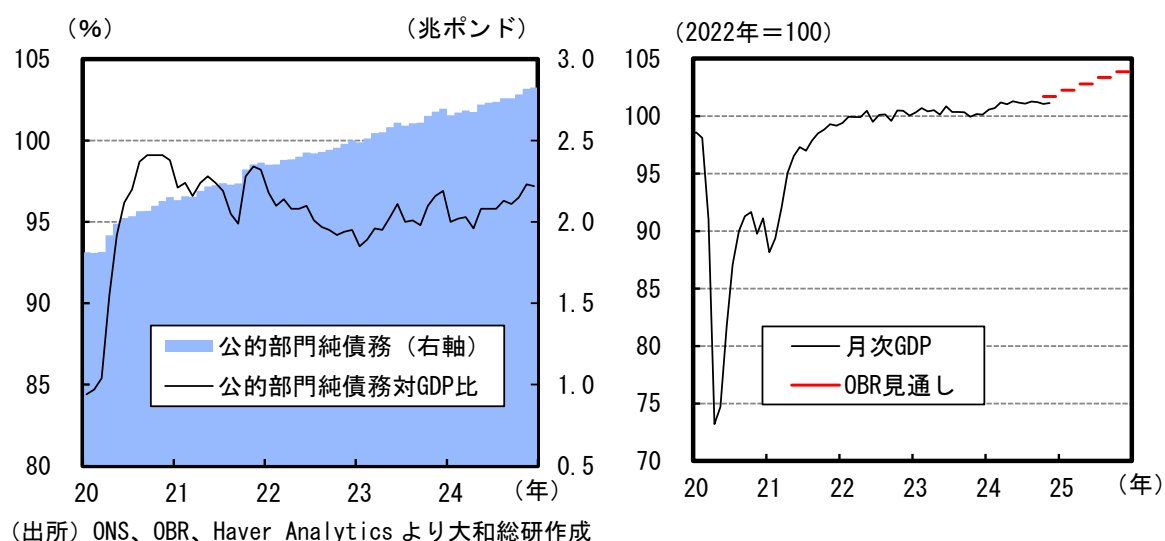
財政不安払しょくには、景気の上振れ、もしくは政策の修正が必要

しかしながら、足元の状況を軽視するわけにはいかないだろう。既述したように、足元の金利水準はトラス・ショック時のピークよりも高く、しかも英国の政府債務は当時よりも積み上がっている。政府の利払い費は以前よりも膨らみやすくなっており、金利上昇がさらに財政悪化への懸念を強めるという悪循環に陥るリスクは高まっている。

では、英国の財政不安が払しょくされるためには何が必要か。そもそも、足元で財政懸念が高まっている一因には、労働党政府の財政計画が、楽観的な経済見通しを前提に作られていたことがある。2024年10月の政府予算案公表の際に OBR（予算責任局）が作成した経済見通しでは、2025年の経済成長率が前年比+2.0%、2026年が同+1.8%とされた。これは、2025年1月に公表された IMF による予想（2025年：同+1.6%、2026年：同+1.5%）や、市場予想（Bloomberg 集計、2025年：同+1.3%、2026年：同+1.4%）を大きく上回る。しかも、直近の経済状況を見ると、好調だった2024年前半に比べて、減速感が強まっている。政権交代以降で見ると、英国の月次 GDP は、2024年7月から11月までの5ヵ月間のうち3ヵ月（7月、9月、10月）は前月から減少し、ほとんど成長していない。財政不安払しょくのためのカギは、景気が再び加速し、歳入の上振れ期待が高まることにある。

労働党政府が10月に定めた財政政策の効果が本格的に発現するのは2025年以降とみられることから、英国経済は2025年に入り、再び持ち直していくことが期待される。だが、予算に盛り込まれた増税が企業部門のマインドを押し下げているという状況に鑑みると、過度に楽観視することはできない。仮に景気の停滞が続くことになれば、労働党政府が目指す財政の健全化は遠のくことになる。リープス財務相は足元の金融市場の変動を経た後も、日々の歳出を税収で補うという方針に変更はなく、追加増税はしないとの姿勢を崩していない。財政確保の必要性が高まった場合には歳出の削減で対応する可能性を示唆しているが、金融市場では追加増税になるとの見方は根強く、3月26日公表予定の春季予算の内容が注目される。

