

欧州経済：2026年はインフラ投資・防衛支出の拡大が景気を下支え（改定見通し）

2025年のユーロ圏経済は、トランプ関税による輸出・製造業の低迷が続く一方、良好な雇用環境と安定した物価を背景に、個人消費を中心とした回復基調を維持。国別では、スペインやフランスが堅調な一方、米国向け輸出依存度が高いドイツとイタリアは自動車産業を中心に停滞が長期化。先行きは、関税負担が企業の生産活動や設備投資の重石となり、2026年前半にかけて成長ペースが鈍化する見通し。もっとも、ドイツやEUの財政規律緩和によるインフラ投資・防衛支出拡大が下支えとなるほか、年後半以降は関税の影響も一巡することで、再び潜在成長率程度の成長ペースへと回復する見込み。見通しの主なリスクとして、フランス国政や対米・対中関係といった不安定な内外の政治情勢が指摘可能。

ECBは、12月の理事会で4会合連続となる政策金利の据え置きを決定。景気が底堅さを保つか、ECBは2%の物価目標の達成に自信を深めており、当面は様子見姿勢を維持する公算が大。

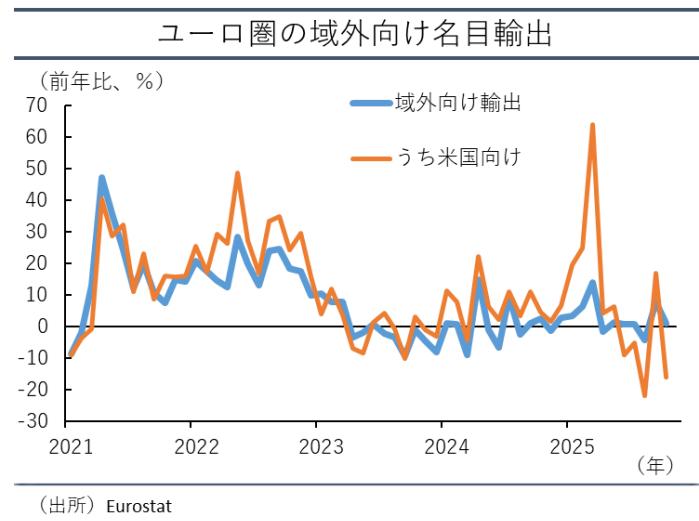
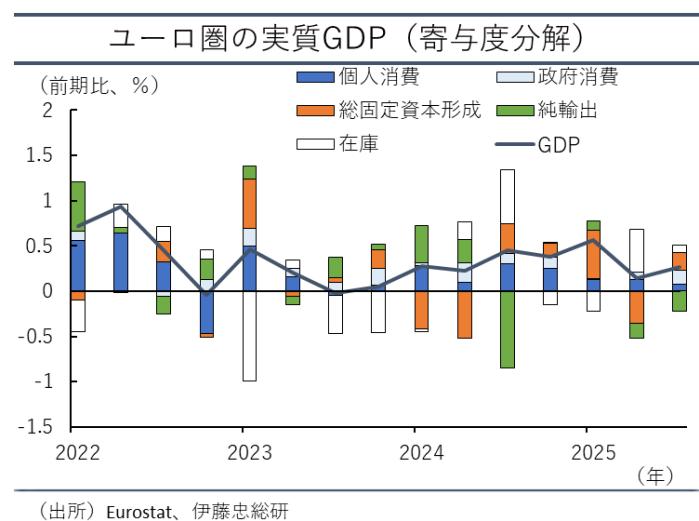
ユーロ圏現況：トランプ関税が重石となるも、景気は回復基調を維持

ユーロ圏では、個人消費を中心に景気は回復基調を維持している。

ユーロ圏の7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、4~6月期(+0.1%)から伸びが加速した（右図）。内訳をみると、トランプ関税の影響などから純輸出が下押し要因となった一方、底堅い個人消費や政府支出が景気を下支えした。

