

2025 年 2 月 26 日 全 12 頁

欧州経済見通し トランプ関税で高まるリスク

最悪シナリオは報復関税による貿易戦争

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]

- 2024 年 10-12 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%となり、前期から失速した。個人消費の増加基調が続いたとみられることは明るい材料である一方、外需の停滞が成長率を押し下げた。輸出の停滞が続く中、製造業の不振が経済の足を引っ張るという状況には未だ改善が見られていない。
- かねて懸念されていた米国トランプ大統領による追加関税が実現に向けて動き出したことで、欧州経済の先行きのリスクは高まっている。既に実施が決定されている鉄鋼・アルミニウム関税の影響は軽微にとどまるとみられるものの、医薬品、自動車への追加関税や、付加価値税も考慮した相互関税が実行されれば、その悪影響は大幅に拡大する。EU にとっての最悪シナリオは、米国の追加関税に対して EU が報復関税を課し貿易戦争が激化することであり、追加関税回避に向けた協議の進展が注目される。
- ドイツでは 2025 年 2 月 23 日に連邦議会選挙が実施され、事前の世論調査通り、CDU/CSU が議会第 1 党に返り咲いた。また、極右・AfD が第 2 党へと躍進したが、CDU/CSU は AfD との協力を否定しており、第 3 党 SPD との大連立による政権発足が見込まれる。CDU/CSU が態度を軟化させたことで、債務ブレーキ改革への期待が高まっているが、債務ブレーキの改革に反対する AfD と、国防費の増加に反対する左派党の 2 党で改革の阻止が可能であり、改革実現に向けたハードルは高い。
- 2024 年 10-12 月期の英国の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、マイナス成長の市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.1%）に反してプラス成長となった。ただし、主な押し上げ要因は在庫増加であり、個人消費、総固定資本形成は減少しており、内容は良くない。景気減速懸念が高まる一方、インフレ率の高止まりリスクは払拭されておらず、BOE は段階的に利下げを進めていかざるを得ない。

ユーロ圏経済

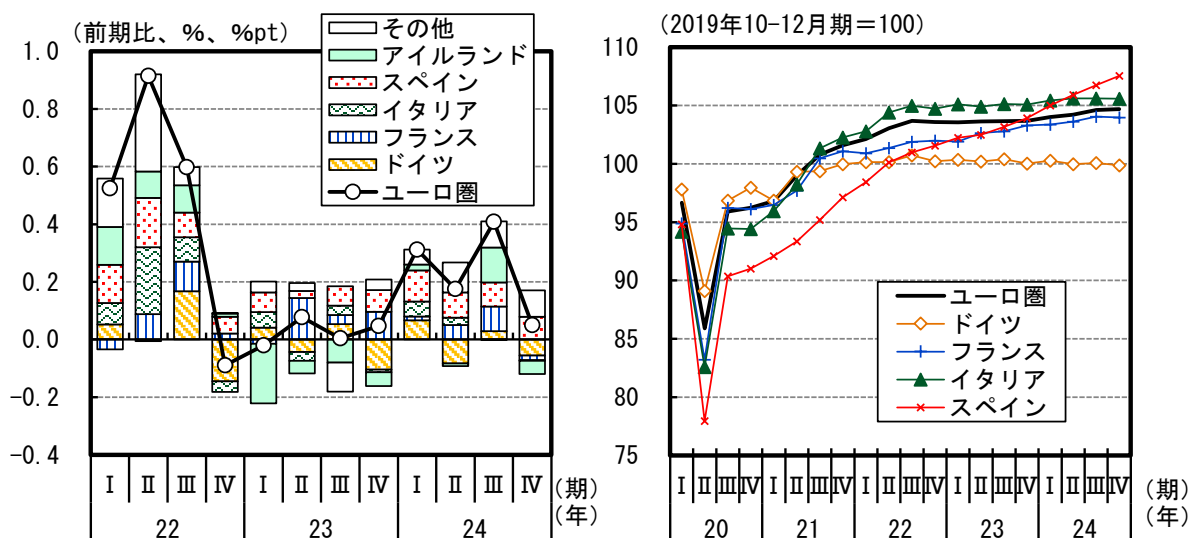
2024 年 10-12 月期 GDP 成長率は失速、ドイツ、フランスのマイナス成長が重しに

ユーロ圏の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、前期比+0.1%（前期比年率+0.2%）と、速報段階（前期比+0.0%、前期比年率+0.1%）からほぼ変わらない結果となった。マイナス成長は辛うじて免れたものの、7-9 月期（前期比+0.4%、前期比年率+1.6%）から成長ペースは大きく低下しており、2024 年末にかけてユーロ圏経済が失速したことを改めて確認させる結果であった。

国別の動向では、成長率が公表された 15 カ国のうち、10 カ国（ベルギー、エストニア、スペイン、キプロス、リトアニア、オランダ、ポルトガル、スロベニア、スロバキア、フィンランド）がプラス成長となり、2 カ国（イタリア、オーストリア）が横ばい、3 カ国（ドイツ、アイルランド、フランス）がマイナス成長となった。マイナス成長の国は少なかったものの、経済規模が大きいドイツ（前期比▲0.2%）、フランス（同▲0.1%）がマイナス成長であったことに加え、多国籍企業の影響により毎期の振れが大きいアイルランドが、前期の反動で同▲1.3%と大きく落ち込んだことが下押し要因となり、ユーロ圏全体の成長は小幅なものとなった。

一方、プラス成長であった国の成長率に着目すると、ポルトガルの成長率が前期比+1.5%と最も高く、これにリトアニア（同+0.9%）、スペイン（同+0.8%）が続いた。主要国ではドイツ、フランス、イタリアが停滞する一方、スペインは市場予想（Bloomberg 調査：同+0.6%）を上回る堅調な結果となり、スペインがユーロ圏全体の成長を下支えするという構図は 10-12 月期も続く形となっている。

