

2026 年 1 月 21 日 全 11 頁

# 欧州経済見通し トランプリスク再来

追加関税で対米貿易摩擦懸念が再燃/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]

- ユーロ圏経済の拡大を後押しする要因として期待されるドイツの財政拡張に関して、2025 年後半に入ってようやくその効果が見られ始めた。ドイツの製造業受注数量は 11 月に前月比+5.6%と大幅に増加し、2022 年 6 月以来の高水準となったほか、12 月の建設業 PMI は 2022 年 3 月以来初めて、基準となる 50%を上回った。ドイツの財政支出が実行段階へと入ったことが示唆され、ユーロ圏経済の先行きを見通す上で大きな好材料である。
- 他方、ユーロ圏経済を取り巻く悪材料として、対米関係の再悪化が急浮上している。トランプ大統領はグリーンランド領有を巡って、欧州 8 カ国に対して追加関税を課す意向を明らかにした。EU と米国の交渉によって、追加関税が撤回される可能性は残されるものの、政策を巡る先行きの不確実性の高まりは、ユーロ圏経済にとってネガティブに働く公算が大きい。
- 今回のレポートでは、通常の見通しに加えて、ユーロ圏、英国の今後 10 年間（2026 年～2035 年）の中期見通しを改訂した。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。ユーロ圏経済は自律的な成長経路へと復しつつあることに加え、予測期間前半は国防費を中心とした財政拡張が景気拡大を後押しすると見込まれる。財政による需要の押し上げ効果は低減していくことになるが、公共投資の拡大が供給面から成長力を押し上げる効果は、予測期間後半にも持続する見通しである。
- 英国の今後 10 年間の経済成長率は平均で+1.3%と予想する。労働党政権は大きな政府を志向しつつも財政規律を重視しており、財政による景気の押し上げは期待できない。政権の支持率は低迷しており、2029 年までに行われる次回の総選挙で再度政権交代が起こる可能性に加え、ハング・パーラメントとなって政策運営が停滞するリスクにも注意が必要である。

## 欧州景気動向

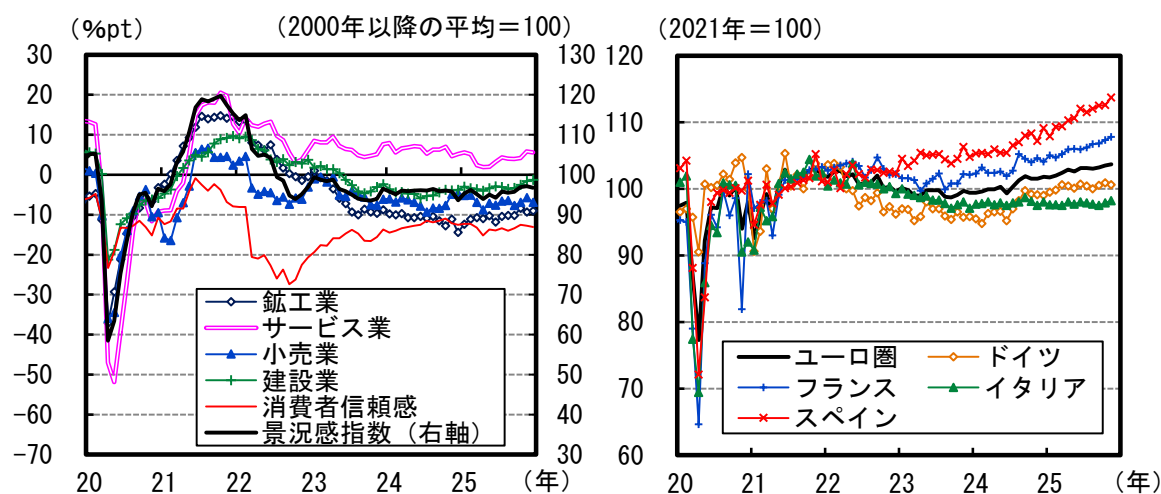
### ユーロ圏の 2025 年 12 月の景況観指数は 4 ヶ月ぶりに低下も、高水準維持

ユーロ圏経済は 2025 年末にかけて緩やかな成長が続いたとみられる。欧州委員会が公表するユーロ圏の 2025 年 12 月の景況感指数は、前月差▲0.4pt と低下した。もっとも、低下は 4 ヶ月ぶりであり、低下幅も 9～11 月の上昇幅（+1.6pt）に比べれば小さい。12 月の水準は 96.7pt と、直前の 11 月（97.1pt）、10 月（96.9pt）を除けば 2023 年 4 月以来の高さであり、単月の低下を悲観的に捉える必要はないだろう。

