

欧州経済：2025 年も緩やかな景気回復が続く（改定見通し）

ユーロ圏経済は、2024 年は個人消費が下支えとなり底堅さを維持した。2025 年は個人消費や設備投資の回復で成長ペースが徐々に持ち直すと予想する。2026 年以降も概ね潜在成長率程度の成長になるとみている。景気下振れリスクとしては、独仏の政情不安定化、トランプ 2.0 での対米関係悪化、ロシア・ウクライナ情勢の悪化、そして環境規制への対応による想定以上の負担増加などが挙げられる。

ECB は、インフレ率が目標水準で推移するなか、今後も小刻みな利下げを継続し、2025 年半ばごろに政策金利を中立水準まで引き下げると予想する。

英国では、インフレ率の高止まりが下押し圧力となるものの、景気は 2025 年も底堅さを維持するとみている。ユーロ圏同様に、対米関係が主な見通しのリスクとなる。

ユーロ圏現況：個人消費が下支えとなり底堅さを維持

2024 年を振り返ると、ユーロ圏景気はソフトランディング（インフレ抑制＋景気後退回避）に成功したといってよいだろう。

2022 年 10 月に 10%を超えたインフレ率は、足元では欧州中央銀行（ECB）の目標である 2%前後で推移している。一方、実質 GDP 成長率は 2022 年 10～12 月期に小幅なマイナス成長となったのみで、底堅さを維持した。2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%と、4～6 月期（＋0.2%）から加速しており（右図）、緩やかな回復傾向が続いている。

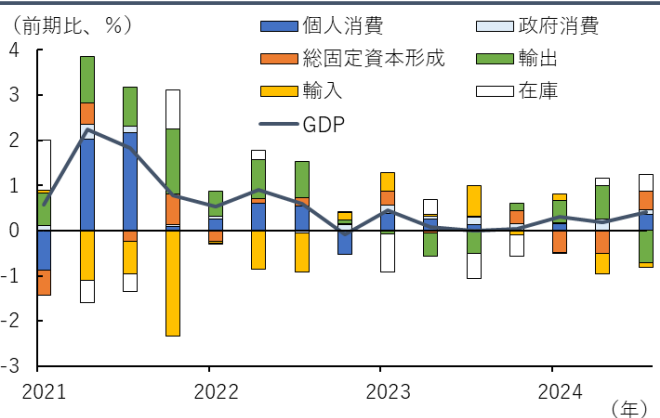
2024 年のユーロ圏景気を支えたのは、所得環境の改善を背景とした個人消費の回復だ。

家計の所得環境は急速な改善傾向が続いている。インフレ鈍化と賃金上昇により、ユーロ圏の実質雇用者報酬の伸びは、2023 年末に前年同期比＋4.2%まで上昇した（右図）。同指標は 2024 年 7～9 月期でも前年同期比＋3.2%と、ピークアウトはしているものの、引き続き高い伸びを維持している。

こうした所得の改善によって、小売売上も 2024

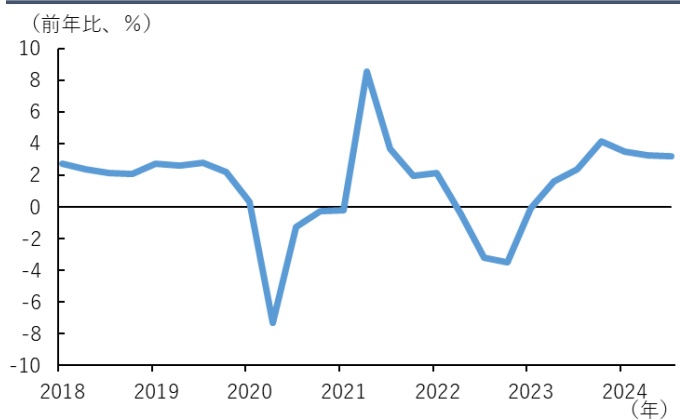
年入り後に大きく持ち直した。2024 年 10 月の実質小売売上高は、前年同月比＋1.9%と堅調な伸びが続