図表 1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別寄与（左）、ユーロ圏主要国の実質 GDP 水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

個人消費の増加継続は好材料

ユーロ圏全体の GDP の需要項目別内訳はまだ明らかになっていないが、既に内訳が公表されている個別国のデータなどを基にすると、個人消費は増加が続いたとみられる。10-12 月期の GDP は停滞する形となったが、景気回復のドライバーとして期待される個人消費の増加が続いた点は明るい材料である。

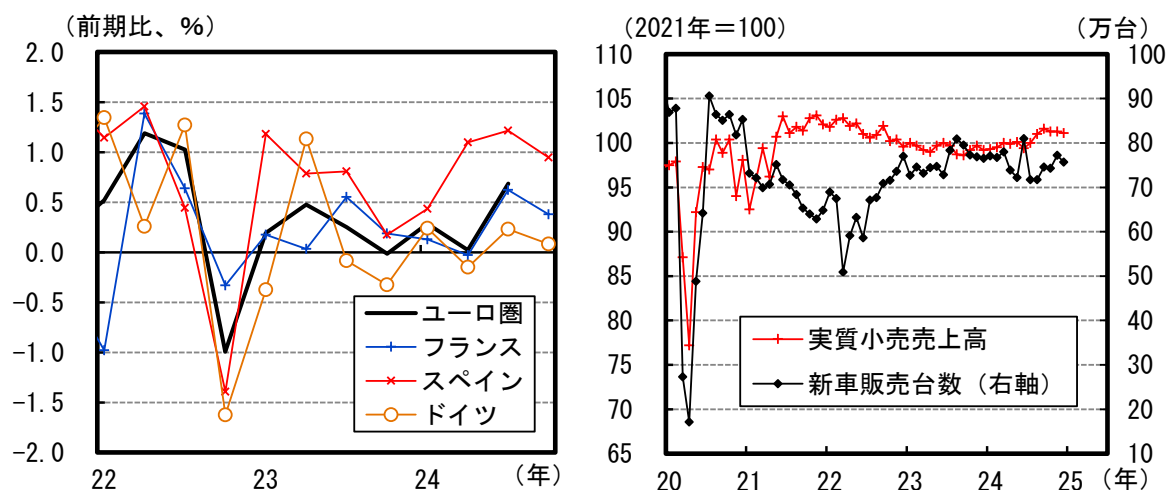
個別国の結果を確認していくと、フランスの実質個人消費は前期比+0.4%と、前期（同+0.6%）から伸びが縮小しつつも、2 四半期連続で増加した。自動車を中心とした輸送用機器（同+3.3%）、および食料品（同+0.5%）の増加などにより、財消費が同+0.4%と増加したことが押し上げに寄与した。サービス消費については前期から横ばいにとどまったものの、オリンピックのチケット購入に関連した家計サービスの反動減（同▲5.7%）があったことを踏まえれば、底堅く推移したと評価できる。

スペインの実質個人消費は前期比+1.0%と堅調な結果となった。耐久財消費が同+1.8%と、前期の大幅な伸び（同+4.6%）にもかかわらず増加を維持したことに加え、耐久財以外の消費は同+1.1%と前期の同+0.8%から加速する形となっており、中身も非常に底堅い。

また、ドイツの実質個人消費は前期比+0.1%と、やはり前期から減速しつつも 2 四半期連続で増加した。個人消費の増加が連続したのは 2022 年 7-9 月期以来であり、景気停滞が続くドイツにおいても個人消費は緩やかに持ち直している。

なお、ユーロ圏全体の 10-12 月期の実質小売売上高は前期比+0.4%と、5 四半期連続で増加しており、10-12 月の個人消費の底堅さを示唆する。月次の推移を見ると、10 月が前月比▲0.3%、11 月が同横ばい、12 月が同▲0.2%と、9 月をピークに頭打ちとなっている。もっとも、水準の高さに加えて、小売売上高には含まれない新車販売（ECB による季節調整値）が 10-12 月期に 3 四半期ぶりの増加に転じたことなども考慮すれば、過度に悲観的に捉える必要はないだろう。

