

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

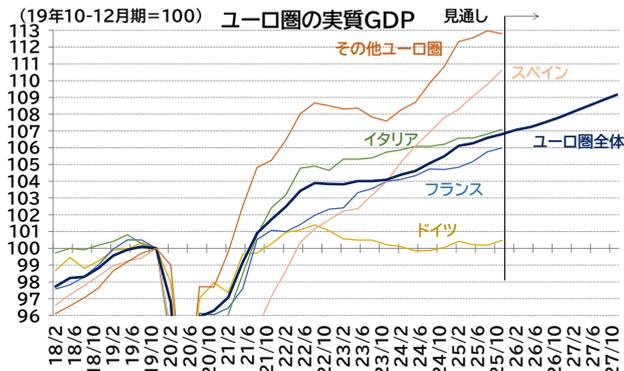
— 中東情勢の緊迫化で逆風が強まる

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

経済研究部 主任研究員 高山 武士
(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

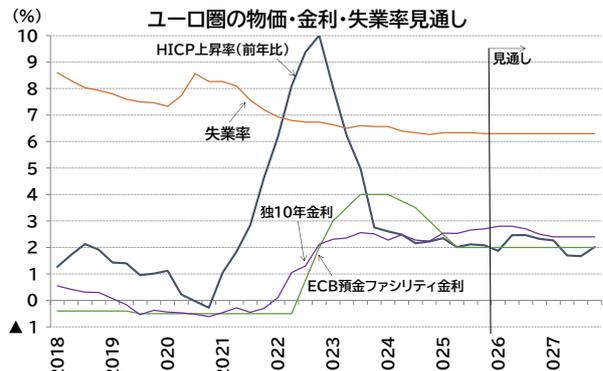
1. ユーロ圏経済はトランプ関税などに翻弄されつつも、緩やかな回復を続けてきた。ユーロ圏の 10-12 月期の実質成長率は前期比 0.2% (年率換算: 0.8%) となった。輸出は伸び悩んだものの、内需が成長の原動力となっている。また、2 月の H I C P (速報値) は総合指数伸び率で前年比 1.9%と目標付近で推移している。
2. 足もと、中東紛争の激化によるエネルギー価格の上昇がユーロ圏経済の回復シナリオを脅かす要因となっている。エネルギー価格が高止まりすれば、輸入価格の上昇に伴う交易条件の悪化により、ユーロ圏のインフレ率押し上げ、成長率押し下げとして作用し、経済への悪影響は避けられないだろう。
3. E C B は昨年 7 月以降、全会一致で政策金利を中立金利水準と見られる 2%に据え置いているが、中東紛争の激化を受けてインフレ上振れへの警戒も強めている。
4. 先行きについては、中東での戦闘が 4-6 月期の早い時期には収束に向かい、エネルギー価格もピークアウトするとの前提のもと、内需を中心としたユーロ圏経済の緩やかな回復基調は途切れず、成長率は 26 年 1.0%、27 年 1.2%と予想する。インフレ率は 26 年はやや目標を上回るものの 27 年には再び目標付近に回帰するだろう (26 年 2.3%、27 年 1.9%)。また、足もとのエネルギー高は基調的なインフレ率や期待インフレ率を大きく押し上げるには至らず、E C B は政策金利を予測期間にわたって据え置くと予想する。
5. 成長率、インフレ率ともに上下双方に不確実性が存在するが、足もとでは中東情勢の緊迫化でエネルギー価格のさらなる上昇や高止まりのリスクが増している。エネルギー高が長期化すればそれだけ交易条件は悪化し、成長率が下振れ、インフレ率が上振れる要因となる。

(図表 1)



(注)季節調整値で19年10-12月期を100として指数化。見通しはユーロ圏全体のみ
(資料)Eurostat、ニッセイ基礎研究所 (四半期)

(図表 2)



(資料)Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所 (四半期)

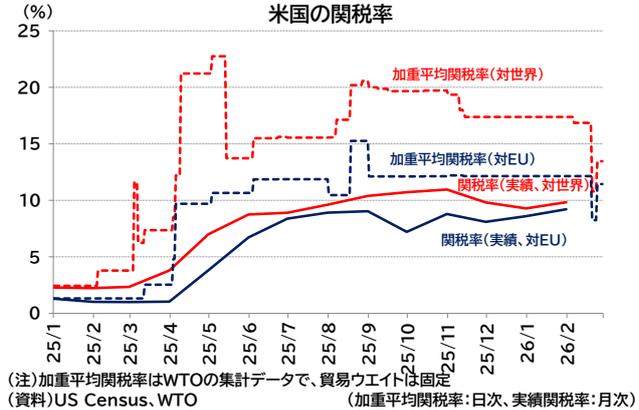
1. 経済・金融環境の現状

(関税政策およびエネルギー高の状況)