ユーロ圏の輸出は、ここ数カ月間、毎月の振れが大きくなっている。10月の域外向け名目輸出は前年同月比+1.0%と、大幅な伸びとなった9月(+7.7%)から減速した（右下図）。一方、8月には▲4.4%と大きく減少していた。

主因は、米国の関税措置の影響を受けた米国向け輸出の激しい変動だ。8月にEUからの輸入品に米国が課す相互関税が10%から15%へと引き上げられたことで落ち込んだ後、9月には米EU通商合意に基づき、EU製の自動車や航空機、ジェネリック医薬品などへの関税の引き下げが適用されたことが押し上げ要因となっていた。しかし、以前よりも関税負担が増していることなどを背景



に、10月の米国向け名目輸出は前年同月比▲15.9%と、前月(+17.0%)の高い伸びから反転し、再び大幅なマイナスとなった。

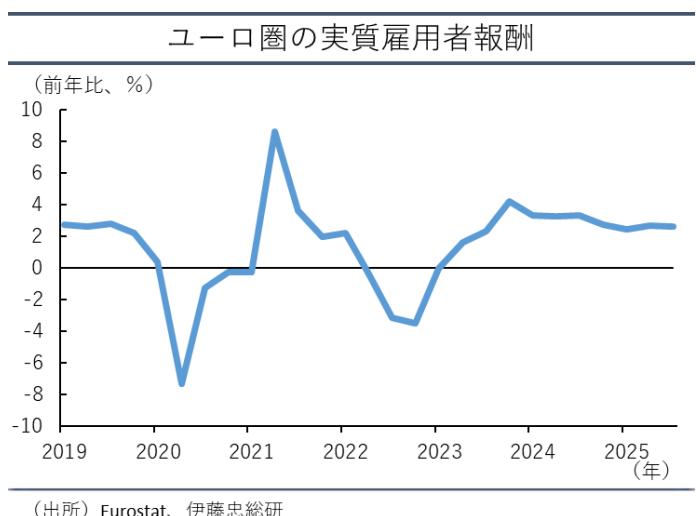
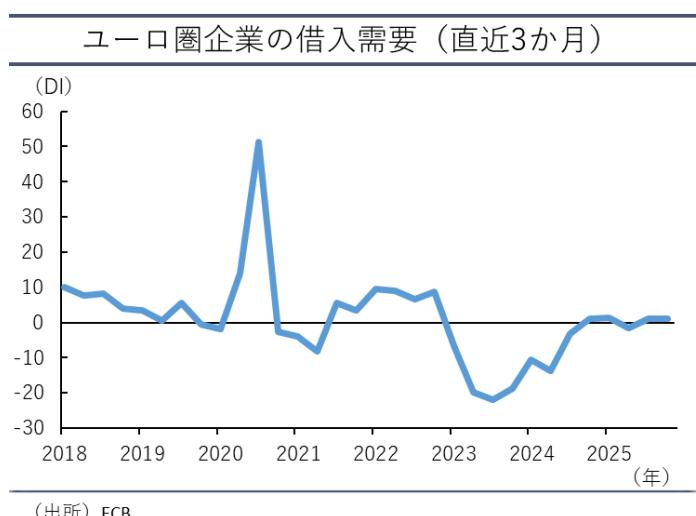
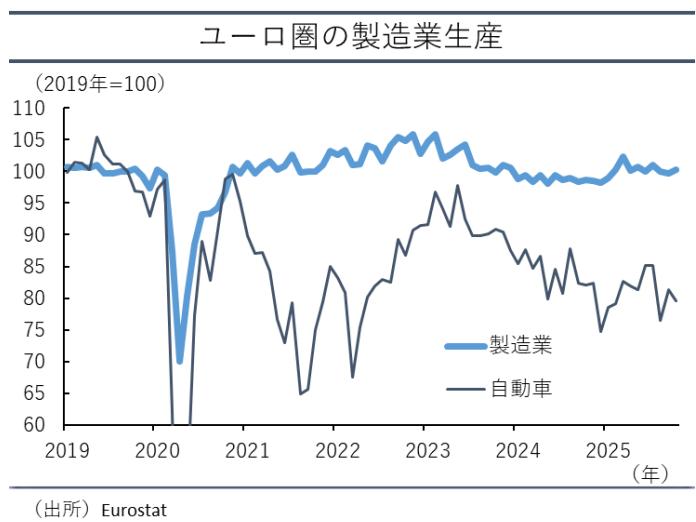
かねてからの自動車産業の不振にこうした関税負担が加わったこともあり、ユーロ圏の製造業の低迷は一段と長期化している。製造業生産は2025年初めには回復の兆しを見せていたものの、3月以降は失速。2025年10月時点でも、コロナ禍前の2019年とほぼ同じ水準にとどまっている(右図)。

