

欧州経済：駆け込み需要による景気加速は一時的（改定見通し）

2025 年 1～3 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と加速し、市場予想を上回る堅調な伸びに。内訳は未公表だが、個人消費の底堅さと関税引き上げ前の駆け込み需要による輸出の増加が主因とみられる。もっとも、今後は駆け込み需要の反動やトランプ関税適用の影響で輸出は伸び悩み、企業の生産活動は低迷する公算大。こうした状況を踏まえ、ユーロ圏経済の 2025 年の成長率は前年比で+0.9%にとどまると予想。ドイツでは、財政規律の緩和が実質 GDP を押し上げることが期待されるが、長期的な成長には生産性向上が不可欠。欧州中央銀行（ECB）は景気下振れリスクへの警戒感を強めており、次回会合でも利下げを継続すると予想。

英国では、ユーロ圏同様に駆け込み需要が景気を一時的に押し上げ。もっとも、米国の関税政策を中心とした不確実性の上昇と、賃金や社会保障負担といったコスト増加の影響で、今春以降の英国経済は企業部門を中心に停滞する見込み。

ユーロ圏現況：関税引き上げ前の駆け込み需要で輸出が増加

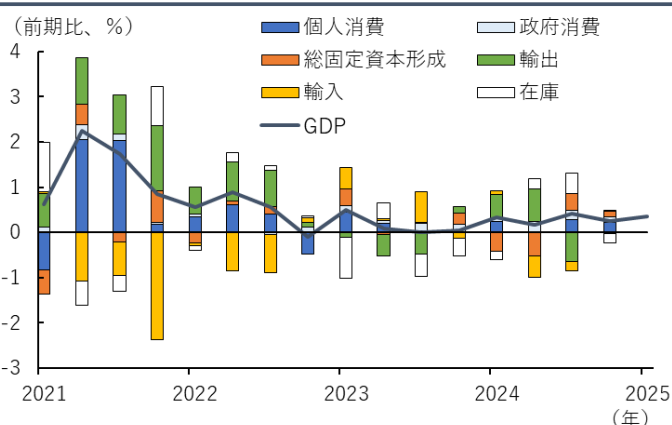
ユーロ圏の 2025 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、前期（+0.2%）から加速（右図）。事前の市場予想（+0.2%、Bloomberg 集計、中央値）を上回り、堅調な伸びとなった。

内訳は未公表だが、底堅い個人消費と駆け込み需要による輸出の増加が成長に寄与したとみられる。ユーロ圏の 2 月の実質小売売上高は前年同月比+2.3%と前月（+1.8%）から加速。8 か月連続でプラス圏を維持している。

個人消費を下支えしているのは、堅調な雇用情勢と落ち着いた物価動向だ。ユーロ圏の 3 月の失業率は 6.2%と前月から横ばい。引き続き統計開始以来の最低水準で推移している。ユーロ圏の 4 月の消費者物価指数（HICP）も前年同月比+2.2%と前月から横ばいに。2024 年後半以降、ECB の物価目標である 2%に近い水準での推移が続いている。

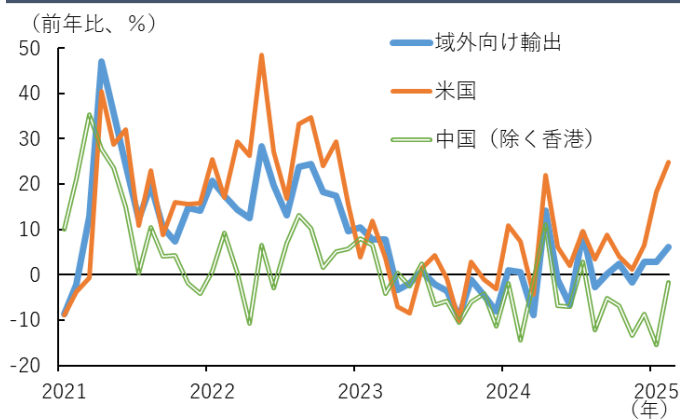
輸出については、トランプ米大統領による関税引き上げ前の駆け込み需要の影響が出ている。ユーロ圏の 2 月の域外向け名目輸出は前年同月比+