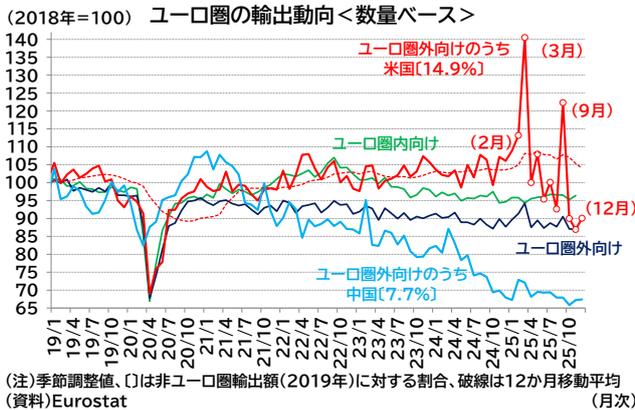
ユーロ圏¹経済はコロナ禍とエネルギー危機といったショックに見舞われた後、緩やかな回復が続いてきた。25年は米トランプ大統領の関税政策（トランプ関税）に翻弄されたが、経済への悪影響を限定的にとどめてきた。しかし、足もとでは中東紛争の激化がユーロ圏経済の回復シナリオを脅かす要因となっている。

米国の関税政策を巡る不確実性は引き続き高い。米国のEUに対する関税は、25年の米EUの合意を経て、相互関税が15%（8月7日以降、最恵国関税率含む）、品目別関税が自動車関連15%（8月1日以降（遡及適用）、最恵国関税率含む）となっていた²。しかし、米国連邦最高裁が国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく関税を違憲と判断したことを受けて、相互関税が停止され（品目別関税は継続）、代替として通商法122条に基づく課徴金10%が課されることとなった（2月24日以降、最恵国関税率に上乗せ）³。トランプ大統領はこの課徴金を15%に引き上げる意向も示している（ただし、本稿執筆時点では未実施）。現時点での米国のEUへの関税措置は、全体としてみれば相互関税時とほぼ同水準の負担と見込まれる（図表3）。一方で、他地域におけるIEEPAによる高負担の関税が停止されたことで、EUの相対的な関税負担の優位性は低下した（他地域への関税負担との乖離が縮小している）。

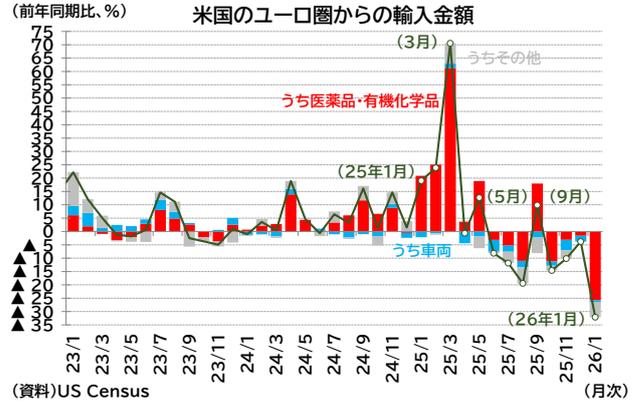
(図表 3)



(図表 4)



(図表 5)



ユーロ圏の対米貿易は、医薬品関税が引き上げられるとの懸念から、25年は振れの大きい展開が続いてきた（図表4・5）。ただし、駆け込み需要が見られた医薬品・有機化学品を除けば前年割れの推移が定着、26年1月はベース効果の影響もあり、医薬品・有機化学品も前年比大幅マイナスとなった（図表5）。米国以外の輸出でも、主要輸出相手国である中国での内需不振に加えて、エネルギー危機後に深刻化した競争力の低下やトランプ関税後に進行したユーロ高が輸出企業への逆風

¹ 26年1月1日からブルガリアがユーロを導入しユーロ圏は21か国となった。本稿では基本的にユーロ圏21か国を対象とする。

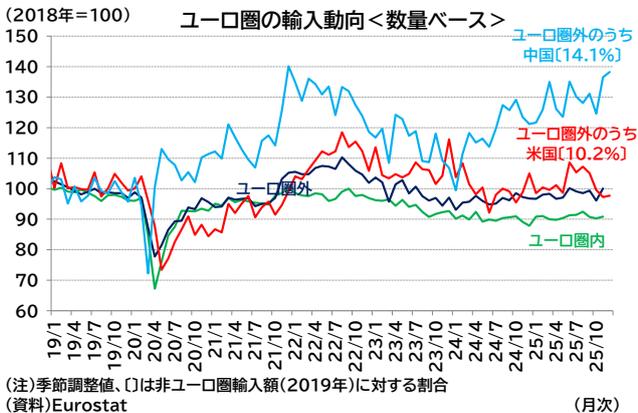
² 相互関税は、米国において入手不可能な天然資源（コルクを含む）、航空機・同部品、ジェネリック医薬品など一部が対象外となった。品目別関税は自動車のほか、鉄鋼・アルミや木材などに10-50%の関税が課せられているが、EUは自動車のほか、木材派生製品が他地域より低く15%となった（最恵国関税率含む）。また、半導体・医薬品・木材に品目別関税を課す場合には最大15%とされた。