景況感も冴えない。ユーロ圏の12月のPMI(購買担当者景気指数)は51.9と好不況の分かれ目となる50を上回っているものの、サービス業(52.6)が好調を維持していることが要因。製造業は49.2と50を下回っているうえ、前月(49.6)からも悪化するなど方向感も思わしくない。

設備投資にあたる総固定資本形成は7~9月期の実質GDPの押し上げ要因となっているものの、前期比でマイナスとなった4~6月期の反動という面が大きい。実際、欧州中央銀行(ECB)による域内金融機関への10月時点のアンケート調査(BLS: Bank Lending Survey)によれば、企業の資金需要が強まっているとの回答と弱まっているとの回答が拮抗しており、ユーロ圏の民間企業が投資に積極的になっている様子は見られない(右図)。

一方で、個人消費は底堅さを維持している。10月の実質小売売上高は前年同月比+1.5%と、夏場以降やや減速傾向はあるものの、16か月連続で前年から増加した。

背景には、良好な雇用環境と安定した物価動向を受け、実質所得の高めの伸びが継続していることが存在する。ユーロ圏の10月の失業率は6.4%と、統計開始以来の最低水準で推移している。また、11月の消費者物価指数(HICP)は前年同月比+2.1%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。こうしたなか、7~9月期の実質雇用者報酬



は前年比+2.6%と、4~6ヶ月期(+2.7%)からは僅かに低下したものの、堅調な伸びを維持した(前頁右下図)。

ユーロ圏主要国を国別にみると、2024年と同様に、スペインが好調を維持する一方、ドイツとイタリアの景気は停滞している(右図)。とりわけドイツ経済は、3年連続のマイナス成長こそ辛うじて回避することが見込まれているものの、2021年末にコロナ禍前の水準を取り戻して以降、経済規模がほとんど成長していない。

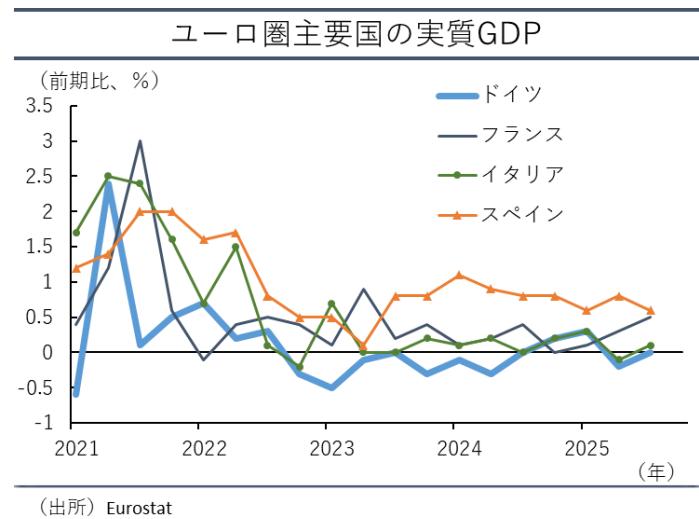
こうした格差の背景には、従前から存在する潜在的な成長率の違いに加え、経済構造の違いによってトランプ関税の影響度が異なることが指摘できる。スペインや2025年入り後に回復ペースを高めているフランスでは、底堅い個人消費やインバウンドの回復が景気をけん引している。一方、ドイツやイタリアは米国向け輸出の依存度が相対的に高く、自動車産業を中心とした製造業の低迷が景気の重石となっている状況だ。