12 月の指数の内訳を見ていくと、小売業が前月差▲1.2pt と大きく落ち込んだことが最大の押し下げ要因となった。また、消費者信頼感が同▲0.3pt と小幅ながら 2 ヶ月連続で低下しており、個人消費関連が年末にかけてやや軟調だった。この他、サービス業も同▲0.2pt と低下したが、これは前月に同+1.6pt と大幅に上昇したことからの反動とみられる。他方、鉱工業、建設業の 2 系列はいずれも同+0.3pt と上昇した。両者ともごく緩やかな改善傾向が続いているが、特に建設業では 4 ヶ月連続で上昇しており、指数は 2023 年 6 月以来の高さまで回復している。

次に、ハードデータで足元までの景気の状態を確認していくと、個人消費関連の実質小売売上高は、ユーロ圏全体では 11 月に前月比+0.2%となり、3 ヶ月連続で増加した。食品・たばこが 10 月の高い伸びからの反動で同▲0.2%と減少に転じ、自動車燃料も同▲0.1%と小幅に減少したものの、非食品（除く自動車燃料）が同+0.4%と増加したことが全体を下支えした。月々の振れが小さく、基調を見る上で重視される非食品（除く自動車燃料）の増加は 3 ヶ月連続であり、財消費は底堅く推移している。

図表 1 ユーロ圏の景況感指数と構成指数（左）、ユーロ圏主要国の実質小売売上高（右）



(出所) 欧州委員会、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

小売業の景況感指数低下に鑑みれば、12月の小売売上高は減少に転じる可能性があるものの、12月が前月比▲1.5%以上の落ち込みとならない限り、10-12月期は前期から増加する計算となる。10-12月期も個人消費の増加はGDPの押し上げに寄与すると見込まれる。

なお、実質小売売上高の国別の動向を見ると、11月はドイツが前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりに減少したものの、スペインが同+1.0%と大幅に増加したほか、フランス（同+0.5%）、イタリア（同+0.3%）でも増加した。スペインの指数は2010年3月以来の高水準となっており、引き続きユーロ圏内で際立って好調な状態が続いている。

## ドイツの財政政策は実行フェーズに移行

企業活動関連のハードデータでは、11月のユーロ圏の鉱工業生産指数は前月比+0.7%と3ヵ月連続で上昇する好調な結果となった。自動車の指数が同+6.2%と大幅に上昇しており、これを主因に資本財の生産が同+2.8%と増加したことが全体を押し上げた。また、中間財の生産も同+0.3%と小幅に増加している。鉱工業生産指数の10-11月平均は7-9月期平均を0.9%上回っており、10-12月期は3四半期ぶりに増加に転じる可能性が高い。

また、製造業に関して、受注に増加の兆しがみられ始めていることは、先行きを見通す上での好材料である。11月のドイツの製造業受注数量は、前月比+5.6%と3ヵ月連続で増加し、増加幅は2024年12月以来の大きさとなった。海外向け、国内向けの双方が増加したが、国内向けが同+6.5%と増加幅が大きく、しかも10月の同+10.0%という大幅増加に続いて2ヵ月連続での増加となり、国内向けの受注水準は2022年6月以来の高水準に達した。

業種別の内訳では特に、武器・弾薬の大幅な増加によって金属製品が前月比+25.3%と大幅に増加したことに加え、航空機、船舶、鉄道、軍用車両を含む、その他の輸送用機械が同+12.3%と増加したことが目立つ。ドイツ連邦統計局によれば、これらの業種では多くの大型受注があったと報告されており、12月以降、その反動減が出る可能性には注意が必要であろう。だが一方、11月の大型受注による押し上げを、待望されていた財政支出が実行フェーズに入っただことのサインと捉えれば、むしろポジティブに評価することができる。大型インフラ投資、国防費の増加が盛り込まれたドイツの2025年予算は9月によりやく成立しており、それが11月の大型受注へと繋がった可能性がある。