³ 欧州議会は米国連邦最高裁の違憲判決を受けて、合意されている米国との貿易協定の批准手続きを停止した。

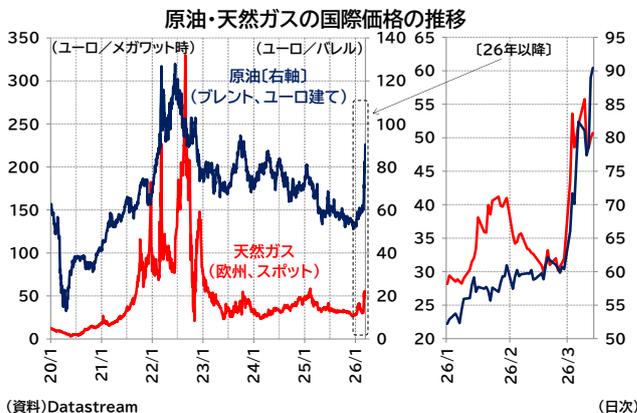
となっていることから、ユーロ域外全体への輸出も鈍化傾向となっている（図表4）。

なお、輸入については、中国からの輸入が24年頃から趨勢的に増えている（図表6）。中国は内需不振による供給過剰で輸出の価格競争力が増しており、加えて、25年の対中トランプ関税によって米国向け輸出が難しくなったことで、ユーロ圏を含む他地域への輸出攻勢を強めている可能性もある。

（図表6）



（図表7）



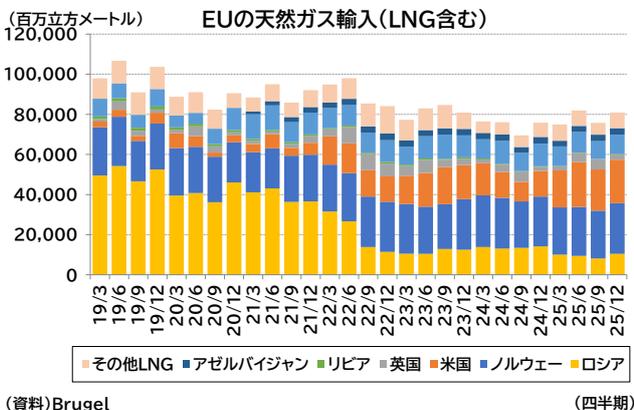
足もと中東情勢の緊迫化がユーロ圏経済の逆風となっている。

2月末に米国・イスラエルがイランを攻撃、最高指導者であるハメイニ師を殺害、イランが報復・抗戦し、ホルムズ海峡が実質的に封鎖されたことで、エネルギー価格が急上昇した（図表7）。

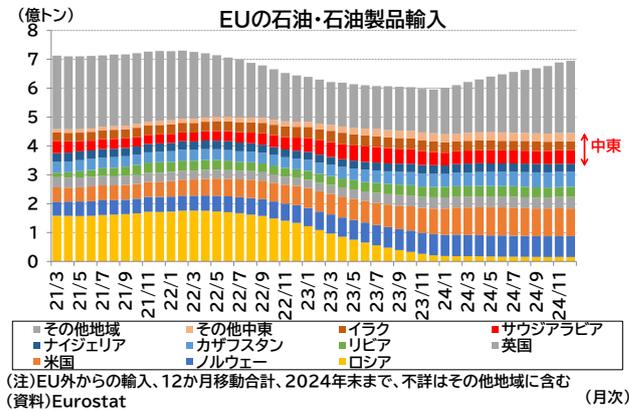
EUは22年のロシアによるウクライナ侵攻時にエネルギー危機を経験したが、当時はエネルギー依存度の高かったロシア産のエネルギー（特に代替の困難なパイプライン経由の天然ガス）が物理的に不足したという点で、今回とは異なる。EUのエネルギーの中東依存度は当時のロシア依存度より小さい（図表8・9、なお図表8の主要国からの天然ガス輸入に中東は表示されていないが、比較的規模が大きい国はカタールでEUのLNG輸入の6%程度（金額ベース））。当時は、物理的なエネルギー不足からエネルギーの節約（「節ガス」）が不可避となりガス価格は著しい高騰を見せたが、今回、現時点では物理的なエネルギー不足への懸念は当時ほどは強くない。

ただし、エネルギー価格が高止まりすれば、輸入価格の上昇に伴う交易条件の悪化により、ユーロ圏のインフレ率押し上げ、成長率押し下げとして作用する。中東情勢緊迫化によりユーロ圏経済への悪影響が生じることは避けられないだろう（具体的な見通しは後述）。

