

欧州経済：消費回復ペースが鈍化、英国ではインフレ再燃懸念

ユーロ圏経済は減速傾向にある。個人消費は雇用環境の良好さや物価の安定を背景に回復基調にあるものの、マインドの停滞によって回復ペースは鈍化している。一方、輸出は自動車などの落ち込みが目立つものの、医薬品などの一部品目で関税引き上げ前の駆け込み需要が続いている。今後は、米国との関税交渉の結果次第で製造業が再び苦境に立たされるリスクがある。

ECBは7月24日、8会合ぶりに政策金利の据え置きを決定。関税や地政学の影響を様子見する姿勢。ユーロ圏の景気減速やインフレ圧力低下を踏まえ、ECBは年内にも追加利下げに踏み切ると予想する。加えて、欧州では記録的猛暑と干ばつが新たな景気下振れリスクに。ライン川の水位低下は製造業のサプライチェーンに大きな影響を及ぼし、回復の兆しを見せ始めたドイツの製造業に水を差すおそれ。英国経済も減速感が強まる。関税引き上げ前の駆け込み需要が剥落し輸出が鈍化するなか、雇用情勢の悪化とインフレ再燃が個人消費の重石に。エネルギー価格下落による物価押し下げ効果は一巡、水道光熱費上限引き上げや社会保障負担増が上昇圧力となり、インフレ率は当面高止まりする見通し。

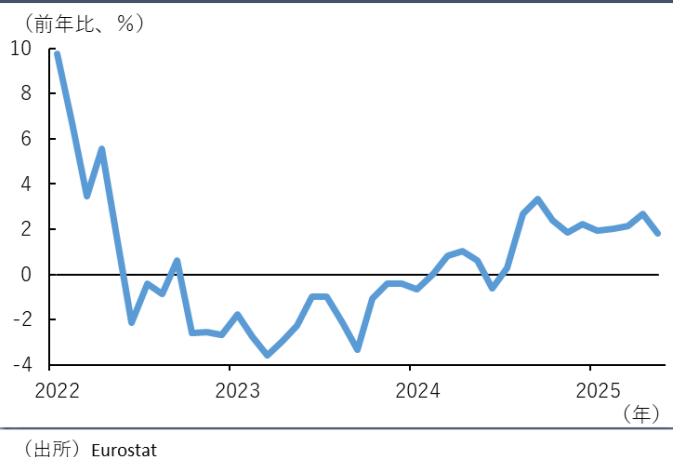
ユーロ圏：米国との関税交渉の期限が迫る

ユーロ圏の景気は減速しているものの、現時点では底堅さを保っている。個人消費の勢いに陰りがみられる一方、企業部門では、輸出の伸びは鈍化したものの、生産は回復基調を維持している。

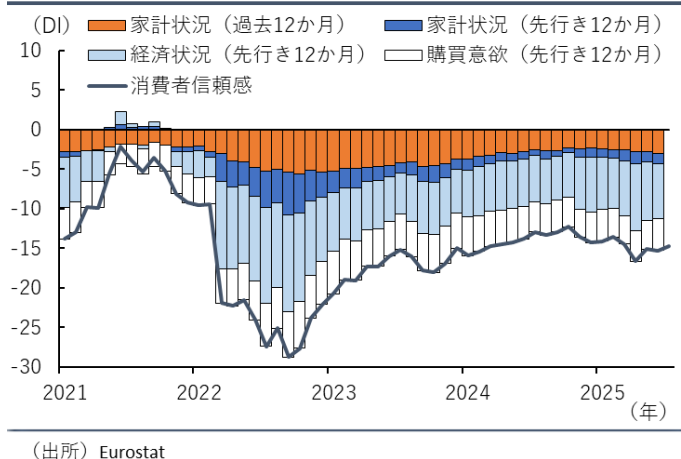
個人消費は底堅いものの、回復の勢いはやや鈍化しつつある。ユーロ圏の5月の実質小売売上高は前年同月比+1.8%と11か月連続で前年から増加したものの、前月（+2.7%）からは伸びが鈍化した（右図）。

