

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

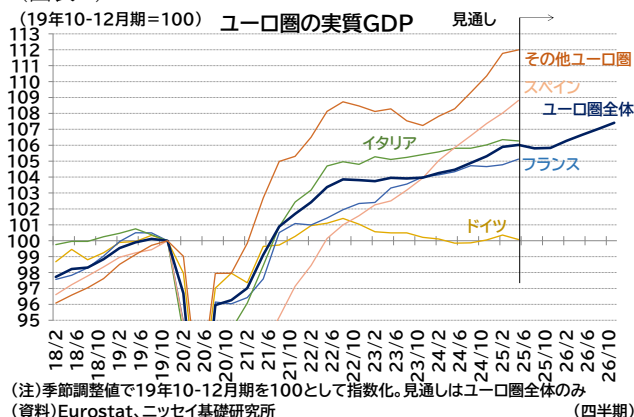
－関税合意後も不確実性が残る状況は続く

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

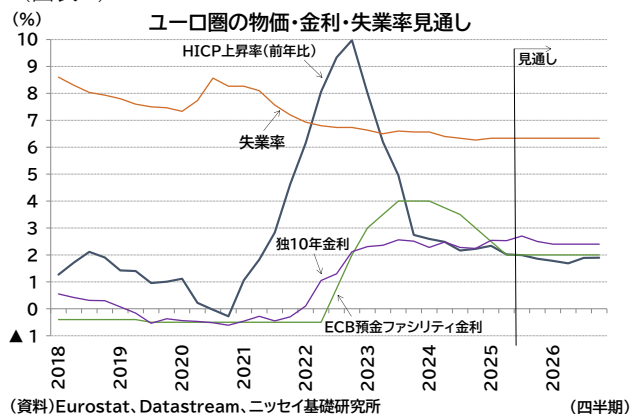
経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の4-6月期の実質成長率は前期比0.1%（年率換算：0.5%）となり、関税引き上げ前の駆け込み生産・輸出が見られた1-3月期（前期比0.6%、年率2.3%）からは大幅に減速したが、在庫積み上げによる押し上げもあってプラス成長を維持した。基調的には緩やかな回復傾向が継続している。
2. 8月のHICP（速報値）は総合指数が前年比2.1%、コア指数が2.3%と2%目標前後で推移しており、ECBのインフレ目標はほぼ達成された状況と言える。
3. ECBは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2.0%まで引き下げた後、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」と評している。
4. 米国とEUの間で通商交渉が枠組み合意に至ったことで不確実性はやや後退したが、合意内容の実行可能性には疑問が残るなど、不確実性が解消された訳ではない。おおむね合意内容に沿った関税政策が採られ、EUも報復関税を実施しないという前提のもとでは、駆け込み後の一時的な落ち込みの後、消費を中心とした緩やかな回復が続くと見込まれる。成長率は25年1.1%、26年0.9%、インフレ率は25年2.1%、26年1.8%と予想する（図表1・2）。
5. 政策金利は現行の金利水準（2%）がECB試算の中立金利推計値の中央値であり、インフレリスクが上下双方ともに想定されることもあって、積極的に金利を変更する動機に乏しく、据え置きが続くと予想する。
6. 成長率のリスクは下方に傾き、インフレリスクは上下双方に不確実性が存在する。米国との対立が再燃し、米国・EUの関税率が双方引き上げられる可能性も残っている。

（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経済はコロナ禍やエネルギー危機などのショックに見舞われた後、ごく緩やかに回復しているものの、25 年以降は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）に翻弄される展開が続いている。

米国はこれまで鉄鋼・アルミ、自動車など重要戦略物資への品目別関税、国別のいわゆる相互関税（ただし品目別関税の対象等は除外）、その他の国別関税（中国、カナダ、メキシコ、インド、ブラジル）を実施してきた²。米国とEUの間では、関税協議が7月27日に枠組み合意に至り、8月21日には共同声明が公表されている³。共同声明によれば、合意内容は主に次の通りとなる。

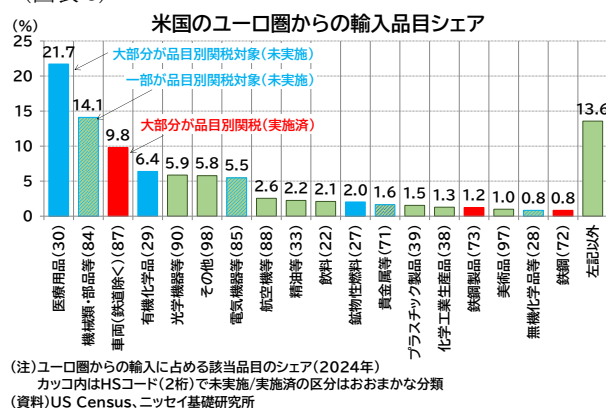
米国は、品目別関税について鉄鋼・アルミの低関税割り当て枠の設定を検討する。自動車関税は15%に引き下げる（現在は27.5%）、半導体・医薬品・木材に品目別関税を課す場合には最大15%とする。相互関税は15%とする⁴（なお、いずれの税率も最恵国税率を含み、最恵国税率が15%を超える場合は最恵国税率とする）。

