

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 欧州経済見通し

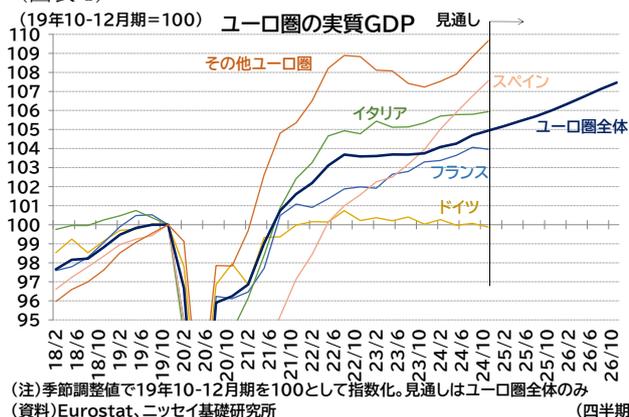
## — 緩慢な回復、取り巻く不確実性は大きい

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

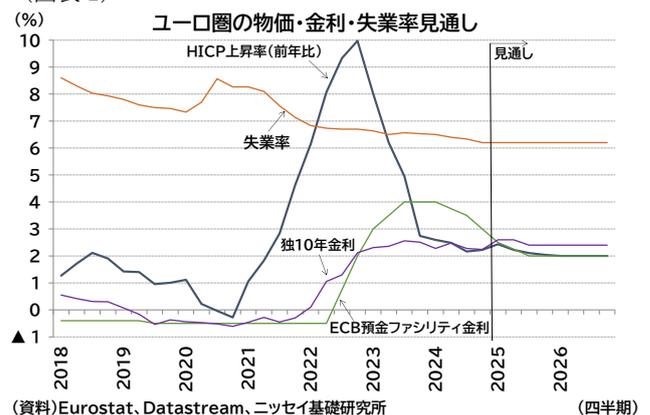
経済研究部 主任研究員 高山 武士  
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の10-12月期の実質成長率は前期比0.2%（年率換算：0.9%）となり、7-9月期（前期比0.4%、年率1.7%）から減速した。ユーロ圏全体では内需（個人消費や投資）が相対的に強く輸出が弱含んだが、ドイツやフランスでは内需も振るわず、国ごとのバラツキも目立った。総じてみれば競争力低下という構造的な課題を抱えるなか、緩慢な回復が続いていると言える。
2. 総合インフレ率、コアインフレ率ともに横ばい圏で推移しており、特にコアインフレ率は2%目標より高めの状況が続いている。ただし、基調的なインフレ率を押し上げていたサービスインフレや賃金上昇率には鎮静化の兆しも見られる。
3. ECBは24年央から制限的な金融政策からの緩和に着手、最近ではインフレの下振れリスクにも配慮して、3月会合まで5会合連続の利下げを実施した。政策金利（預金ファシリティ金利）はピークの4.0%から2.5%まで引き下げられた。
4. 今後も消費を中心とした回復が見込まれるが、特に米国の関税政策に関連した不確実性は大きい。すでに発動された関税政策のみを前提とした成長率見通しは25年1.0%、26年1.3%、インフレ率見通しは25年2.2%、26年2.0%である（図表1・2）。また、ECBはこれまでの利下げの経済への影響を見極めるため、一時停止をはさみつつ政策金利を2.0%まで引き下げると予想する。
5. 米国の関税政策が当面の大きなリスクとなる。現在、トランプ大統領が言及する政策はユーロ圏の成長率を押し下げるものが多く、成長率に対するリスクは下振れ方向と考えられる。関税政策はインフレ率に対するリスクでもあるが、上下双方の要因になり得る。現時点ではいずれのインフレリスクが大きいのかは評価し難い。

(図表1)



(図表2)

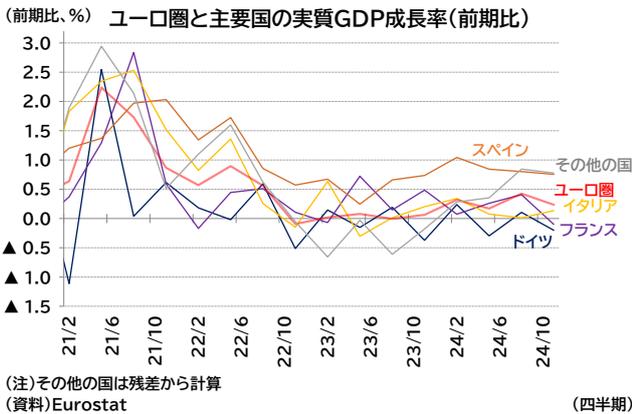


# 1. 経済・金融環境の現状

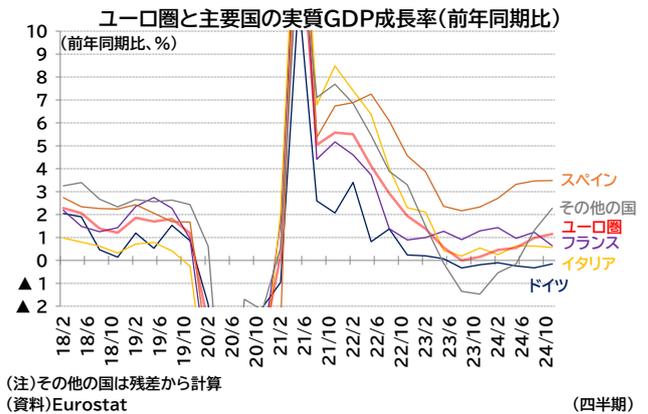
## ( 実体経済：緩慢な回復が継続 )