ユーロ圏の実質GDP（寄与度分解）



（出所）Eurostat、伊藤忠総研

ユーロ圏の実質雇用者報酬



（出所）Eurostat、伊藤忠総研

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

いた。水準でみても、2021～22年の、コロナ禍からの反動による上振れ時に迫る勢いだ。

一方、企業の景況感は冴えない。2024年12月のユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）は49.5と、好不況の分かれ目となる50前後で推移している（右図）。

業種別でみると、製造業とサービス業で明暗が分かれている。12月のサービス業PMIが51.4と好調を維持している一方で、製造業PMIは45.2と、2022年半ば以降低迷が続いている。

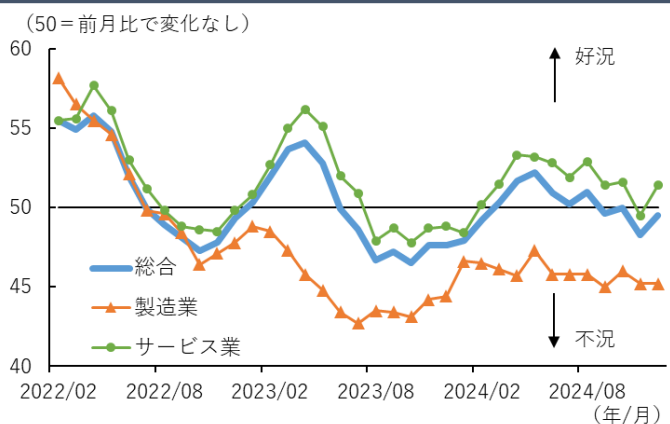
こうした製造業低迷の主因は、高金利と外需の不振だ。

ECBによる引き締め的な金融政策が投資を抑制している。インフレ率の鈍化をうけ、ECBは2024年6月に利下げを開始したのち、7月会合では政策金利を据え置いたものの、9、10、12月と3会合連続で利下げを決定した。しかし、政策金利である預金ファシリティ金利は足元で3.00%と、中立金利¹が2%前後にあると考えれば²、依然引き締め的な水準である。これまでの金融引き締めによる累積効果も相まって、設備投資は低迷している。

外需が弱含んでいることで、輸出は伸び悩んでいる。ユーロ圏の域外向け輸出は2024年を通じてほぼ横ばい圏で推移している（右上図）。主な輸出先では、景気が堅調な米国向けが増勢を維持している一方、内需の不振が続く中国向けの減少が足かせとなっている。

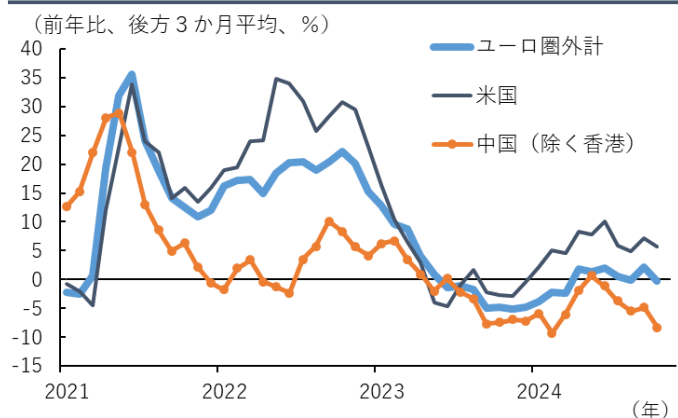
ユーロ圏主要国を国別にみると、ドイツ経済の不振が際立つ。フランスなど他の主要国が個人消費を中心に回復基調を保つなか、ドイツ経済は2022年以降停滞している（右図）。2024年7～9

ユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）



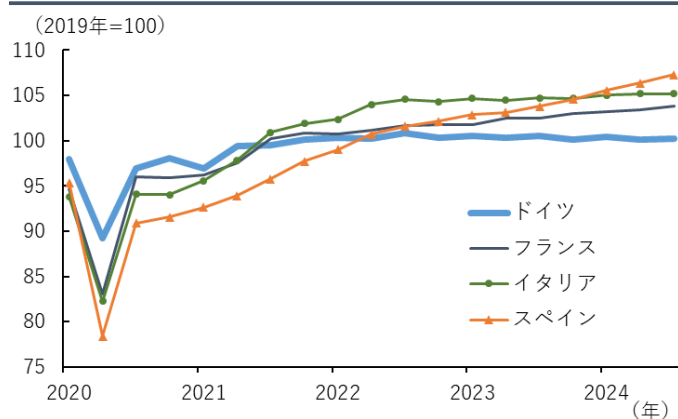
(出所) S&P Global

ユーロ圏の相手国別名目輸出



(出所) Eurostat

ユーロ圏主要国の実質GDP



(出所) Eurostat

¹ 景気を刺激も抑制もしない中立的な金利のこと。

² 中立金利の水準には議論の余地が大きく、ECBの理事会メンバーの間でも統一的な見解はみられない。ラガルド総裁は「様々な手法に基づいて計算したところ、1.75～2.5%の範囲内にあったと記憶している」と会見で発言しているが、最近の報道によれば、各理事が異なる見解を述べているケースが多い。2%前後というのはあくまでも筆者の見解であることにご留意願いたい。

月期は、事前の市場予想に反してプラス成長となったことで、辛うじてテクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）を回避したものの、2024年の年次での成長率は、昨年に続き2年連続のマイナス成長となる見込みだ。

ドイツの景気が他の主要国と比較して振るわない理由は様々だが、ドイツ経済の製造業や輸出に対する依存度が高いことが主要要因の一つだ。ドイツの2023年の財輸出依存度³は37%と、ユーロ圏主要国の中でも突出して高い（右図）。ユーロ圏全体の下押し要因となっている中国向け輸出の不振の影響などを、ドイツ経済は特に大きく受けている。

ユーロ圏見通し：2025年も緩やかな回復傾向が続く

2025年を展望すると、ユーロ圏経済は緩やかな回復傾向が続く見通しだ。ただし、景気下振れリスクとして、独仏の政情不安定化やトランプ 2.0 における対米関係の悪化などが挙げられる。

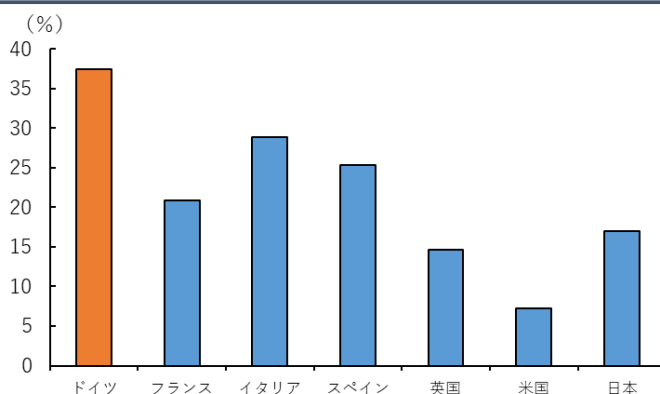
インフレ率は、2025年を通じて2%前後での推移が続くとみている。

ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は、財価格の伸び鈍化が一服したことで、2024年半ば以降は前年同月比+2%前後で推移している（右図）。一方で、サービス価格は引き続き前年同月比+4%前後の高い伸びが続いている。

先行きも、サービス価格は高めの伸びが続く見通しだ。ユーロ圏の2024年10月の失業率は6.3%と、統計開始以来の最低水準で推移しており、労働市場のひっ迫は解消していない。求人票に掲載されている賃金の伸びは減速傾向にあるものの、足元でも前年同月比+3%台半ばの高水準が続いている（右図）。こうした人件費の上昇が先行きもサービス価格を押し上げるだろう。

