

欧州経済：製造業の低迷が引き続き景気の足かせに

ユーロ圏では引き続き製造業が低迷。2024 年 12 月の製造業生産は資本財や自動車などの生産減少により、17 か月連続で前年同月から減少。輸出も振るわず、中国向けの減少と米国向けの鈍化が続く。今後は米中との関係の悪化で一段と輸出が弱含む懸念。家計部門では好調な雇用環境にもかかわらず、エネルギー価格の高止まりが消費者マインドを冷やし、個人消費の伸び悩みの一因に。

ドイツで 2 月 23 日に実施された総選挙では、メルツ氏率いる CDU/CSU が勝利。SPD との「大連立」が有力視されるものの、政権樹立には時間を要する可能性。今後は債務ブレーキの見直しが焦点。英国の 2024 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と 2 四半期ぶりのプラス成長となったが、景気は弱含んでいる。BOE は 2 月の金融政策委員会で 0.25%pt の利下げを決定。今後もインフレ警戒姿勢を維持しつつ、緩やかなペースで利下げを進めていくと予想。

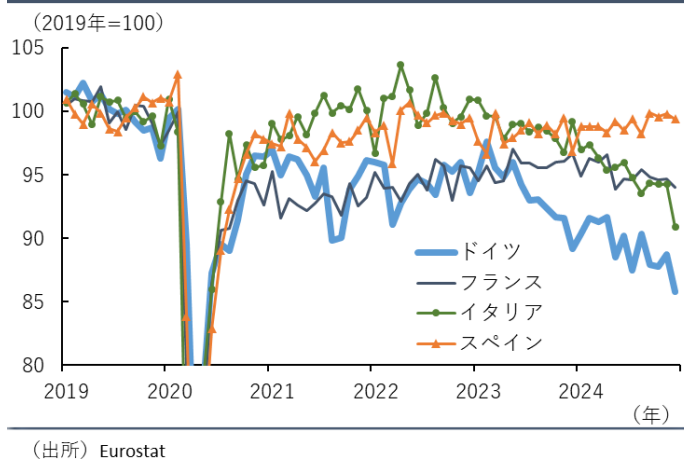
ユーロ圏：製造業の低迷が続くなか、政情不安で消費者マインドも冷え込む

ユーロ圏の製造業は引き続き苦境に立たされている。機械設備などの資本財や自動車を中心とした非耐久消費財の生産減を主因に、2024 年 12 月のユーロ圏の製造業生産は前年同月比▲2.6%と、17 か月連続で前年から減少した。ユーロ圏主要国を国別にみると、自動車産業への依存度が高いドイツやイタリアの落ち込みが目立つ（右図）。

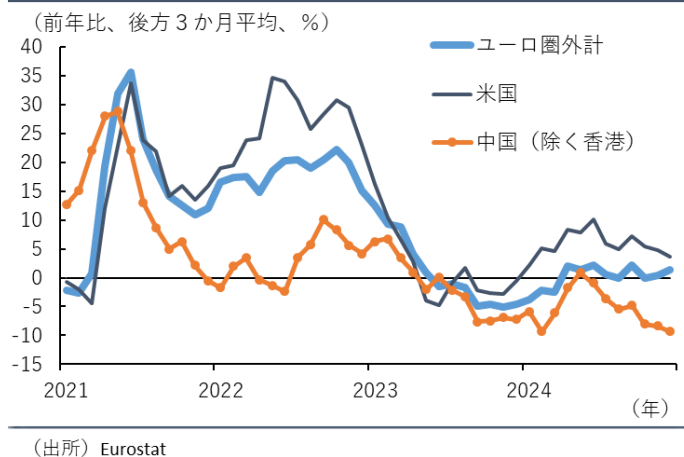
製造業低迷の主因の一つである外需の不振も続いている。2024 年 12 月のユーロ圏の輸出は、中国向けが前年同月比▲8.0%と減少が続いているほか、これまで下支えとなってきた米国向けの伸びも鈍化傾向にある（右下図）。