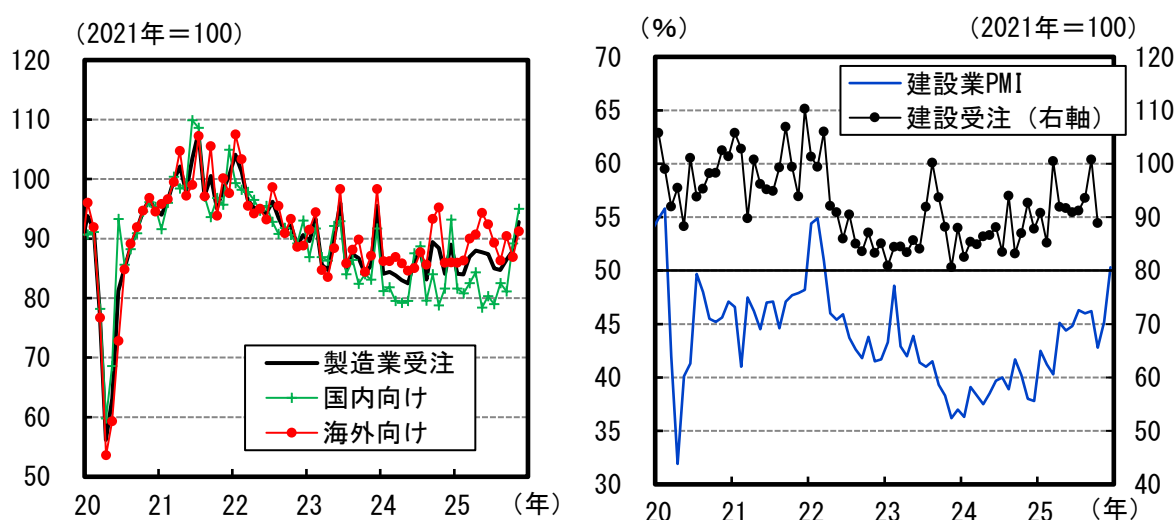
加えて、こうした大型案件を除いたとしても、ドイツ製造業の受注は上向き始めている。大型受注を除く製造業受注の11月分は前月比+0.7%と、小幅ではあるものの3ヵ月連続で増加している。とりわけ国防費の増加やインフラ投資拡大の影響を受けやすいとみられる国内向け資本財は、大型受注を除いても10月に同+5.0%、11月に同+4.8%と改善の動きが顕著であり、財政支出拡大の効果を感じさせる。

さらに、ドイツで財政拡張の効果が出始めていることを示唆するものとして、建設業のPMIの大幅な改善も挙げられる。ドイツの建設業PMIは2025年12月に前月差+5.1ptと大幅に改

善し、水準は 50.3%と、2022 年 3 月以来、3 年 9 ヶ月ぶりに拡大・縮小の基準となる 50%を上回った。建設業の中でも特に土木関連の活動指数が大きく改善しており、道路、鉄道などの交通インフラをはじめとするインフラ投資が実行段階に入ったことを示唆する。建設受注統計については最新が 10 月分であり、まだ目立った増加は見られていないものの、マインド統計に追隨して実体面でも増加基調を強めることが期待される。

なお、四半期 GDP に先立って公表されたドイツの 2025 年の実質 GDP は、前年比+0.2%と 3 年ぶりのプラス成長に転じた。同時に公表された 2025 年 10-12 月期の暫定値は前期比+0.2%と 3 四半期ぶりのプラス成長になったと報告されたが、財政支出が実行に移されることで、2026 年以降、ドイツ経済の成長ペースがさらに加速する可能性は高まっている。域内最大の経済規模を持つドイツ経済の回復期待の高まりは、当然ユーロ圏経済全体にとって朗報である。

図表 2 ドイツ製造業受注（左）、ドイツ建設受注と建設業 PMI（右）



(出所) ドイツ連邦統計局、S&P Global より大和総研作成

## グリーンランドを巡り欧米関係は緊張、貿易摩擦リスクが急速に高まる

ただし、ドイツでの財政支出という好材料が見え始めてきた一方で、米国との関係悪化が欧州経済のリスクとして再び急浮上した。

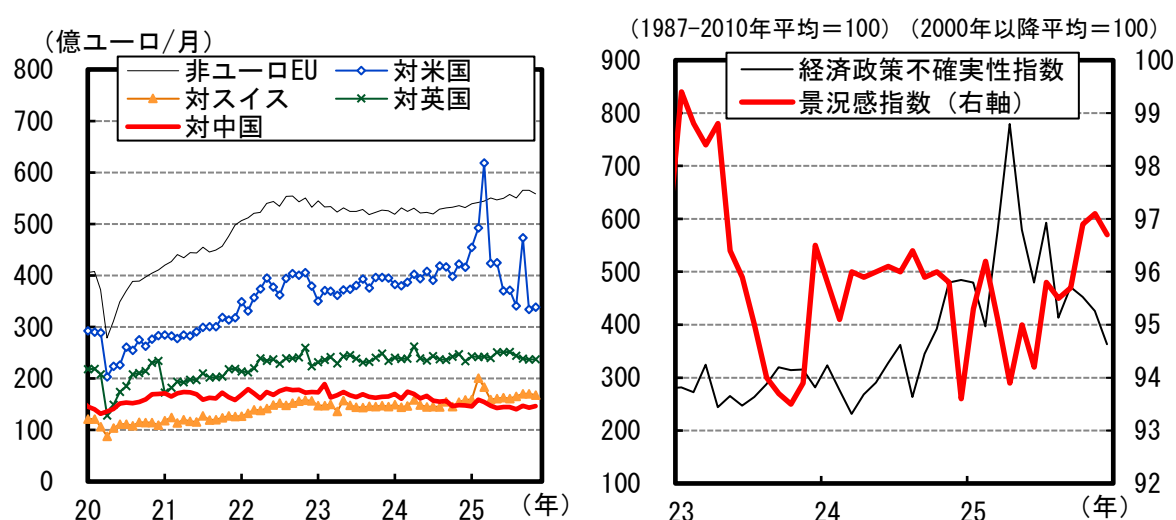
米国のトランプ大統領はかねてデンマーク領であるグリーンランドの領有を提案しているが、1 月 17 日、米国の買収提案に反対する 8 カ国（デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、フランス、ドイツ、英国、オランダ、フィンランド）に対して、追加関税を実施する方針を自身の SNS で明らかにした。2 月 1 日から 10%の追加関税が開始され、6 月に税率が 25%に引き上げられた後、米国によるグリーンランド取得の合意が成立するまで継続するという。追加関税の対象となった 8 カ国は、1 月 15 日にグリーンランドへの軍事要員派遣を発表しており、これがトランプ大統領による追加関税表明の引き金となった。