（図表8）



（図表9）

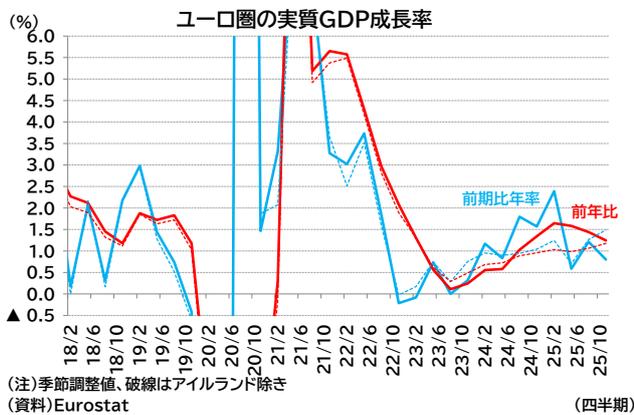


（ 実体経済：10-12月期も安定成長が継続 ）

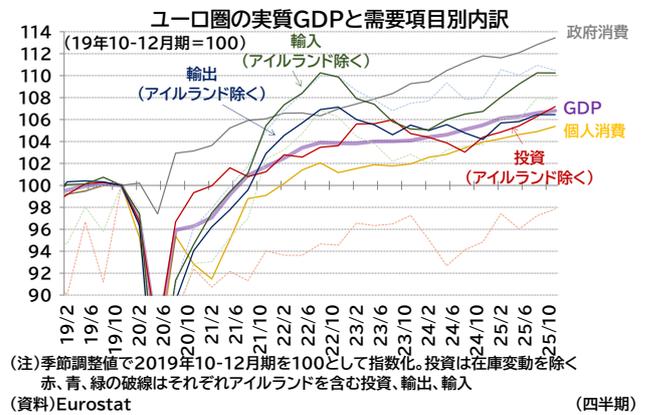
ユーロ圏の25年10-12月期の実質成長率は前期比0.2%（年率換算：0.8%）となった（図表8）。

25年の成長率は、1-3月期（前期比0.6%、年率2.3%）にトランプ関税に関する前倒し生産・輸出で大幅に加速した後、4-6月期（前期比0.1%、年率0.6%）、7-9月期（前期比0.3%、年率1.2%）に続き緩やかな成長が継続、大幅な反動減も回避されている。基調的な動きを追いやすい前年比も10-12月期は1.2%と1%台半ばの成長を維持している（図表10）。また、暦年成長率は25年1.4%となり、24年の0.9%から上昇した。

（図表10）

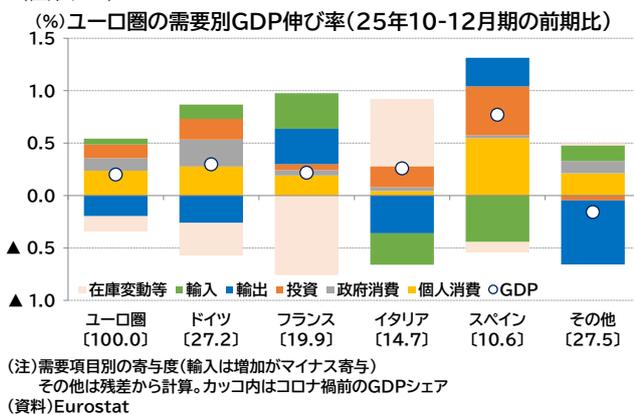


（図表11）

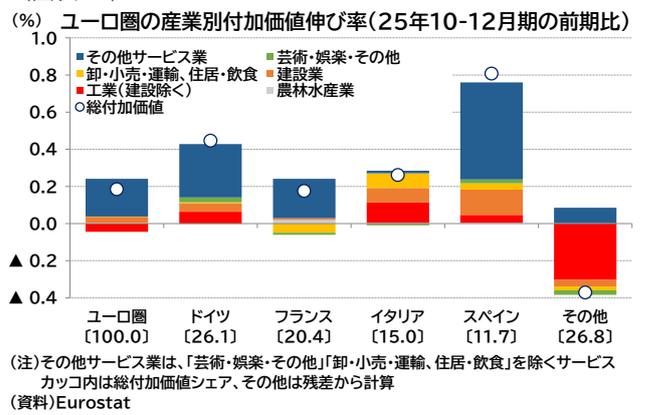


ユーロ圏全体の需要項目別の前期比成長率は、個人消費0.5%（前期：0.3%）、投資0.6%（前期：1.3%）、政府消費0.5%（前期：0.7%）、輸出▲0.4%（前期：0.8%）、輸入▲0.1%（前期：1.8%）、前期比寄与度で在庫変動等が▲0.14%ポイント（前期：0.15%ポイント）、外需が▲0.14%ポイント（前期▲0.40%ポイント）となった（図表11）。投資や輸出入の動きは、駆け込み生産・輸出のほかにアイルランドの知的財産生産物（IPP：intellectual property products）の移転も振れ幅が大きくなる要因となっており、アイルランドを除く前期比伸び率は10-12月期は投資が0.8%（前期0.8%）、輸出が前期比0.1%（前期0.6%）、輸入が前期比▲0.0%（前期0.9%）だった。アイルランドを除くユーロ圏の成長率(前期比)は25年以降は1-3月期0.3%、4-6月期0.2%、7-9月期0.3%、10-12月期0.4%と推移している（図表10 破線で前期比年率成長率を表示）。10-12月期は、輸出が伸び悩むなか、消費や投資といった内需が成長の原動力となったと言える。また、ユーロ圏経済は緩やかな回復基調を続けていると判断される。