マインドの低迷が個人消費の増勢を鈍らせているとみられる。雇用環境は引き続き良好かつ物価動向も落ち着いており、消費のファンダメンタルズは崩れていないためだ。ユーロ圏の5月の失業率は6.3%と前月（6.2%）からは僅かに上昇したものの、統計開始以来の最低水準での推移が継続。6月の消費者物価指数（HICP）は前年同月比+2.0%と、2024年後半以降、欧州中央銀行（ECB）の目標である2%前後での推移が続いている。一方、2022年末から上昇傾向にあったユーロ圏の消費者信頼感指数は、米国の関税政策やそ

ユーロ圏の実質小売売上高



ユーロ圏の消費者信頼感指数（寄与度分解）



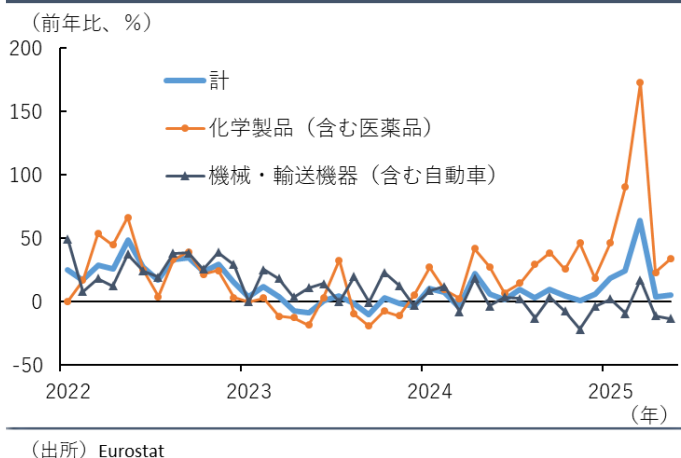
れに伴う世界経済の不確実性の上昇などから、2024 年終盤から改善が停滞している（前頁右下図）。

企業部門では、3 月までの勢いはないものの、輸出は大幅な落ち込みを回避している。ユーロ圏の 5 月の域外向け名目輸出は前年同月比+0.9%と、5 か月ぶりのマイナスとなった前月（▲1.2%）からプラスに転じた。自動車や鉄鋼・アルミ製品への分野別関税とその他品目一律の 10%の関税は既に発効している一方、医薬品など今後関税が引き上げられるとみられる一部の品目で関税引き上げ前の駆け込み需要が続いている状況だ。5 月の米国向け名目輸出の内訳をみると、自動車を含む「機械・輸送機器」が前年同月比▲13.0%と前年から減少している一方、医薬品を含む「化学製品」は+34.0%と高い伸びを維持しており、米国向け名目輸出全体でもプラスを維持している（右上図）。

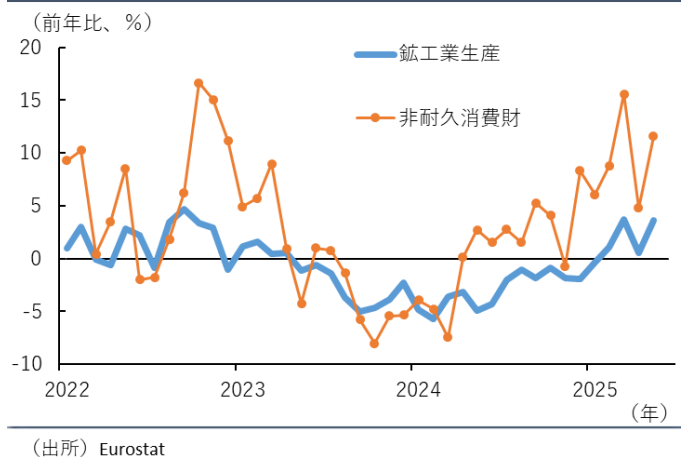
生産活動も回復基調を維持している。ユーロ圏の 5 月の鉱工業生産は前年同月比+3.6%と前月（+0.5%）から加速し、4 か月連続で前年から増加した（右図）。内訳をみると、医薬品が+35.5%と非常に高い伸びとなったことで、非耐久消費財の伸びが高まった（4 月：4.8%→5 月：+11.5%）ことが全体をけん引した。