図表 2 独・仏・西の実質個人消費（左）、ユーロ圏の実質小売売上高と新車販売台数（右）



(出所) Eurostat、ドイツ連邦統計局、INSEE、INE、ECB より大和総研作成

輸出の低迷が GDP を下押し、製造業低迷の要因に

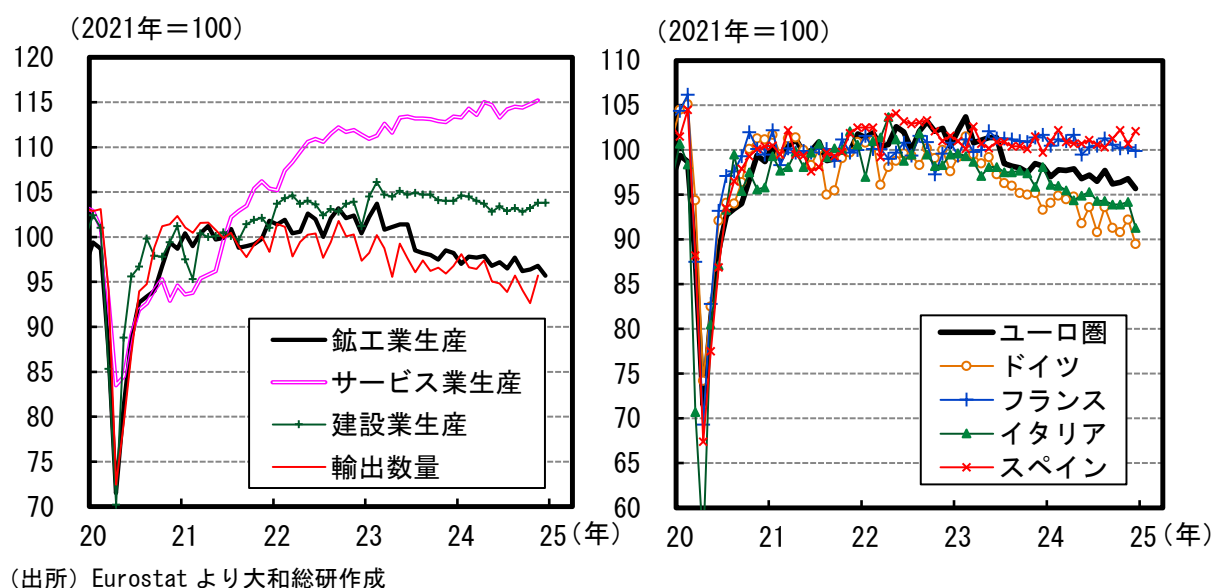
他方、10-12 月期のユーロ圏経済の足を引っ張ったのは外需の低迷である。個人消費と同様に個別国の結果を見ていくと、ドイツでは実質輸出が前期比▲2.2%と大きく落ち込み、GDP 成長率を押し下げたほか、フランスでも実質輸出は同▲0.2%と減少した。スペインの実質輸出は同+0.1%と小幅に増加したものの、輸入が同+1.3%と輸出よりも大きく増加したことで、外需（純輸出）寄与度は▲0.4%pt のマイナスとなっている。

ユーロ圏全体の貿易動向に関して、貿易統計の数字を確認すると、10-12 月期の財輸出金額（名目ベース）は前期比+0.7%増加したが、財輸入が同+0.8%と輸出よりも大きく増加したことで、貿易黒字が縮小した。また、輸出数量指数の 12 月分はまだ公表されていないものの、10-11 月平均は 7-9 月平均を 0.4%下回り、輸入数量指数については 1.2%上回っている。12 月の輸出金額が前月比▲0.2%と減少したことを踏まえれば、12 月の輸出数量の増加は期待しづらく、10-12 月期の輸出数量、ひいては GDP ベースの実質財輸出は前期から減少した可能性が高い。

こうした外需の弱さは、引き続き製造業が停滞する大きな要因となっている。12 月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%と大きく低下し、2020 年 9 月以来の低水準となった。四半期ベースでも見て、10-12 月期は前期比▲0.5%と 7 四半期連続で低下しており、悪化に歯止めが掛からない。

12 月分の鉱工業生産の内訳では、自動車が前月比▲7.1%と大きく落ち込んだほか、繊維（同▲4.4%）、機械（同▲1.4%）などの低下が下押し要因となった。主要国ではとりわけイタリア（同▲3.1%）と、ドイツ（同▲2.9%）が大きく低下したが、両国とも自動車の生産の大幅な落ち込みが全体を押し下げている。輸出の停滞に加えて、ドイツにおいては 12 月に労使対立による大規模なストライキが実施されており、これも生産の下押し要因になったとみられる。

図表 3 ユーロ圏の輸出数量と生産の動向（左）、ユーロ圏主要国の鉱工業生産（右）



なお、鉱工業以外の業種の生産動向を見ると、建設業の生産指数は10、11月の上昇の後、12月は前月比横ばいとなり、10-12月期は前期比+0.6%と3四半期ぶりの上昇に転じた。サービス業の生産指数はまだ11月分までしか公表されていないが、11月は前月比+0.3%と、2ヵ月連続で上昇し、10-11月平均は7-9月平均を0.6%上回っている。サービス業の生産は10-12月期も増加を維持したとみられ、引き続きユーロ圏経済の牽引役となっている。

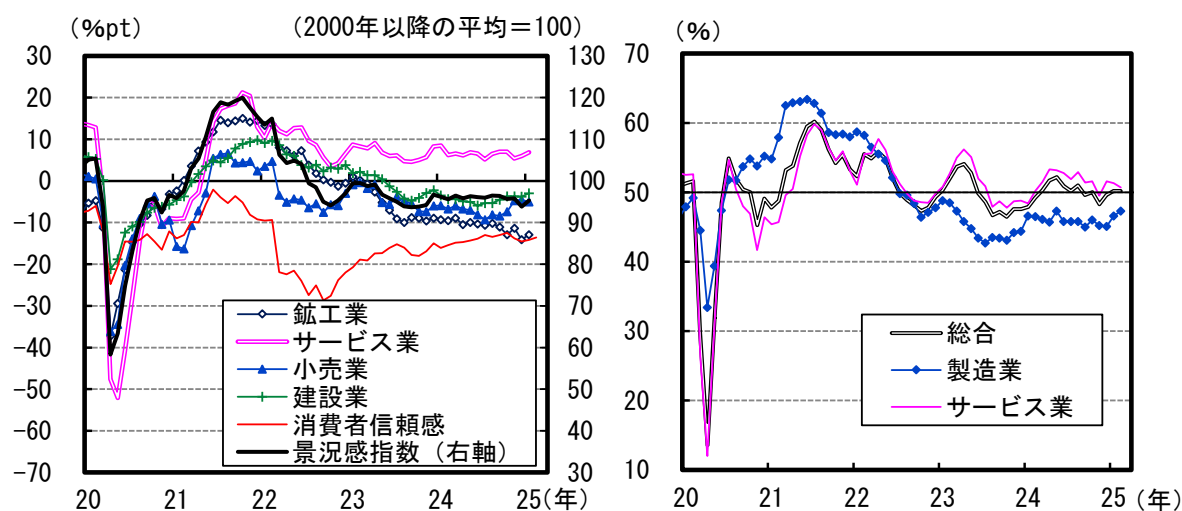
2025 年に入り景況感はずかに改善、1-3 月期も小幅プラス成長を示唆

2025 年に入ってからユーロ圏経済の状況に関して、ハードデータはまだほとんど公表されていないが、マインド統計を見る限り、10-12 月期に比べて幾分改善している。