図表2 英国の公的部門純債務（左）、英国の月次 GDP と OBR の経済見通し（右）、



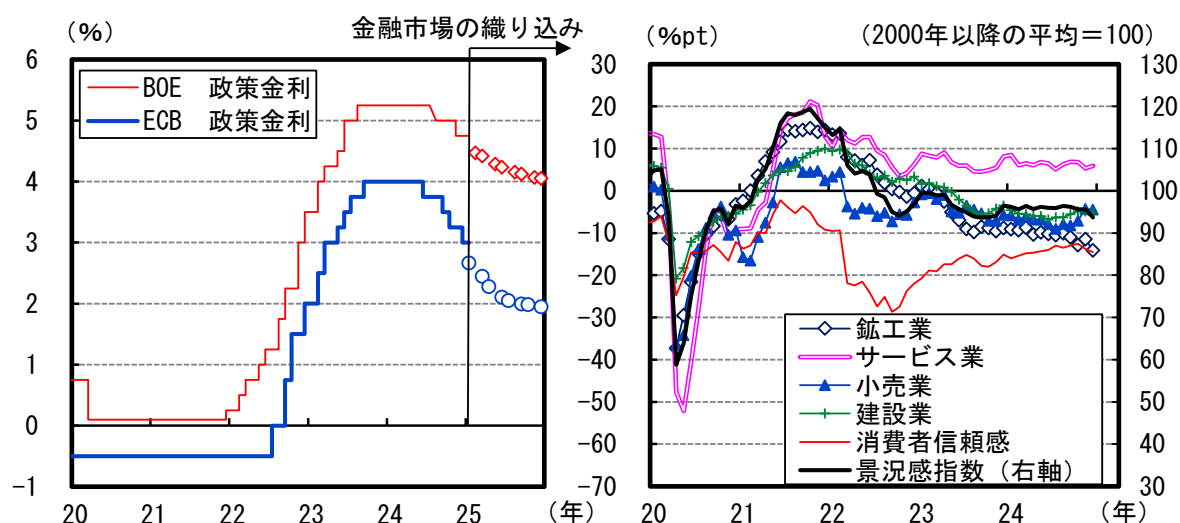
ユーロ圏は景気の弱さ、追加緩和期待が金利上昇圧力を抑制

一方、ユーロ圏に目を向けると、英国と同様に足元で長期金利の上昇が見られるが、上昇幅は限定的である。これは、景気鈍化を受けて ECB が、BOE や米国 FRB よりも速いペースでの利下げを続けていくと見込まれているためと考えられる。

ユーロ圏経済の状況に関して、12月の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は、前月差▲1.9ptと大きく低下し、2023年9月以来の低水準となった。内訳では、唯一サービス業が上昇したものの、これ以外の4系列（製造業、小売業、建設業、消費者信頼感）が低下した。とりわけ製造業の低下幅が同▲2.7ptと大きく、水準は2020年7月以来の低さまで落ち込んでいる。製造業の悪化が経済全体の足を引っ張る構図が長く続いているが、状況は直近でより深刻化している。12月の悪化を受けて、景況感指数全体の10-12月期平均は95.0と、四半期平均では2023年10-12月期以来の低さとなった。景況感指数の水準に単純に照らせば、2024年10-12月期の実質GDP成長率は、ゼロ近傍にまで落ち込むことが示唆される。

ハードデータを見ていくと、11月の鉱工業生産は、ドイツ（前月比+1.3%）、フランス（同+0.2%）、イタリア（同+0.3%）などで増加し、ユーロ圏全体では同+0.2%と2ヵ月連続で増加した。しかし、10月（同+0.2%）の増加を合わせても9月の減少分（同▲1.6%）を補うには至らず、10-11月平均値は7-9月期平均を0.4%下回る。個人消費関連では、11月の実質小売売上高が同+0.1%と2ヵ月ぶりの増加に転じ、10-11月平均は7-9月期平均を0.4%上回った。10-12月期も前期比ベースでの増加は維持される見込みだが、前期比+1.0%と大きく増加した7-9月期に比べれば増加幅は縮小するとみられる。このようにハードデータの動向からも、10-12月期のGDP成長率は、やはり前期から減速する可能性が高い。