ユーロ圏の実質GDP（寄与度分解）



(出所) Eurostat、伊藤忠総研

ユーロ圏の相手国別名目輸出



(出所) Eurostat

6.2%と前月（+2.8%）から加速し、高めの伸びに（前頁右下図）。内訳をみると、中国向けが▲1.8%と7か月連続で減少した一方、米国向けは+24.8%と大幅に増加した。

企業の生産活動にも、トランプ関税の影響がみられる。ユーロ圏の2月の鉱工業生産は前年同月比+0.8%と、2023年4月以来22か月振りに前年から増加した（右図）。もっとも、内訳をみると、非耐久消費財が+9.4%と大きく増加したことが全体をけん引しており、それ以外の財の生産はマイナス圏での推移が続いている。とりわけ、トランプ米大統領が関税の対象とする意向を示している医薬品が+30.5%と大幅に増加しており、生産の伸びも駆け込み需要によるものである可能性が高い。

ユーロ圏見通し：トランプ関税が景気回復の重石に

こうした第1四半期の景気加速は一時的なものであり、今後はトランプ関税が景気回復の重石となるとみている。

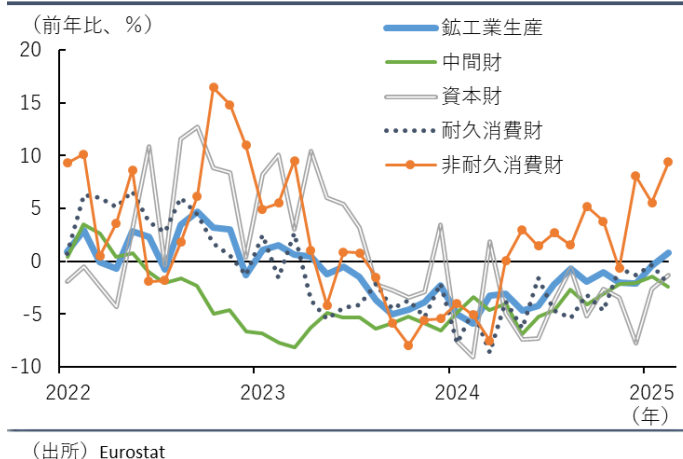
すでにみたように、直近の輸出や生産の伸びは関税引き上げ前の駆け込み需要の影響を受けている。4月以降は、駆け込み需要の反動減に加え、実際に関税が引き上げられたことによる影響で米国向けを中心に輸出は伸び悩む公算が大きい。

同様に、企業の生産活動も輸出向けの品目を中心に再び低迷する見込みだ。すでに、企業の景況感にはその兆しがみられている。欧州委員会による4月のアンケート調査によれば、過去3か月の生産状況が改善したと回答した企業の割合が前月から増加している一方、先行きの生産が増加する見通しであると回答した企業の割合は減少した（右上図）。この影響で、景況感全体（製造業信頼感）も前月から悪化している。

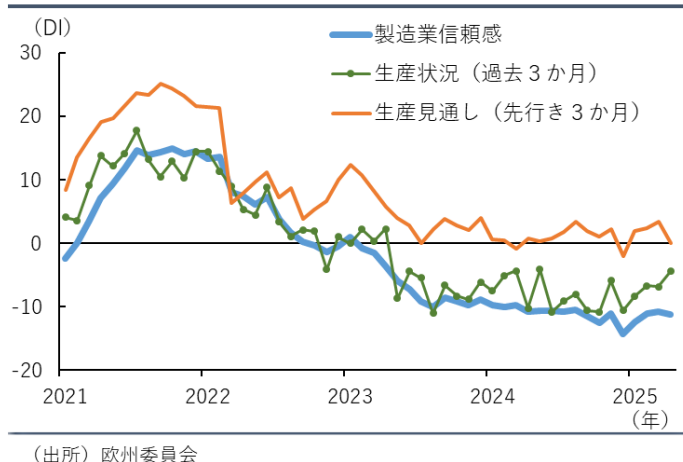
関税引き上げによる直接的な影響に加え、対米関係を中心とした不確実性の上昇も、ユーロ圏経済の足かせとなるだろう。