ユーロ圏見通し：インフラ投資・防衛支出の拡大が景気を下支え

2026年を展望すると、ユーロ圏経済は底堅さを維持するものの、年前半にかけて成長ペースは鈍化する見通しだ。

インフレ率は、2026年も2%前後での推移が続くとみている。足元でサービス価格の伸びが再び拡大傾向に転じている(8月+3.1%→9月+3.2%→10月+3.4%→11月+3.5%、いずれも前年同月比)ことなどから、インフレ再燃への懸念の声も一部で聞かれるものの、サービスインフレの主因である賃金上昇率は引き続き低下基調にある。賃金の先行指標である求人票に掲載されている賃金の伸びも減速傾向が続いている、サービス価格の伸びも徐々に低下していく可能性が高いだろう(右図)。

安定した物価動向が続くなれば、個人消費は2026年も回復基調を保つ見通しだ。ペースこそ鈍化するものの、引き続き物価上昇率を上回る賃金上昇による実質所得の改善が消費の下支えとなるだろう。ただし、雇用環境にやや悪化の兆しがみられる点には注意が必要だ。依然として水準は低いものの、ドイツやフランスなどでは失業率が上昇傾向にある(次頁右上図)。こうした労働需給の緩みが消費者マインドを下押しすることで、2026年の個人消費の回復ペースは2025年からやや鈍化することが見込まれる。



企業部門では、当面は米国の関税措置によって輸出の停滞が続く公算が大きい。輸出が再び持ち直すのは、関税の影響が一巡する 2026 年後半以降になるとみている。

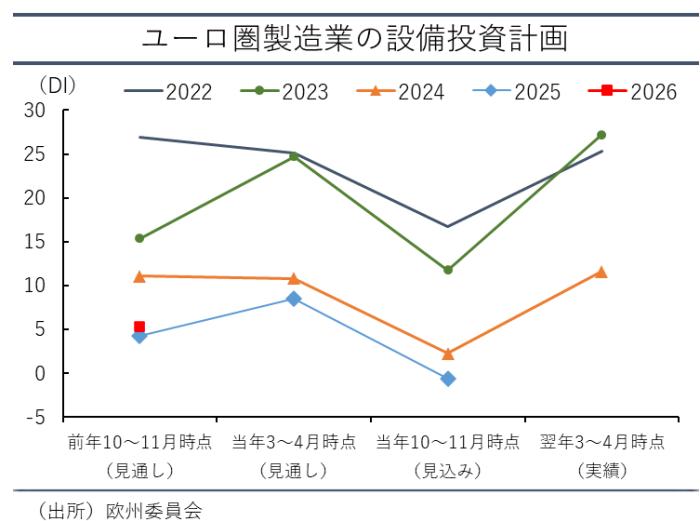
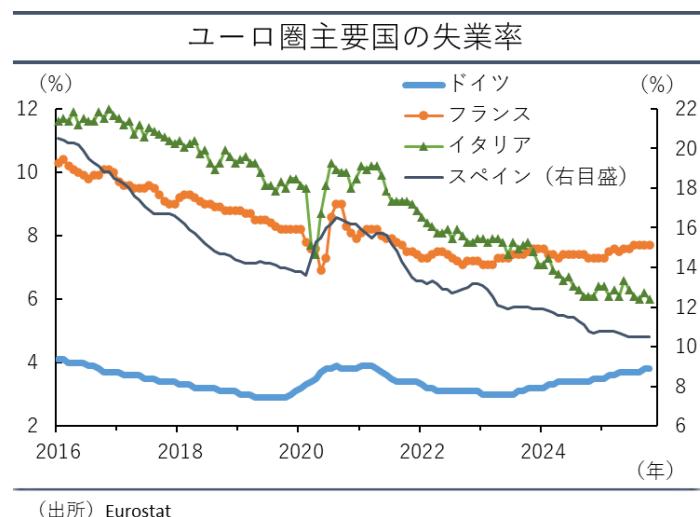
輸出の停滞が生産活動の重石となるなか、設備投資も盛り上がりに欠ける状況が続くだろう。欧州委員会のアンケート調査をもとにユーロ圏製造業の設備投資計画をみると、2026 年に設備投資を増加させる計画となっている企業の割合は、2025 年の同時点とほぼ同じ低水準にとどまっている（右下図）。