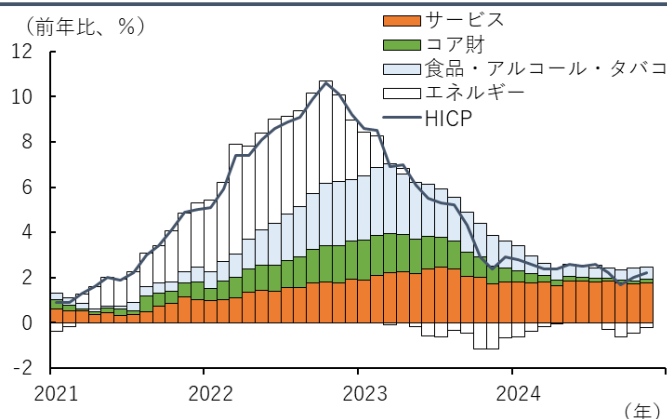
また、環境規制の強化が財価格の押し上げ要因（グリーンフレーション）となる。EUでは環境規制の段階的な強化が進んでおり、2025年には乗

各国の財輸出依存度（2023年）



（出所）IMF、伊藤忠総研

ユーロ圏のHICP（寄与度分解）



（出所）Eurostat

ユーロ圏の求人賃金



（出所）Indeed Hiring Lab

³ 名目財輸出／名目 GDP。

用車の排ガス規制が強化される。規制対応による費用増加、場合によっては基準未達による罰金支払いが、財価格を押し上げるだろう。また、デリスキングの観点から、EU はグリーン関連製品の「脱中国」を進めているが、安価な中国製品からの代替もインフレ圧力となる。ECB は、EU のグリーン政策が2025 年のインフレ率を 0.2%pt 弱押し上げると推計している⁴。

個人消費は、2025 年も底堅さを維持し、景気を下支えする見通しだ。

個人消費回復の背景にある所得環境の改善は、当面続く公算が大きい。労働市場のひっ迫が解消しないなか、インフレ率を上回る賃金上昇が続くことで、実質所得は高い伸びを維持するだろう。また、消費者マインドは 2022 年末以降改善傾向にあるが、2025 年も所得増加によるマインド改善が続くと見込まれる（右図）。

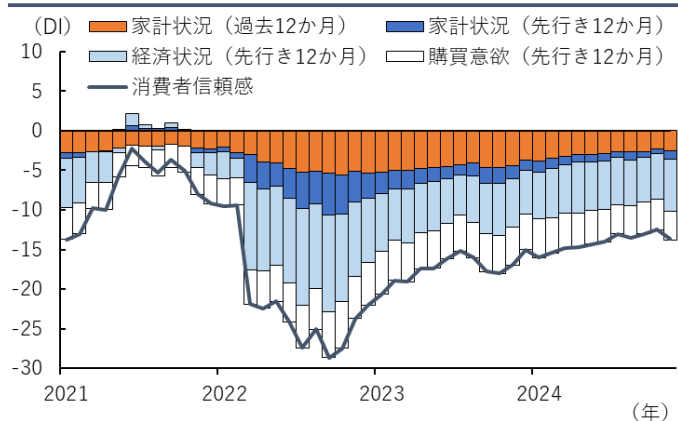
企業部門では、2025 年も輸出の力強い回復は見込み難いものの、利下げを追い風に投資は持ち直す見通しだ。

輸出の先行指標の一つである製造業の輸出向け受注残 DI（増加－減少）は、2022 年後半に減少に転じて以降、足元にかけて減少傾向が続いている（右図）。また、ユーロ圏の主要輸出先である中国の景気は力強さに欠く状況だ。当面は輸出の伸び悩みが続くと見込まれる。

一方、金融緩和によって 2025 年の設備投資は回復に転じるだろう。すでに、金利低下によって設備投資には底打ちの兆しがみられる（p.1 右上図）。また、ユーロ圏企業の資金借り入れ需要 DI（増加－減少）も回復傾向だ（右図）。2%のインフレ目標が概ね達成されるなか、ECB は今後も中立金利に向けて利下げを継続する公算が大きい。投資は 2024 年を底に持ち直すだろう。