しかし、米国との関税交渉の結果次第では、欧州の製造業は再び苦境に立たされる可能性がある。トランプ米大統領は 7 月 12 日、自身の SNS で、EU に対して 8 月 1 日から 30%の関税を課すと表明。その後も米欧間での交渉が続いているが、本稿執筆時点では合意に至っていない。最終的には 30%よりも低い関税率で合意する可能性が高いとみているものの、仮に相互関税が 30%に引き上げられた場合の影響を試算すると、EU の米国向け輸出は対 GDP 比で 0.7%程度下振れすると見込まれる（右図）。また、トランプ米大統領が引き上げ方針を表明している医薬品などの関税が賦課されれば、足元の駆け込み需要の反動減と価格上昇による落ち込みで、製造業はけん引役を失うおそれがある。

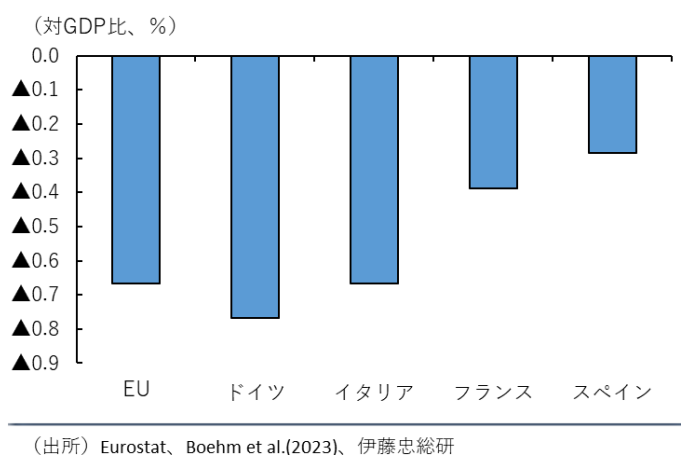
ユーロ圏の米国向け名目輸出



ユーロ圏の鉱工業生産



30%の関税引き上げによる対米輸出減少幅



ECB：8 会合ぶりの金利据え置き

欧州中央銀行（ECB）は 7 月 24 日の理事会で、政策金利である預金ファシリティ金利を 2.00%で据え置くことを決定した（右図）。2024 年 9 月から前回会合まで 7 回連続で利下げを行ってきたが、8 会合ぶりの金利据え置きとなった。

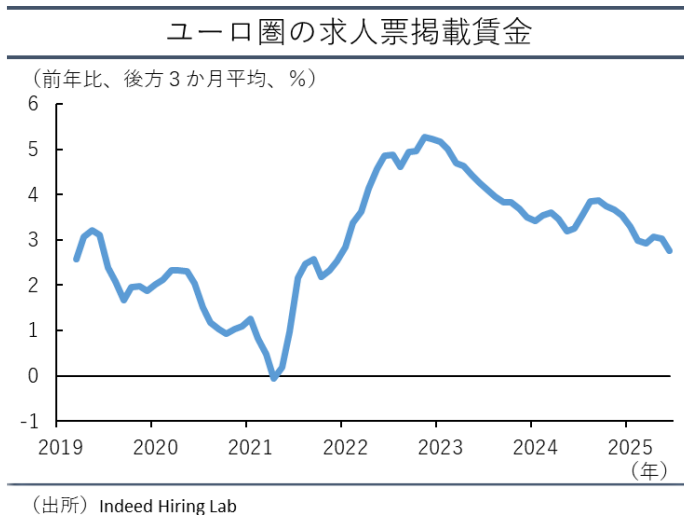
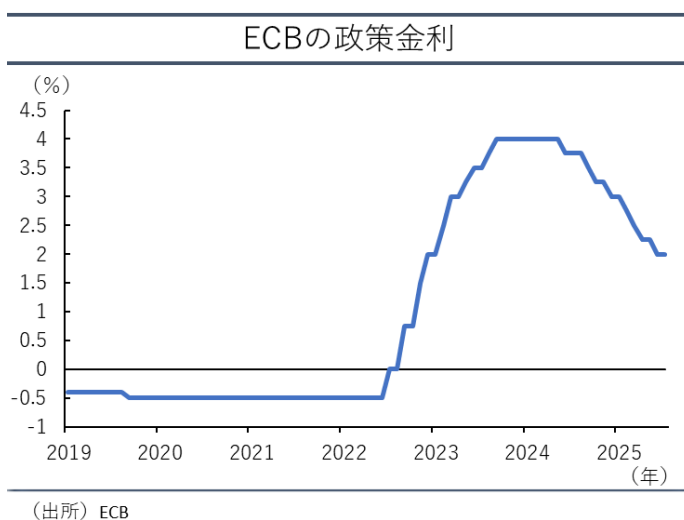
ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「（米
国との関税交渉などに起因する）不確実性がどれ
だけ早く解消されるかは現時点では分からない」
と様子見姿勢を示し、今後も「データに基づい
た」「会合ごとの」政策決定という従来のアプ
ローチを続けるとした。貿易摩擦や（共通通貨）ユ
ーロの上昇が景気を下押しし、インフレ率が下振
れるリスクがある一方で、関税交渉の結果や、ウ
クライナや中東の情勢次第では、マインドの急改
善による上振れリスクも否定できないとの見方だ。
ECB は 2% という現在の政策金利を概ね景気に中
立的な金利水準とみており、情勢を見極めるのが
適した状況だとの判断だろう。