トランプ大統領による追加関税実施の意向に対し、EU は対抗措置を準備の上、トランプ大統領との交渉を進めていく構えである。2025 年夏に成立した米国との通商合意の履行を停止し、930 億ユーロ規模の報復関税の検討が伝えられているほか、フランスのマクロン大統領は、より強力な対抗措置である ACI (反威圧措置) の発動を提案している。ACI については、EU 加盟国の中でも発動への賛否が分かれているとみられ、即座に発動される可能性は低い、仮に交渉が決裂し、トランプ政権が宣言通りに 2 月から追加関税を実施したとすれば、EU による報復関税は避けられないとみられる。米国との貿易摩擦がエスカレートし、報復合戦に陥ることも想定され、対米輸出にはさらなる下押し圧力が掛かることになる。

一方、楽観的なシナリオとして、交渉によってトランプ政権が追加関税を撤回する可能性も残される。だが、追加関税の根本にあるグリーンランドの領有に対してトランプ大統領は強いこだわりを見せており、本質的な問題解決までには長い時間がかかるとみられる。一時的に追加関税の議論が収束したとしても、再燃するリスクは残ることになるだろう。

2025 年はトランプ政権による追加関税の内容が度々翻され、対米輸出の駆け込み需要増や反動減がユーロ圏経済の振れを大きくさせた。また、追加関税の内容がどうなるかわからないという不確実性が、企業や家計のマインドを悪化させ、経済活動を抑制する一因となっていた。2025 年夏の EU・米国間の通商合意を以て、政策の不確実性は後退したとみられていたが、今回のグリーンランドを巡る一件をきっかけに不確実性が再び上昇するリスクは高まっている。交渉の進展次第では、ユーロ圏経済の回復に水を差す可能性があり、その動向を注視する必要がある。

図表 3 ユーロ圏の国・地域別輸出（左）、政策不確実性指数と景況感指数（右）



(出所) Eurostat、Economic Policy Uncertainty、欧州委員会、Haver Analytics より大和総研作成



図表 4 ユーロ圏経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.3%	0.6%	1.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%
家計消費支出	0.9%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%	1.1%
政府消費支出	0.2%	1.4%	2.9%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.7%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	10.6%	-6.5%	4.1%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%	2.4%	2.7%	1.9%	2.3%
輸出	9.5%	-1.5%	3.1%	-1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%	2.1%	2.3%	2.1%	1.0%	2.0%
輸入	9.4%	-0.1%	5.7%	-0.6%	1.4%	1.9%	2.2%	2.5%	2.3%	2.1%	2.3%	2.5%	3.5%	1.7%	2.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%
家計消費支出	1.5%	1.6%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	0.9%	1.1%
政府消費支出	2.1%	1.5%	1.7%	1.5%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	1.6%
総固定資本形成	2.4%	3.2%	2.6%	2.4%	0.4%	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.7%	1.9%	2.3%
輸出	2.5%	0.6%	2.8%	2.4%	0.4%	1.1%	0.8%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	1.0%	2.0%
輸入	4.0%	2.8%	3.8%	3.5%	1.6%	2.1%	1.2%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	3.5%	1.7%	2.3%
鉱工業生産（除く建設）	1.5%	1.3%	1.5%	2.3%	0.8%	1.7%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.6%	1.7%	2.1%
実質小売売上高	2.4%	3.0%	1.9%	1.9%	1.6%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	2.3%	1.1%	0.8%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	1.8%	1.9%
生産者物価	2.3%	0.5%	-0.2%	-1.5%	-2.5%	1.4%	1.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	0.3%	0.6%	2.3%
失業率	6.3%	6.4%	6.4%	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	60.1	32.7	34.6	42.6	48.9	51.8	54.9	58.1	61.6	65.1	68.8	72.6	170.0	213.6	268.0
経常収支	75.3	83.7	45.8	53.1	57.8	59.6	61.7	63.9	66.3	68.6	71.1	73.7	257.9	243.1	279.8
独 国債10年物（期中平均）	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	2.88%	2.91%	2.94%	2.96%	2.97%	2.98%	2.97%	2.63%	2.89%	2.97%
欧 政策金利（末値）	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.00%	2.00%	2.25%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2026年1月20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