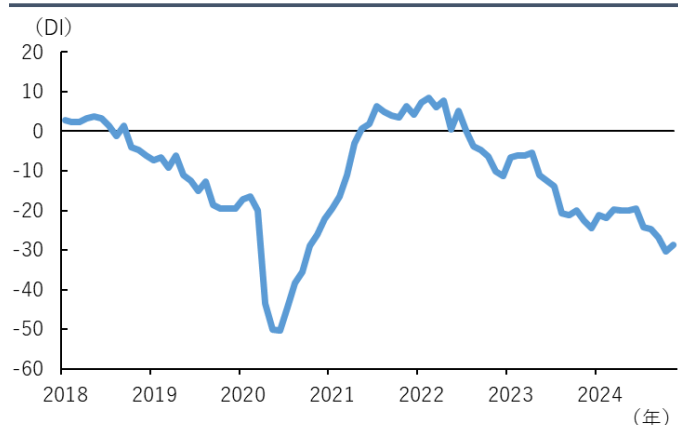
上記を踏まえ、ユーロ圏の景気は先行きも緩やかな回復傾向が続く見通しだ（次頁上図）。2025 年にかけて、個人消費や設備投資の回復で成長ペースは徐々に持ち直すと予想している。2026 年以

ユーロ圏の消費者信頼感指数（寄与度分解）



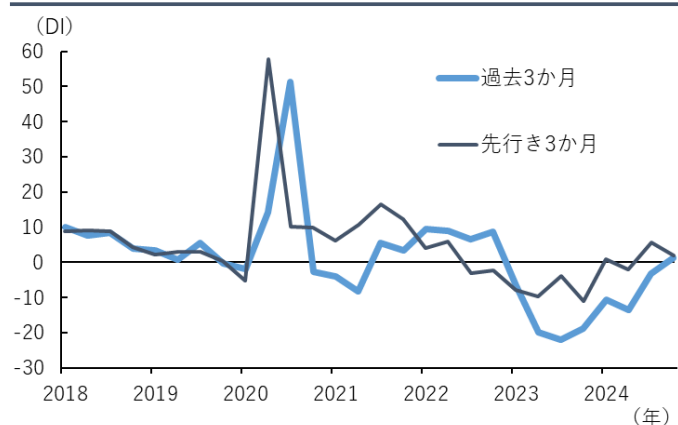
（出所）Eurostat

ユーロ圏製造業の輸出向け受注残



（出所）欧州委員会

ユーロ圏企業の借入需要



（出所）ECB

⁴ ECB, "Eurosystème staff macroeconomic projections, December 2024"

降も、物価が安定し、政策金利も中立金利にあるという前提のもと、概ね潜在成長率程度の成長となる見込みだ。

ユーロ圏の成長率予想					
%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	3.5	0.4	0.8	1.1	1.4
個人消費	4.9	0.6	0.9	1.1	1.3
総固定資本形成	2.0	1.6	▲2.0	1.3	2.0
在庫投資（寄与度）	(0.5)	(▲0.9)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)
政府消費	1.1	1.6	2.2	0.9	1.1
純輸出（寄与度）	(▲0.1)	(0.3)	(0.6)	(▲0.1)	(0.0)
輸出	7.2	▲0.7	1.2	2.1	2.3
輸入	8.2	▲1.3	0.1	2.6	2.4

（出所）Eurostat、伊藤忠総研

ただし、こうした見通しのリスクは下振れ方向に集中している。主な景気下振れリスクとして、独仏を中心とした政情不安定化、トランプ 2.0 での対米関係悪化、ロシア・ウクライナ情勢の悪化、そして環境規制への対応による想定以上の負担増加などが挙げられる。