先行きも、輸出の力強い回復は期待しがたい。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（次頁右上図）。加えて、対米・対中関係の悪化が輸出回復の足かせとなる可能性が高い。中国とは電気自動車（EV）への補助金や知的財産の保護などを巡って関係が悪化しつつある。これまでの対中輸出の減少は主に中国経済の内需の低迷に起因していたが、今後は関係悪化による関税・非関

ユーロ圏主要国の製造業生産



ユーロ圏の相手国別名目輸出



税障壁の増加によって一段と弱含む可能性がある。

対米では、トランプ米大統領は米国が輸入する全ての鉄鋼・アルミニウムに対して 25%の関税をかける命令に署名しているほか、自動車・半導体・医薬品などにも 25%前後の関税を賦課することを示唆している。また、欧州連合（EU）に対しては、EU からのすべての輸入品への関税を引き上げる意向を表明している。交渉の余地は残されているものの、一定の影響は免れないほか、今後の対立激化によって関税引き上げ合戦に発展することになれば、唯一堅調であった対米輸出も腰折れしてしまうおそれがある。

家計部門に目を向けると、良好な雇用・所得環境が続くなかでも、個人消費がやや伸び悩んでいる。2024 年 12 月のユーロ圏の失業率は 6.3%と、前月（6.2%）からは僅かに上昇したものの、引き続き統計開始以来の最低水準で推移している。一方、同月の実質小売売上高は前年同月比+1.9%と、プラス圏は維持したものの 2024 年 9 月をピークに増勢が鈍化している（右図）。

背景として、内外の政情不安定化に加え、エネルギー価格の高止まりによる家計のマインド悪化が挙げられる。

ユーロ圏の家計向けの光熱費は、コロナ禍からの経済回復による需要急増とロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給制約によって引き起こされた 2021~22 年のエネルギー危機で急騰（右図）。その後の価格低下は相対的に小幅に止まったため、光熱費はコロナ禍前を 5 割ほど上回る水準で高止まりした。

こうした家計向け光熱費の高止まりが、伸び率でみた実質所得が大幅に改善するなかでも消費マインドを冷え込ませる一因になっていると考えられる。ユーロ圏の消費者信頼感指数は 2022 年 9

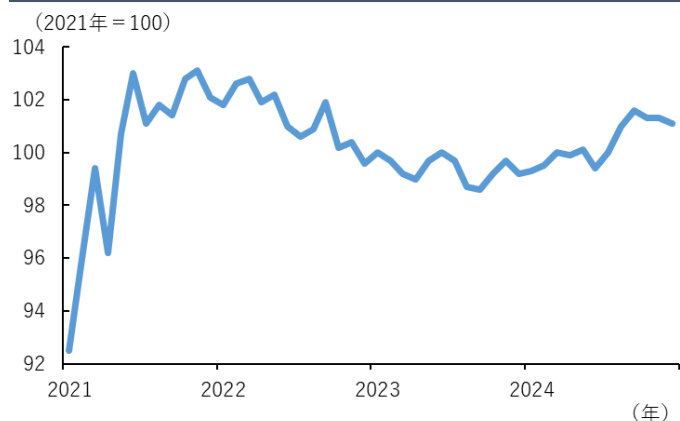
月を底に改善傾向にあったが、2024 年末からは回復が停滞。天然ガス価格の上昇などを受け、家計向け光熱費は足元で前年同月比+2.5%（2024 年 12 月）と再び上昇に転じており、今後も個人消費の重石と