ユーロ圏の10-12月期の実質成長率は前期比0.2%（年率換算：0.9%）となり、7-9月期（前期比0.4%、年率1.7%）から減速した（図表3）。成長のトレンドをつかみやすい前年比で見ると10-12月期で1.2%となり、潜在成長率と見られる1%台前半程度まで回復したが（図表4）、競争力低下という構造的な課題を抱えるなかで力強さに欠ける伸びにとどまる。実質GDPの水準は、エネルギー高で景気停滞感が強まった22年夏（22年7-9月期）から2年以上が経過したが、わずか1.2%高い水準にとどまる（表紙図表1）。また、年初以降、米大統領に就任したトランプ氏の政策を巡る不確実性が大幅に増している。

(図表3)

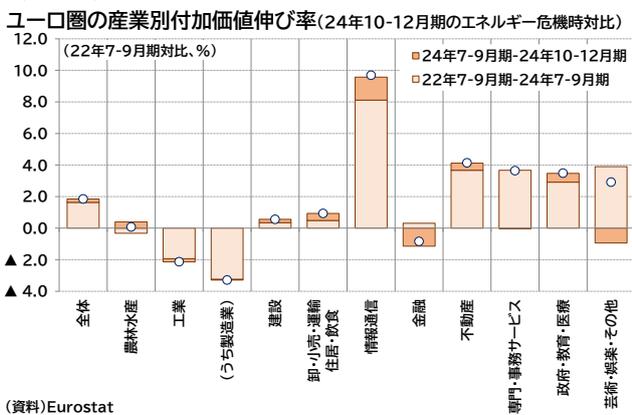


(図表4)

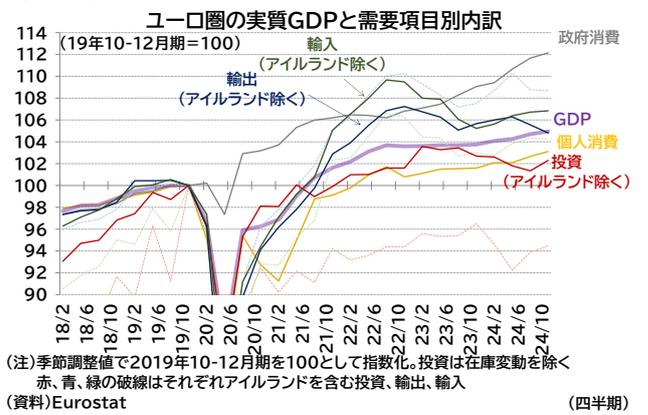


10-12月期の主要加盟国の前期比成長率を見ると、ドイツ▲0.2%（前期：0.1%）、フランス▲0.1%（前期：0.4%）、イタリア0.1%（前期：0.0%）、スペイン0.8%（前期：0.8%）となり、スペインを除き冴えない（図表3）。前年比ではフランスやイタリアが0%台半ばの成長率にとどまるほか、ドイツでは6四半期連続のマイナス成長となっている（図表4）。22年夏対比で見た実質GDPの水準はスペインが6.5%、フランスが2.0%、イタリアが1.0%、ドイツが▲0.9%となっており、戦争後の製造業不振を受けて、特に製造業比率の高いドイツの成長低迷が続いている<sup>1</sup>（表紙図表1）。

(図表5)



(図表6)



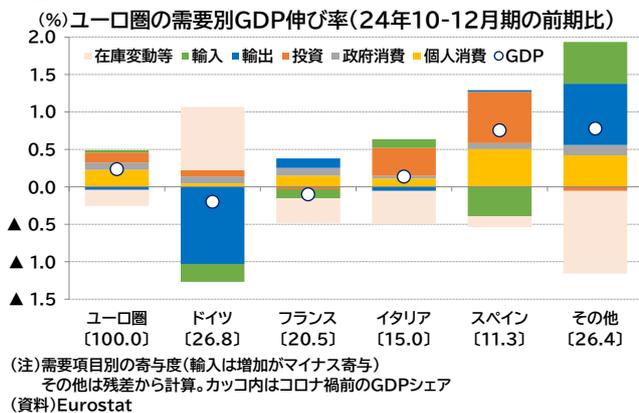
ユーロ圏全体の産業別の前期比成長率（付加価値伸び率）は（図表5の濃い網掛け）、情報通信

<sup>1</sup> 図表3・4の通り、ユーロ圏全体の成長率はスペインのほか、主要4か国意外の「その他の国」の加速によってもけん引されている。10-12月期は特にアイルランドが高成長を記録（前期比3.6%、前年比9.2%）し、ユーロ圏全体の伸び率を前期比で0.12%ポイント、前年比で0.29%ポイント押し上げている。