一方、EUは米国産工業製品の関税を撤廃し、米国産農水産品の特惠市場アクセスを提供する。2028 年までに 7500 億ドル相当の米国産エネルギー（LNG・石油・原子力エネルギー製品）を調達する予定である。最低 400 億ドル相当の米国製AI半導体を購入する予定である。軍事・防衛装備品の調達を大幅に拡大する計画である。2028 年までに 6000 億ドルの追加対米投資の見込みがある。米国とEUは、ともに不当なデジタル貿易障壁に対処する⁵ことを約束する。また、EUは合意の成立を受けて、930 億ユーロ規模の報復関税措置を停止した。

合意を受け、8月7日以降は相互関税が15%となった（それまでは最恵国税率除き10%）。一方、本稿執筆時点において鉄鋼・アルミの低関税枠設定や自動車関税の引き下げは実施されていない。また、米国向け輸出シェアの大きい医薬品のほか、半導体・銅・木材に関しては米国の安全保障に及ぼす影響調査が実施されているが、品目別関税は課されていない（図表3）。

合意により、EUの主要輸出品目である自動車関税の引き下げや、医薬品関税が課される場合でも15%にとどまるとした内容は（現行の27.5%の自動車関税や、トランプ大統領が言及する200%超の医薬品関税⁶と比較すれば）好感される。また、トランプ関税を巡る不確実性自体もやや低下したと言えるが、不確実性が解消されたわけではない。EUによる米国産エネルギー調達「予定」や

(図表 3)



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 関税の根拠として、中国・カナダ・メキシコは違法薬物の流入、インドはロシア産石油の輸入、ブラジルは米企業や人権侵害による国家安全保障・外交・経済への緊急事態であることが挙げられている。

³ [European Commission, EU and US publish Joint Statement on transatlantic trade and investment, Aug 21, 2025](#) (25 年 9 月 11 日アクセス)。

⁴ 9 月 1 日以降、入手困難な天然資源や航空機・関連部品といったごく一部の製品については最恵国税率のみとする点も合意された。

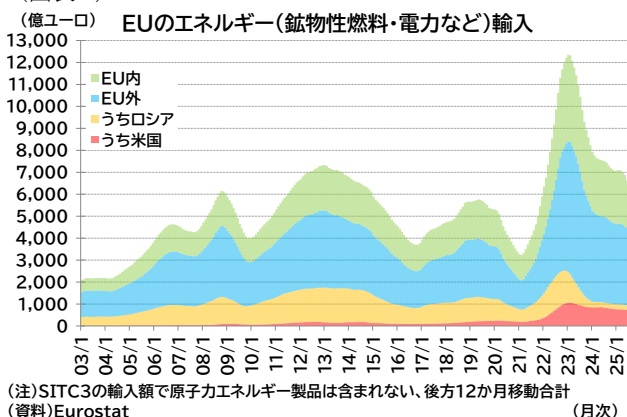
⁵ なお、EU側はデジタル貿易の障壁として、デジタル関連規制（デジタル市場法（DMA）、デジタルサービス法（DSA））やデジタルサービス税（DST）に関するコミットや言及は含まれていないとしている。

⁶ 例えば、[Annika Kim Constantino, Trump says pharma tariffs could eventually reach up to 250%, Aug 5 2025, CNBC](#) (25 年 9 月 11 日アクセス)。

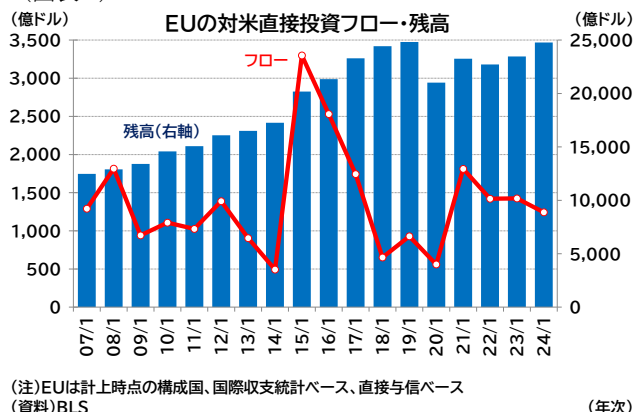
対米投資「見込み」の詳細は不明だが、現状のエネルギー購入金額や対米直接投資の状況に鑑みると声明に明記された数値の達成は現実的ではない（図表4・5）。

特に米国からのエネルギー調達、現状で年750億ユーロ規模（ドル換算で850億ドル程度）であり、2028年までに7500億ドル（3年で達成するならば年2500億ドル）調達するにはおよそ3倍に増やす必要がある。また、トランプ大統領はこの合意に含まれない、デジタル関連規制やデジタルサービス税（DST）を撤廃しない場合、関税や輸出規制を行うと発言している⁷。今後、合意内容を巡って対立が顕在化する可能性がある。