ユーロ圏製造業の輸出向け受注残



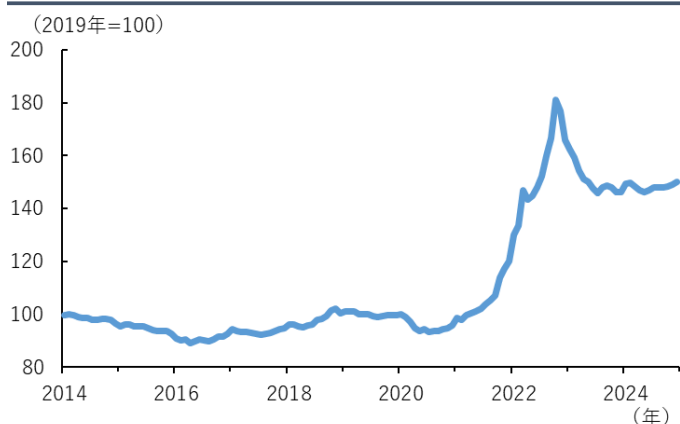
(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の実質小売売上高



(出所) Eurostat

ユーロ圏の光熱費



(出所) Eurostat

なるだろう¹。

ドイツ：総選挙で CDU/CSU が勝利、債務ブレーキ見直しが今後の焦点に

ドイツで 2 月 23 日に実施された連邦議会選挙の結果（暫定値）、メルケル元首相が所属していた中道右派「キリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）」が 208 議席を獲得し、第一党に返り咲いた（右図）。また、移民問題への関心の高まりを背景に、極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」が躍進。獲得議席数は 152 と、前回（83）から大幅に数を伸ばし、第二党に躍り出た。

一方、ショルツ首相率いる中道左派「社会民主党（SPD）」は 120 議席と、前回の 2021 年選挙時（206 議席）から大幅に議席数を減らし、第三

党に転落した。また、昨年 11 月の連立解消まで与党の一角を担った「自由民主党（FDP）」の得票率は議席獲得のための最低ラインである 5%に届かず、議席を失った。

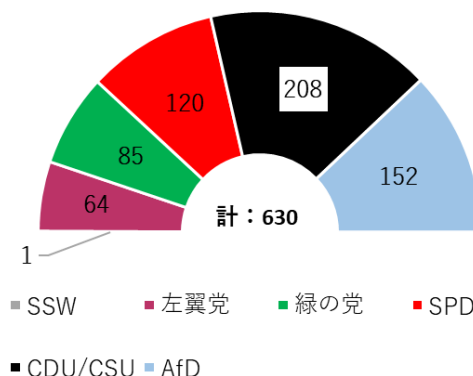
CDU/CSU の獲得議席数は過半数に達していないため、今後 CDU のメルツ党首は連立相手を模索することになる。SPD との「大連立」が有力視されるが、ドイツでは連立交渉が難航することが多い。メルツ氏は 4 月 20 日のイースターまでに組閣したい考えだが、連立交渉が長引くことでドイツの政治的空白期間が長期化するおそれがある。

どのような連立の組み合わせになったとしても、新政権の目下の課題は暫定のままとされている 2025 年度予算の成立だ。今後は、2025 年度成立に向け、ショルツ政権崩壊の原因ともなった厳格な財政ルール（債務ブレーキ）の扱いに関する議論が再び活発化するだろう。CDU は債務ブレーキという制度自体は堅持する方針だが、党首のメルツ氏は目的を限定した形での制度の見直しには前向きな発言をしている。投資不足が経済低迷の要因ともされる社会インフラ整備や、ウクライナ危機やトランプ第 2 次政権下で喫緊の課題となっている防衛支出増額などが有力な対象だ。AfD や左翼党は債務ブレーキ見直しに反対しており、議論は難航が予想されるものの、中長期的なドイツ経済の成長力や欧州の安全保障に影響を及ぼす重要なテーマであり、今後の動向を注視する必要がある²。

英国：景気は弱含み、英中銀は慎重なペースで利下げ継続へ

英国の 2024 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、2 四半期ぶりのプラス成長となった。しかし、内訳をみると在庫の増加が全体を押し上げており、個人消費、総固定資本形成（設備投資など）、輸出といった主要な項目は軒並み前期から減少している（次頁左上図）。景気の実勢は見た目