既にみたようにドイツの景気は低迷しており、自動車産業の支援や厳格な財政ルールの見直しによる財政出動余地の拡大が喫緊の課題となっている。しかし、ドイツでは予算案を巡る対立から連立政権が崩壊し、来年 2 月 23 日に連邦議会選挙が実施されることとなった。直近の世論調査に基づけば、選挙結果に関わらず連立交渉は難航することが予想される⁵。政治的空白が長期化し、有効な政策を打ち出すことが出来ない状況が長引けば、2025 年も想定以上に景気悪化が続く可能性がある。

フランスでも、2025 年度予算を巡る対立から国民議会で内閣不信任案が可決され、バルニエ首相が在任わずか 3 か月で辞任に追い込まれた。短期的には今回の混乱による経済への影響は限定的とみているが、バイル新首相のもとでも予算審議は難航が予想される。現状の議会構成では、左派か極右の協力が不可欠だが、彼らの要求に応じた予算となれば、EU の財政ルールに違反し、制裁対象となるおそれがある。この場合、フランスの財政への懸念が高まり、格付けの大幅引き下げや金利上昇などのリスクが増す。一方、野党勢力との折り合いがつかない場合、2025 年夏にも解散総選挙に至る可能性が高い。このケースでは、政情不安長期化によるマインド悪化や極右台頭による金融市場の混乱などが懸念される⁶。

米国では、11 月の大統領選で当選したトランプ前大統領が 2025 年 1 月から大統領に返り咲く（トランプ 2.0）。トランプ氏はすべての貿易相手国への関税引き上げといった保護主義的な政策を公約に掲げており、すでに中国やカナダ、メキシコへの大幅な関税引き上げを表明している。現時点では対 EU でのどのような政策を打ち出してくるかは不透明な部分が大きいが、仮に大幅な関税引き上げなどが行われた場合、輸出の減少などを通じてユーロ圏景気の重石となる。

ロシア・ウクライナ情勢も混迷を極めたままだ。トランプ氏は大統領就任後 1 日で戦争を終わらせる

⁵ 詳細は「[欧州経済：景気が底堅さを保つなか、政情不安定化がリスクに | 株式会社伊藤忠総研](#)」をご参照。

⁶ 詳細は「[欧州経済：政権崩壊でフランスの財政改革は暗礁に乗り上げ | 株式会社伊藤忠総研](#)」をご参照。

と発言しているが、具体的な解決方法はまだみえてこない。仮に情勢が一段と悪化すれば、天然ガスを中心としたエネルギー価格の上昇がコストプッシュ型のインフレ圧力となるほか、家計のマインド悪化などによって景気下押し圧力となるおそれがある。

環境規制対応の影響にも不確実性が大きい。上述の通り、EU では 2025 年から乗用車の排ガス規制が強化される。しかし、欧州自動車工業会（ACEA）によれば、多くの欧州自動車メーカーが新たな目標の達成が困難な状況にあるとみられる⁷。既にドイツを中心に欧州の自動車産業は苦境が続いているが、基準未達に伴う罰金等により、投資や雇用などに悪影響が及ぶ可能性がある。

ECB：中立金利に向けて、2025 年半ばにかけて利下げ継続へ

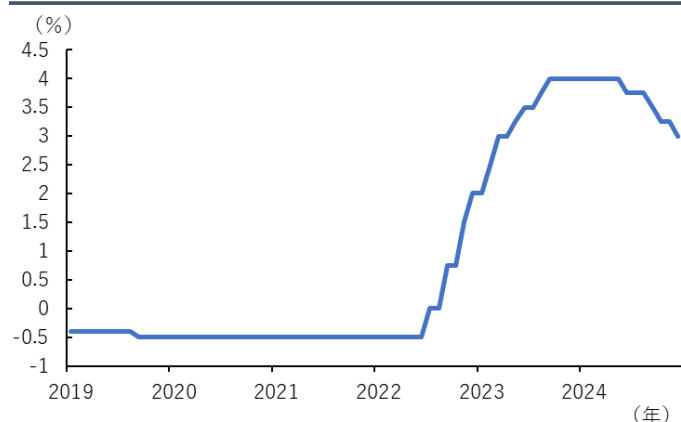
2024 年に利下げを開始した ECB は今後も小刻みに利下げを継続し、2025 年半ばごろに政策金利を中立水準まで引き下げるとみている。