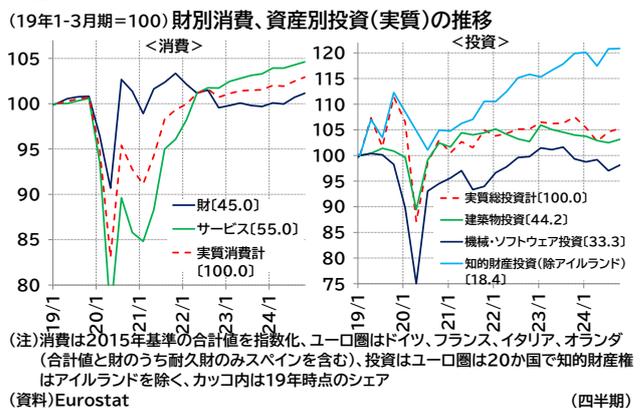
サービス (1.5%) が相対的に高い一方、金融 (▲1.1%)、芸術・娯楽・その他 (▲0.9%)、工業 (▲0.2%、うち製造業は▲0.0%)、専門・事務サービス (▲0.0%) の伸びはマイナスになった。戦争後の製造業の低迷には歯止めがかかっておらず、22年夏と比較した付加価値水準 (図表5の○印) は、製造業で3.3%程度低い水準まで低下している。

ユーロ圏全体の需要項目別の前期比成長率は (図表6)、個人消費 0.4% (前期: 0.6%)、投資 0.6% (前期: 1.8%)、政府消費 0.4% (前期: 0.9%)、輸出▲0.1% (前期: ▲1.4%)、輸入▲0.1% (前期: 0.5%) となり、前期比寄与度で在庫変動等が▲0.22%ポイント (前期: 0.47%ポイント)、外需が▲0.01%ポイント (前期: ▲0.91%ポイント) だった。なお、最近の投資や輸出入の動きは、アイルランドの知的財産生産物 (I P P: intellectual property products) の移転に伴って振幅が大きくなっていると見られることから<sup>2</sup>、アイルランドを除く前期比伸び率を見ると、投資が0.9% (前期▲0.4%)、輸出が前期比▲0.7% (前期▲0.7%)、輸入が前期比0.1% (前期0.3%) だった。全体的には個人消費や投資が相対的に強く、輸出の弱含みが目立つ結果といえる。ただし、国別に見ると (図表7)、ドイツやフランスでは内需も冴えず、バラツキが目立つ。また輸出の弱含みはドイツの要因が大きい。

(図表7)



(図表8)

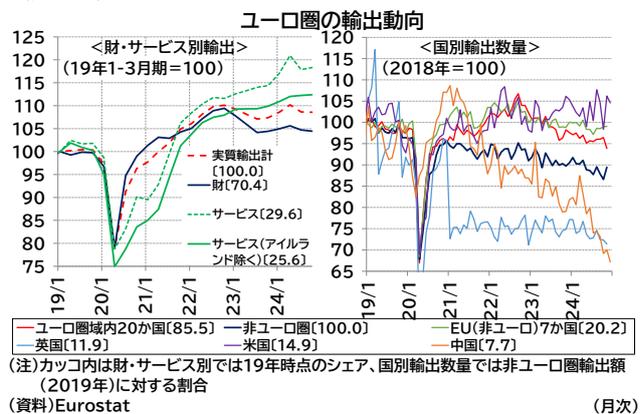


続いて消費および投資の動向をやや細かく見ると (図表8)、財・サービス別の消費動向は、財もサービスも10-12月期の前期比成長率が7-9月期に続いてプラスだった。実質賃金の改善が個人消費の成長に寄与していると思われる。

資産別の投資の動向を見ると、知的財産投資 (アイルランドを除く) がほぼ横ばい圏にとどまる一方、建築物投資や機械投資 (ソフトウェア含む) がやや反発した。ただし、建築物投資も機械投資も基調としては弱含んでおり、地政学的な不確実性 (ロシア・ウクライナ戦争や中東紛争など)、欧州の競争力低下 (人手不足、電力価格の高さ、資材価格の上昇、過剰な規制・煩雑な行政手続きなど)、主要輸出先である中国市場の減速や中国との競争激化といった逆風が依然として投資の重しになっていると思われる。

財・サービス別の輸出動向を確認すると (図表9左)、財輸出が10-12月期に前期比▲0.3% (前期: ▲0.9%) で2四半期連続のマイナスとなった。相手国別の財貿易 (数量ベース) の動向を月次

(図表9)