（図表4）

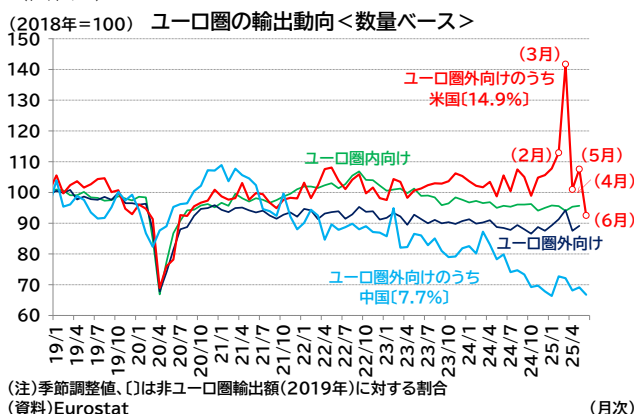


（図表5）

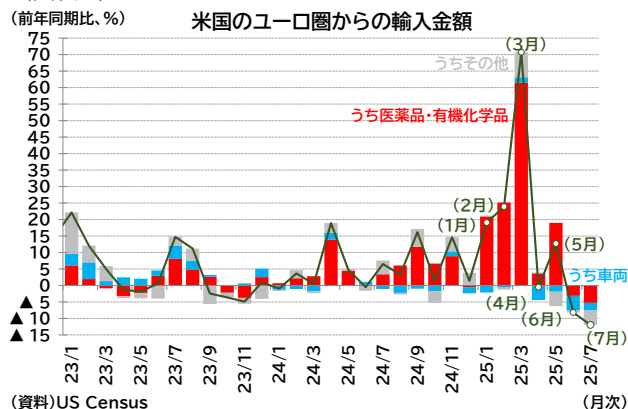


すでに生じているトランプ関税のユーロ圏経済への影響を確認すると、5月頃までは関税引き上げ予告を受けた生産および輸出の前倒し（駆け込み生産・輸出）が生じていたが、足もとではこの前倒しがほぼ剥落した状況にある。また、関税を課せられたことによる対米輸出鈍化の兆しもある。

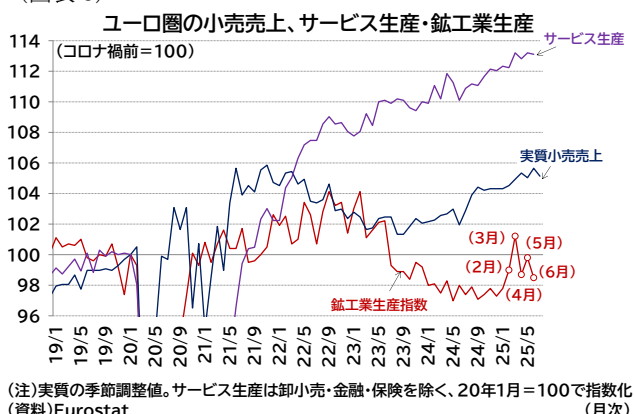
（図表6）



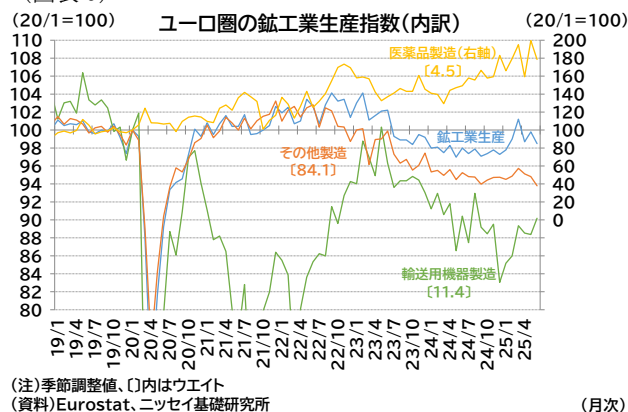
（図表7）



（図表8）



（図表9）



⁷ 例えば、Barbara Moens, Andy Bounds and Laura Dubo, EU stands its ground on digital rules despite Trump warning, Aug 26 2025, Financial Times (25年9月11日アクセス)。

6月以降の対米輸出（米国からみた輸入）は前年比で大幅なマイナスとなるまで落ち込んだ（図表6・7）。駆け込み輸出で大幅に増加した医薬品・有機化学品の輸出が大幅に落ち込んだほか、追加関税が課せられた自動車輸出が4月以降の前年比マイナスが続いている。生産指数は、足もと、前年比で見るとプラス圏にあるが、今年3月のピークと比較すると水準が切り下がっている（図表8・9）。

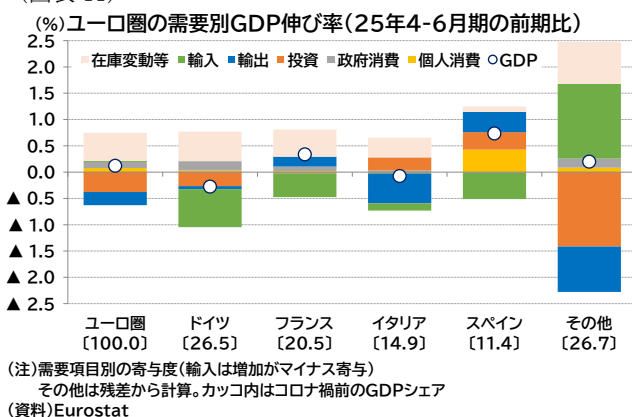
（ 実体経済：4-6月期は駆け込み生産・輸出の剥落で減速したが、プラスを維持 ）