図表3 金融市場における利下げの織り込み（左）、ユーロ圏の景況感指数（右）



(注) 左図の金融市場の織り込みは、スワップ金利から計算されたインプライド金利。

(出所) ECB、BOE、欧州委員会、Bloomberg より大和総研作成

なお、四半期 GDP に先立って公表されたドイツの 2024 年の実質 GDP は、前年比▲0.2%と、2 年連続でのマイナス成長となった。同時公表の 2024 年 10-12 月期の暫定値は前期比▲0.1%と 2 四半期ぶりのマイナス成長となり、ドイツがユーロ圏全体の重荷になるという構図は 10-12 月期に入っても変わらない。

ECB は政策決定に関してデータ次第というスタンスを崩していないが、こうしたユーロ圏経済の回復の脆弱さに鑑みれば、1 月 30 日に行われる政策理事会では、4 会合連続となる利下げに踏み切る可能性が高い。

フランスでは新内閣が発足、政治・財政への不安は継続

ただし、財政懸念の高まりに関して、ユーロ圏でもリスクがないわけではない。とりわけ、昨年以降、政治の混乱が続くフランスの動向には注意が必要である。

2024 年 12 月、内閣不信任可決により辞職したバルニエ首相の後継となったバイル首相は、2025 年 1 月 14 日、施政方針演説を行った。注目されていた財政運営に関しては、2025 年の財政赤字対 GDP 比を 5.4%とする計画を示し、バルニエ前内閣が提出した予算案の 5.0%から目標が引き下げられた。また、左派から特に要求が強い年金改革の見直しについては、退職年齢引き上げの見直しも含めて、聖域なく交渉に臨んでいく構えを示している。

しかし、左派勢力のうち極左の「不服従のフランス」、および環境派、共産党による議員グループは、施政方針演説の当日に内閣不信任案を提出した。極右・国民連合、および社会党が様子見の姿勢から不支持に回ったことで不信任案は否決されたが、国民連合は 2 月に審議される 2025 年予算案の内容によっては、不信任案に賛成する可能性を示唆している。バイル内閣は引き続き困難な政権運営を強いられるとみられ、バルニエ前内閣と同様に短命に終わる可能性も否定できない。

再度の不信任案を防ぐためには、緊縮財政を批判する左派、および極右への譲歩が不可欠とみられ、フランスが財政再建を続けるのは極めて困難な情勢にある。また、議会の混乱を背景とした政治の停滞自体が、国債のさらなる格下げにつながるリスクも想定される。一義的には、フランス国債金利の上昇要因ということになるが、金利上昇は他の EU 加盟国にも波及する可能性があり、警戒心を持って見ていく必要がある。

図表4 ユーロ圏経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.3%	0.7%	1.6%	0.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.7%	1.3%	1.4%
家計消費支出	1.1%	0.1%	2.8%	1.0%	1.4%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%	1.4%	1.1%
政府消費支出	0.6%	4.5%	2.2%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-8.8%	-9.2%	8.1%	3.1%	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%	-1.9%	2.6%	2.6%
輸出	4.3%	6.2%	-5.8%	-1.5%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.4%	0.8%	0.8%	2.6%
輸入	-1.1%	4.5%	0.9%	0.5%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	0.0%	2.1%	2.7%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.4%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	1.3%	1.4%
家計消費支出	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.4%	1.1%
政府消費支出	2.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.4%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	1.5%	1.0%
総固定資本形成	-1.1%	-3.2%	-1.4%	-2.0%	0.9%	4.0%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	-1.9%	2.6%	2.6%
輸出	-0.7%	1.9%	1.4%	0.7%	0.2%	-0.8%	1.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	0.8%	0.8%	2.6%
輸入	-1.7%	-0.6%	1.2%	1.2%	2.1%	1.6%	2.0%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	0.0%	2.1%	2.7%
鉱工業生産（除く建設）	-4.7%	-3.9%	-1.5%	-1.8%	-0.2%	0.6%	1.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	-3.0%	1.0%	2.0%
実質小売売上高	-0.1%	0.3%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	1.5%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	1.7%	0.8%
消費者物価	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.0%	1.8%
生産者物価	-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.6%	2.4%	4.7%	4.1%	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-4.2%	3.6%	2.5%
失業率	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.2%	6.1%
10億ユーロ															
貿易収支	58.4	44.8	35.3	28.9	28.5	31.2	34.2	37.5	41.0	44.5	48.0	51.5	167.4	131.5	185.1
経常収支	107.8	134.4	84.1	83.6	82.9	84.8	87.0	89.5	92.2	94.8	97.4	99.9	409.9	344.3	384.2
独 国債10年物（期中平均）															
欧 政策金利（末値）	2.31%	2.49%	2.29%	2.26%	2.49%	2.44%	2.40%	2.36%	2.33%	2.30%	2.27%	2.24%	2.34%	2.42%	2.29%
	4.00%	3.75%	3.50%	3.00%	2.50%	2.25%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2025年1月22日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表5 英国経済・金利見通し