このようにファンダメンタルズがやや弱含んでいるユーロ圏経済だが、2026 年以降はドイツを中心とした政府主導のインフラ投資・防衛支出の拡大が景気を下支えすることが期待される。

ドイツでは 2025 年 3 月に、憲法にあたる基本法の改正案が上下両院で可決された。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（右下図）。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。

今回の財政規律緩和による GDP への影響を、一定の仮定のもとで推計したところ、ドイツの実質 GDP 成長率は 2026 年に 0.5%pt 程度押し上げられる可能性があるとの結果が得られた（次頁右上図）¹。ドイツ経済の規模はユーロ圏経済の 3 割弱を占めるため、ユーロ圏の実質 GDP 成長率の押し上げ効果は 0.1%pt 強となる計算だ。

加えて、欧州委員会も EU 加盟国の防衛費拡大を後押ししている。欧州委員会は 2025 年 3 月、8,000 億ユーロ規模の「ReArm Europe Plan（欧



ドイツ基本法改正案の主な内容

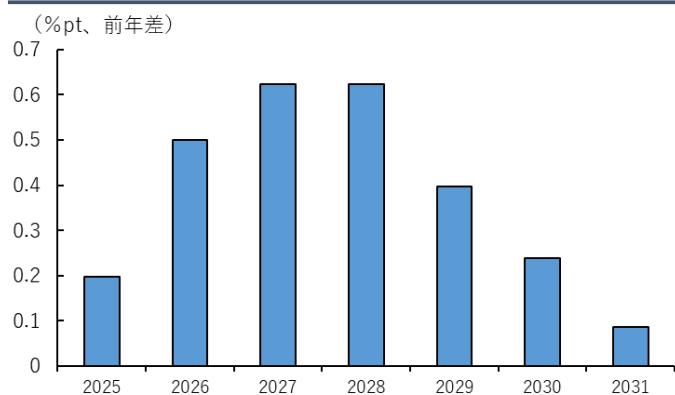
防衛費	GDP比で1%を超える防衛費を債務ブレーキの対象外に
インフラ投資	12年間で5,000億ユーロ規模のインフラ投資特別基金を創設。うち1,000億ユーロは気候変動対策に
州政府予算	GDP比で0.35%までの債務を州政府予算で可能に

（出所）ドイツ連邦議会、各種報道等

¹ 詳細は 2025 年 4 月 4 日付け 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。

州再軍備計画）」を発表した。欧州の防衛産業に投資するための新たな融資枠が設定されたことに加え、EU 加盟国は 2025 年からの 4 年間、GDP 比で 1.5%まで EU の財政規律の枠外で防衛費を増額することが可能となった。ウクライナ危機の長期化や米国の関与低下などによって必要性が高まる欧州諸国の防衛能力の強化を、財政面からサポートする形だ。欧州の防衛関連費は海外からの装備品購入などの割合が高く、経済への波及効果は小さいとする見方も多いものの、政府支出の増加は一定程度景気の下支えとなるだろう。