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.7%	0.9%	0.4%	0.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.5%
家計消費支出	0.7%	0.1%	1.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%
一般政府消費支出	-0.8%	4.8%	1.4%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	14.2%	-3.4%	5.2%	3.5%	2.0%	2.1%	2.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	3.7%	2.5%	2.5%
輸出	2.1%	0.3%	0.8%	-2.3%	1.8%	2.5%	2.8%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.2%	1.1%	2.8%
輸入	4.5%	-0.5%	1.1%	4.7%	0.8%	1.8%	2.1%	2.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.2%	1.9%	2.4%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.8%	1.4%	1.3%	1.0%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.1%	1.5%
家計消費支出	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%
一般政府消費支出	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	2.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	3.9%	3.3%	2.9%	4.7%	1.8%	3.2%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.4%	2.2%	3.7%	2.5%	2.5%
輸出	3.8%	2.7%	2.3%	0.2%	0.1%	0.7%	1.2%	2.5%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%	2.2%	1.1%	2.8%
輸入	7.4%	2.0%	5.0%	2.4%	1.5%	2.1%	2.3%	1.7%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	4.2%	1.9%	2.4%
鉱工業生産	0.8%	0.1%	-0.3%	1.5%	0.5%	1.5%	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.6%	1.3%	1.0%
実質小売売上高	0.1%	0.3%	0.3%	0.9%	0.4%	0.8%	0.4%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.4%	0.6%	1.1%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.4%	2.1%	2.0%
失業率	4.5%	4.7%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	5.2%	5.0%
10億英ポンド															
貿易収支	-54.7	-60.0	-58.9	-63.6	-63.4	-62.9	-62.3	-62.3	-62.4	-62.6	-62.7	-62.4	-237.2	-250.9	-250.1
経常収支	-22.1	-21.2	-12.1	-16.4	-15.4	-14.8	-14.2	-13.7	-13.2	-12.9	-12.7	-12.4	-71.8	-58.1	-51.2
国債10年物（期中平均）	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.41%	4.36%	4.26%	4.20%	4.17%	4.14%	4.11%	4.08%	4.58%	4.31%	4.13%
政策金利（末値）	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.75%	3.25%	3.25%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2026年1月20日時点）。

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

## 欧州経済中期見通し

### ユーロ圏経済中期見通し ～財政拡張が短期・中期に成長を下支え

今回のレポートでは、通常の経済見通しに加えて、今後 10 年間（2026 年～2035 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%と予想しており、これは過去 10 年間（2016 年～2025 年、2025 年は大和総研予想）の平均の+1.5%を下回る。予測期間を前・後半に分けると、前半 5 年間の平均成長率は+1.3%、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はごく緩やかに低下していく見通しである。

2025 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%（大和総研予想）と、2 年連続で成長ペースが加速したとみられる。米国での第二次トランプ政権発足後の追加関税の議論はユーロ圏経済を大きくかく乱したが、高インフレが収束する中での実質所得の回復を背景に個人消費の増加が続いたことに加え、ECB による利下げの効果もあって設備投資が増加し、GDP を押し上げた。ロシアのウクライナ侵攻をきっかけとしたエネルギー危機以降の高インフレ、高金利によって経済成長が抑制される状況は、足元までに概ね解消したといえ、欧州経済の自律的な成長は 2026 年以降も続いていくと見込まれる。

図表 6 ユーロ圏経済中期見通し計数表

	(単位: %)										
	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
国内総生産（前年比）	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
家計消費支出	1.3	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
政府消費支出	1.7	1.9	1.6	1.4	1.2	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
総固定資本形成	2.7	1.9	2.3	2.2	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
輸出	2.1	1.0	2.0	2.1	1.8	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9
輸入	3.5	1.7	2.3	2.4	1.9	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7
政策金利（末値）	2.00	2.00	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利（期中平均）	3.15	3.30	3.38	3.23	3.13	3.06	3.00	2.95	2.91	2.88	2.85
消費者物価（前年比）	2.1	1.8	1.9	2.1	1.8	1.9	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

### 財政拡張は短期的には需要を押し上げ、中期的には潜在成長率にプラスの効果

加えて、特に予測期間前半において期待されるのは財政支出拡大による景気の押し上げ効果である。2025 年に米国で第二次トランプ政権が誕生したことをきっかけに、欧州では安全保障強化への認識が高まっており、国防費を中心に財政の拡張が見込まれる。EU は加盟国の国防費増加を後押しするため、市場で調達した資金を加盟国の防衛力強化投資に対して融資する「欧州の安全保障行動（SAFE）」を設立したほか、防衛費に関して財政規律枠組みの適用を一時停止した。また、個別国の動きとして、伝統的に財政規律を重視してきたドイツでは、国防費の増加のため、ドイツ独自の厳格な財政ルールである「債務ブレーキ」が緩和されている。