	2024				2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	3.0%	1.4%	0.1%	0.4%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	0.8%	1.3%	1.6%
家計消費支出	2.9%	1.5%	2.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.4%	1.1%
一般政府消費支出	1.2%	3.4%	0.6%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.9%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	4.1%	2.8%	5.1%	1.8%	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	1.8%	2.9%	2.8%
輸出	-1.8%	-3.5%	-2.0%	-0.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	-1.8%	0.5%	2.2%
輸入	-3.3%	25.1%	-9.5%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.4%	1.2%	1.6%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%	0.9%	1.0%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	0.8%	1.3%	1.6%
家計消費支出	0.3%	0.1%	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.4%	1.1%
一般政府消費支出	3.2%	1.9%	0.9%	1.5%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.2%	1.9%	1.7%	1.5%
総固定資本形成	-0.9%	1.0%	3.9%	3.5%	3.1%	3.0%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	1.8%	2.9%	2.8%
輸出	-2.1%	-2.3%	-1.0%	-2.0%	-1.2%	0.2%	1.2%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	-1.8%	0.5%	2.2%
輸入	-2.4%	2.5%	2.8%	2.6%	3.7%	-1.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.6%
鉱工業生産	-0.7%	-1.9%	-2.3%	-0.8%	-0.3%	0.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.4%	0.6%	1.1%
実質小売売上高	-0.1%	-0.8%	1.7%	1.7%	0.5%	1.2%	0.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.6%	0.8%	1.1%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.5%	2.3%	2.0%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	1.4%	0.2%	-0.4%	0.2%	1.0%	2.6%	3.0%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.3%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	4.3%	4.2%	3.9%
10億英ポンド															
貿易収支	-42.8	-59.1	-49.2	-50.2	-50.3	-50.1	-49.7	-49.2	-48.4	-47.1	-45.6	-44.5	-201.3	-199.2	-185.5
経常収支	-11.8	-24.0	-18.1	-20.4	-20.0	-19.1	-18.7	-18.5	-17.9	-17.3	-16.8	-16.2	-74.3	-76.3	-68.2
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	4.03%	4.20%	4.00%	4.34%	4.64%	4.51%	4.38%	4.25%	4.14%	4.02%	3.90%	3.87%	4.14%	4.45%	3.98%
	5.25%	5.25%	5.00%	4.75%	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	3.00%	4.75%	3.75%	3.00%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2025年1月22日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

欧州経済中期見通し

ユーロ圏経済 ～政策の重点は競争力強化へ、課題は財源確保

今回のレポートでは、通常の見通しに加えて、今後10年間（2025年～2034年）の中期経済見通しを改訂した。ユーロ圏経済の今後10年間の経済成長率は平均で+1.2%と予想する。これは過去10年間（2015年～2024年、2024年は大和総研予想）の平均の+1.5%を下回る。また、予測期間を前・後半に分けて見ると、前半5年間の平均は+1.3%、後半5年間は+1.1%となり、予測期間後半にかけて成長率は緩やかに低下すると予想する。