ドイツ財政規律緩和の実質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

上記を踏まえ、ユーロ圏の景気は先行きも底堅さを維持する見通しだ（下図）。2026 年は、米国の関税措置が重石となる一方、個人消費や政府支出が下支えとなることで景気減速は小幅にとどまるとしている。2027 年にかけては、トランプ関税の影響が一巡するなか、ドイツを中心としたインフラ投資の本格化などから、概ね潜在成長率程度の成長ペースとなる見込みだ。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2023 実績	2024 実績	2025 予想	2026 予想	2027 予想
実質 G D P	0.4	0.9	1.3	1.1	1.3
個人消費	0.5	1.3	1.3	1.1	1.2
総固定資本形成	2.4	▲2.0	2.5	1.4	1.9
在庫投資（寄与度）	(▲1.0)	(▲0.1)	(0.4)	(0.0)	(▲0.0)
政府消費	1.5	2.2	1.6	1.5	1.6
純輸出（寄与度）	(0.3)	(0.3)	(▲0.6)	(▲0.1)	(▲0.0)
輸 出	▲0.7	0.0	1.9	1.8	2.1
輸 入	▲1.3	0.0	3.4	2.3	2.3

(出所) Eurostat、伊藤忠総研

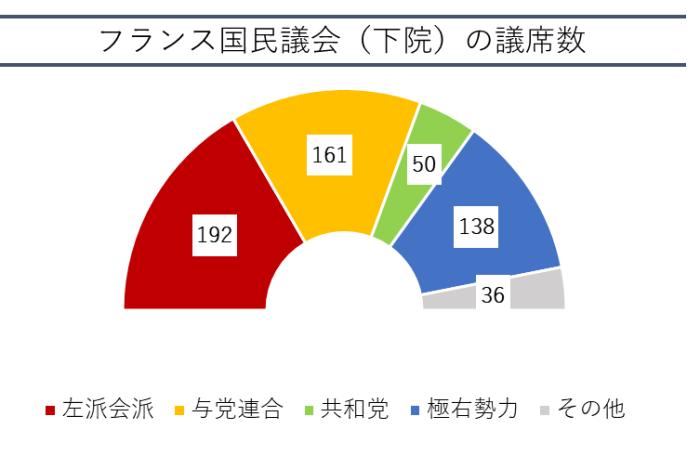
こうした見通しの主なリスクとして、不安定な内外の政治情勢が挙げられる。

内政面では、フランスを中心に多くの欧州諸国で流動的な政情が続いている。フランスの国政は、直近 2 年間で首相が 4 度交代するという極めて不安定な状況だ。その背景には、2024 年の解散総選挙で、与党勢力（中道）・左派勢力・極右勢力がそれぞれおよそ三分の一の議席を獲得し、どの勢力も過半数に達しない「ハングパーラメント（宙づり議会）」という状態に陥ったことが存在する（次頁右上図）。議会構成が変わらないなかでは、首相が何度も交代しても状況は改善しない。実際に 2026 年度の予算協議は難航しており、昨年に続き年内の予算成立は不可能な情勢となった。政局の不安定さや財政健全化の遅れが市場で意識され、国債利回りが一層上昇するようなことがあれば、景気を下押しする懸念がある。

環境政策やウクライナ支援などで EU 加盟国の足並みの乱れも目立ち始めている。2035 年にガソリン車の新車販売を禁止するという EU の方針を巡っては、ドイツやイタリアが撤回を要求する一方で、フ

ランスやスペインは維持すべきと主張した。結果的には 2035 年以降も条件付きでガソリン車の販売を認める形となつたが、こうした EU の規制方針を巡る不透明感は企業の意思決定の妨げとなる。また、12 月にバビシュ氏が首相に返り咲いたチェコをはじめ、ウクライナ支援に消極的な加盟国が増えており、地政学リスクが増大する懸念も高まりつつある。

2026 年にはいくつかの EU 加盟国で国政選挙が予定されているが、欧州の政治情勢という観点では 4 月に実施予定のハンガリーの総選挙が重要だ。ハンガリーでは、反 EU の代表格とされるオルバーン首相率いる与党フィデスが 15 年間政権を維持してきたが、直近の世論調査では親 EU 路線の新興政党ティサが支持率でフィデスと拮抗しており、政権交代の可能性が取り沙汰されている。ハンガリーでの政権交代の有無は EU 全体の一体感にも大きく影響を及ぼすため、動向を注視する必要がある。