先行きの金融政策については、ユーロ圏の景気が減速するなか、ECB は年内にも追加利下げを実施すると予想している。高止まりが懸念されていたユーロ圏内の賃金上昇圧力は低下しており、基調的なインフレ率は低下傾向にある。賃金の先行指標の一つである求人票に掲載された賃金の上昇率は、足元で前年同月比+2%台とコロナ禍以前の水準まで伸びが低下している（右図）。追加利下げ実施後も、貿易摩擦による実態経済への影響などを注視しつつ、当面は緩和的な政策スタンスを維持するとみている。

ユーロ圏：猛暑と干ばつが新たな景気下振れリスクに

欧州では猛烈な熱波が複数の地域を襲っている。市民生活にも深刻な被害がもたらされており、英インペリアル・カレッジ・ロンドンなどの研究グループの推計では、欧州の 12 都市で 7 月 2 日までの 10 日間で約 2300 人が熱波を原因に死亡した模様だ¹。

猛暑は経済活動に悪影響を及ぼしている。イタリアでは多くの州で建設現場など日中の屋外作業の中止が勧告されている。熱波による大気汚染を防ぐ狙いから、フランスやドイツの高速道路では速度制限が設けられた。

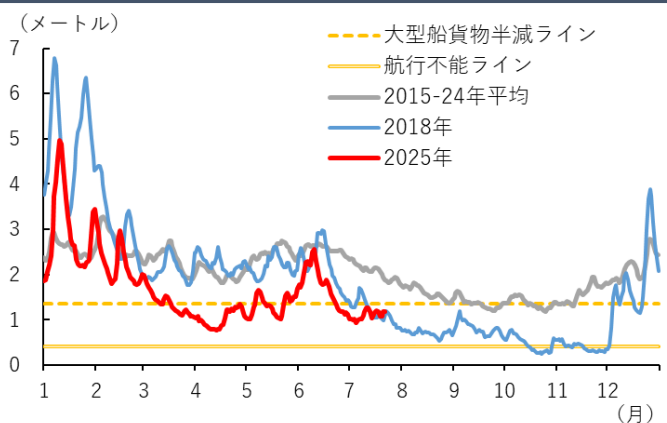


¹ Clarke, B., et al. (2025). Climate change tripled heat-related deaths in early summer European heatwave. Grantham Institute report.

今年はいくつもの猛暑に雨不足も重なっている。ポツダム気候影響研究所（PIK）によれば、ポツダム気象観測所で観測された 2025 年上半期の降水量は、1893 年の観測開始以来最も少なかったとされている²。

雨不足によって、各地の河川の水位は例年を大幅に下回っており、水運にも影響が出始めている。ドイツの内陸水運で最も重要な河川³であるライン川の足元の水位（カウプ周辺）は、大型の貨物船が貨物量を半減させる必要がある⁴とされる 135cm を下回っており、深刻な干ばつが発生した 2018 年と同程度の水準だ（右図）。ドイツ河川当局によると、既に物流コストの上昇と遅延が生じている模様。例年、河川の水位は 10 月頃にかけて低下していく傾向にあるため、このままのペースが続けば、今秋には貨物船が航行不能とされる 40cm を下回るおそれがある。