ユーロ圏の4-6月期の実質成長率は前期比0.1%（年率換算：0.5%）となり、前倒し生産・輸出で大幅に加速した1-3月期（前期比0.6%、年率2.3%）から減速したものの、プラス成長を維持した（図表10）。

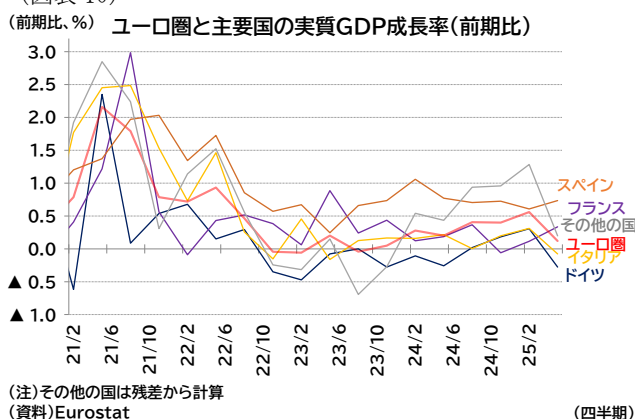
主要加盟国の前期比成長率を見ると、ドイツ▲0.3%（前期：0.3%）、フランス0.3%（前期：0.1%）、イタリア▲0.1%（前期：0.3%）、スペイン0.7%（前期：0.6%）だった。また、駆け込み輸出の動きが顕著だったアイルランドは0.2%（前期：7.5%）となった。なお、アイルランドを除くユーロ圏の成長率は4-6月期の前期比で0.1%（1-3月期は0.3%）だった。

国別の成長率を需要項目別に見ると、ドイツ、イタリア、アイルランド（その他に含まれる）の輸出がマイナスとなっている（図表11 青棒）。これらは1-3月期の駆け込み輸出が相対的に強かった国であり、駆け込みの影響が概ね剥落していることがうかがえる。また、産業別に見ると、これらの国の工業の付加価値の伸びは冴えないことが分かる（図表12 赤棒）。

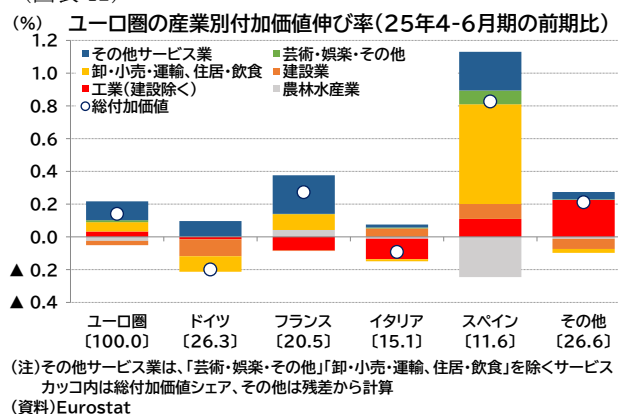
（図表11）



（図表10）



（図表12）

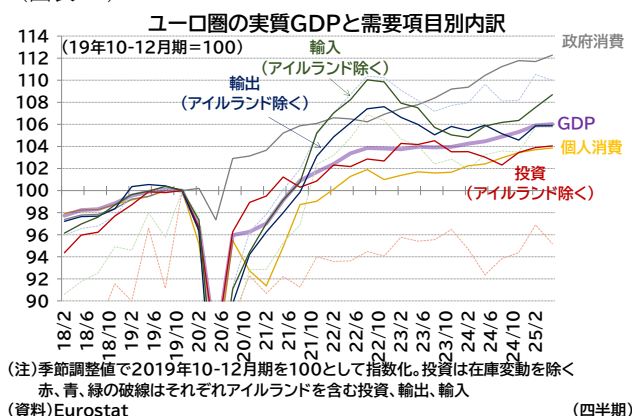


ユーロ圏全体の需要項目別の前期比成長率は、個人消費0.1%（前期：0.3%）、投資▲1.8%（前期：2.7%）、政府消費0.5%（前期：▲0.1%）、輸出▲0.5%（前期：2.2%）、輸入▲0.0%（前期：2.2%）、前期比寄与度で在庫変動等が0.53%ポイント（前期：▲0.20%ポイント）、外需が▲0.22%ポイント（前期0.07%ポイント）だった（図表13）。投資や輸出入の動きは、駆け込み生産・輸出のほかにアイルランドの知的財産生産物（I P P：intellectual property products）の移転も振れ幅が大きくなる要因となっており、アイルランドを除く前期比伸び率を見ると、投資が0.1%（前期0.4%）、輸出が前期比▲0.0%（前期1.2%）、輸入が前期比1.1%（前期1.1%）だった。