エネルギー危機、物価高騰を大きな要因として、ユーロ圏の実質GDP成長率は2023年が前年比+0.4%、2024年（大和総研による予測値）は同+0.7%と、年+1%強とみられる潜在成長率を2年連続で下回る低成長となったとみられる。IMF、欧州委員会の推計によればユーロ圏のGDPギャップは、2024年時点では依然としてマイナス圏にある。

2025年以降、予測期間前半は潜在成長率を幾分上回る成長が期待される。インフレ率の高い伸びが収まったことで、実質所得は既に増加基調にあり、これまで出遅れてきた個人消費の回復が本格化すると見込まれる。また、2024年に開始されたECBによる利下げサイクルは2025年も継続すると予想され、この効果がタイムラグを伴って波及を強めることで、投資も回復へと向かうと想定される。マイナスのGDPギャップは予測期間前半には解消すると見込まれ、予測期間後半は潜在成長率並みの成長に回帰していくと予想する。

他方、予測期間後半は、人口要因を主な理由として潜在成長率の低下が見込まれ、実際の成長率も鈍化していくことになろう。Eurostatの人口見通しによれば、ユーロ圏の人口増加ペースは、予測期間後半にかけて緩やかに鈍化していく。加えて、高齢化のさらなる進展によって、既に減少傾向にある生産年齢人口の減少ペースは予測期間後半にかけて加速すると見込まれ、これが潜在成長率を下押しすることになる。なお、Eurostatによれば、人口の自然減を移民の増加が補うことで人口増加が維持される見通しとなっている。しかし、近年の欧州における移民増加への不満の高まり、反移民を掲げる政党への支持の拡大を踏まえると、移民政策が厳格化され、人口要因による成長の下押しは想定よりも大きなものとなるリスクがあろう。

図表6 ユーロ圏経済中期見通し計数表

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
国内総生産（前年比）	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
家計消費支出	1.4	1.1	1.1	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
政府消費支出	1.5	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
総固定資本形成	2.6	2.6	2.2	2.0	2.5	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
輸出	0.8	2.6	2.4	2.6	2.7	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9
輸入	2.1	2.7	2.5	2.6	2.8	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7
政策金利（末値）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利（期中平均）	2.93	2.80	2.75	2.63	2.55	2.47	2.40	2.37	2.36	2.35
消費者物価（前年比）	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（注）長期金利はユーロ圏国債利回り。

（出所）Eurostat、ECB、Haver Analytics より大和総研作成

引き続き「グリーン」が成長戦略の中心、ただし、企業負担の増加に配慮

2024 年に行われた欧州議会選挙を受けて、EU では 2025 年から新体制での立法サイクルが動き出す。2024 年の選挙では、事前に予想されていた通り、極右も含めた右派が勢力を拡大する結果となった。もっとも、従来、欧州議会の中心を担ってきた中道三会派（EPP、S&D、Renew）が議会過半数を占めるという状況は変わっておらず、欧州委員会委員長には EPP の筆頭候補であったフォン・デア・ライエン氏が再任された。EU 全体の政策はこれまでの方向性が踏襲されるとみられる。

一方、EU における変化として、欧州経済の競争力強化の重要性に対する認識が強まっており、今後の政策運営における焦点になると見込まれる。フォン・デア・ライエン委員長が再任決定当日に公表した今後 5 年間の政治指針では、EU の最優先課題として域内産業の競争力強化が挙げられている。欧州の成長政策の中心にはこれまでと同様、グリーン・ディールが据えられるが、企業の規制対応負担の軽減、競争力強化と両立すべく、「グリーン産業ディール」が提案されている。グリーン・ディールに関連した主要な立法手続きは既に概ね完了しており、2025 年以降は本格的な実施・運用期間が始まることになるが、企業に配慮した現実的な政策の運用を目指していくと見込まれる。

また、競争力の強化という観点から、欧州では投資拡大に対する機運が高まっている。前 ECB 総裁のドラギ氏が欧州委員会の依頼を受けて作成した報告書、「ドラギ・レポート」では、米国に対する経済成長の後れや、先端分野での中国との競争激化への対応として、官民による大規模投資の必要性を指摘し、大きな話題を呼んだ。