ECB は 12 月 12 日に開催した金融政策理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 0.25%pt 引き下げ、3.00%とすることを決定した（右図）。ECB は今年 6 月に利下げを開始。7 月会合では一度金利を据え置いたが、9 月、10 月、そして今回の 12 月と 3 会合連続での利下げとなった。

声明文からは、「2%の中期的なインフレ目標をタイムリーに達成するべく、政策金利を必要な期間十分に引き締めの水準で維持する」との文言が削除された。ラガルド総裁は声明文変更の理由として、①スタッフによる 2025 年のインフレ見通しが 6 回連続で目標水準にあること、②過去のショックの影響が弱まり、基調的なインフレ圧力が低下したこと、③現在ではインフレリスクは上下双方向にあること、の 3 点を挙げた。

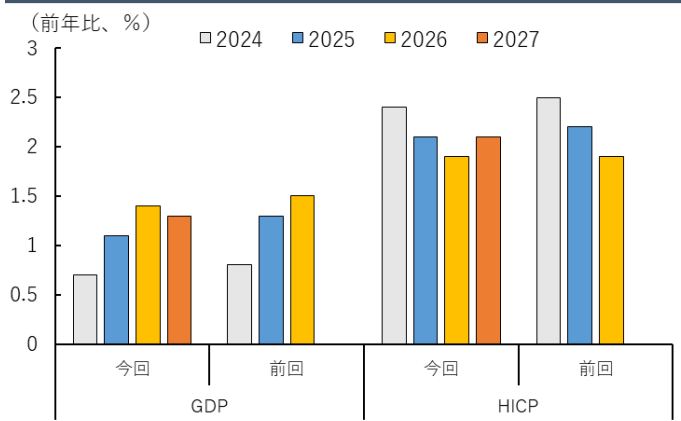
同時に公表された ECB スタッフによる経済見通し⁸では、2027 年にかけてインフレ見通しが 2% 前後で安定するとされており（右図）、ここからも ECB がインフレ目標達成に自信を深めていることが伺える。また、実質 GDP 成長率の見通しが 2026 年にかけて前回の 9 月時点から 0.1~0.2%pt 下方修正されており、景気についてはやや慎重な見方に傾いている。

ECBの政策金利



(出所) ECB

ECBスタッフによる経済見通し



(出所) ECB

⁷ ACEA, “European auto industry calls for urgent action as demand for EVs declines”

⁸ 四半期に一度（3、6、9、12月）公表される。なお、本文にあるように、この経済見通しは理事会ではなく ECB のスタッフによって作成されているため、理事会メンバーの見解とは必ずしも一致しない。

先行きも、ECB は中立金利に向けて利下げを継続する公算が大きい。2%のインフレ目標が概ね達成されるなか、景気は潜在成長率を下回る状況が続いており、引き締め的な金融環境を続ける理由はほとんどないからだ。今後も毎会合 0.25%pt ずつの小刻みな利下げを行い、2025 年半ばごろには政策金利を中立水準である 2%前後に引き下げると予想する。

英国：インフレ高止まりが重石となるも、2025 年の景気は底堅さを保つ見通し

英国では、インフレ率の高止まりが下押し圧力となるものの、景気は 2025 年も底堅さを維持するとみている。

英国の 2024 年 10 月の実質 GDP 成長率は前月比▲0.1%と、2 か月連続でわずかに減少した（右図）。好調であった 2024 年前半に比べると、足元の景気はやや勢いを失いつつある。