ドイツ連邦議会選挙の結果（暫定値）



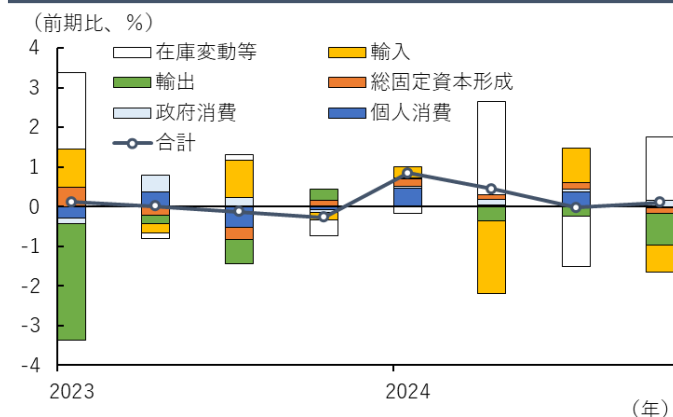
（出所）ドイツ連邦選挙管理委員会

¹ 詳細は 2025 年 2 月 17 日付け Economic Monitor『欧州経済：天然ガス高騰が欧州企業の競争力を毀損』（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2798/>）をご参照。

² 詳細は 2025 年 2 月 25 日付け Economic Monitor『欧州経済：ドイツ総選挙は CDU/CSU が勝利、債務ブレーキ見直しが今後の焦点に』（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2805/>）をご参照。

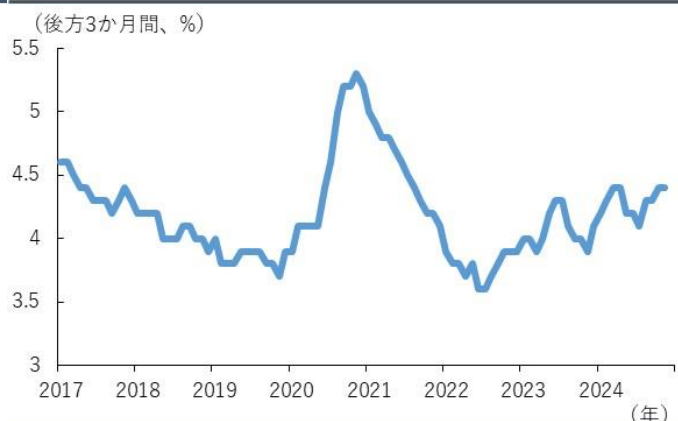
よりも弱いとみてよいだろう。

英国の実質GDP（寄与度分解）



（出所）ONS、伊藤忠総研

英国の失業率



（出所）ONS

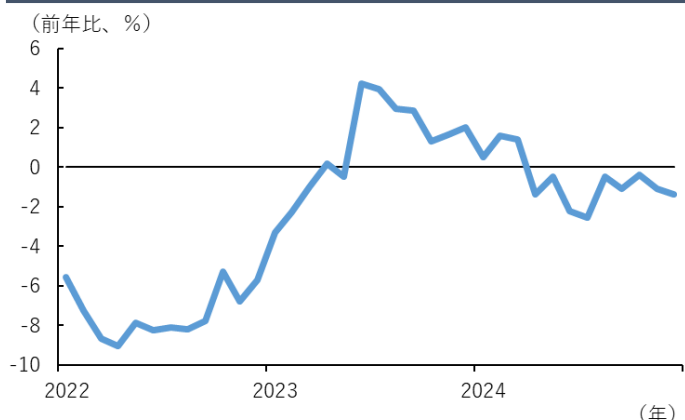
こうした個人消費の弱含みの背景として、雇用情勢の軟化が挙げられる。英国の2024年10～12月平均の失業率は4.4%と、2022年中旬の3.6%を底に上昇傾向が続いており、消費者のマインドを悪化させていると考えられる（右上図）。