もっとも、欧州の多くの国は、コロナ禍、およびその後のエネルギー危機で大きく悪化した財政の再建途上にあり、政策的な投資拡大は容易ではない。欧州委員会が各国の財政計画をもとにまとめた財政見通しによれば、EU 全体の財政赤字は 2024 年時点で GDP 比 3.1%と、EU が定める財政規律基準を上回る。2025 年には基準の 3%に到達し、2026 年には 2.9%まで改善が見込まれるものの、財政余力が十分とは言い難い。また、2024 年から EU による財政規律ルールが再開されたことで、2024 年 6 月には、特に財政状況が悪いフランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタ、ポーランド、ハンガリーの 7 ヶ国が過剰債務手続き（EDP）の対象となった。少なくともこれらの国は数年間にわたって、計画に沿った財政再建プロセスを進めざるを得ない。EDP 対象国に EU における経済規模 2 位のフランス、3 位のイタリアが含まれていることを踏まえれば、ユーロ圏全体として大規模な公共投資は当面難しい。

ドラギ・レポートでは、投資拡大のための財源として欧州共同債の発行を提案している。しかし、共同債の発行に関しては、コロナ禍からの復興のための NGEU 債という実績がありつつも、財政状況が健全な国からの反対意見が根強い。実現に向けたハードルは高いと見られるが、ドラギ・レポートでの提案を受け、議論がどのように進展していくかは、中期的な成長力を考える上で大きな注目点となる。

政策金利は 2025 年に中立金利到達

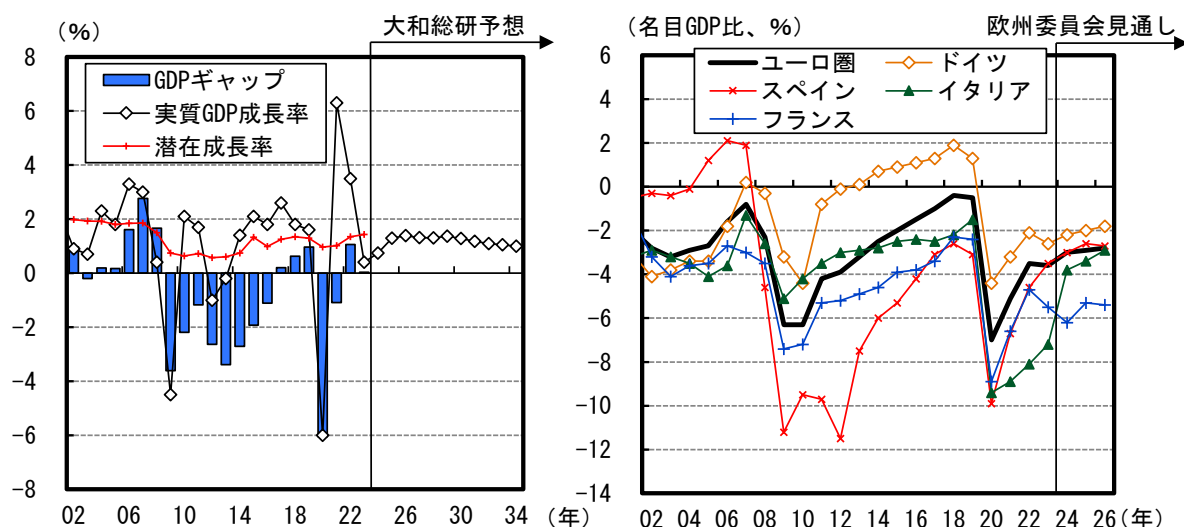
金融政策面では、ECB は 2024 年に開始した利下げサイクルを継続し、2025 年内に終了すると予想する。

ECB は 2024 年に 4 回、合計で 1.00%pt の利下げを実施したが、現行の政策金利水準（預金ファシリティ金利：3.00%）は、なおも景気に対して抑制的（＝中立金利を上回る）との見方を示している。ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は、2024 年 12 月時点では前年比+2.4%と、目標の同+2%をわずかに上回っているが、2025 年前半にも再び目標に到達するとみられることから、ECB は中立金利に向けた利下げを続け、引き締め度合の縮小を図っていくことになるだろう。