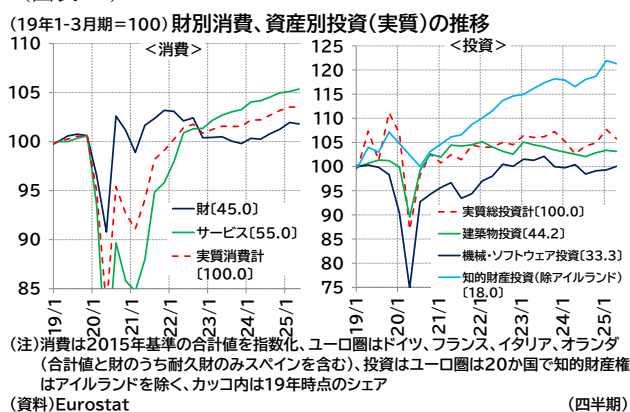
消費および投資の動向を細かく見ると（図表 14）、財・サービス別の消費動向は、財の伸び率がやや低下する一方、サービスの成長が続いたことが消費全体の成長を促した。資産別の投資動向を見ると、4-6 月期は知的財産投資（アイルランド除く）がマイナス成長となったが、これは 1-3 月期に高めの伸びを記録した反動もあると見られる。建築物投資は若干のマイナス成長、機械投資（ソフトウェア含む）はごく緩やかな回復で力強さに欠ける。トランプ関税を巡る不確実性、エネルギー危機以降の欧州の競争力低下（エネルギー・原材料・労働コストの上昇、過剰な規制・煩雑な行政手続きなど）が企業投資への重しになっている状況は継続していると見られる。

総じて見ると、ユーロ圏経済は駆け込み生産・輸出による影響を除けば、総じて緩やかな回復基調にある。4-6 月期は駆け込み後にもかかわらずプラス成長を維持したが、在庫積み上げによる押し上げ効果も大きく、基調的な成長率は強くないと見られる。

（図表 13）



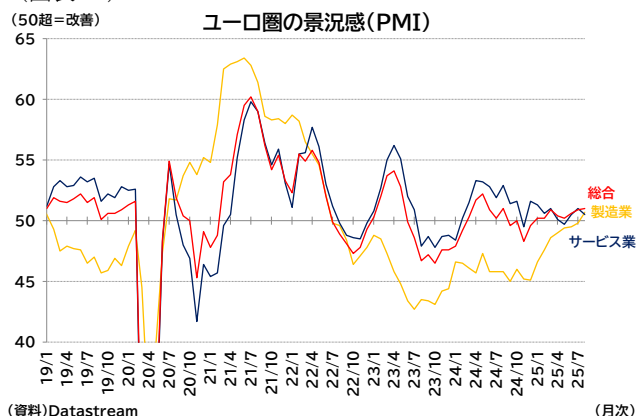
（図表 14）



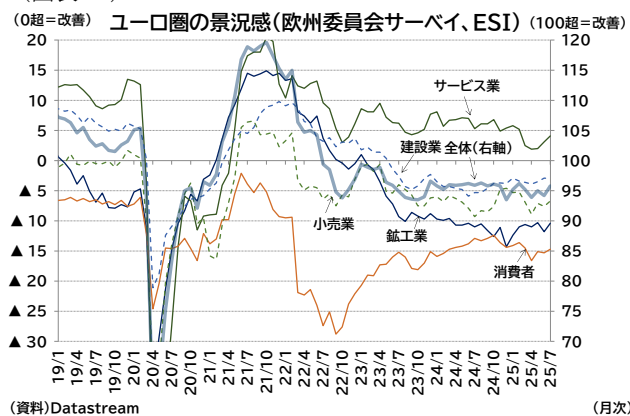
（ 景況感は力強さに欠ける状況が継続 ）

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 をやや上回る水準を維持、欧州委員会調査のESIは低水準で横ばい推移となっている⁸（図表 15・16）。

（図表 15）



（図表 16）



前月からの変化に注目する PMI では、年初以降の製造業指数の持ち直しが顕著で、8 月の製造業 PMI は、22 年 6 月以来となる 50 超となった。ただし、製造業では駆け込み生産・輸出の動きにより一時的に押し上げている可能性があり、景気の基調に注目した ESI では PMI ほど鉱工業の景況感改善は進んでいない。防衛・インフラ投資の拡大期待といった中期的な好材料もあるため、

⁸ 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。

（ 財政政策：財政リスクに配慮しつつ防衛分野は強化へ ）

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健全化を進める一方で、防衛・インフラ分野は拡大路線になる。ユーログループでは、26年の財政スタンスとして防衛力強化が最優先事項の一つであり、債務の持続可能性を維持しつつ、防衛（defence）・安全保障（security）・準備（readiness）を強化していくことが確認された¹⁰。

防衛費に関しては、NATO（北大西洋条約機構）加盟国では防衛費目標が大幅に引き上げられた¹¹。欧州委員会は国家免責条項を発動することによる6500億ユーロ¹²の財政ルール¹³の適用除外枠や防衛装備調達促進のための1500億ユーロの融資枠（SAFE）を設定した。7月の閣僚理事会ではEU15か国（ユーロ圏は10か国）に対する国家免責条項が発動され¹³、SAFEにはEU19か国（ユーロ圏は13か国）から関心表明が行われ、9月に1500億ユーロ全額の暫定配分が通知された（うちユーロ圏への配分は約680億ユーロ）¹⁴。防衛費拡大の動きは急速に進展していると言えるが、一方で、国家免責条項の対象となる防衛費以外の分野においては財政ルールが適用されることもあって、財政拡大規模がどの程度になるかには不確実性も残る¹⁵。