企業部門では、製造業の不振が続いている。2024年12月の製造業生産は前年同月比▲1.4%と、9か月連続で前年から減少した（右図）。足元の企業の景況感をみても、2月の製造業の購買担当者景況感指数（PMI）は46.4と前月（48.3）から悪化。5か月連続で好不況の分かれ目となる50を下回っており、回復の兆しはまだ見られない。

金融政策に目を向けると、英イングランド銀行（BOE）は2月の金融政策委員会（MPC）で政策金利を0.25%pt引き下げ、4.5%とすることを決定した（右図）。2024年8月に利下げを開始して以来、3回目の利下げとなった。

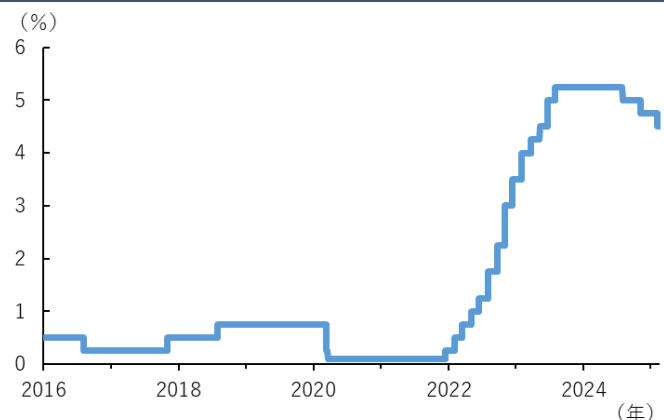
同時に公表された金融政策レポートでは、2025年1～3月期の実質GDP成長率見通しが前年同期比+0.4%と、前回（2024年11月）見通しの+1.4%から大きく引き下げられており、BOEの英景気に対する見方が弱気に傾いていることが窺える（次頁左上図）。また、この見通しには米トランプ政権による保護貿易的政策の影響は含まれて