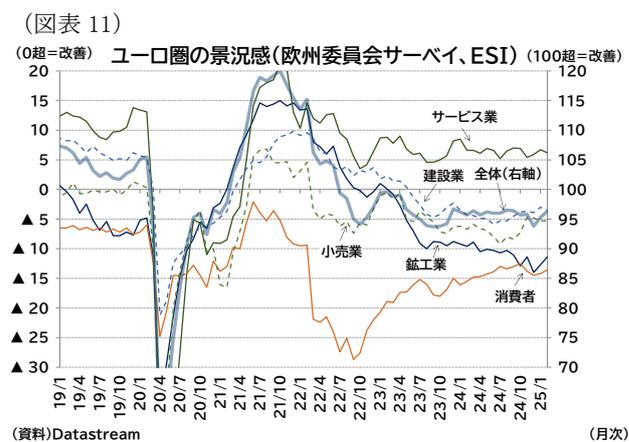
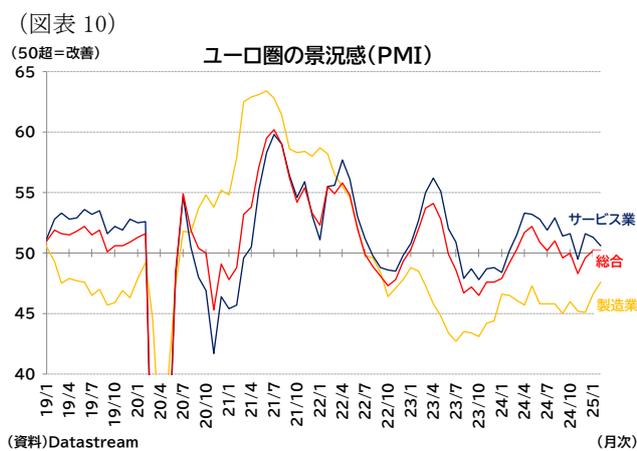
<sup>2</sup> I P P が国外に流出する場合は投資がマイナス、輸出がプラス (流入は逆) となり、I P P の流出入の動きが激しいと投資や輸出入に影響が生じる。

統計から確認すると（図表 15 右）、趨勢としては欧州向け（域内含む）が緩やかに低下、また、中国向けが大幅に低下している。上述の欧州の競争力低下や中国市場の減速・競争激化が輸出の重しになっていると見られる。

### （ 景況感は改善に乏しい ）

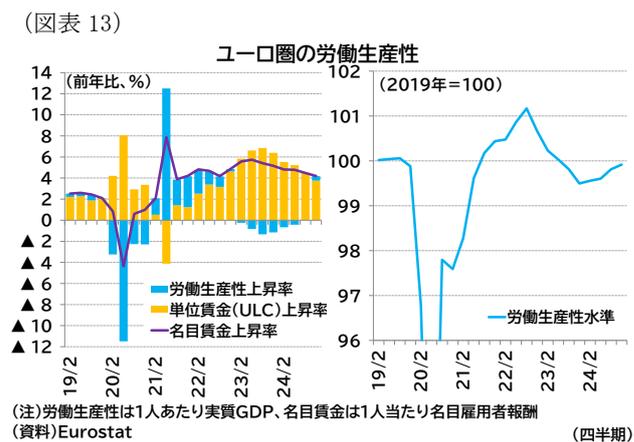
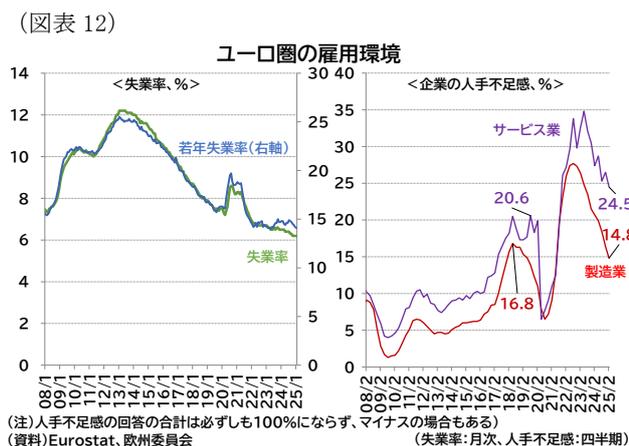
より最近の状況をサーベイデータで確認すると、S & P グローバルの PMI では 50 前後での推移で横ばい圏推移、欧州委員会調査の E S I も低水準で横ばい推移となっている<sup>3</sup>（図表 10・11）。

いずれも冴えない推移となっているが、PMI では、製造業指数はやや持ち直しており、これまで不調だった製造業に底打ちするのかが注目される。ただし、前月からの変化に注目する PMI に対して、景気の基調に注目する E S I では業種別の推移で見ても大きな改善が見られないことから、基調的に見た景況感については、改善には乏しい状況と見られる。



### （ 労働市場は良好だが、製造業では軟化 ）

雇用環境は、失業率は低位安定している一方で（図表 12 左）、人手不足感は緩和しつつあり、特に製造業では軟化している（図表 12 右）。



10-12月期のユーロ圏の労働投入の伸びを見ると、就業者数ベースで前期比0.1%（前期:0.2%）、雇用者数ベースで前期比0.2%（前期:0.2%）となっている。プラスの伸びを維持する一方で、いずれも実質成長率をやや下回る上昇であり、結果として（1人当たりの）労働生産性の改善が進んでいる（図表 13 右）。これは、企業収益や実質賃金の押し上げ要因となるとともに、供給力の改善

<sup>3</sup> 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。

を示唆しておりインフレ鎮静化にも寄与し得る（図表 13 左）。ドイツの自動車産業など、不振業種の雇用削減計画も進められている状況であるが、雇用環境全体で見れば良好な状況で、またディスインフレにも寄与していると評価できる。