ドイツでは5月に発足したメルツ首相率いる新内閣が25年・26年の予算案を承認した（今後、連邦議会で審議）。憲法に相当する基本法を改正して創設された5000億ユーロ規模のインフラ基金などを活用し年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%）の公共投資が予定されている¹⁶。

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、バイル首相率いる内閣が年金支給額凍結などを含む緊縮的な予算案を作成する方針を示したが、左派、大統領与党連合、右派と三大会派に分裂するなか、野党から予算案への支持が得られず、信任投票が否決されバイル首相が辞任するなど、再び政治の不安定さが顕在化している。

（ 金融政策・金利：政策金利は中立金利水準で様子見 ）

ECBは24年央から制限的な金融政策からの緩和を開始、6月会合までに8回利下げ（うち24

時での議論では、持ち家の家賃を含めるとインフレ率がやや押し上げられるとの指摘もあった。[ECB, Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 23-24 July 2025, 28 August 2025](#)（25年9月11日アクセス）。

¹⁰ [Eurogroup, Eurogroup statement on the fiscal stance for the euro area in 2026, 7 July 2025](#)（25年9月11日アクセス）

¹¹ 従来の目標はGDP比で2%。新しい目標は35年までに従来の防衛費で3.5%、広義の安全保障分野への支出で1.5%に引き上げるとされた。なお、25年は軍隊を持たないアイスランド以外のNATO加盟国は従来の目標2%を達成する見通しとなった。[NATO, Defence Expenditure of NATO Countries \(2014-2025\), 28 Aug. 2025](#)（25年9月11日アクセス）。

¹² 4年間、最大GDP比1.5%まで基準からの逸脱が免除される（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）。

¹³ 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、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た。また、中期財政構造計画の提出が遅れていたドイツが発動を申請している。[Council of the EU, Council activates flexibility in EU fiscal rules for 15 member states to increase defence spending, 8 July 2025](#)（25年9月11日アクセス）。

¹⁴ 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、ルーマニアが関心表明した。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, 30 July 2025](#)（25年9月11日アクセス）。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/EEA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。25年11月30日までに計画とともに正式申請する必要がある。26年2月までの融資開始を予定。

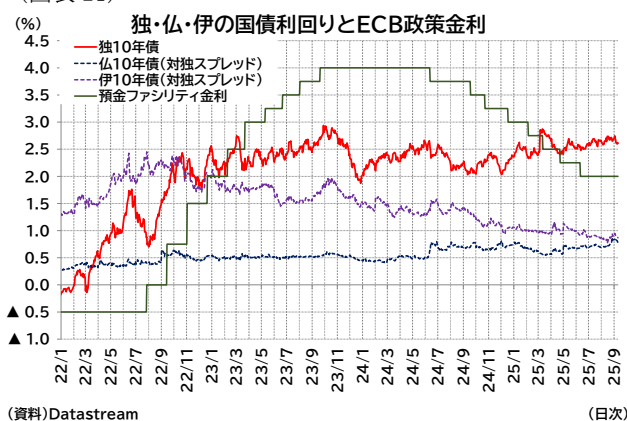
¹⁵ 現在、ユーロ圏ではオーストリア、イタリア、フランス、マルタ、スロバキア、ベルギーが過剰赤字手続き（EDP：excessive deficit procedure）の対象となっている。非ユーロ圏の国ではハンガリー、ポーランド、ルーマニアが該当。

¹⁶ [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9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9月11日アクセス）

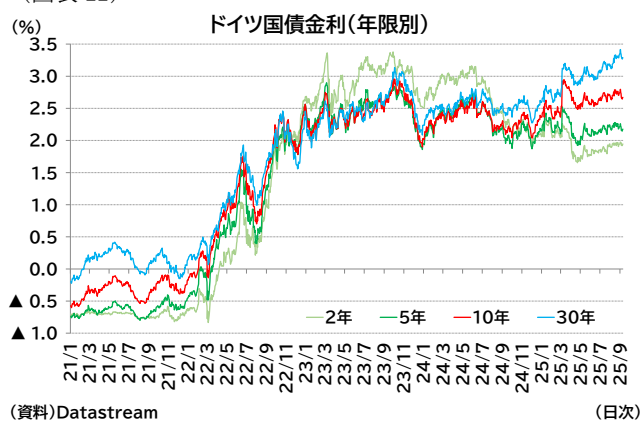
年9月以降は7回連続での利下げ）を実施して、政策金利（預金ファシリティ金利）を4.0%から2.0%まで引き下げた（図表19）。また、その後の7月・9月会合は2会合とも政策金利の据え置きを決めた。メンバー内にはハト派（インフレ下振れリスク懸念派）、タカ派（インフレ再燃懸念派）の双方の意見も散見されるが、最終的に金利据え置きが全会一致で決定している。2%の政策金利水準はECBが試算する中立金利推計（1.75-2.25%）の中央値であり¹⁷、また、インフレ率が目標付近で推移していることもあって、ラガルド総裁は現在の金利水準を「様子見する良い位置」と評している。