ただし、当然ながら EU 加盟国の財政は無制限に拡張されていくわけではない。EU の国防費に対する財政規律枠組みの適用停止は、2025 年からの 4 年間の期限付きとなっており、その後

は再度財政規律ルールが適用される予定である。欧州委員会の見通しでは、2027 年までユーロ圏全体の財政赤字が拡大する見通しとなっているが、EU の基準である GDP 比 3%を上回る財政赤字が、財政規律ルールの適用再開後も一方的に拡大していくとは想定し難い。その後はむしろ、国防費の拡大と財政再建の両立が求められると見込まれ、財政支出による経済の押し上げ効果は低減していくことになるだろう。

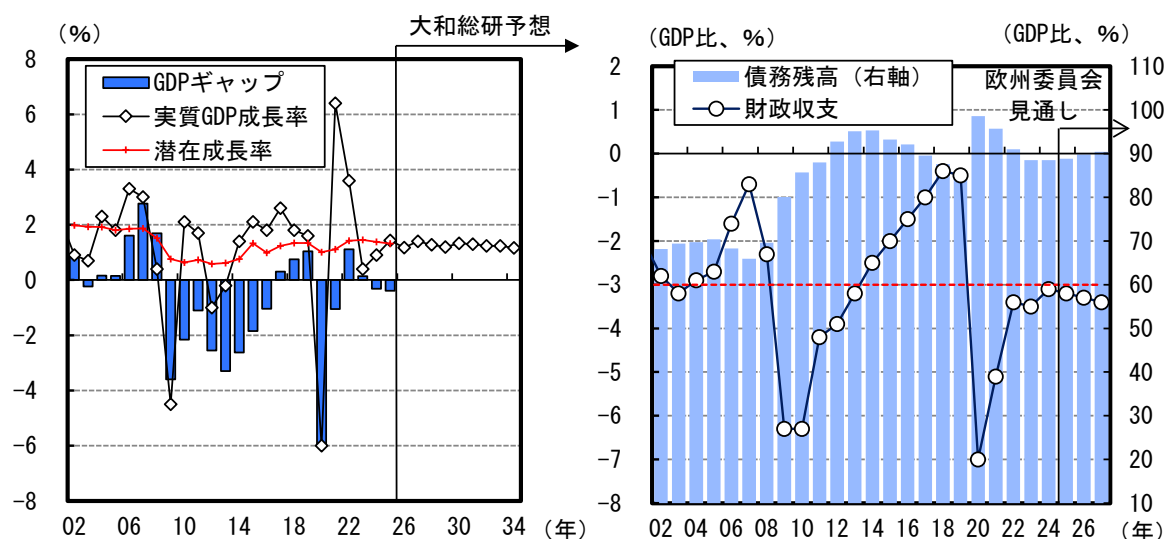
一方、財政拡張は需要面のみならず供給面からのプラスの効果、すなわち潜在成長率を押し上げることが期待される。その効果は予測期間後半も持続することになるだろう。

既述した通り、ドイツでは国防費拡大に向けて債務ブレーキが改正されたが、改正の一部としてインフラ投資のための特別基金の設立が盛り込まれた。ドイツでは、厳しい財政規律を背景としたインフラ投資の不足が、長引く景気低迷の一因となっており、拡張財政への転換は防衛力の強化のみならず、長引く景気停滞からの脱却も意図したものとなっている。特別基金による大規模なインフラ投資は、短期的には需要の拡大を、中期的には資本ストックの蓄積や、生産性の向上を通じて潜在成長率の押し上げに寄与することが期待される。

また、国防費増加の議論の一環として、NATO が 2%としてきた国防費の対 GDP 比目標を、2035 年までに 5%を目指すとして引き上げたことも重要な変更点である。新たな目標の 5%のうち、従来 2%とされてきた中核的な国防費の目標は 3.5%であり、残りの 1.5%にはインフラ投資やサイバー防衛関連など、広義の安全保障関連の支出が含まれる。どこまでを国防費扱いとするかについては議論があるものの、NATO の目標達成という名目によって、これまでよりも各国財政における公共投資の優先度は上がる可能性が高い。

ユーロ圏の潜在成長率は、人口要因が下押し要因となり、緩やかに低下していくという見方は従来通り変更はない。ただし、財政政策の転換を背景とした資本蓄積、生産性の上昇によって、潜在成長率の低下ペースは従来見通しに比べて幾分緩やかなものになると想定する。

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



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成



## ECB の政策金利は既に中立金利に到達、次回の政策変更は利上げを想定

金融政策に関して、ECB が 2024 年 6 月に開始した直近の利下げサイクルは既に終了したとみられる。政策金利（預金ファシリティ金利）の水準は 2% と、ECB が考える中立金利近辺にあることに加え、インフレ率は目標の 2% 近辺で落ち着いている。ECB は現状の政策金利が、「良い位置」にあるとの見方を示しており、近いうちに政策金利が変更される蓋然性は低い。