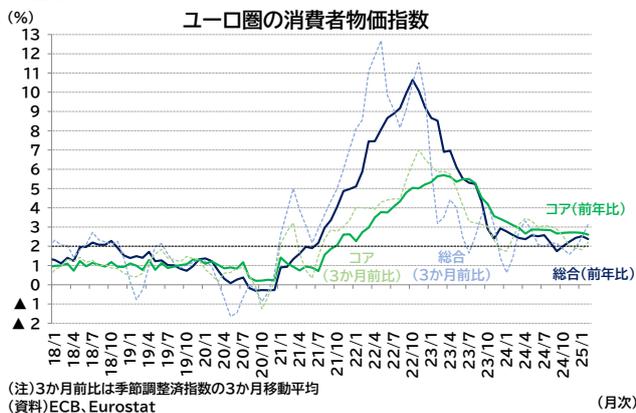
### （ 物価・賃金：基調的なインフレ率にも鎮静化の兆し ）

物価は、ここのところ総合インフレ率、コアインフレ率ともに横ばい圏で推移が続いており、特にコアインフレ率は2%のインフレ目標よりやや高めの状態にとどまっている（図表 14）。

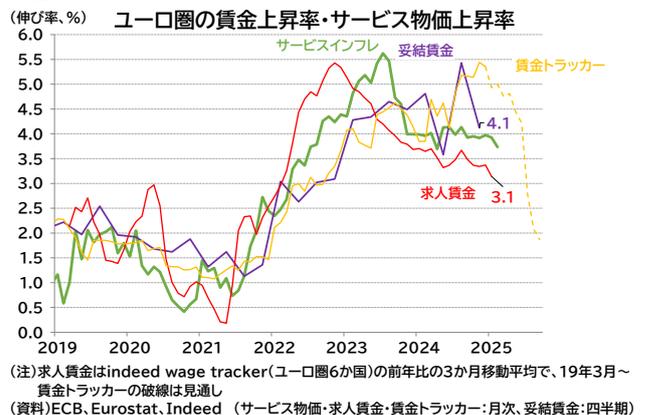
ただし、直近ではこれまで基調的なインフレ率を押し上げていたサービスインフレや賃金上昇率に鎮静化の兆しも見られる（図表 15）。サービスインフレは 25 年 2 月（速報値）に 3.7%まで低下し、賃金上昇率も先行指標となる求人賃金上昇率が 3%付近まで低下した。また、ECB が集計する賃金トラッカーは今年後半に賃金上昇圧力が大幅に減ることを示唆している。また、物価上昇の勢い（季節調整後の 3 か月移動平均後の 3 か月前比年率）も 2%前後での推移している。

足もとエネルギー価格の動向を反映する形で総合インフレ率は上下しているが、上述の生産性改善と合わせ、ディスインフレは進展していると評価できる。

（図表 14）



（図表 15）



### （ 財政政策：財政スタンス緩和の動きが急進展 ）

財政スタンスは、コロナ禍やエネルギー危機を受けた緩和姿勢からの段階的な健全化が目指されてきたが、米国が欧州に対して防衛費増額の圧力を強めるなかで、再び緩和される可能性が高まっている。

欧州委員会は 8000 億ユーロ（EU27 か国の名目 GDP 比で 4.5%）規模の防衛力強化計画（欧州再軍備計画：ReArm Europe）を提案、欧州理事会で検討を進めることが合意された<sup>4</sup>。これは財政ルール<sup>5</sup>の適用を除外される 6500 億ユーロ<sup>6</sup>および、防衛投資のための 1500 億ユーロの融資枠からなる。また、ドイツでは 2 月に総選挙が実施され、第一党となった中道右派のキリスト教民主・社会同盟（CDU／CSU）と連立候補である中道左派の社会民主党（SPD）が、国防費に関連した「債務ブレーキ」の柔軟化<sup>6</sup>および、（防衛とは別の）5000 億ユーロ（ユーロ圏の名目 GDP 比で

<sup>4</sup> [European Commission, Press statement by President von der Leyen on the defence package, Mar 4, 2025](#) (25 年 3 月 14 日アクセス)、[Letter by President von der Leyen on defence to the European Council ahead of its meeting on Thursday, 6 March 2025, Mar 4, 2025](#) (25 年 3 月 14 日アクセス)、[European Council, European Council conclusions on European defence, 6 March 2025](#) (25 年 3 月 14 日アクセス)

<sup>5</sup> 国家免責条項 (national escape clause) の発動が想定されている。欧州委員会は各加盟国が防衛費を GDP 比で 1.5%増やすと 4 年間で 6500 億ユーロ規模になると指摘している。

<sup>6</sup> 債務ブレーキは政府債務を GDP の 0.35%未満に抑えるとするルール。ドイツの憲法にあたる基本法に定められている。コロナ禍の影響等で 20 年以降は適用が停止されていたが、24 年に復活した。緩和案は GDP 比で 1%を超える国防費を債務ブレーキの対象から外すという内容。