3～4月時点でのユーロ圏製造業の設備投資計画

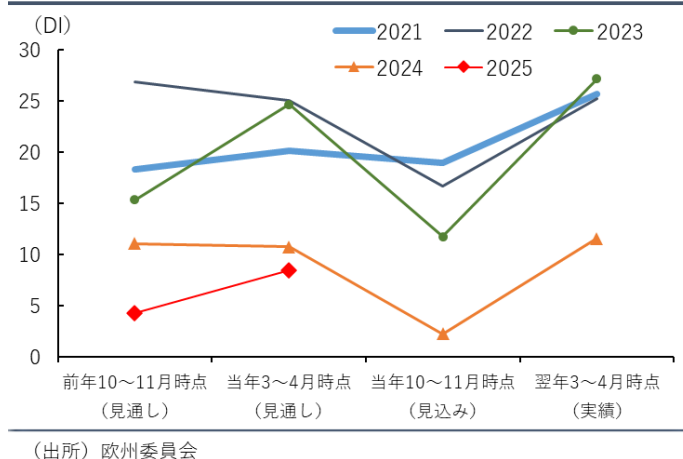
ユーロ圏の鉱工業生産



ユーロ圏の製造業信頼感



ユーロ圏製造業の設備投資計画



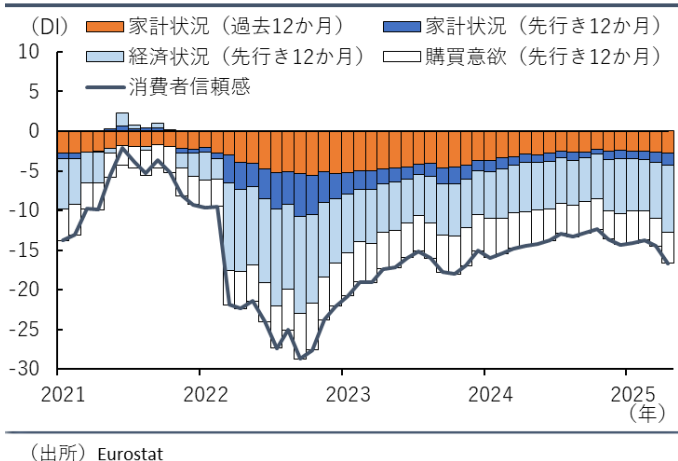
を見ると、欧州中央銀行（ECB）の利下げによって金融環境が緩和傾向にあるなかでも、2025年に設備投資を増やす計画をしている企業の割合はコロナ禍以降で最低の水準にとどまっている（前頁右下図）。先行きの経済情勢に対する不透明感の高まりによって、企業が投資に消極的になっている可能性が高い。

不確実性の上昇は、マインドの悪化を通じて、個人消費にも悪影響を及ぼす。4月のユーロ圏の消費者マインド（消費者信頼感指数）は▲16.7と2か月連続で悪化（右上図）。同指数は実質所得の増加などを背景に2024年終盤まで改善を続けていたが、年末以降は悪化傾向に転じている。内訳をみると、上述の通り堅調な雇用情勢と落ち着いた物価動向によって家計状況は比較的安定している一方、先行きの経済に対して悲観的な見方を持つ消費者が増加しており、これがマインドを冷え込ませている。

こうした景気動向やトランプ関税による影響を踏まえ、ユーロ圏経済の2025年の成長率見通しを昨年末時点¹の前年比+1.1%から+0.9%に下方修正する（下図）。個人消費は一定の底堅さを維持するものの、輸出や設備投資の伸び悩みが足かせとなり、1%台前半とみられる潜在成長率を下回る見通しだ。なお、ここではトランプ関税の先行きについて、①相互関税は現行の10%から引き上げられることなく2026年3月に廃止、②鉄鋼・アルミ・自動車などの商品別関税は現状のまま継続、③その他の追加関税は課されない、という仮定を置いている。