（図表12）



（図表13）



主要加盟国の前期比成長率を確認すると、ドイツ0.3%（前期：▲0.0%）、フランス0.2%（前期：0.5%）、イタリア0.3%（前期：0.2%）、スペイン0.8%（前期：0.6%）であり、いずれもプラス成長となった。国別の成長率を需要項目別に見ると（図表12）、10-12月期はスペインに次いでドイツの国内最終需要（輸出入と在庫変動を除く、個人消費・政府消費・投資）の高さが目立つ

(ドイツの国内最終需要は前期比 0.8% (7-9 月期は 0.2%) で 22 年 1-3 月期以来の上昇率)。ドイツは工業や建設業の付加価値伸び率もプラスとなっており、それほど勢いは強くないが、インフラ基金などを背景にした内需改善の可能性がある (図表 13)。また、スペインが内需中心の高い成長率を維持している。

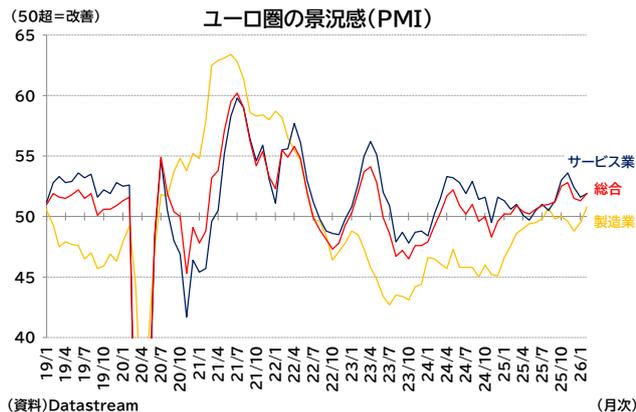
(企業景況感を中心に改善)

2 月までの状況をサーベイデータで確認すると、前月からの変化に注目する S & P グローバルの PMI は総合指数で 50 を上回る水準を維持 (図表 14)、景気の基調に注目した欧州委員会調査の E S I は昨年後半以降、緩やかな改善が続いており直近では長期平均である 100 近辺まで上昇している⁴ (図表 15)。

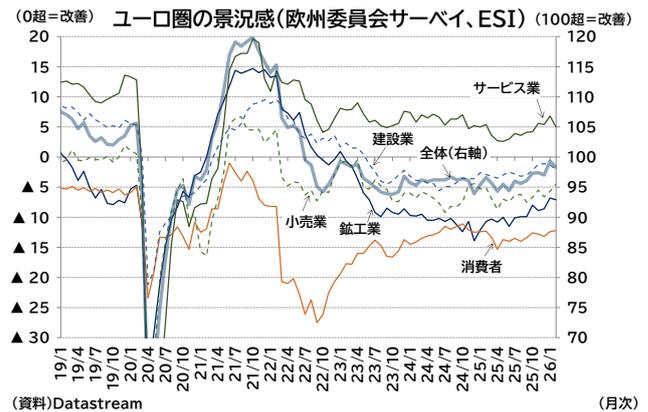
PMI は製造業 PMI ・サービス業 PMI がともに直近で 50 超であり、E S I は消費者景況感の改善は鈍いものの、企業景況感がいずれの業種でも改善傾向にある。いずれの指標でもサービス業が強く、製造業が弱いという二極化傾向が継続しているが、製造業も改善傾向にある。

ただし、サーベイデータも最新調査月が 2 月までであり、中東紛争の激化とそれを受けたエネルギー価格上昇は反映されていない。エネルギー価格上昇で景況感が悪化する可能性もあるため、今後のデータが注目される。

(図表 14)



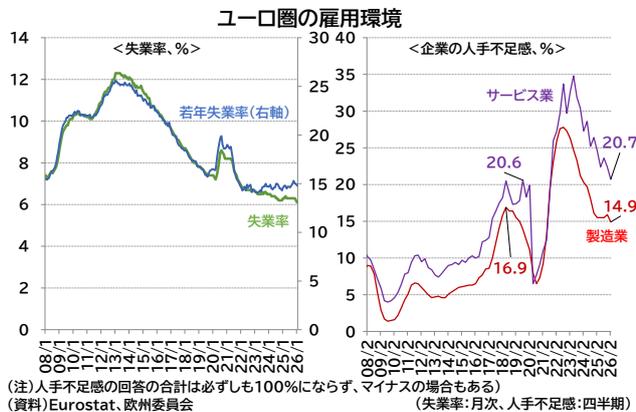
(図表 15)



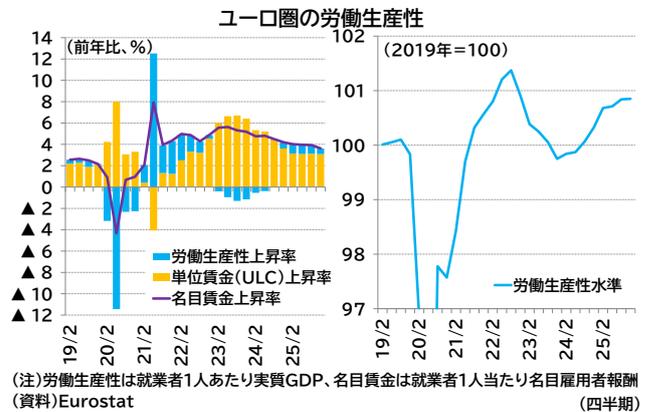
(労働市場は良好な状況)