3.3%、ドイツの名目GDP比で11.6%)のインフラ基金の創設(運用期間は10年の想定)を検討している。

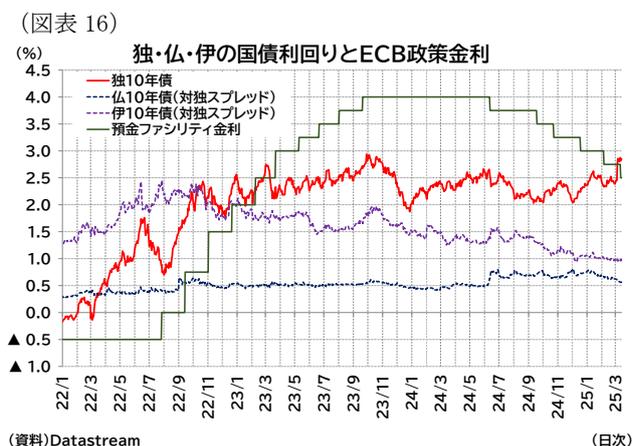
いずれも、トランプ政権の発足を受けて急速に検討が進められており、これらの政策が具体化され、財政スタンスが緩和されればユーロ圏経済の下支えに寄与することになるだろう。ただし、経済の下支え効果については不透明な点も残る。特に欧州レベルでの防衛力強化計画では、実際に各加盟国が財政ルールの例外規定を使い、どの程度国防費を増やすのかが重要になる<sup>7</sup>。

### ( 金融政策・金利：財政緩和観測から長期金利が上昇 )

ECBは24年央から制限的な金融政策からの緩和に着手、最近ではインフレの下振れリスクにも配慮し、3月会合まで5回連続の利下げを実施してきた。政策金利(預金ファシリティ金利)はピークの4.0%から2.5%まで下げられている(図表16)。

金融政策の運営については、従来通り、政策金利の経路を事前に確約することなく、①最新の経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、②基調的なインフレ動向、③金融政策の伝達状況を評価し、データ依存で会合毎に判断・決定するアプローチを採用としている。特に3月会合ではトランプ政権発足後の不確実性が高まっていることから、よりデータ依存、会合毎に政策を決定していく点が強調された。

ユーロ圏の長期金利は、金融政策やインフレ関連データ、米金利の動向に左右される展開が続いてきたが、3月に入りEUの再軍備計画やドイツの債務ブレーキ緩和、インフラ基金設立といった報道を受け、財政拡大観測の高まりから上昇圧力が急激に強まった。足もとドイツの長期金利は2%台後半で推移している(図表16)。なお、周辺国の長期金利も合わせて上昇したため、対独スプレッドは安定している。



## 2. 経済・金融環境の見通し

### ( 見通し：消費主導の緩やかな成長継続を想定、しかし不確実性は大きい )

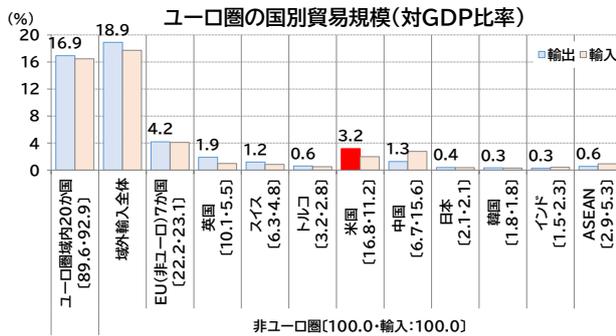
今後については、引き続き所得環境の改善を受けた消費主導の回復が続き、政策金利も中立金利まで引き下げられることが成長を促すとみられる。ただし、特に米国の関税政策に関連した先行きの不確実性はかなり大きい。見通し数値においては、すでに発動された関税政策のみ織り込んでいる。また、財政面については防衛・インフラの財政支出により財政スタンスがやや緩和されると想定している。

関税政策に関連して、トランプ大統領はEUに対して25%の関税引き上げの意向を示している。ユーロ圏の米国への輸出額は対GDP比で3.2%で、域外の輸出市場としての存在感は相対的に大きい(図表17、非ユーロ圏輸出の16.8%を占める)ため、関税による成長率の押し下げ圧力も強いと考えられる。また、トランプ大統領は品目別に自動車、半導体、医薬品、鉄鋼、アルミなどへ

<sup>7</sup> なお、ドイツの債務ブレーキを緩和するにあたっては基本法を改正する必要がある。基本法改正には議会の3分の2の賛成が必要だが、総選挙を受けて発足する新議会(3月25日に召集予定)では反対派の議席が3分の1を上回る見通しとなっている。そのため、新議会発足前の旧議会での改正を目指している。旧議会でも債務ブレーキ緩和を支持する第三党の協力が必要な状況にあるが、緑の党が、インフラ基金から気候変動対策等に1000億ユーロを割り当てるなど環境政策の推進も含めることで改正に合意した。

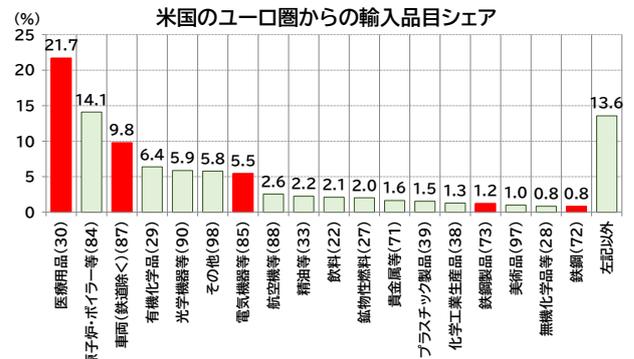
の関税を引き上げる方針を示している。ユーロ圏にとっては医薬品、自動車、半導体といった品目が米国への主要輸出品であることから（図表 18）、これらの品目への関税引き上げもマイナスの影響が大きくなる。