2026年については、上記の前提の下ではトランプ関税による影響が概ね一巡するため、前回見通しと同様に前年比+1.4%の成長を予想する。見通しのリスクは特に下方向に大きく、ユーロ圏経済はトランプ米大統領による関税政策の動向に左右される状況が続くだろう。

ユーロ圏の消費者信頼感指数（寄与度分解）



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	3.6	0.5	0.8	0.9	1.4
個人消費	4.9	0.6	1.0	1.0	1.1
総固定資本形成	2.0	1.6	▲1.9	1.0	1.6
在庫投資（寄与度）	(0.5)	(▲0.8)	(▲0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.1	1.6	2.7	1.4	1.1
純輸出（寄与度）	(▲0.1)	(0.3)	(0.4)	(▲0.2)	(0.2)
輸出	7.2	▲0.7	1.0	0.5	2.4
輸入	8.2	▲1.3	0.3	1.0	2.2

（出所）Eurostat、伊藤忠総研

¹ 詳細は2024年12月23日付Economic Monitor『欧州経済：2025年も緩やかな景気回復が続く（改定見通し）』

(<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2754/>)を参照。

ドイツ：財政規律緩和による実質 GDP 押し上げ効果は 0.5%pt 前後

ドイツの基本法（憲法）改正案が、3 月 18 日に連邦議会（下院）で、3 月 21 日には連邦参議院（上院）で可決された。本改正案は、米国の欧州への軍事支援縮小方針や長期化するドイツ経済の低迷を受けて、防衛力強化や投資拡大のための財政余地を確保することを目指したもの（右図）。今回の憲法改正により、ドイツの非常に厳格な財政規律（債務ブレーキ）が緩和されることになった。

債務ブレーキとは、コロナ禍のような非常事態を除き、財政赤字を対名目 GDP 比で 0.35%以内に抑えなければならないと定めるドイツ独自の財政ルールである。同比率が 3%を超えると是正措置の対象となる EU の財政ルールよりもはるかに厳しい基準だ。2009 年のメルケル政権時代に制度化されたが、こうした厳しい財政規律はドイツの公共投資を過度に抑制してきたとの批判も多い。実際に、ドイツの資本減耗分を除いた純公的固定資本形成は、近年ほとんどの期間で EU 平均を下回っているだけでなく、マイナスとなっている期間もあるなど、十分な公共投資が行われてこなかったことが見て取れる（右図）。

防衛費についても、ドイツの防衛支出はフランスなど他の欧州主要国に見劣りしている状況だ（右図）。今回の改正案では今後実際にどれほど防衛関連支出が増加するかは明らかではないものの、仮に対 GDP 比で 1%防衛費を増加させる場合、財政支出は 400 億ユーロ程度増加することになる。

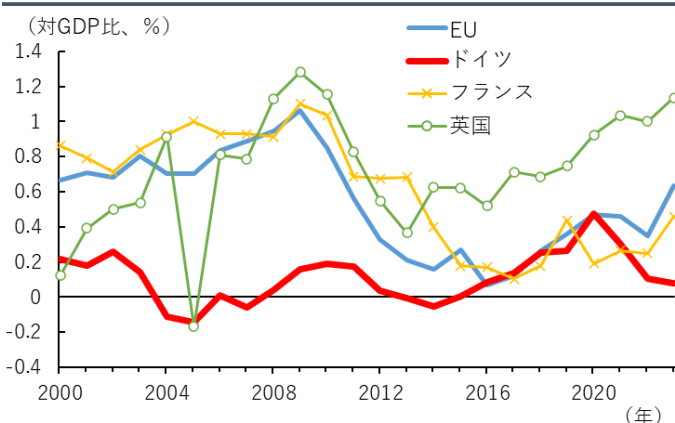
今回の財政規律緩和による GDP 押し上げ効果を、一定の仮定²のもと推計したところ、ドイツの