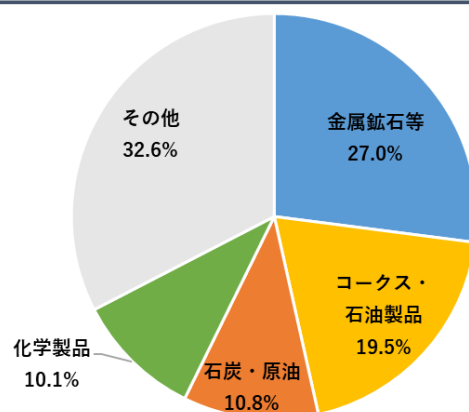
ライン川（カウプ周辺）の水位



（出所）CCNR

水運の目詰まりは、製造業を中心にドイツ経済の下振れリスクとなる。ドイツの内陸水運の内訳をみると、金属鉱石や石油製品、化学製品など製造業の上流工程で投入されるものが大きい割合を占めている（右図）。キール世界経済研究所の推計⁵では、ライン川（カウプ周辺）の水位が 78cm を下回った状態が 30 日間続くと、ドイツの鉱工業生産が 1%減少するとされる。この推計を基にすると、約 1.5 か月間続いた 2018 年の干ばつによる水位低下は、鉱工業がドイツの生産に占める割合が約 1/4 であることを踏まえると、10～12 月期の

ドイツの内陸水運輸送（重量ベース、2023年）



（出所）Eurostat

ドイツの GDP を 0.4%程度下押しした計算となる。ドイツの製造業は長い低迷からようやく底打ちの兆しを見せ始めたところだが、水運の混乱によって回復に水を差されるおそれがある⁶。

英国：雇用悪化が景気の重石に

英国の景気は減速している。関税引き上げ前の駆け込み需要が剥落するなか、雇用情勢の軟化と根強

² PIK 「Weather station in Potsdam shows driest first half-year since measurements began over 130 years ago」 2025 年 7 月 1 日

³ ドイツ連邦統計局によれば、ライン川は欧州域内で最も重要かつ最も交通の多い内陸水路であり、ドイツの内陸水運貨物の約 80%がライン川上を通るとされる。

⁴ ドイツ銀行 「Current water level of the Rhine brings back memories of the year 2022」 2023 年 6 月 23 日を参照。

⁵ Kiel Working Paper 「Extreme weather events and economic activity: The case of low water levels on the Rhine river」 2020 年 4 月

⁶ 詳細は 2025 年 7 月 4 日付 Economic Monitor 『欧州経済：猛暑と干ばつが新たな景気下振れリスクに』（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2920/>）を参照。

いインフレが個人消費の重石となっている。

5月の月次実質 GDP 成長率は前月比▲0.1%と、2か月連続のマイナスとなった。方向感を見るために後方3か月平均をとっても、回復ペースが鈍化していることが分かる（右図）。

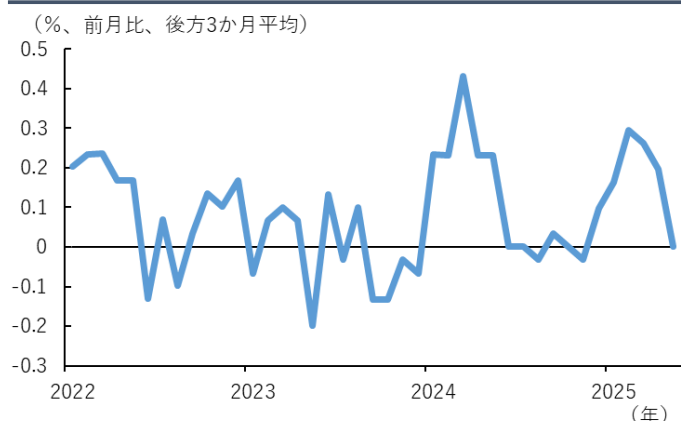
部門別の内訳をみると、鉱工業部門が前月比▲0.9%と3か月連続で前月から縮小したほか、建設部門も▲0.7%と前月（+0.9%）からマイナスに転じた。サービス部門（+0.1%）は小幅ながらプラス反転、農林水産部門は3か月連続で横ばいとなった。

輸出の停滞が、鉱工業部門の不振の主因となっている。2025年入り後、米トランプ政権による関税引き上げ前の駆け込み需要によって、米国向けの名目輸出は前年同月比+10%を超える高い伸びとなっていた（右図）。4月には全世界に対する10%の相互関税が導入されたこともあり、こうした駆け込み需要が剥落。米国向け名目輸出は前年同月比でマイナスに転じた。5月に入っても、米国向け名目輸出は▲4.5%、英国の名目輸出全体でも▲1.4%と、いずれも2か月連続で前年から減少した。