先行きの不確実性が依然として高いため、会合毎にデータ依存で決定していく方針は維持されているものの、関税政策の影響などによるインフレリスクは上下双方ともに想定される。先行きに関して、経済活動が概ねECBの見通しに沿って進展する場合には、積極的に金利を変更する動機に乏しいと見られる。

（図表 21）



（図表 22）



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。足もと、ドイツ10年債金利の動きを見ると、ドイツの拡張的な財政見込み、米金利の高止まりや追加利下げ観測の後退などを受けて、2%台後半で推移している（図表21）。最近では年限別に見て拡張財政の影響を受けやすい長い年限での金利上昇圧力が強く、タームプレミアム・リスクプレミアムが拡大していると見られる（図表22）。ドイツ以外の加盟国では、対独スプレッドの大幅拡大（いわゆる「分断化」）は見られていないものの、イタリアの政局が安定するなかで、フランスの政局不安が高まっていることを背景にフランス長期金利の対独スプレッドがイタリア長期金利の対独スプレッドとほぼ同水準となっている（図表21）。

2. 経済・金融環境の見通し

（見通し： 基調的には消費主導の緩やかな成長を予想）

今後については、駆け込み生産・輸出の反動を除けば、引き続き所得環境の改善を受けた消費主導の回復が続くと予想する。

トランプ関税に関して、米国と枠組み合意に至ったことで不確実性はやや後退したと言えるが、合意の実行可能性に疑問が残るなど、不確実性が解消された訳ではない。見通し数値の作成においては、相互関税および鉄鋼・アルミ、自動車向け関税は枠組み合意により決定された関税率となり、

¹⁷ Claus Brand, Noémie Lisack and Falk Mazelis, Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2025（25年〇月〇日アクセス）。

現在、関税が課されていない半導体や医薬品への品目別関税は9月中に実施されると想定した。EUによる報復措置は見送られるが、合意された米国産エネルギー購入や対米直接投資の目標達成ペースでの急増は想定していない。

上記の前提のもと、先行きの消費は実質所得の改善を受けた成長が続くと予想する（図表23）。ただし、消費者の景況感は依然として回復していない（前掲図表16）。トランプ関税など不確実性がやや後退し、実質賃金の回復が続くことで景況感も上向くと予想するものの、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、金利が中立金利付近まで引き下げられたことが追い風となるが、競争力の低下を背景とした輸出の伸び悩みと不確実性の高さが障害となり、民間投資は冴えない状況が続くだろう。一方、復興基金や防衛・インフラ投資を中心に公的投資は26年を中心に投資を押し上げる要因となると予想する。

域外経済は、主要輸出先である中国向けの需要が冴えず、米国向けの輸出も駆け込み輸出が一巡し関税による負の影響が生じることで、基調的に弱い状況が続くと見ている（前掲図表6）。米国との関税交渉は合意に至ったものの、年初と比較すれば相互関税や品目別関税によって関税率は大幅に引き上げられており、対米輸出の重しになる。また、一時的には駆け込み輸出の反動減も生じると予想している。

上記を踏まえて、暦年でみた欧州経済の成長率は25年1.1%、26年0.9%と予想する（図表24）。

（図表24）

		2023年	2024年	2025年	2026年
		実績	実績	予測	予測
実質GDP	前年同期比、%	0.4	0.9	1.1	0.9
	前期比年率、%	0.4	0.9	1.1	0.9
内需	前年同期比寄与度	0.04	0.46	1.69	1.13
	民間最終消費支出	前年同期比、%	0.4	1.2	1.3
総固定資本形成	前年同期比、%	1.7	▲2.0	2.7	1.7
外需	前年同期比寄与度	0.36	0.39	▲0.61	▲0.23
消費者物価(HICP)	前年比、%	5.4	2.4	2.1	1.8
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	5.0	2.8	2.4	2.0
失業率	平均、%	6.6	6.4	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	4.00	3.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.4	2.3	2.6	2.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.08	1.09	1.13	1.20
対円為替相場	平均、円	152	164	167	168

(資料)Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

		ユーロ圏の経済見通し			
		2024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
実質GDP	前年同期比、%	0.5	0.5	0.9	1.3
	前期比年率、%	1.1	0.8	1.6	1.6
内需	前年同期比寄与度	▲0.24	▲0.59	1.06	1.39
	民間最終消費支出	0.9	0.7	1.3	1.8
総固定資本形成	前年同期比、%	▲1.1	▲3.2	▲1.8	▲2.2
外需	前年同期比寄与度	0.73	1.07	▲0.12	▲0.10
消費者物価(HICP)	前年比、%	2.6	2.5	2.2	2.2
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	3.1	2.8	2.8	2.7
失業率	平均、%	6.6	6.4	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	4.00	3.75	3.50	3.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.3	2.5	2.3	2.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.09	1.08	1.10	1.07
対円為替相場	平均、円	161	168	164	163