ドイツ基本法改正案の主な内容

防衛費	GDP比で1%を超える防衛費を債務ブレーキの対象外に
インフラ投資	12年間で5,000億ユーロ規模のインフラ投資特別基金を創設。うち1,000億ユーロは気候変動対策に
州政府予算	GDP比で0.35%までの債務を州政府予算で可能に

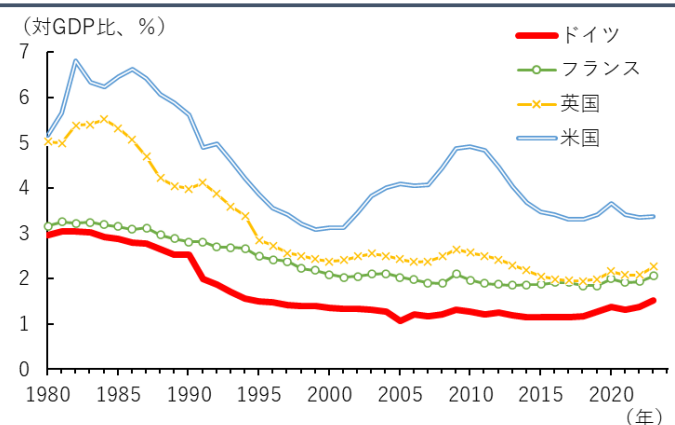
（出所）ドイツ連邦議会、各種報道等

欧州主要国の純公的固定資本形成



（出所）欧州委員会、伊藤忠総研

欧米主要国の防衛支出



（出所）World Bank

² 今回の推計で置いた主な仮定は以下の通り。①財政乗数は支出初年度が 0.5、その後 1 年経過するごとに 0.4→0.2→0 と低減していく②インフラ投資基金からの支出額は 5 年後にかけて徐々に増加し、9 年後からは減少していく③防衛支出は連邦議会の任期である 4 年をかけて対 GDP 比で 1%増加するよう徐々に増加幅を拡大し、その後は 1%上振れた状態が続く。財政乗数の仮定は Kilponen, J., et al. (2015). Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe. ECB Working Paper Series, No 1760.を参考に設定。

実質 GDP は 2025 年に 0.3%pt 弱押し上げられるという結果が得られた（右下図）。押し上げ効果は 2027 年にかけて 0.6%pt 程度まで上昇していき、その後減少していくと試算される（2032 年以降は一時的にマイナスとなる）。

景気停滞が続くドイツ経済にとって、こうした押し上げ効果は小さい。今回の試算に基づけば、トランプ関税の発動によるドイツ経済への下押し圧力は財政拡大によって一定程度相殺可能だと考えられる。

ただし、単なる財政支出の増加による景気押し上げ効果は長期的には持続しない。ドイツ経済が再び力強い成長力を取り戻せるかどうかは、生産性の上昇やイノベーションを促進するような投資を行うことができるかどうかにかかっている³。

ECB：景気下振れリスクを警戒

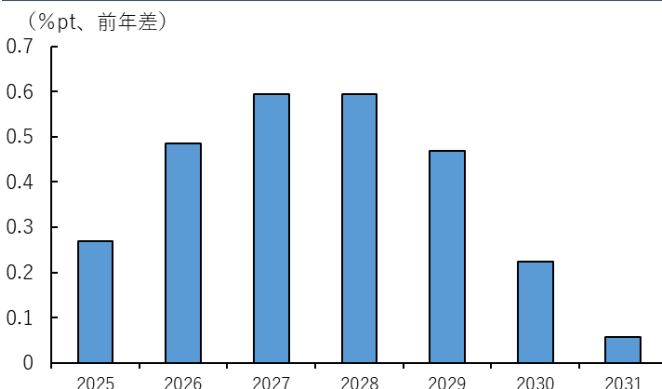
欧州中央銀行（ECB）は 4 月 17 日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 0.25%pt 引き下げ、2.25%とすることを決定した（右図）。インフレ率が ECB の目標である 2%付近で推移するなか、2024 年 9 月会合から 6 会合連続での利下げ決定となった。