英国の製造業生産



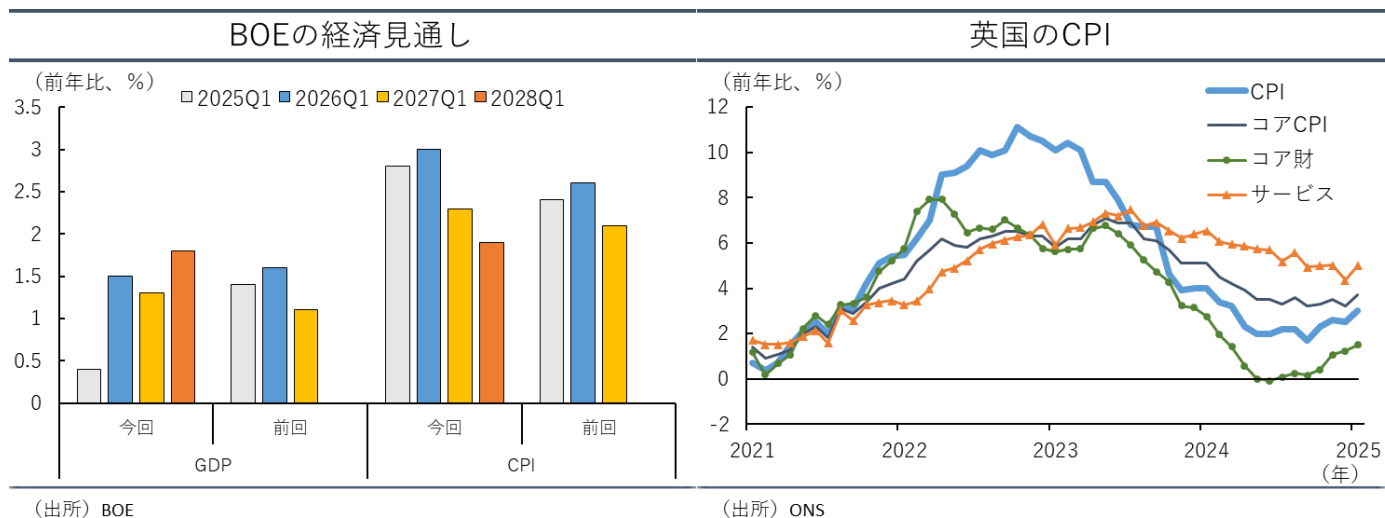
（出所）ONS

英国の政策金利



（出所）BOE

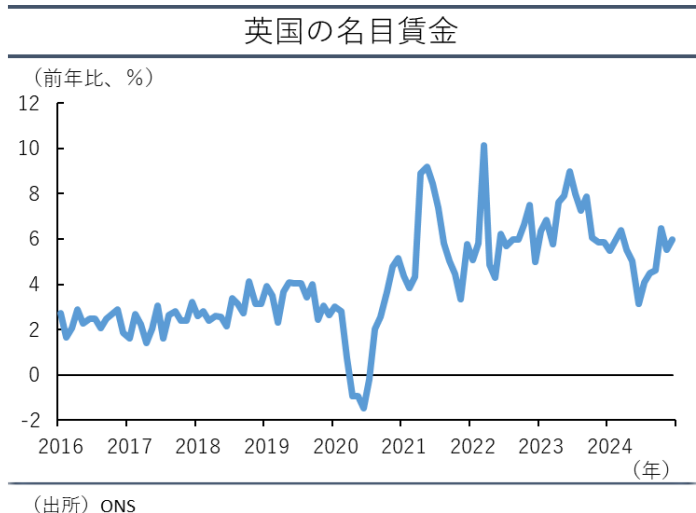
おらず、仮に対英での関税引き上げが実施されれば、輸出や投資の減少によって景気下押し圧力がかかるとされている。



こうした状況下、本来であれば BOE は積極的な利下げによって景気を下支えしたいところであるが、粘着的なインフレ圧力が引き続き BOE の懸念点となっている。英国の 2025 年 1 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 +3.0% と、前月 (+2.5%) から加速した (右上図)。内訳をみると、2024 年後半から財インフレが加速傾向にあるなか、前月に減速していたサービス価格の伸び率も再び上昇した。2024 年 12 月の名目賃金は前年同月比 +6.0% と高い伸びが続いており、労働コストの高騰がサービスインフレの高止まりに繋がっている状況だ (右図)。

インフレ率の上昇傾向は、今年半ばにかけて続く見通しだ。サービスインフレの高止まりに加え、今後はエネルギー価格の上昇やスターマー政権の大規模支出・増税策による物価上昇圧力が高まることを見込まれるためだ。BOE の予測では、2025 年 7~9 月期のインフレ率は +3.7% まで上昇するとみられている³。

もっとも、その後は 2026 年にかけてインフレ率は再び低下していくと予想される。エネルギー価格の上昇といった一時的要因の影響が薄れるほ



³ Bank of England, "Monetary Policy Report – February 2025"

か、高止まりが続くサービス価格の伸びも、労働需給ひっ迫の緩和で徐々に低下していくことが見込まれるからだ。2024 年 11 月～2025 年 1 月平均の英国の欠員率⁴は 2.5%と、コロナ禍以前の水準まで低下しており、人手不足には改善の兆しがみられている（前頁右下図）。

以上を踏まえ、BOE はインフレ警戒姿勢を維持しつつも緩やかなペースで利下げを進めていくとみている。具体的には、四半期に 1 回程度、0.25%pt ずつの小幅な利下げを続けると予想する。

⁴ 常用労働者数に対する未充足求人の割合のこと。欠員率＝求人数／（充足済ポスト数＋求人数）＊100