		2025年			
		1-3月期 実績	4-6月期 実績	7-9月期 予測	10-12月期 予測
実質GDP	前年同期比、%	1.6	1.5	0.9	0.5
	前期比年率、%	2.3	0.5	▲0.8	0.1
内需	前年同期比寄与度	2.09	2.44	1.19	1.08
	民間最終消費支出	1.4	1.4	1.3	1.1
総固定資本形成	前年同期比、%	2.3	3.0	2.8	2.6
外需	前年同期比寄与度	▲0.52	▲0.94	▲0.32	▲0.60
消費者物価(HICP)	前年比、%	2.3	2.0	2.0	1.9
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	2.6	2.4	2.3	2.1
失業率	平均、%	6.3	6.3	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	2.50	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.5	2.5	2.7	2.5
対ドル為替相場	平均、ドル	1.05	1.13	1.17	1.18
対円為替相場	平均、円	161	164	172	171

		2026年			
		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	前年同期比、%	0.4	0.6	1.2	1.5
	前期比年率、%	1.7	1.5	1.4	1.4
内需	前年同期比寄与度	1.01	0.97	1.23	1.33
	民間最終消費支出	1.2	1.4	1.4	1.4
総固定資本形成	前年同期比、%	0.3	2.7	1.8	1.9
外需	前年同期比寄与度	▲0.65	▲0.36	▲0.08	0.16
消費者物価(HICP)	前年比、%	1.8	1.7	1.9	1.9
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	2.1	2.1	2.0	2.0
失業率	平均、%	6.3	6.3	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.4	2.4	2.4	2.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.19	1.20	1.20	1.21
対円為替相場	平均、円	169	169	168	167

（資料）Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

インフレ率は、今後も25年2.1%、26年1.8%と目標前後での安定推移を予想する（表紙図表2、図表24、26年のインフレ率低下はエネルギーインフレの鈍化が主因）。ECBはインフレリスクが上下双方に存在するなか、将来の政策余地を確保する観点からも、政策金利を現行水準で据え置くと見ている（表紙図表2、図表24）。ただし、インフレリスクが顕在化する場合、特に短期的には下振れリスクが高まっていることから、ディス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。

長期金利は、米金利低下やリスクプレミアム圧縮によりやや低下すると見込むが、低下幅は限定

的と予想している。ドイツ 10 年債金利は 2% 台半ばで推移が続き、25 年平均 2.6%、26 年平均 2.4% と予想している（表紙図表 2、図表 24）。なお、財政赤字の拡大はリスクプレミアムの拡大要因だが、節度ある赤字拡大にとどまり、現行以上の金利上昇は見込んでいない。また、フランスなど政治の機能不全が目立つ一方で、P E P P の償還再投資の終了に伴い、「分断化」防止手段が制約されているが、見通し期間にわたって 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想定していない。

（ リスク： 米国の各種政策に関する不確実性は引き続き残る ）

引き続きトランプ政権の政策の不確実性は高い。

関税に関しても米国と E U の貿易交渉は枠組み合意に至ったが、上述の通り、米国との合意内容には実行可能性に疑問があり、またデジタル関連規制の緩和を求める米国との間で対立が再燃するなど、合意が破棄され関税が引き上げられるリスクが残っている。その場合には E U による報復関税も講じられる可能性がある。

米国と E U 以外の地域、特に中国との関税交渉が決裂し、お互いの関税が引き上げられることは世界的な需要減速のリスクでもある（ただし E U にとっては米国向けの代替需要が発生する可能性もある）。米国の関税措置により、中国など安価な財の域内に流入圧力が高まればインフレの下振れリスクとなる（ただし、当該リスクが高まった場合には、E U はセーフガード等の措置で対抗すると思われる）。

一方、E U の対米関税引き上げは E U のインフレ率の上振れリスクとなる。また、関税政策を受けて世界的に供給網が再編されることに伴うコスト増も潜在的なインフレ上振れリスクと言える。

その他のリスク要因としては、成長率に関しては、主要貿易相手国の減速が挙げられる。トランプ関税により米国自身に負の影響が生じるリスクがあり米国経済の腰折れや中国の想定以上の成長減速はユーロ圏にとっても下振れリスクとなる。また、財政懸念の高まりによる金利上昇（リスクプレミアムの拡大）により、資金調達環境の悪化や追加財政余地の縮小を通じた景気の下振れリスクになり得る。

他方、上振れリスクとしては、景況感の想定以上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。また、防衛・インフラへの公共投資を呼び水として民間投資が予想以上に拡大する可能性がある。また、復興基金による資金配分が 26 年で終了することを受けて、関連プロジェクトが加速する可能性もある。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。

関税政策以外のインフレリスクも上下双方に存在している。

下振れリスクとしては賃金上昇圧力が大幅に鈍化しており、景気悪化懸念の高まりや景況感の低下から、今後、サービスインフレが予想以上に鈍化する可能性がある。また、予想以上のエネルギー価格の低下やユーロ高の進行が輸入物価の押し下げ、インフレ率の下振れ要因となる。

一方、上振れリスクとしては、防衛・インフラへの支出拡大に伴う需要増、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が指摘できる。