（図表 17）



（注）2024年（暦年）のデータ、[]は非ユーロ圏輸出入額に対するそれぞれの割合、ラベルは輸出（資料）Eurostat

（図表 18）



（注）ユーロ圏からの輸入に占める該当品目のシェア（2024年）、カッコ内はHSコード（2桁）（資料）US Census

本稿執筆時点で発動されている関税は、これらのうち鉄鋼およびアルミ関税のみであり、現時点ではユーロ圏経済への影響は相対的に小さい。また、自動車輸出に関連してメキシコを生産拠点としているメーカーにとっては、メキシコへの関税発動（25%引き上げ）によるマイナスの影響が生じているが、USMCAの原産地規則を満たすことで関税引き上げから除外される例外が設けられているため、こちらも悪影響が軽減されている。なお、EUは鉄鋼・アルミ関税に対する報復措置として、米国からの輸入品の一部（金額ベースでほぼ同額）に対する関税引き上げを公表しており、4月以降に実施される予定となっている<sup>8</sup>。

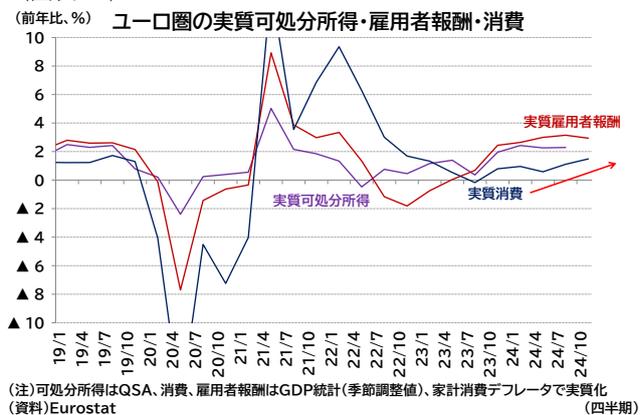
全体として、見通し数値（後掲図表 20）に織り込まれている関税の直接的な影響は限定されている（ただし、貿易の不確実性が増すことによる輸出の抑制という間接的な影響は勘案されている）。

上記の前提のもと、先行きの消費は、雇用環境が安定するなか実質所得の改善が続いており、これに遅れる形で消費の回復も継続すると予想する（図表 19）。ただし、経済や政治をとりまく不確実性が高く、景況感の大幅な改善や貯蓄率の速やかな低下は見込みにくく、消費の回復力は弱いものになるだろう。

投資は、競争力の低下を背景に生産や輸出が伸び悩み、経済の不確実性が高まっていることが民間投資を妨げる要因になるだろう。一方、公的投資は、防衛・インフラ関連の財政拡大余地が高まることで、復興基金による資金支援とともに押し上げ要因となるだろう。なお、ECBの利下げは資金調達環境の改善に寄与するものの、長期金利が上昇（タームプレミアムが拡大）したことは、さらなる利下げによる景気下支え効果を一部相殺するだろう。

域外経済は、域外需要の緩やかな回復を見込んでいるが、トランプ政権下で保護主義的な貿易政

（図表 19）



（注）可処分所得はQSA、消費、雇用者報酬はGDP統計（季節調整値）、家計消費デフレーターで実質化（資料）Eurostat（四半期）

<sup>8</sup> [European Commission, Commission responds to unjustified US steel and aluminium tariffs with countermeasures, Mar 12, 2025](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_100) (25年3月14日アクセス)。欧州委員会はEUの米国向け輸出のうち鉄鋼・アルミ関税の対象が280億ユーロ（EUの名目GDP比で0.16%）相当とし、報復措置は最大260億ユーロ（同0.14%）の規模で課せられるとしている。

策が強まっていることが逆風となる。ユーロ圏の輸出は米国向けが支えている状態だが（前掲図表9）、米国では、トランプ大統領のすでに実施された政策や、今後の不確実性の拡大から景気減速懸念が強まっているため、ユーロ圏にとっては輸出の重荷になる。そのため、輸出の伸びはかなり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1.0%、26年1.3%になると予想する（図表20）。

（図表20）

		ユーロ圏の経済見通し			
		2023年		2024年	
		実績	実績	予測	予測
実質GDP	前年同期比、%	0.4	0.9	1.0	1.3
	前期比年率、%	0.4	0.9	1.0	1.3
内需	前年同期比寄与度	0.08	0.47	1.57	1.49
	民間最終消費支出	0.5	1.0	1.6	1.5
	総固定資本形成	1.7	▲1.9	1.8	1.7
外需	前年同期比寄与度	0.32	0.42	▲0.56	▲0.23
消費者物価(HICP)	前年比、%	5.4	2.4	2.2	2.0
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	5.0	2.8	2.3	2.0
失業率	平均、%	6.6	6.4	6.2	6.2
預金ファシリティ金利	期末、%	4.00	3.00	2.00	2.00
ドイツ10年債金利	平均、%	2.4	2.3	2.5	2.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.08	1.09	1.06	1.10
対円為替相場	平均、円	152	164	159	157