ECB は声明文で「インフレ抑制はうまく軌道に乗っている」とし、物価目標の達成に対する自信を覗かせた。一方、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「異例の不確実性によって経済見通しは不透明になっている」「経済成長に対する下振れリスクが増大している」とトランプ関税による景気下振れへの警戒感を示した。

また、声明文からは、金融政策が「実質的に引き締めの的でなくなりつつある」という文言を削除。景気に中立的な金利の水準に拘らず、各会合ごとに「データ次第」で政策を決定するというスタンスを一段と強化した。

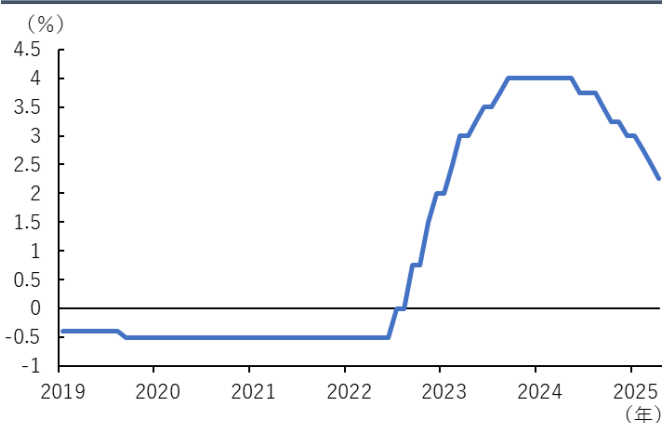
先行きの金融政策については、ユーロ圏の景気見通しが悪化していることや、インフレ率が鈍化傾向にあることを踏まえ、次回の 6 月会合でも ECB は政策金利を引き下げると予想する。その後も、米国との通商交渉の動向や徐々に明らかになる経済への影響を注視しつつ、弱含むユーロ圏経済を下支えすべく緩和的なスタンスを継続するとみている。

財政規律緩和による実質GDP押し上げ効果



（出所）Eurostat, Kilponen, et al.(2015)、ドイツ連邦議会、伊藤忠総研

ECBの政策金利



（出所）ECB

³ 詳細は 2025 年 4 月 4 日付 Economic Monitor『欧州経済：貿易戦争激化で期待が高まるドイツの財政拡大』

(<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2840/>) を参照。

英国：不確実性の上昇とコストの増加が企業活動の重石に

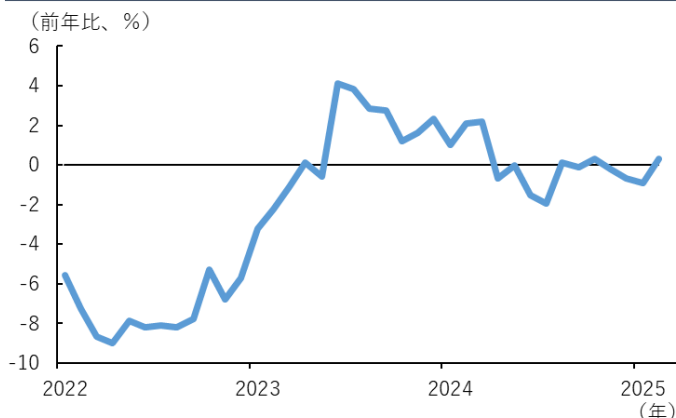
英国でも、1～3 月期の景気は駆け込み需要によって一時的に加速したとみられる。英国の 2 月の月次実質 GDP 成長率は前月比+0.5%と、前月の横ばいから再びプラスへと回復した。部門別では、鉱工業部門が+1.5%と大きく回復。建設部門(+0.4)とサービス部門(+0.3)もプラスとなった一方、農林水産部門は(▲0.2%)前月から縮小した。また、2 月の製造業生産は前年比+0.3%と消費財を中心にプラスに反転しており、ここからも駆け込み需要の影響が確認できる(右図)。