利下げを停止するメドとなる中立金利の水準は 2.00%と想定しており、0.25%pt の利下げをあと 4 回で到達することになる。一部の ECB 関係者からは、景気、インフレの下振れに対する警戒感から、一時的に中立金利を下回る水準までの利下げが提案されているが、大和総研ではそうした状況は想定していない。これは、実質所得の回復や、これまでの利下げの効果がタイムラグを伴って効果を強めることで、2025 年以降、景気回復のペースが再加速するという見方に基づく。また、インフレリスクとの見合いで慎重なペースで利下げを進める米国などに比べて、ECB は早いペースでの利下げを続けていくとみられ、金利差拡大によるユーロ安も景気回復をサポートする要因となるだろう。

政策金利は 2.00%の中立金利水準に達した後、予測期間にわたって維持されると見込んでいるが、これは既述の通り、マイナスの GDP ギャップが解消した後は、潜在成長率並みの成長が続くこと、すなわち GDP ギャップがゼロ近傍で推移すると想定しているためである。マクロの需給が安定する中、インフレ率も目標の 2%近傍で安定的に推移すると見込んでいる。ただし、中期的に見れば中立金利の水準自体が変化することで、政策金利が一定でも緩和的、ないし引き締めの可能性がある、ECB の調整を要する可能性には留意が必要である。

図表 7 ユーロ圏の GDP 成長率・潜在成長率・GDP ギャップ（左）、主要国の財政見通し（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成

英国経済 ～労働党の政策が成長力強化につながるか

政権交代で財政は拡張路線に転換

英国については、今後 10 年間の経済成長率は年平均+1.3%になると予想する。予測期間前半 5 年間の平均成長率は+1.5%、後半 5 年間は+1.2%と予想しており、予測期間後半にかけて成長率が鈍化していく姿はユーロ圏と同様である。

英国経済の中期見通しに関して、とりわけ予測期間前半については、本稿前半でも取り上げた労働党政権下での財政政策による押し上げが最大の焦点となる。労働党が 2024 年 10 月に公表した政権交代後初の予算案には、企業部門を中心とした増税が導入された一方、それ以上の規模での公的支出の拡大が盛り込まれた。労働党は、同時に財政の健全化を進める構えであることから、当初計画に比べて支出の規模が縮小される可能性は否定できないものの、少なからず経済にプラスの効果をもたらすと想定される。

労働党の政策パッケージによって、短期的には公的支出の増加が主に需要面から経済の押し上げに寄与すると見込まれる。需要面での効果は時間を追うごとに低減するとみられるものの、投資の蓄積による生産性の向上はむしろ、予測期間後半にかけて徐々に発現することになるだろう。

また、労働党は公共投資によってのみ供給力を強化するのではなく、公的資金を呼び水とした民間投資の活性化を目指している。その一例として、ナショナル・ウェルス・ファンド（NWF）の立ち上げが挙げられ、5 年間で 73 億ポンドの公的資金をグリーン産業分野に投じることで、約 200 億ポンドの民間資金による投資を呼び込むとしている。実際にどれだけの民間投資を喚起できるかには大きな不確実性があるものの、ブレグジット以降、トレンドが下方に屈折した民間部門の設備投資が再活性化することへの期待は大きい。

図表 8 英国経済中期見通し計数表

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
国内総生産（前年比）	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
家計消費支出	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
一般政府消費支出	1.7	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
総固定資本形成	2.9	2.8	2.9	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7	1.6	1.6
輸出	0.5	2.2	2.6	2.5	2.7	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
輸入	1.2	1.6	2.5	2.5	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
政策金利（末値）	3.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
長期金利（期中平均）	4.45	3.98	3.83	3.71	3.61	3.52	3.44	3.38	3.33	3.28
消費者物価（前年比）	2.3	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