先行きは、インフレが再加速するなか、個人消費の回復が続くかがカギとなろう。

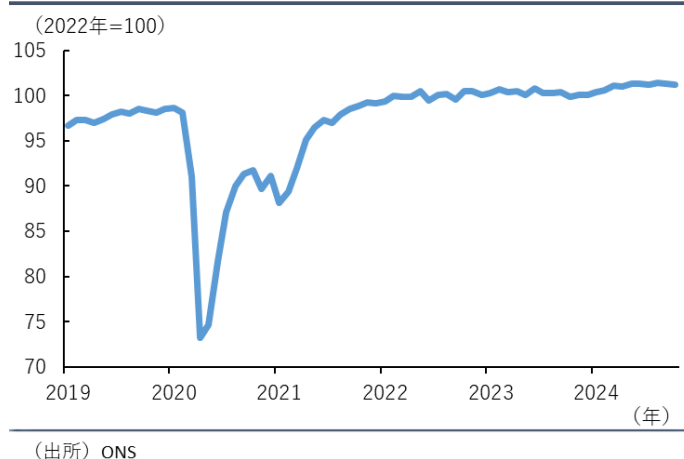
英国の 11 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+2.6%と、前月（+2.3%）から加速した（右下図）。サービスインフレが高止まりするなか、財価格やエネルギー価格の鈍化が底打ちしていることが理由だ。今後も、インフレ率は 2025 年後半にかけて 2%台後半で推移することが見込まれる。

もっとも、8~10 月の平均給与総額は前年同期比+5.2%と、インフレ率を大幅に上回る伸びとなっている。労働需給はタイトな状況が続いており、当面は実質所得の改善が個人消費の回復を支えるだろう。

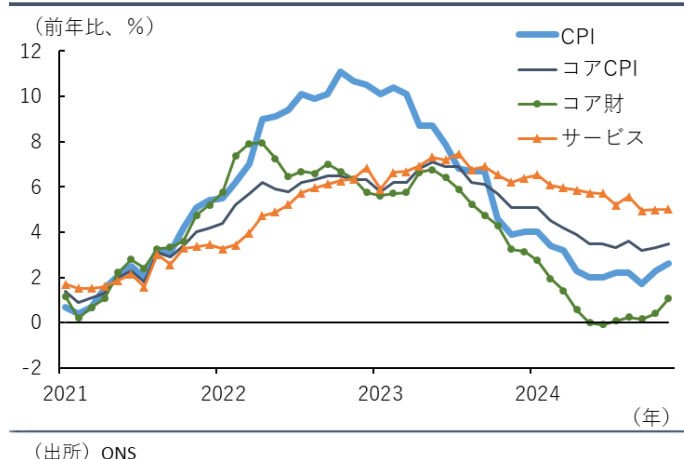
また、2024 年 7 月の総選挙で圧勝し、政権交代を実現した労働党のスターマー新政権が 10 月 30 日に打ち出した、大規模支出・増税を含む秋季予算案が英国経済に与える影響に注意が必要だ。同案には、保険や教育、交通などの分野を中心とした 700 億ポンド（約 14 兆円）規模の財政出動と、主に雇用主を対象とした 400 億ポンド（約 8 兆円）の増税が含まれる。

こうした政策によって、政府支出の増加などによる GDP 押し上げ効果が期待できると同時に、再びインフレ圧力が高まることになる。実質 GDP とインフレ率のピーク時の押し上げ効果について、英予算責任局（OBR）はそれぞれ+0.6%、+0.4%pt、英イングランド銀行（BOE）はそれぞれ+0.75%、+

英国の月次実質GDP



英国のCPI



0.5%pt と推計している⁹。予算案を巡る今後の動向を注視する必要がある。

見通しのリスクとしては、ユーロ圏同様に、トランプ 2.0 での対米関係が重要だ。特に EU を離脱した英国としては、仮に EU と米国が対立した場合に、如何に両者とも良好な関係を維持できるかが焦点となるだろう。

⁹ Office for Budget Responsibility, “Economic and fiscal outlook – October 2024”、BOE, “Monetary Policy Report – November 2024”