

## 欧州経済：対米関係に振り回される状況が続く

ユーロ圏景気は、良好な雇用環境と安定した物価動向を背景に、個人消費を中心に回復基調を維持。賃金上昇率は減速しつつあるものの、それに伴い高止まりしているサービス価格の伸びも鈍化することが見込まれるため、先行きも消費者物価を勘案した実質所得の増加が個人消費を下支えする見通し。企業部門では、米国の関税措置の影響で輸出の停滞が続くなかでも、製造業生産に回復の兆し。自動車生産の下げ止まりとインフラ投資・防衛支出拡大による資本財生産の好調が背景。ただし、グリーンランドを巡る対立激化に象徴されるように、対米関係次第で製造業の回復が再び妨げられる懸念は拭えず。フランスでは、審議が越年していた 2026 年予算が成立する見込みとなったものの、財政再建は一段と後ずれ。どの勢力も過半数に満たない議会構成が変わらないなか、不安定な政治情勢は改善が見込み難く、金利上昇による景気下押し圧力は拭えず。

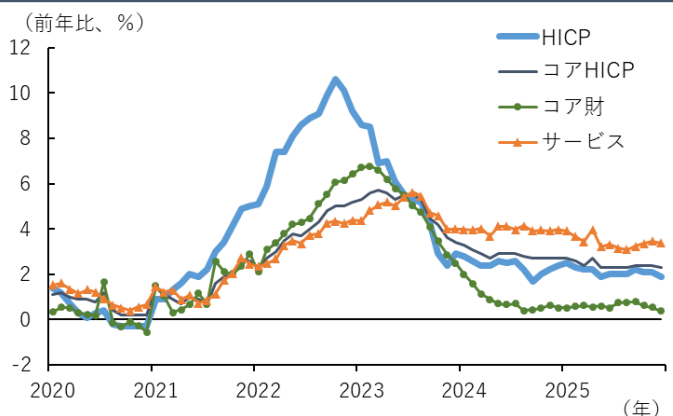
### ユーロ圏：個人消費を中心に景気は回復基調を維持

ユーロ圏景気は、個人消費を中心に回復基調を維持している。ユーロ圏の 11 月の実質小売売上高は前年同月比 +2.3% と前月 (+1.9%) から加速し、17 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 11 月の失業率は 6.3% と前月 (6.4%) から低下し、統計開始以来の最低水準で推移している。また、12 月の消費者物価指数 (HICP) も前年同月比 +1.9% と前月 (+2.1%) から低下しており、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 (右上図)。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 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。

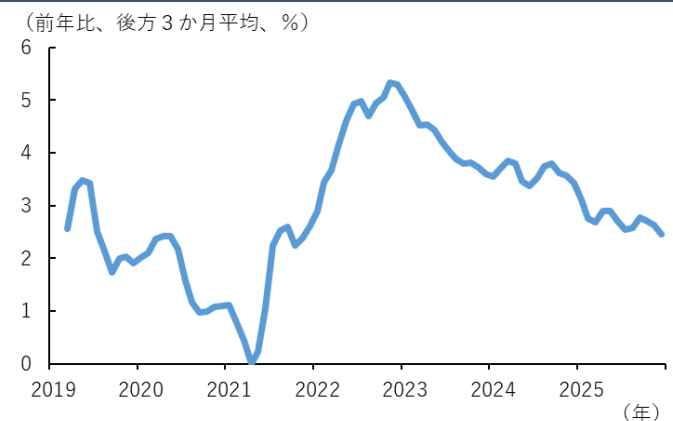
先行きも、安定した物価動向が続くなか個人消費は回復基調を保つ見通しだ。インフレ率は当面 2% 前後での推移が続くとみている。サービス価格の伸びは高止まりが続いているものの、サービスインフレの主因である賃金上昇率は引き続き低下基調にある。賃金の先行指標である求人票に掲載

#### ユーロ圏のHICP



(出所) Eurostat

#### ユーロ圏の求人票掲載賃金



(出所) Indeed Hiring Lab

されている賃金の伸びも減速傾向が続いており、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（前頁右下図）。この先、賃金上昇率の鈍化ペースに追いつくようサービス価格の伸び鈍化が進み、消費者物価を勘案した実質所得の増加傾向が続くことで、個人消費は底堅く推移するだろう。

企業部門では、米国向けを中心とした輸出の停滞が重石となる一方で、長引く製造業の低迷によりやがて底打ちの動きがみられつつある。

ユーロ圏の輸出は、大きな振れを伴いながら、総じてみれば停滞感の強い状況が続いている。11月の域外向け名目輸出は前年同月比▲3.4%と、3か月ぶりにマイナスに転じた（右図）。