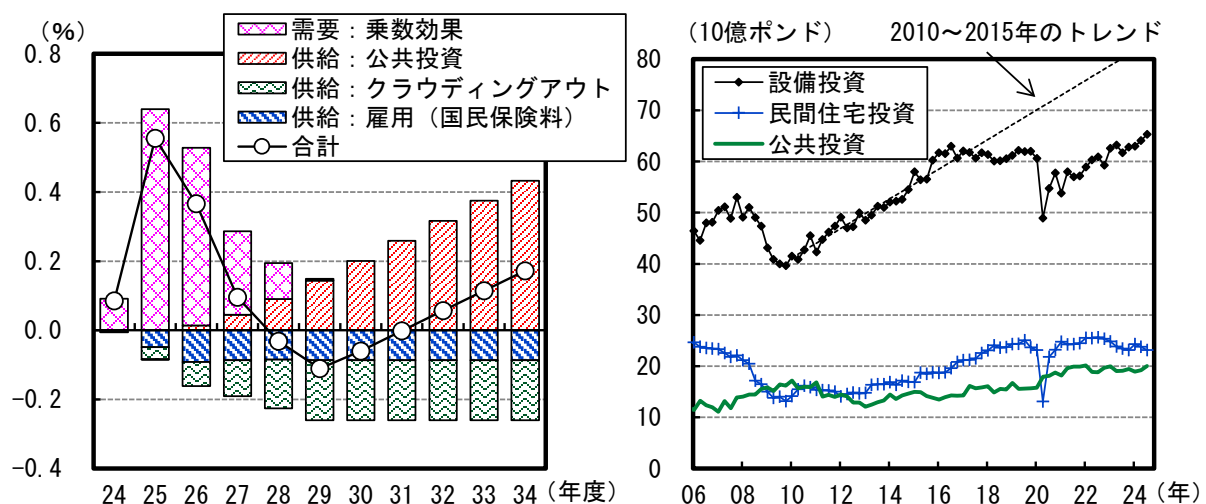
また、民間部門の投資喚起のための方策としては、外交政策の転換にも期待がかかる。政権交代前の保守党政権は外交においてアジア・太平洋地域重視の姿勢を見せていたが、労働党は EU 重視へと方針を転換し、EU との関係再構築を目指している。労働党政権は政権交代以降、EU との安全保障面での協力のほか、貿易面では通関手続きの簡素化や規制緩和に取り組んでおり、こうした取り組みが EU との貿易拡大につながる可能性があるだろう。ただし、労働党は英国の EU 再加盟や、単一市場への復帰は明確に否定している。このため、EU との関係修復を目指したとし

でも、ブレグジットによるデメリットを補うのは難しいとみられ、ブレグジットの影響の見極めは、英国経済の先行きを考える上で引き続き重要なテーマとなる。

英国経済の中期的なリスク要因としては、労働党政権が短期間で終わる可能性が挙げられる。2024年の総選挙は労働党の歴史的な大勝となったが、政権発足後、労働党の支持率は急低下し、政権開始初期としては極めて低い状態にある。次回の議会選挙まで、支持率回復のための時間は十分残されているものの、次回選挙で再び政権交代が起こることも考えられる。仮にそうなった場合、労働党政権下で実行された政策は、早々に巻き戻される可能性があり、短期間での政策の方向転換は、家計や企業の意思決定に悪影響を及ぼす恐れがあるだろう。また、労働党の支持率が低迷するのと同時に、保守党の支持率も低迷が続いており、現状、両者の受け皿となっているのは、極右政党・Reform UKである。こうした状況が次の選挙まで続くとは限らないものの、ハング・パラメントによって、政策運営が滞る可能性にも留意が必要である。

BOEの金融政策については、ECBと同様、2024年に開始した利下げサイクルの継続が、予測期間における最大の焦点となる。BOEもインフレ率の落ち着きを受けて、中立金利に向けた利下げを継続すると見込まれる。ただし、英国では賃金・サービス価格の高い伸びから、インフレ率の高止まりに対する警戒感が強い。加えて、労働党の財政政策による直接・間接的なインフレへの影響を見極める必要があることから、BOEは段階的な利下げを続ける方針を示しており、ECBに比べて緩やかなペースでの利下げ継続が見込まれる。BOEが利下げを停止するターミナル・レートは3.00%とECBよりも高い水準を想定するが、現在の政策金利の水準の高さから、利下げサイクルは2026年後半まで続くと予想する。

図表9 労働党の財政政策がGDPに与える影響（左）、設備投資・住宅投資・公共投資（右）



(出所) OBR、ONS、Haver Analytics より大和総研作成