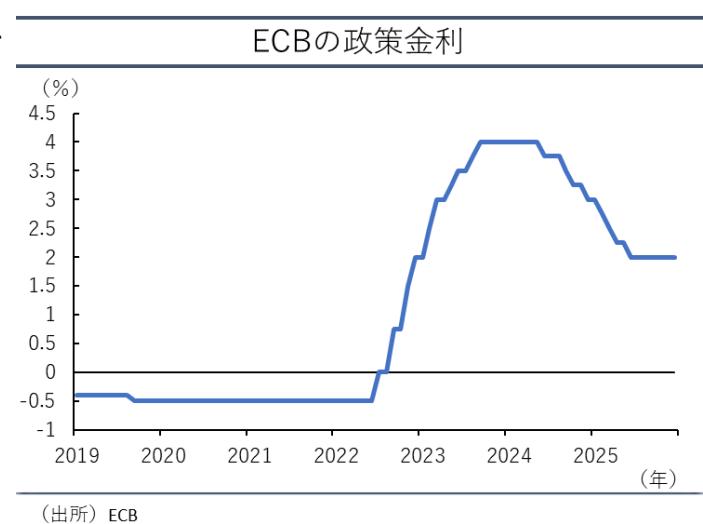
(出所) フランス国民議会

外政面では、ウクライナ情勢や中東情勢などの地政学リスクに加え、対米・対中関係の悪化による景気下押しリスクに注意が必要だ。米国とは、2025 年 7 月に関税交渉で合意したことで当面は貿易戦争の突入を回避したが、鉄鋼・アルミなど一部の品目については引き続き交渉が継続している。また、米国は EU のデジタル規制の緩和を要求している一方、EU 側は外圧による規制緩和には応じない姿勢を崩しておらず、対立の火種は燻ったままだ。中国とは、オランダの中国系半導体メーカー・ネクスペリアを巡る対立のほか、貿易不均衡を巡って関係が悪化しつつある。EU は、2024 年から中国製 EV に対して追加関税を課しているが、2026 年からは中国からの輸入品を念頭に鉄鋼関税の引き上げや少額輸入品への関税導入を予定している。一方、中国も 2025 年 12 月に EU 産の豚肉や乳製品に対して事実上の関税引き上げを決定した。対立がさらに激化すれば、ユーロ圏の輸出の停滞も一段と長期化するおそれがある。

ECB：景気が底堅く安定するなか、当面様子見姿勢へ

欧州中央銀行（ECB）は 12 月 18 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）。8 会合ぶりの金利据え置きとなった 7 月以降、4 会合連続で金利を据え置いた。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、足元の景気は底堅さを保っている一方、サービスインフレが上振れたことは想定外であったとの認識を示した。今後の金利の道筋については、「会合ごとに」「データ次第で」判断するという従来通りの



考えを維持しつつも、「我々（金融政策）は良好な位置にある」と、当面の政策変更に慎重な姿勢を示した。

四半期に一度公表される ECB スタッフの経済見通しでは、2027 年にかけての実質 GDP 成長率が引き上げられたほか、2026 年のインフレ率も上方修正された（右図）。また、今回から予測範囲に含まれた 2028 年については、景気が堅調ななか、インフレ率も ECB の目標である 2%に収束するという見通しが示されており、ECB が物価安定目標の達成に対して自信を深めていることが窺える。

先行きの金融政策については、ECB は当面の間政策金利を据え置くと予想する。上述の通り、景気は底堅く推移しており、インフレ率も ECB の目標である 2%前後での推移が続いている。米国の関税政策による影響や、ユーロ高による輸出下押し・デフレ圧力の程度を注視しつつ、ECB は様子見姿勢を続けるとみている。