もっとも、ECB は現状の金利水準に必ずしも固執しているわけではなく、インフレ率を中心とする経済データに基づいて金融政策を運営していくというスタンスである。インフレ率が目標の 2% から乖離する可能性が高まった場合においては、ECB は政策金利の変更に踏み切るとみられる。

現状、目標の 2% にほぼ一致しているインフレ率は、短期的にはもう一段低下し、当面は目標の 2% を下回って推移するとみられる。だが、既述した財政支出の増加等によって景気拡大ペースが加速していくのに従って、インフレ率は 2027 年後半にかけて再び上昇率を高めていくと予想する。こうした前提の元、インフレ率の高進を防止するために ECB は 2027 年終盤に 0.25%pt の利上げを実施すると予想する。一方、その利上げの効果の波及に加えて、海外経済減速による輸出の伸びの鈍化によって実質 GDP 成長率が低下し、インフレ率も再び上昇ペースを緩めるとの想定から、2029 年に 0.25%pt の利下げという小幅な調整を実施すると予想している。

その後、2030 年以降は、政策金利の変更は想定せず、横ばいでの推移が続くと見込む。これは、潜在成長率並みの経済成長が続くことで、GDP ギャップはゼロ近傍で安定的に推移し、インフレ率も目標の 2% からは大きく乖離しないと見込んでいるためである。ただし、中立金利の水準が今後変化することで、政策金利を一定としてもそれが経済にとって緩和的、ないし引き締めの作用する可能性がある。経済が安定的に推移した場合でも、政策金利の調整が必要となる可能性がある点にも注意が必要である。

## 英国経済中期見通し ～政治不安が予測期間後半のリスク

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 +1.3%、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。

英国では、2024 年 7 月に 14 年ぶりに労働党政権への政権交代が実現したことで、多くの政策がそれ以前の保守党政権時代から転換した。政策の方向性としては、福祉政策の拡大や労働者の就業条件の改善、かねて英国の課題である NHS（国民保健サービス）を中心とする公的サービスの立て直しなど、大きな政府を志向する伝統的な労働党の考え方に基づいている。

もっとも、こうした労働党らしい政策を実行に移す中、財政規律との両立の難しさが浮き彫

りとなっている。労働党政権は、付加価値税、所得税、国民保険料については増税の対象としないとする公約はどうか堅持しているものの、これ以外で様々な増税を段階的に導入してきた。OBR（予算責任局）の見通しによれば、税収の対 GDP 比は 2030 年度には 38%と、過去最高に達すると見込まれており、政権交代時に高まった財政による景気の押し上げに対する期待は、政権交代後の 1 年半で大きく後退した。

労働党政権の政策のうち、財政政策以外の注目点としては、EU とのさらなる関係修復がある。労働党は 2024 年の選挙の段階から EU との関係の修復を外交における優先政策に位置付けており、実際、2025 年 5 月には Brexit（2020 年の EU 離脱）以降初の英国・EU サミットが開催され、農作物、エネルギー分野などで協調に向けた合意に達した。さらに、スターマー首相は 2026 年の新年の演説において、EU とのさらなる協調の重要性に対する認識を表明した。スターマー首相は EU 再加盟、および EU 単一市場への回帰は否定しているが、個別案件ごとに EU 単一市場とのルール調整を進めるべきとの考えを示し、これまで以上に EU に接近することへの意欲を示している。英国にとって最大の貿易パートナーである EU との関係修復は、貿易活性化によるプラスの効果が見込まれることに加え、Brexit 以降停滞が続く対内投資を再活性化させることが期待される。

図表 8 英国経済中期見通し計数表

	(単位: %)										
	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	2035年
国内総生産（前年比）	1.4	1.1	1.5	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
家計消費支出	0.8	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
一般政府消費支出	1.8	1.5	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
総固定資本形成	3.7	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
輸出	2.2	1.1	2.8	2.7	2.2	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0	2.0
輸入	4.2	1.9	2.4	2.7	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
政策金利（末値）	3.75	3.25	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
長期金利（期中平均）	4.58	4.31	4.13	4.03	3.53	3.45	3.40	3.36	3.33	3.31	3.29
消費者物価（前年比）	3.4	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