欧州委員会が公表する 2025 年 1 月の景況感指数（総合）は、前月差+1.5pt と 2 ヶ月ぶりの上昇に転じた。前月の大幅な低下（同▲2.0pt）からの反動もあるとみられるものの、上昇幅は 2023 年 12 月以来の大きさとなり、1 月の指数の水準は 95.3 と 2024 年 10-12 月平均の 95.1 を上回った。内訳では、これまで改善傾向が続いてきた小売業が前月差▲0.5pt と 4 ヶ月ぶりの低下に転じたが、これ以外の 4 系列（鉱工業、サービス業、建設業、消費者信頼感）が上昇した。国別に見ても、ドイツ（同+1.2pt）、フランス（同+3.3pt）、イタリア（同+1.8pt）、スペイン（同+1.5pt）と、主要国が揃って前月から改善している。なお、景況感指数に先立って速報値が公表された消費者信頼感指数の 2 月分は、同+0.6pt と 2 ヶ月連続で上昇している。

また、ユーロ圏の PMI 総合は、1 月に 50.2 と 3 ヶ月ぶりに基準となる 50 を上回り、2 月（速報値）は前月から横ばいとなった。業種別に見ると、1、2 月ともサービス業が低下する一方、製造業が改善する形になっており、2 月の製造業の指数は基準の 50 を下回りつつも、2024 年 5 月以来の高さまで回復した。これらの数字を総合すると、ユーロ圏経済は好調とはいえないものの、1-3 月期に入ってから緩やかなペースでの景気拡大が持続しているとみられる。

図表 4 ユーロ圏の景況感指数と内訳（左）、ユーロ圏の PMI（右）



(出所) 欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

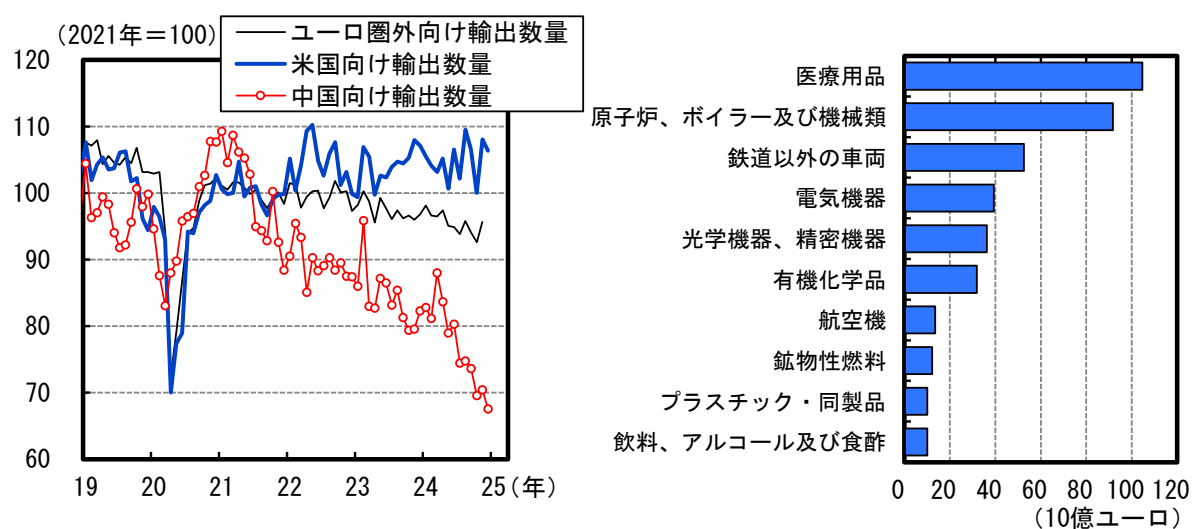
米国による追加関税リスクが高まる、関税回避に向けた協議が焦点に

もっとも、ユーロ圏経済の先行きという点では、リスクが増している。かねて懸念されてきた米国トランプ政権による追加関税が現実味を増す中、外需の低迷がさらに深刻なものとなる可能性が高まっているためだ。既述したように、ユーロ圏の輸出は財貿易を中心に低迷が続いているが、これは主に中国向けの停滞が理由であり、米国向けについてはむしろ相対的に堅調に推移し、輸出全体を下支えしてきた。追加関税によって米国向け輸出が低迷すれば、ユーロ圏経済の回復を阻害することに疑いはない。

トランプ大統領は 1 月の就任以来、大統領選挙時からの公約通り、矢継ぎ早に追加関税の導入に動いている。真っ先に取り組んだのは、カナダ、メキシコ、中国からの輸入品に対する関税強化措置だったが、その後、鉄鋼・アルミニウム製品に対する追加関税を決定したほか、米国の輸出品に対して関税を課す相手国・地域に同等の関税を課す、相互関税の導入を指示した。さらに、半導体、自動車、医薬品等に対して追加関税を課す意向も示している。

欧州が対象に含まれる措置に関して、3 月からの導入が決まっている鉄鋼・アルミへの追加関税については、EU の対米輸出金額に占める鉄鋼・アルミの割合が 1.5%（2024 年）にすぎないことから、経済全体への影響は軽微にとどまるとみられる。他方で、医薬品は対米輸出の約 2 割、自動車は約 1 割を占める主力製品であり、これらに対する追加関税が実行されれば、欧州経済に及ぼす悪影響が拡大することは避けられない。また、相互関税についてはまだ詳細が明らかでないが、トランプ大統領は各国の関税のみならず付加価値税や補助金等も考慮すると述べており、付加価値税率が高い欧州諸国は、幅広い製品に高い追加関税率が設定される可能性がある。