労働市場は良好な状況が続いている。

(図表 16)



(図表 17)



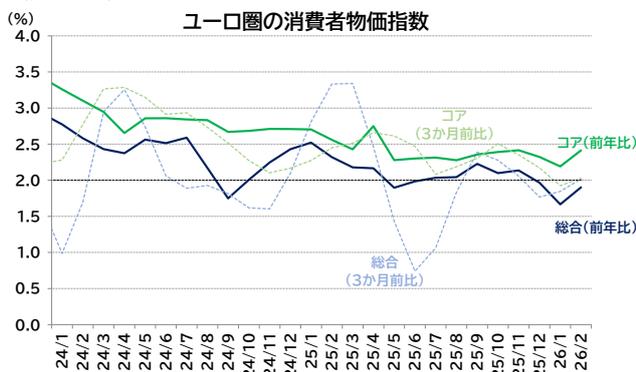
⁴ PMI は前月より良くなったか (上昇・増加・改善)、あるいは悪くなったか (低下・減少・悪化) を回答し、単純に前月対比での方向性を聞くものとなっている。E S I は、過去 3 か月の需要変化・今後 3 か月の需要予想 (サービス業)、将来 1 年間の財政状況・失業見通し (消費者調査) などから構成されている。

失業率は6%台前半で低位安定している。人手不足感（欧州委員会調査）は、製造業ではやや高めの水準で横ばい推移、サービス業では緩和傾向をたどっている（図表16）。10-12月期のユーロ圏の労働投入の伸び率は、就業者数が前期比0.2%（前期：0.2%）、雇用者数が前期比0.2%（前期：0.1%）、労働時間（就業者数ベース）が前期比0.6%（前期：0.3%）となった。就業者数が増加を続ける一方で、わずかではあるが成長率が就業者の伸びを上回っているため、労働生産性も若干だが改善した（図表17）。賃金コストの伸びは高止まりが続いているが、労働生産性の改善がインフレ圧力の抑制に寄与している（図表17左）。

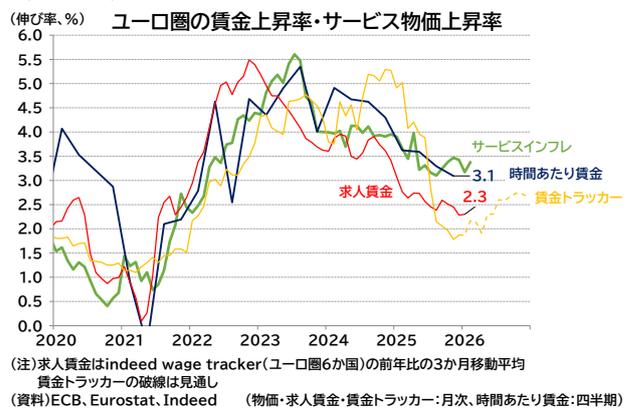
（ 物価・賃金：目標付近だがエネルギー高が懸念材料 ）

物価は、足もと総合指数・コア指数ともに2%目標付近での推移が続いているが、エネルギー価格の上昇によるインフレ圧力が懸念される。

（図表18）



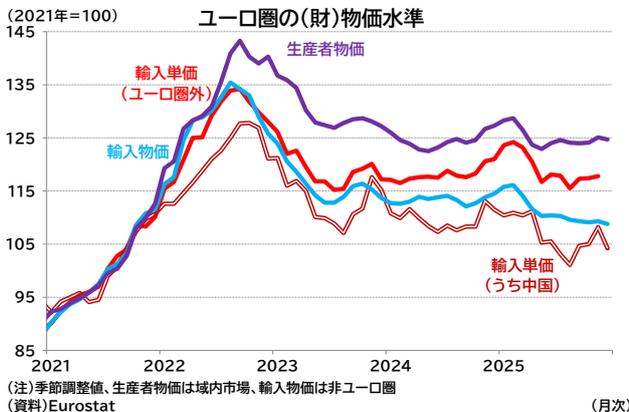
（図表19）



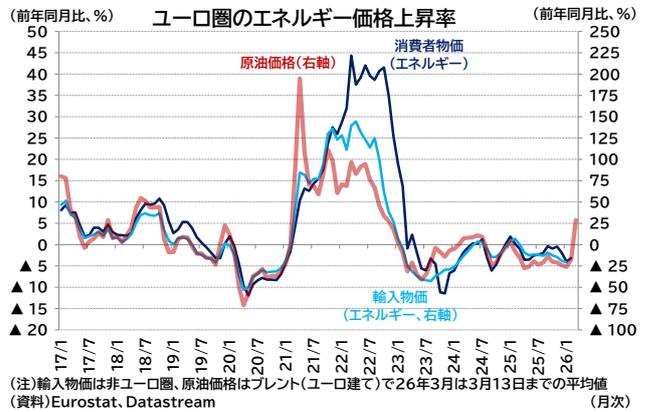
2月のHICP（速報値）は総合指数伸び率で前年比1.9%、コア指数伸び率で同2.4%となった。総合インフレ率は25年前半から2%前後で推移しており、コアインフレ率は総合インフレ率よりやや高いものの2%前半での安定推移が続いている（図表18）。