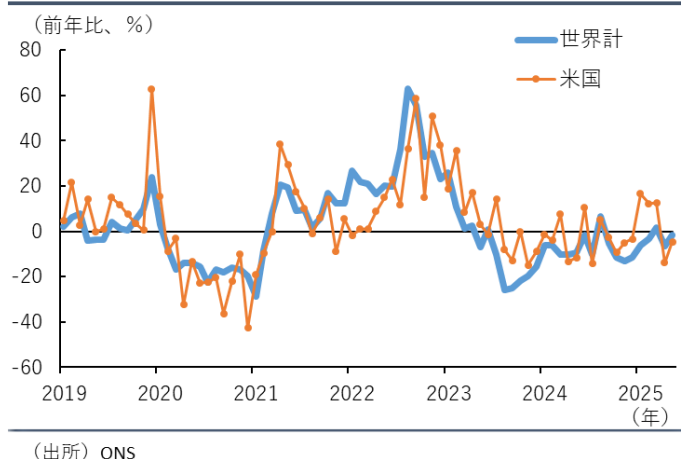
当面は英国の輸出は弱含みが続くだろう。5月8日に合意に至った米英貿易協定によって関税負担は若干軽減されるものの、ほとんどの対米輸出品に課されている10%の相互関税については維持されるため、輸出に下押し圧力がかかることは変わらない⁷。また、米国以外の貿易相手国の景気が減速することによる間接的な悪影響も及ぶだろう。

個人消費にも勢いがいない。5月の実質小売売上高は前年同月比▲1.3%と4か月振りのマイナスとなっており、未だにコロナ禍前の2019年の水準を回復していない（右図）。

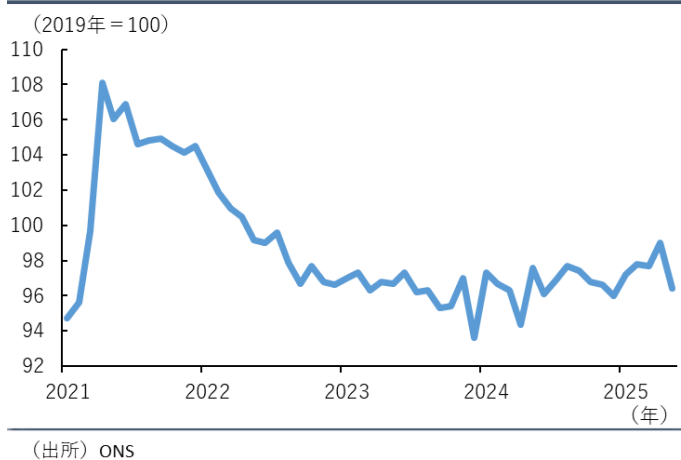
英国の月次実質GDP



英国の名目輸出



英国の実質小売売上高



⁷ 詳細は2025年5月15日付 Economic Monitor『英国経済：米英貿易協定の英景気浮揚効果は限定的』（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2868/>）を参照。

個人消費の重石となっているのが雇用の悪化と物価の高騰だ。3～5月の平均失業率は4.7%と、前月（4.6%）から上昇（右図）。2022年6～8月の3.8%を底に、緩やかながら悪化傾向が続いている。

インフレ率も再び上昇傾向にある。6月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+3.6%と前月（+3.4%）から加速（右下図）。サービス価格の高止まりが続くなか、財価格の伸びの再加速とエネルギー価格の下落幅の縮小が全体を押し上げている。

こうした雇用悪化とインフレ再燃は当面個人消費の重石となり続ける見通しだ。労働需要は減少傾向にあり、4～6月の平均求人数（農林水産業を除く）は72.7万件と、コロナ禍前の水準を下回って推移している。物価についても、エネルギー価格の下落による押し下げ効果の剥落が当面続く公算が大きいほか、4月からの水道光熱費の上限引き上げや社会保障負担の増加による価格転嫁が今後もインフレ圧力となるだろう。個人消費の力強い回復は当面期待しがたい。

英国の失業率



英国のCPI