図表 5 ユーロ圏の輸出数量（左）、EU の品目別対米輸出金額（2024 年）（右）



（出所）Eurostat より大和総研作成

相互関税については、トランプ大統領が商務省と通商代表部に対して調査・検討を命じた段階であり、手続き完了には数週間から数ヵ月かかる見込みである。ラトニック商務長官は、調査は

4月1日までに終わるだろうと述べており、相互関税は早ければ4月にも発効となる可能性がある。また、自動車関税については4月2日にも発表すると報じられているが、医薬品、半導体についてはまだ具体的な日程は明言されていない。

追加関税の実施までに時間的な猶予が残されていることから、EUは追加関税回避に向けて米国との協議を続けていくとみられる。EUが米国からの自動車輸入に対する関税の引き下げを検討していることが伝えられているように、EUからはトランプ大統領が求める米国の貿易赤字縮小に資する方策が提案されることになろう。EUの譲歩はトランプ大統領による脅しに屈したとみとれるが、EUにとって最悪のシナリオは、米国の追加関税に対してEUが報復関税を課し、貿易戦争が激化することである。EUは既に米国の鉄鋼・アルミ関税や相互関税が実行された場合、何らかの対抗措置を取る方針を明らかにしており、これを回避するための協議の進展を注視していく必要がある。

ドイツでは政権交代、今後の注目点は連立交渉

一方、欧州域内での重要な政治イベントとして、ドイツの連邦議会選挙が2025年2月23日に行われた。選挙結果は概ね事前の世論調査に沿ったものでサプライズはなく、中道右派のCDU/CSU（キリスト教民主同盟・社会同盟）が28.5%の得票率で議会第1党に返り咲いた。与党・SPD（社会民主党）の得票率は16.4%と戦後最低で第3党に沈む結果となり、SPDと連立を組んでいた緑の党も議席数を減らした。また2024年11月に連立を離脱したFDP（自由民主党）は議席獲得に必要な得票率5%に届かず議席を失っており、今回の選挙は総じて現政権に対して厳しい結果となった。対照的に、議席数を大幅に増やしたのは極右政党・AfD（ドイツのための選択肢）であり、議会第2党へと躍進を遂げている。

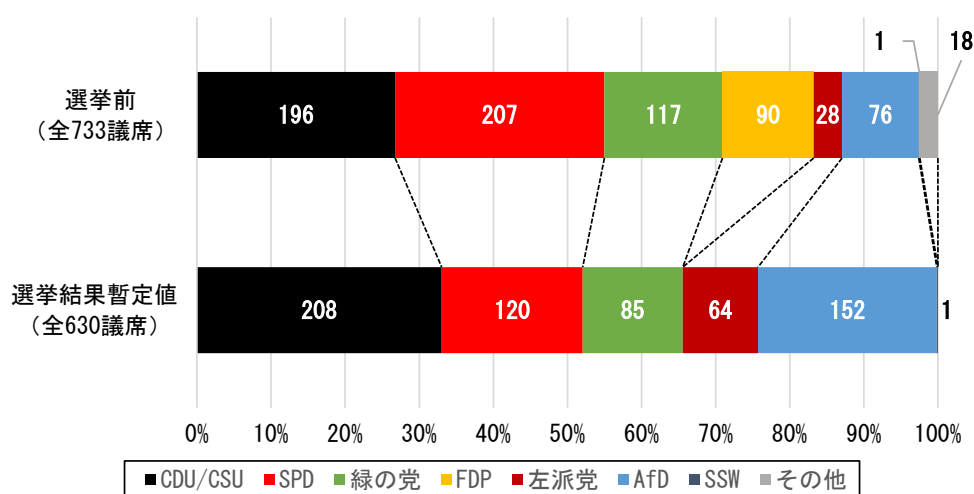
CDU/CSUは予想通り議会第1党となったが、獲得した議席数は208議席と過半数（316議席）に届いていないことから、政権樹立のための連立交渉が最初の課題となる。CDU/CSUはAfDとの協力を明確に否定しているため、第2党のAfDを外した形での連立交渉が行われることになる。選挙前の段階では、CDU/CSUとAfD以外の政党の組み合わせでは、2党での議会過半数を確保できない可能性が指摘されていた。しかし、FDP、およびBSW（ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟）が議席獲得に必要な5%の得票率を獲得することができなかったため、議席を獲得した政党には得票率以上の割合の議席が配分され、CDU/CSUとSPDの伝統的两大政党による、いわゆる大連立で議会過半数を占めることが可能となった。また、SPD、もしくはAfDとの組み合わせ以外で、CDU/CSUが2党で議会過半数を獲得することはできないため、大連立による政権が発足する可能性が高い。前回、2021年の総選挙時には3党での連立政権樹立のため、協議が複雑化・長期化したという経緯があり、2党での連立政権の可能性が高いことは安心材料といえる。

もっとも、中道右派のCDU/CSUと中道左派のSPDの間では目指す政策の隔たりが小さくなく、多くの摺り合わせが必要となる。次期政権を主導するCDU/CSUは選挙公約として、法人税率の引き下げや所得税減税など、企業、家計の負担を減らすことでの経済活性化を目指している。そのための財源として、社会保障制度改革による支出の削減を挙げており、これはSPDによる反

発を招く可能性が高い。一方、SPD が主張する富裕層への課税強化や資産課税などに対しては CDU/CSU が反対するとみられる。次期首相を務めるとみられる CDU のメルツ党首は 4 月 20 日のイースターまでに新政権を発足したいとの意向を示しているが、想定以上に協議が長引くリスクは意識しておく必要があるだろう。