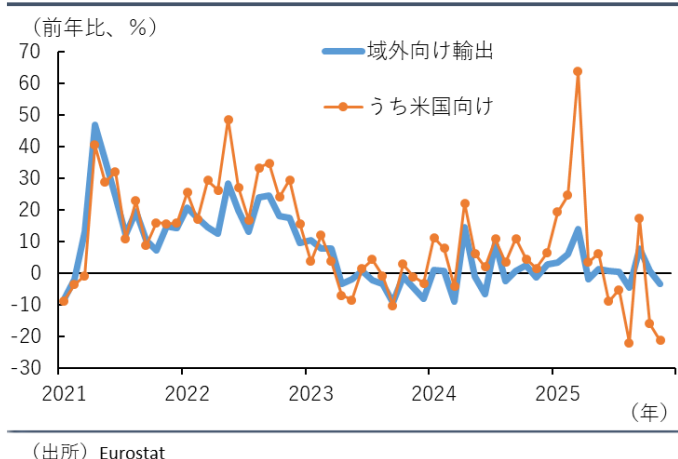
主因は、米国の関税措置の影響を受けた米国向け輸出の減少だ。8月にEUからの輸入品に米国が課す相互関税が10%から15%へと引き上げられたことで、ユーロ圏の米国向け名目輸出は大きく落ち込んだ。9月には米EU通商合意に基づき、EU製の自動車や航空機、ジェネリック医薬品などへの関税の引き下げが適用されたことで一時的に押し上げられたものの、以前よりも関税負担が増していることなどを背景に、10月以降は再び大幅なマイナスに転じている。

このように輸出が停滞するなかでも、ユーロ圏の製造業にはようやく回復の兆しが見えつつある。11月の製造業生産は前年同月比+2.6%と高めの伸びとなり、米国の関税引き上げ前の駆け込み需要という特殊要因などで生産が増加した2025年3月を除けば、2023年6月以来29か月ぶりにコロナ禍前の2019年の水準を取り戻した（右図）。域内自動車販売の回復などにより自動車生産が下げ止まっていることに加え、ドイツのインフラ投資拡大や欧州各国の防衛支出拡大方針によって資本財生産が持ち直していることなどが背景にある。

製造業のマインドも底打ちしつつある。ユーロ圏の代表的なマインド指標の一つである製造業信頼感を引き続き低水準にとどまっているものの、方向感としては緩やかに改善している（次頁右上図）。また、この調査からも、輸出向けの受注は低迷している一方で、足元の生産状況や先行きの生産見通しが改善傾向にあることが見て取れる。

ただし、米国の関税政策が再び製造業の回復の足かせとなるリスクは残存している。グリーンランドを巡って米欧関係が悪化するなか、トランプ米大統領は1月17日、デンマークがグリーンランドの買収

ユーロ圏の域外向け名目輸出



ユーロ圏の製造業生産



交渉に応じない場合、デンマークのほか、米国によるグリーンランド購入に反対を表明した欧州 7 か国を含んだ計 8 개국<sup>1</sup>に対して懲罰的関税を課すと宣言した。具体的には、2 月 1 日から 10%の追加関税を課し、6 月 1 日には税率が 25%に引き上げられる予定とされた。欧州諸国は米国のこうした動きに強く反発。米国からの関税が発動された場合、昨年の米 EU 通商合意に基づく米国製品への関税引き下げが見送られるだけでなく、延期されていた 930 億ユーロ相当の米国製品に対する報復関税が 2 月 7 日から発動される可能性があった。

その後、トランプ米大統領が 1 月 21 日に自身の SNS で欧州 8 か国への追加関税を見送ると表明したことで、当面の貿易摩擦の激化懸念は後退した。しかし、今回の一連の騒動はトランプ政権が昨年の米 EU 通商合意を経ても関税を交渉材料として用いることを強く印象付けた。今後も様々な理由で欧州諸国への関税が引き上げられる可能性は拭えず、実際に追加関税が課されれば米国向け輸出が一段と落ち込むことはもちろんのこと、そうした不確実性の高さ自体が企業のマインドを下押しするおそれがある。

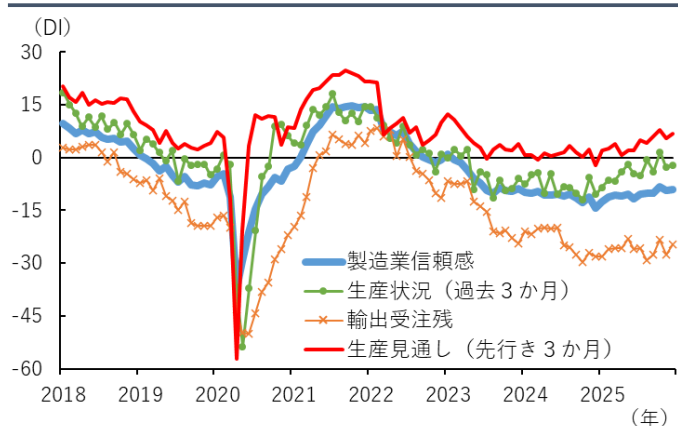
フランス：2026 年予算は成立する見込みだが、国政の不安定さと財政再建の遅れは不変