（出所）ONS、BOE より大和総研作成

他方、英国経済の先行きに関して、予測期間後半については政治的な不安定さが増すことが経済成長を不安定化させるリスクに注意が必要である。

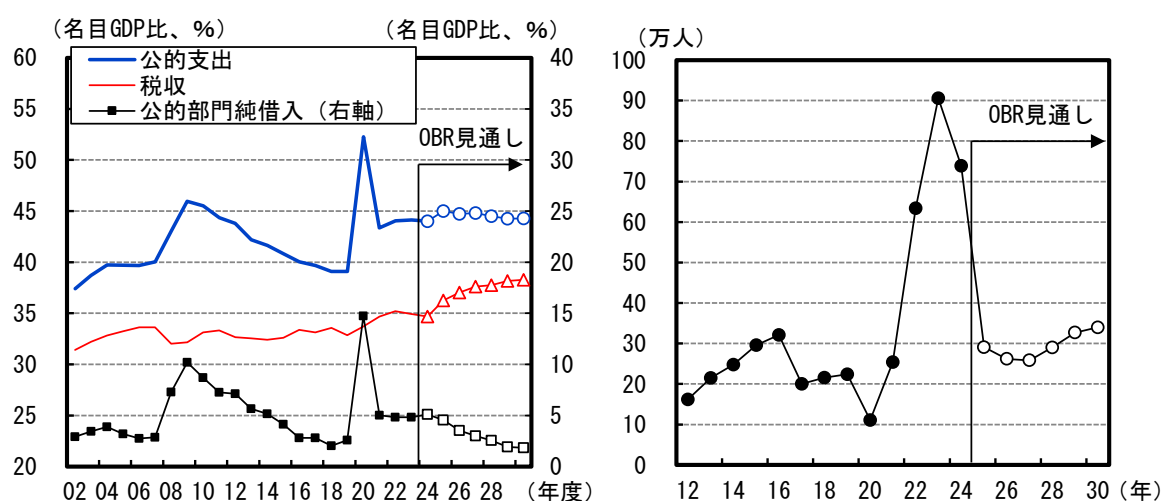
現労働党政権は 2024 年の選挙で歴史的とも言える大勝を遂げたが、その後の政策運営に苦勞している。とりわけ、公的支出の拡大と財政再建の両立を目指した増税策は、国民からの評判が悪く、労働党政権の支持率は低位で推移している。一方、労働党以前に政権を担っていた保守党に対する英国国民の失望感も根強く、結果として、伝統的两大政党の支持率が低迷し、それ以外の政党への支持率が高まっている。現在、政党支持率でトップを走る、極右政党のリフォーム UK が、次回、2029 年までに実施される総選挙で与党になると判断するのは時期尚早と思われるが、労働党が与党の座を他の政党に明け渡す可能性は高い。

政党支持率が大きく割れている状況を踏まえると、先行きの政策を今の段階で占うのは難しいが、仮に政権交代が起これば労働党が実施してきた政策は巻き戻されることになるだろう。また、次回の選挙では、多数党のないハング・パーラメントに陥る可能性も否定できない。政

策運営が滞ることで経済活動が阻害されることに加え、財政への信任低下による金利上昇リスクにも警戒が必要となる。

さらに、中期的な成長を考える上では、移民政策の転換も英国経済にとってのリスクとなる。リフォーム UK への支持拡大に象徴されるように、他の欧州諸国と同様に英国でも移民流入に対する不満が高まっている。伝統的には移民に寛容な労働党も、政権交代以降、移民政策の厳格化に取り組み、それが奏功して英国の移民純流入数は 2023 年のピークから減少している。だが、仮に将来、政権交代となれば、移民政策は一層厳格化される可能性があるだろう。OBR が 2025 年 11 月に公表した経済見通しでは、英国への移民純流入数は 2027 年まで減少した後、再び緩やかに増加していくとの予想が示されたが、次回の選挙結果次第では、そうした移民流入の見通しは下振れする可能性がある。移民政策の厳格化は社会的にはポジティブに受け止められる側面はあるとみられるものの、経済成長にとってはマイナスに働くことになろう。

図表 9 英国の財政見通し（左）、英国の移民純流入数（右）



(出所) OBR、ONS より大和総研作成

金融政策面では、短期的には既に利下げサイクルを終了した ECB とは異なり、BOE は現行の利下げサイクルをもう少ししばらく続けると見込まれる。英国のインフレ率は依然として目標の 2% を上回っているが、労働需給の緩和に伴う賃金上昇圧力の低下を受けて鈍化していく見通しであり、BOE は金利の引き締め度合を緩めると想定される。実際、BOE は利下げを実施した 2025 年 12 月の金融政策委員会で公表した声明文において、さらなる利下げが適切であることを明示している。

だが、ベイリー総裁はそれと同時に、政策金利が中立金利に近づいたことで、追加利下げの判断がより難しくなっているとの見解を示した。まだ利下げサイクルは続くともみられる半面、利下げの終了は近づいている。大和総研では、英国の中立金利は 3.25% と想定し、2026 年にあと 2 回の利下げを実施することで、2024 年に始まった現行の利下げサイクルは終了すると予想する。その後、2029 年にも微調整として 0.25%pt の追加利下げを見込むが、予測期間後半については政策金利の変更は想定していない。