		2024年				2025年				2026年			
		1-3月期実績	4-6月期実績	7-9月期実績	10-12月期実績	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
実質GDP		0.5	0.5	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
前期比年率、%		1.3	0.7	1.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3
内需		▲0.01	▲0.65	0.99	1.19	1.76	2.16	1.16	1.31	1.43	1.49	1.54	1.50
民間最終消費支出		1.0	0.6	1.1	1.5	1.4	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
総固定資本形成		▲1.0	▲3.2	▲1.6	▲2.1	0.4	3.3	1.8	1.4	1.4	1.6	1.9	2.1
外需		0.47	1.20	0.00	▲0.03	▲0.72	▲1.05	▲0.21	▲0.30	▲0.30	▲0.26	▲0.21	▲0.14
消費者物価(HICP)		2.6	2.5	2.2	2.2	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
コア(飲食・エネ除く)		3.1	2.8	2.8	2.7	2.7	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
失業率		6.5	6.4	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
預金ファシリティ金利		4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年債金利		2.3	2.5	2.3	2.2	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
対ドル為替相場		1.09	1.08	1.10	1.07	1.05	1.06	1.06	1.07	1.08	1.09	1.09	1.10
対円為替相場		161	168	164	163	160	159	159	159	159	159	158	156

（資料）Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

インフレ率は、名目賃金上昇率やサービスインフレの鈍化が鮮明になることを受けて鎮静化が進み25年2.2%、26年2.0%と予想する。また、ディスインフレの継続を受けて、ECBは中立金利と見られる2.0%まであと2回の利下げを行うと予想する（表紙図表2、図表20）。ただし、インフレ率にも上下双方の不確実性が見られること、すでに中立金利付近まで利下げが行われたことを受け、今後は利下げの経済への影響評価に時間をかけ、一時停止をはさみ、利下げは6月および9月を予想している。ただし、データ次第の原則のもと、ディスインフレが想定以上に進行する場合は利下げペースの加速させる調整がなされるだろう。

長期金利はECBの利下げを受けてやや低下すると見込むが、予測期間にわたって従来よりタームプレミアムが拡大した状況が継続すると予想する。ドイツ10年債金利は、25年平均2.5%、26年平均2.4%を予想している（表紙図表2、図表20）。なお、ドイツやEUレベルで従来よりも財政ルールが緩和されると想定されるが、節度ある財政赤字の拡大にとどまり、さらなる金利上昇は見込んでいない。またPEPPの償還再投資の終了に伴い、25年からは「分断化」防止手段は制約されるが、見通し期間にわたってECBの介入を必要とするような金利の急上昇も想定していない。

政治面では財政スタンスの緩和に加えて、第二次フォンデアライエン体制で発表された競争力強化策（「競争力コンパス（Competitiveness Compass）」）の進捗も注目される<sup>9</sup>。ここでは「イノベーション」「脱炭素化」「安全保障」を中核領域とし、簡素化、単一市場への障壁低減、競争力のある資金調達、技能・質の高い雇用促進、EUおよび国家レベルでのよりよい政策協調、といった領域横断の手段が提示されている<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> [European Commission, An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity, Jan 29, 2025](#) (25年3月14日アクセス)。

<sup>10</sup> 簡素化に関連し、欧州委員会は、人権・環境デューデリジェンス分野における義務を簡素化する法案を公表している。[European Commission, Commission proposes to cut red tape and simplify business environment, 26 February 2025](#) (25年3月14日アクセス)。

ドイツは上述の通り、2月の総選挙でCDU/CSUが第一党となった。事前の予想通り、極右のドイツのための選択肢(AfD)も大幅に議席を増やしたが、CDU/CSUとSPDの連立で過半数の議席は維持でき、連立交渉が進められている。連立崩壊以降、政治の不安定化リスクが高まっていたが、選挙を経てリスクは後退したと見られる。

### ( リスク： 米国の関税政策が当面の大きなリスク )

当面は、米国の関税政策が大きなリスクになるだろう。

上述の通り、EUに対する一律の関税引き上げや、医薬品、自動車、半導体への関税引き上げが実施されれば、成長率に対する下振れ圧力はかなり大きくなる。

その他の成長率に対するリスク要因としては、(関税を含む)政策や地政学的な不確実性が高まっていること自体が、域内の生産・投資の伸び悩みを予想以上に深刻化させる可能性がある。

他方、上振れリスクとしては、インフレ低下や所得回復に伴う景況感の改善や貯蓄率の低下によって消費がさらに活性化する可能性を指摘できる。ただし、全体で見れば、成長率に対するリスクは下振れ方向に傾いていると考えられる。

関税政策は、インフレ率にも影響を及ぼすと見られる。ただし、押し上げ要因(例えば、米国の関税引き上げへの対抗措置としてのEUの対米関税の引き上げは輸入コスト増となる)と押し下げ要因(中国から米国への貿易が縮小することで、安価な中国製品の輸入が拡大する)の双方が想定され、現時点ではいずれのリスクが大きいのかは評価し難い。

関税政策以外のインフレ上振れリスクとしては、賃金上昇圧力の高止まりによるインフレ圧力の継続や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、通貨安による輸入物価の押し上げが挙げられる。ただし、このうち賃金上昇率が高止まるリスクはディスインフレの進展により軽減されており、為替レートはユーロ高圧力が強まっていることから、通貨安によるインフレリスクは低下していると思われる。

一方の下振れリスクとしては、域外・域内経済の減速によって、ディスインフレ傾向が想定以上に強まる可能性があるだろう。

---

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。