しかし、足元で企業の景況感は大きく悪化している。4 月の総合 PMI(購買担当者景気指数)は 48.5 と前月(51.5)から大幅に悪化し、2023 年 10 月以来、1 年半ぶりに好不況の分かれ目となる 50 を下回った(右図)。内訳をみると、製造業(45.4)の低迷が続くなか、サービス業が 49.0 と前月(52.5)から大きく低下した。

S&P Global の公表資料によると、こうした景況感悪化の背景として、米国の関税政策を中心とした不確実性の上昇に加え、一段の雇用コスト上昇を指摘する企業が多くみられた模様だ。英国では 4 月から「生活賃金⁴」が引き上げられたほか、国民健康保険料の企業負担率も上昇した。トランプ関税を巡る世界経済の混乱が続くなか、英国特有のコスト上昇も加わることで、企業部門は当面振るわない状況が続くと見込まれる。

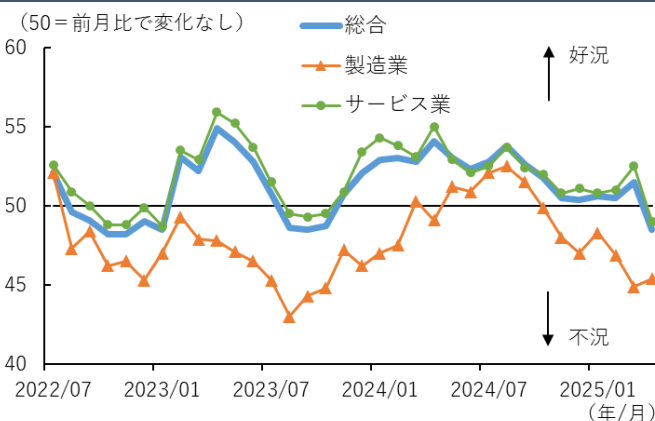
物価動向に目を向けると、英国の 3 月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+2.6%と、前月(+2.8%)から 2 か月連続で小幅に鈍化した(右図)。財価格の伸びが僅かに上昇した一方、サービス価格の伸びが鈍化したことやエネルギー価格が一段と低下したことが寄与した。

英国の製造業生産



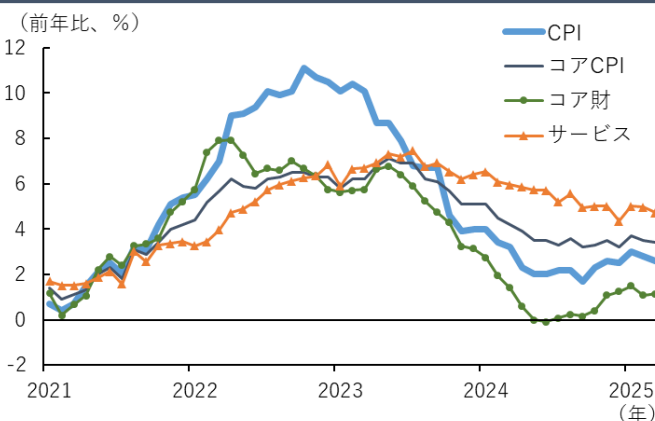
(出所) ONS

英国のPMI (購買担当者景気指数)



(出所) S&P Global

英国のCPI



(出所) ONS

⁴ 英国で 21 歳以上に適用される最低賃金のこと。若年者向けや訓練生向けの最低賃金とは別に定められている。

物価動向が落ち着きを取り戻したことや、所得の高い伸びが続いていることで、個人消費は回復基調にある。3 月の実質小売売上高は前年比 +1.8%と、2 か月連続で前年から増加した（右図）。

もっとも、先行きは個人消費もやや伸び悩むだろう。上述の企業のコスト上昇が価格に反映されることでインフレの鈍化ペースは低下する可能性が高いことに加え、世界経済の不透明感が消費者マインドにも悪影響を及ぼすからだ。4 月以降、英国経済の回復ペースは鈍化すると予想する。

英国の実質小売売上高