コアインフレ率がやや高め推移が続いているのは、サービスインフレの鈍化ペースが遅いためである。先行指標である求人賃金上昇率や妥結済みの賃金動向を集計したECBの賃金トラッカーを見ると低下傾向が鮮明であるが、実際の時間あたり賃金上昇率の低下ペースは先行指標が示唆するよりも緩慢であり、サービスインフレは3%超の推移が続いている（図表19）。

（図表20）



（図表21）



輸出入物価に関して、中国による安価な財のユーロ圏への流入加速やユーロ高を受けた輸入物価の下押し圧力が引き続き下振れ要因になっている（図表20）。一方で、エネルギー価格は、前述の

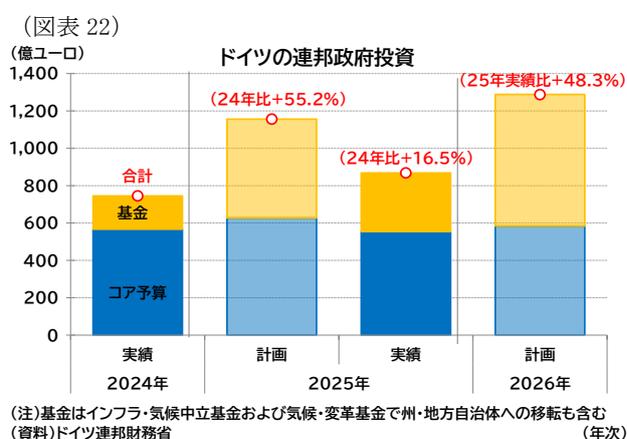
通り原油価格や天然ガス価格が急騰している。H I C Pのエネルギーインフレは2月まで前年比マイナスで推移していたが、エネルギーは国際価格が域内価格に波及しやすい商品ため、足もと以降のインフレ率の直接的な上昇圧力となっている（図表 21）。

（ 財政政策：25年のインフラ基金の押し上げ効果は限定的 ）

財政については、新しい財政ルールに準じた運営がなされるなか、ドイツでの債務ブレーキ対象外となる5000億ユーロ規模のインフラ基金を活用した公共支出の動向が注目されている。25年は1153億ユーロの連邦政府投資が予定されていたが、時間的な制約などもあって実績は868億ユーロに留まった（前年比16.5%、図表22）。また25年のドイツの財政赤字は1191億ユーロ（対GDP比2.7%）と24年（赤字額1153億ユーロ、GDP比2.7%）とほぼ同水準で、財政による景気押し上げ効果は限定的だったと考えられる⁵。一方で、26年には1200億ユーロ（対ドイツ名目GDP比2.7%、対ユーロ圏名目GDP比0.8%）を超える投資が予定されており、引き続き進捗と成長の押し上げ効果が注目される⁶。

過剰赤字手続き（EDP）の対象となっているフランスでは、議会が左派、大統領与党連合（中道）、右派と分裂するなか、26年予算の成立が難航していたが、今年2月に成立にこぎつけたため、予算を巡る不確実性は解消された。与党は、所得税の増税凍結など野党に譲歩する修正を行い財政健全化を遅らせつつ、採決を行わずに法案を通過させる手続き⁷により、予算を成立させた。ただし、議会が分裂しており、政治が不安定である状況に変化はない。

財政ルールの適用除外枠となる防衛関連支出も成長率の押し上げ要因となり得る。現時点では国家免責条項がユーロ圏12か国（EUでは17か国）に発動され⁸、財政ルールの適用から除外される（28年までの4年間、累計でGDP比1.5%が上限）。防衛装備調達のための1500億ユーロの融資枠（SAFE）は2月末時点でユーロ圏は13か国（EUでは19か国）が申請、うちユーロ圏12か国（EUでは16か国）の防衛産業投資計画が欧州委員会で承認され、閣僚理事会で採択されている⁹（1-3月期以降の融資開始を予定）。



⁵ なお、ドイツ連邦統計局は国民経済計算の定義における一般政府支出のうち、25年の総資本形成についてはインフラ・気候中立基金と防衛支出の拡大で前年比10.3%であったと指摘している。[Statistisches Bundesamt, Government deficit increased slightly to 119.1 billion euros in 2025](https://www.destatis.de/EN/Press/2025/03/25032025_001.html) (26年3月16日アクセス)。

⁶ ドイツ連邦財務省によると、26年2月末時点では、インフラ・気候中立基金（気候・変革基金への配分も含む）から392億ユーロの支出がなされた。[Bundesministerium der Finanzen, Das Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/2025/03/16_20250316_01.html) (26年3月16日アクセス)。