フランスで、与野党間の協議が難航したことで越年していた 2026 年予算が成立する見通しとなった。ルコルニュ首相は 1 月 20 日、議会の採決を経ずに予算を成立させる特別な手続き（憲法 49 条第 3 項、以下憲法 49.3 条）を用いて、2026 年予算案の歳入部分について下院を通過させた。ルコルニュ首相は就任時にこの手段を使わないと公言していたが、通常審議による早期の予算成立が見込めないなかで方針転換を余儀なくされた形だ。

内閣が憲法 49.3 条によって予算案を通過させた場合、議会は内閣不信任案を提出することができ、不信任案が可決された場合は予算案は廃案となる。既に極左政党「不服従のフランス」が不信任案の提出を表明しているほか、極右政党「国民連合」も追隨する可能性が高い。もっとも、ルコルニュ首相は事前に野党で穏健左派の「社会党」から不信任案に賛成しない約束を取り付けているとみられるため、不信任案は否決され、2026 年予算が成立する公算が大きい。

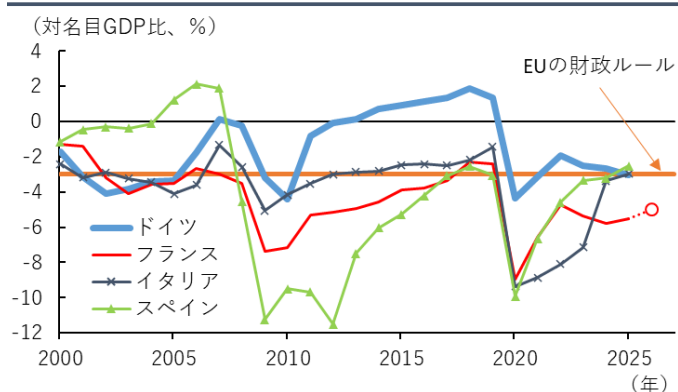
2026 年予算を巡る混乱が一段落した一方で、フランスの財政再建はさらに遠のくこととなった。社会党の協力を引き出す見返りに、年金改革の先送りに加え、所得税の凍結や公共住宅の整備とい

ユーロ圏の製造業信頼感



(出所) 欧州委員会

欧州各国の財政収支



(出所) 欧州委員会、フランス国民議会

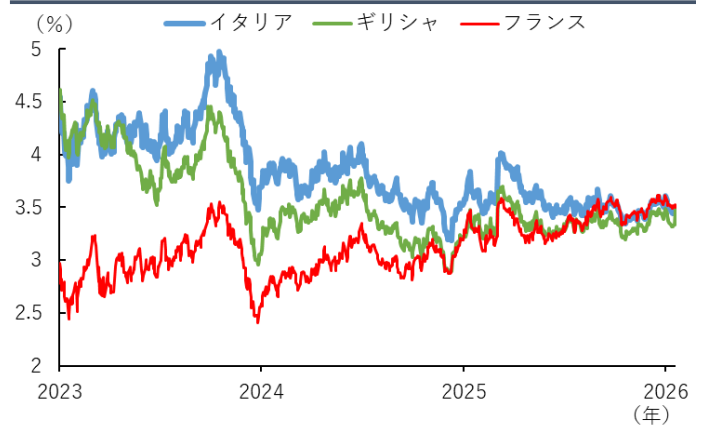
(注) 2025年は欧州委員会予測、仏の2026年は審議中の予算案に基づく。

<sup>1</sup> 英国、ノルウェーと、EU 加盟国のドイツ、フランス、オランダ、スウェーデン、フィンランド、デンマークの計 8 か国。

った同党の要求を受け入れたためだ。今回の予算案では 2026 年の財政赤字は対 GDP 比で 5%程度になるとみられており、他の欧州主要国と比較しても、フランスの財政収支改善の遅れが目立つ（前頁右下図）。

こうした財政状況や不安定な政治情勢を背景に、フランスの金利は上昇傾向が続いている。同国の 10 年国債利回りは、2025 年後半以降、イタリアやギリシャの 10 年国債利回りを上回る状況が継続（右図）。フランスは既に EU の財政規律に違反しているとして「過剰赤字手続き」という是正措置の対象であるが、規律の一つである財政赤字 3%未満というルールから大きく逸脱する状況が続くことになる。今後も赤字の削減が進まなければ、EU からの資金拠出の停止や、最終的には罰金が科される可能性もある。そうした事態に至れば、財政余地の減少による直接的な影響に加え、さらなる金利の上昇によってフランス景気が下押しされる恐れがある。

各国の10年国債利回り



(出所) Bloomberg L.P.

フランスの予算審議は 2 年連続で越年したが、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。これにより、2 年間で首相が 4 度交代するなどフランスの国政は極めて不安定な状況となったが、議会構成が変わらないなかでは、首相が何度交代しても状況は改善しない。少なくとも、2027 年 4 月頃に実施予定の大統領選挙と、その後に実施されると見込まれる国民議会（下院）の解散総選挙を経るまでは、フランスの政治情勢は不安定な状況が続くだろう。