一方、政策実現に向けた大きな課題である債務ブレーキ（財政赤字を GDP 比 0.35% 以内にとどめる規定）に関して、CDU/CSU はこれを維持することを選挙公約としてきたものの、メルツ党首はインフラ投資や国防費の増加の必要性を認め、態度を軟化させつつある。FDP が議席を失ったことで債務ブレーキの改革に強硬に反対する政党は AfD のみであり、AfD を除けば連邦共和国基本法（憲法）改正に必要な議会の 3 分の 2 を確保することが可能となる。ただし、左派党は債務ブレーキ改革自体には賛同しているものの、国防費の増加には反対しており、これを理由に左派党が反対に回れば、AfD と合わせて基本法改正を阻止するのに必要な議会の 3 分の 1 を上回る。仮に選挙前の時点で CDU/CSU が債務ブレーキの改革に賛同していれば、SPD、緑の党との 3 党で議会の 3 分の 2 を上回っていたことから、今回の選挙を経て、債務ブレーキ改革へのハードルはむしろ高くなったといえる。米国のトランプ大統領就任によって、欧州における安全保障の重要性が高まる中、左派党といかに交渉を進めていくかが今後の注目点となる。

図表 6 選挙前後のドイツ連邦議会の議席数



(出所) ドイツ連邦選挙管理官より大和総研作成

英国経済

2024 年 10-12 月期 GDP は小幅プラス成長も、内容は良くない

英国の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比+0.1%（前期比年率+0.4%）となり、マイナス成長を見込んでいた市場予想（Bloomberg 調査：前期比▲0.1%）に反してプラス成長となった。月次 GDP の動向を見ると、10 月（前月比▲0.1%）、11 月（同+0.1%）は停滞したものの、12 月に前月比+0.4%と想定外に大きく持ち直したことで、マイナス成長を免れた。もっとも、

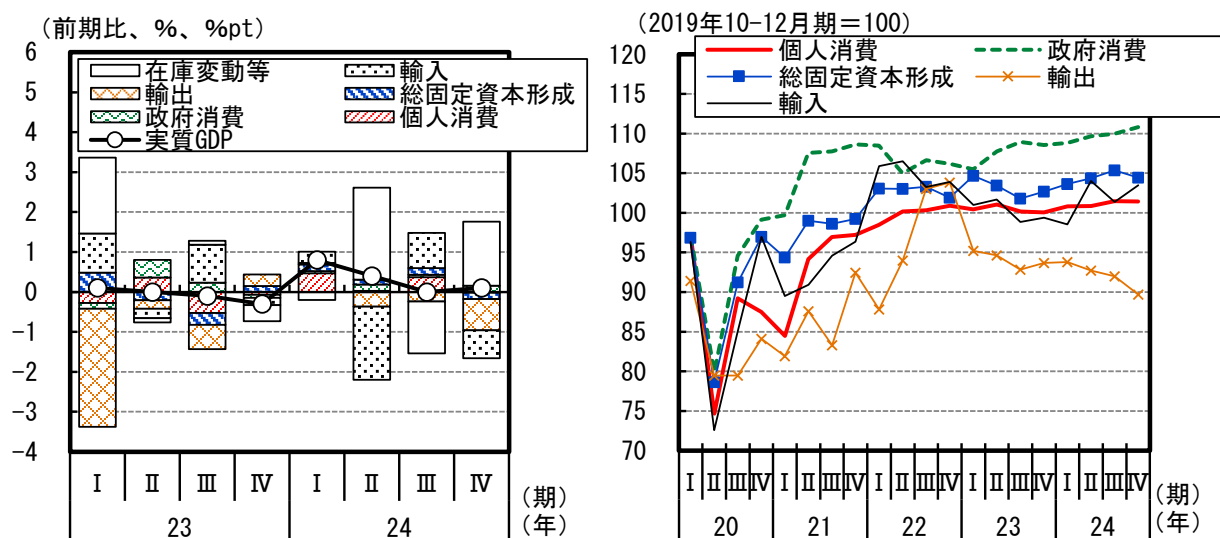
10-12月期のGDPを需要項目別に見ると、押し上げ要因となったのは在庫投資と政府消費の増加である。個人消費、および総固定資本形成は前期から減少しており、良好な内容とは言い難い。また、生産側の内訳では、サービス業が前期比+0.2%と前期の横ばいから再加速し、建設業が同+0.5%と増加したものの、生産部門は同▲0.8%と5四半期連続で減少しており、製造業の停滞が経済全体の足を引っ張る構図が続く結果となった。

需要項目別の詳細を見ていくと、個人消費は前期比▲0.1%と、小幅ながら4四半期ぶりに減少した。内訳では、宿泊・外食（同+1.4%）などが増加する一方、教育（同▲2.6%）、飲食料品（同▲1.0%）、衣服・履物（同▲0.9%）が減少しており、必需的な項目の消費の減少が全体の足を引っ張っている。個人消費の裏付けとなる所得動向を確認すると、名目雇用者報酬は同+2.2%と前期（同+1.4%）から加速し、実質ベース（大和総研による試算値、個人消費デフレーターで実質化）では同+1.5%と2021年4-6月期以来の高い伸びとなった。所得環境は底堅く推移しており、消費者マインドの低迷が個人消費を下押しした格好である。

総固定資本形成は前期比▲0.9%と、5四半期ぶりの減少に転じた。内訳では、企業設備投資が同▲3.2%と大きく減少したことが全体を押し下げたことに加え、民間住宅投資が同▲0.5%と3四半期連続で減少している。形態別では輸送用機器の投資が前期からの反動で同▲22.9%と大幅に減少しており、これが企業設備投資を大きく押し下げたとみられる。一方、公共投資については同+4.0%と増加基調が続いており、公的部門による投資は底堅い。

10-12月期は外需も停滞した。輸出は前期比▲2.5%と3四半期連続で減少し、減少幅は2023年1-3月期以来の大きさとなった。サービス輸出は同+1.2%と増加したものの、燃料、機械、輸送用機器の減少によって財輸出が同▲6.9%と大きく落ち込んだ。一方、輸入については、財（同+2.0%）、サービス（同+2.1%）ともに増加し、全体では同+2.1%の増加に転じており、外需（純輸出）寄与度は前期比▲1.5%ptと大幅なマイナスとなった。

図表7 英国の実質GDP成長率の寄与度分解（左）、需要項目別の水準（右）



(出所) ONS より大和総研作成

景気減速とインフレリスクで BOE の政策運営は困難さを増す

2月6日、BOEは前日まで行われていた金融政策委員会で、0.25%ptの利下げを実施し、政策金利を4.50%とする決定をしたと公表した。利下げの実施は2024年11月以来、2会合ぶりであり、BOEは2024年8月の利下げサイクル開始以来、2会合ごと、3ヵ月に1回のペースでの利下げを続けている。2月の金融政策委員会での利下げは、事前にほぼ金融市場で織り込まれており、想定通りの結果であった。一方、サプライズとなったのは、政策決定における投票において、2名が0.50%ptの利下げをすべきと主張し、そのうちの1名これまで委員会の中でも特にタカ派と目されていたマン委員だったことである（もう1名はハト派のディングラ委員）。

マン委員が大きく方針を転換した理由は、足元で英国経済の見通しが悪化しているためとみられる。2月の金融政策委員会の結果公表と同時に公表された金融政策報告書でBOEは、前回（2024年11月）見通しでは前年比+1.5%と予想していた2025年の経済成長率を、同+0.75%へと大幅に下方修正した。

ただし、経済成長率の下方修正とは対照的に、インフレ率の見通しは大きく上方修正されており、BOE全体としてハト派に傾いたわけではない。2月の委員会の声明文では、今後の利下げに関して、従来の「段階的 (gradual)」アプローチが適切であるという表現に、「慎重な (careful)」の一語が加えられており、むしろタカ派的な表現となった。また、ベイリー総裁は金融政策報告書公表後の会見で、投票行動を必要以上に深読みするべきでないと発言し、マン委員のハト派への転換によって金融市場が過度に利下げを織り込むことをけん制している。

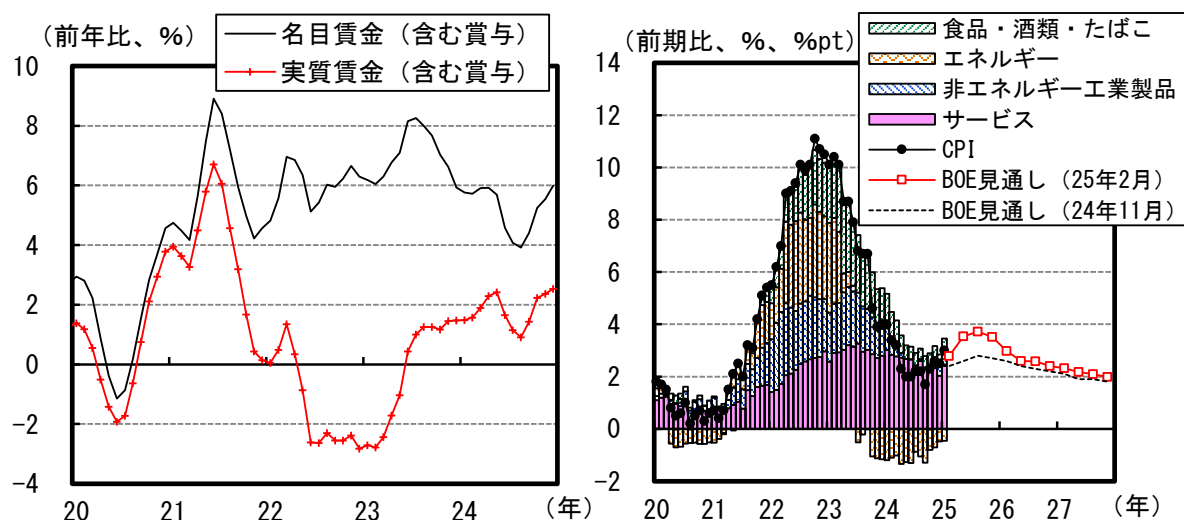
実際、2月の金融政策委員会後に公表されたインフレ関連の統計を見る限り、英国においてはインフレ率高止まりの懸念がまだ払拭されていない。まず、10-12月の名目賃金（含む賞与）は前年比+6.0%となり、前月（9-11月）の同+5.5%から加速し、2023年9-11月以来の高い伸びとなった。2024年半ばには一時3%台まで低下していた賃金上昇率は、年末にかけて再び上昇ペースが加速している。実質賃金（含む賞与）は同+2.5%と2021年9月以来の高い伸びとなっており、景気の面では個人消費の下支え要因としてポジティブに評価できる一方、インフレ抑制を目指すBOEにとっては、引き続き警戒すべき内容である。

また、2025年1月のCPI（消費者物価指数）は前年比+3.0%と、2024年12月の同+2.5%から大きく加速し、2024年3月以来の高い伸びとなった。前月から上昇ペースが加速すること自体は予想されていたものであったが、加速幅が想定以上に大きく、市場予想（Bloomberg調査：同+2.8%）や、2月に出されたBOE見通し（同+2.8%）を上回った。1月のインフレ率が想定以上に高いものとなったのは、飲食料品・たばこが同+3.7%と前月から加速したことに加え、コア財（非エネルギー工業製品）価格が同+1.6%と2024年2月以来の高さとなったためである。サービス価格についても、1月からの私立学校の学費に対する付加価値税の適用などによって同+5.0%と前月から加速したが、これはBOEによる予測をわずかながら下回っている。もっとも、サービス価格の伸び率は依然として高く、インフレ率を押し上げる主な要因となっていることに変わりはない。

BOEが実施する調査（Decision Maker Panel）によれば、今後1年間の賃金上昇率見通しは、

3.9%と、過去一年間の上昇率の 5.1%を大きく下回っており、賃金上昇によるインフレ圧力は徐々に弱まっていく可能性が高い。一方、同調査では 4 月からの国民保険料の雇い主負担の増加分を販売価格に転嫁すると回答した企業の割合は 61%と、前回調査（54%）からさらに上昇しており、インフレ率には上下双方向のリスクがある。景気の減速感が強まる中でも BOE は利下げペース加速には動きづらく、難しい政策運営を強いられることになる。

図表 8 名目賃金と実質賃金（左）、CPI の要因分解と BOE 見通し（右）



（注）左図の賃金は 3 ヶ月移動平均値。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

図表 9 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%	0.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	0.7%	1.2%	1.4%
家計消費支出		1.1%	0.1%	2.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.3%	1.1%
政府消費支出		0.6%	4.5%	2.2%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	1.5%	1.0%
総固定資本形成		-8.8%	-9.2%	8.1%	4.1%	2.1%	2.2%	2.7%	3.2%	3.0%	2.5%	2.3%	2.1%	-1.9%	2.6%	2.7%
輸出		4.3%	6.2%	-5.8%	-1.5%	1.6%	2.0%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	0.8%	0.6%	2.5%
輸入		-1.1%	4.5%	0.9%	0.5%	1.9%	2.3%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	0.0%	1.9%	2.7%
		前年同期比（除く失業率）														
国内総生産		0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	1.2%	1.4%
家計消費支出		1.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.3%	1.1%
政府消費支出		2.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.3%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	1.5%	1.0%
総固定資本形成		-1.1%	-3.2%	-1.4%	-1.8%	1.1%	4.1%	2.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	-1.9%	2.6%	2.7%
輸出		-0.7%	1.9%	1.4%	0.7%	0.0%	-1.0%	1.1%	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	0.8%	0.6%	2.5%
輸入		-1.7%	-0.6%	1.2%	1.2%	1.9%	1.4%	1.8%	2.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	0.0%	1.9%	2.7%
鉱工業生産（除く建設）		-4.6%	-3.9%	-1.5%	-1.8%	-1.5%	-0.7%	0.3%	1.4%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	-3.0%	-0.1%	2.0%
実質小売売上高		-0.0%	0.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	1.3%	1.2%	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%	2.3%	2.2%	2.3%	2.1%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%	2.4%	2.2%	1.8%
生産者物価		-7.9%	-4.4%	-2.7%	-1.5%	2.5%	4.9%	4.2%	3.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	-4.2%	3.7%	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		57.9	44.2	35.7	34.8	37.0	39.9	43.1	46.5	50.0	53.7	57.5	61.4	172.7	166.4	222.6
経常収支		107.8	134.4	84.1	92.7	89.1	91.5	94.3	97.2	100.3	103.4	106.6	109.8	419.1	372.1	420.1
		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%	2.47%	2.40%	2.36%	2.32%	2.29%	2.26%	2.23%	2.20%	2.34%	2.39%	2.25%
政策金利（末値）		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2月25日時点）。

（出所）Eurostat、ECB より大和総研作成

図表 10 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	3.4%	1.8%	-0.1%	0.4%	1.1%	1.6%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	0.9%	1.1%	1.5%
家計消費支出	3.1%	0.2%	2.4%	-0.1%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	1.0%	3.0%	1.2%	3.1%	2.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	2.0%	2.4%	1.7%
総固定資本形成	3.8%	2.8%	3.9%	-3.5%	0.6%	1.5%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%	1.3%	0.8%	2.4%
輸出	0.5%	-4.5%	-3.0%	-9.6%	1.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	-2.2%	-1.7%	2.2%
輸入	-3.4%	24.2%	-9.8%	8.6%	-3.2%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.6%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	0.8%	0.7%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	0.9%	1.1%	1.5%
家計消費支出	0.4%	-0.2%	1.3%	1.4%	0.8%	1.0%	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%
一般政府消費支出	3.2%	1.8%	0.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.7%	2.4%	2.2%	1.8%	1.4%	1.2%	2.0%	2.4%	1.7%
総固定資本形成	-1.0%	0.9%	3.5%	1.7%	0.9%	0.6%	0.1%	1.6%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	1.3%	0.8%	2.4%
輸出	-1.5%	-2.0%	-0.9%	-4.2%	-4.1%	-2.6%	-1.4%	1.6%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	-2.2%	-1.7%	2.2%
輸入	-2.4%	2.3%	2.6%	4.1%	4.2%	-1.0%	1.9%	0.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.3%	1.6%
鉱工業生産	-0.8%	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%	-0.9%	-0.3%	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	-1.7%	-0.5%	1.0%
実質小売売上高	-0.1%	-0.9%	1.6%	1.4%	0.3%	1.1%	0.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.5%	0.7%	1.1%
消費者物価	3.5%	2.1%	2.0%	2.5%	2.8%	3.4%	3.7%	3.3%	2.6%	2.2%	2.1%	2.0%	2.5%	3.3%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	0.3%	1.3%	0.3%	-0.4%	0.2%	1.2%	2.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	0.4%	1.7%	2.4%
失業率	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.3%	4.4%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-42.1	-58.7	-48.1	-55.4	-53.2	-53.0	-52.5	-51.9	-51.0	-49.6	-48.0	-46.9	-204.3	-210.6	-195.6
経常収支	-11.8	-24.0	-18.1	-26.5	-23.9	-23.1	-22.7	-22.5	-21.9	-21.4	-20.9	-20.3	-80.4	-92.1	-84.5
国債10年物（期中平均）															
政策金利（末値）	4.03%	4.20%	4.00%	4.35%	4.57%	4.48%	4.35%	4.22%	4.11%	3.99%	3.87%	3.84%	4.14%	4.41%	3.95%
	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2月25日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成