⁷ 憲法第49条第3項に規定される、首相が議会の投票を経ずに法案を採択できるものの議会による内閣不信任決議が成立すると法案が無効になるとする手続き。野党のうち極左政党（不服従のフランス（LFI））と極右政党（国民連合（RN））は内閣不信任動議を提出したが、左派の社会党が支持を見送ったことで否決された。

⁸ ユーロ圏加盟国ではベルギー、エストニア、ギリシャ、クロアチア、ラトビア、リトアニア、ポルトガル、スロベニア、スロバキア、フィンランド、ドイツ、エストニア（非ユーロ圏加盟国ではブルガリア、チェコ、デンマーク、ハンガリー、ポーランド）の国家免責条項が発動している。[European Council/Council of the EU, National escape clause for defence expenditure](https://www.ec.europa.eu/economy_finance/eu-national-escape-clause-for-defence-expenditure_en) (26年3月16日アクセス)。

⁹ ユーロ圏加盟国ではベルギー、エストニア、ギリシャ、スペイン、フランス、クロアチア、イタリア、キプロス、ラトビア、リトアニア、ポルトガル、スロバキア、フィンランド（非ユーロ圏加盟国ではブルガリア、チェコ、デンマーク、ハンガリー、ポーランド、ルーマニアが対象）。承認されていない国はフランス（非ユーロ圏加盟国ではチェコ、ハンガリー）[European Commission, SAFE | Security Action for Europe](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip15_260316) (26年3月16日アクセス)、[Council of the EU, SAFE: Council clears path for financial assistance to eight member states and concluding the Canada agreement](https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/03/16-safe-council-clears-path-for-financial-assistance-to-eight-member-states-and-concluding-the-canada-agreement/) (26年3月16日アクセス)。

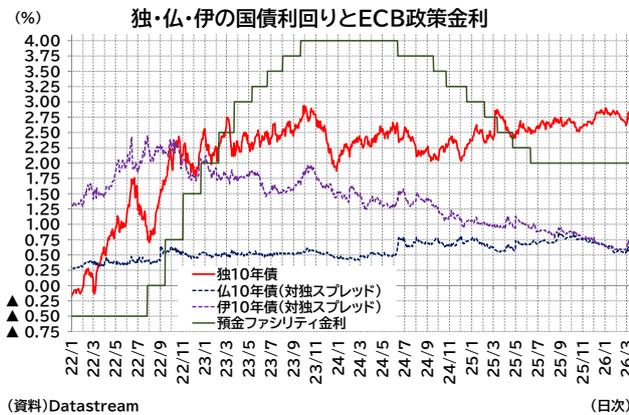
SAFEは原則として2か国以上の加盟国（1か国はウクライナもしくはEFTA/EEA加盟国でも可）が、防衛産業投資計画を策定して要請し、欧州委員会

（ 金融政策・金利：ECBはインフレ警戒感を強めつつも様子見姿勢 ）

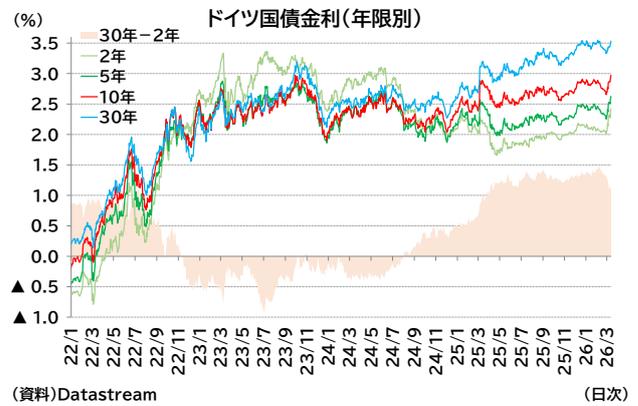
ECBは24年央から制限的な金融政策からの緩和を開始、25年6月にかけて政策金利（預金ファシリティ金利）を4.0%から中立金利推計（1.75-2.25%）の中央値である2.0%まで引き下げた後、7月以降、全会一致で政策金利の据え置きを決定してきた（図表23）。会合毎にデータ依存で決定していく方針を維持しつつも、ラガルド総裁は現在の金利水準を「良い位置」とし、上下ともに不確実性が大きい状況下のため様子見姿勢をとってきた。

しかし、中東紛争の激化によってインフレ上振れリスクが高まっている。ロシアのウクライナ侵攻以降の高インフレ局面において、ECBの金融引き締めが遅れたという経験もあるため、当面はインフレ上振れへの警戒を強めるだろう。エネルギー価格の上昇が一時的であり、期待インフレ率も安定推移すれば様子見を継続すると見られるが、期待インフレの上振れを通じて基調的なインフレ率も押し上げられるとの懸念が大きくなれば、（予防的な）利上げが視野に入るだろう¹⁰。

（図表23）



（図表24）



ユーロ圏の長期金利は、引き続き金融政策やインフレ関連データ、財政スタンス、米金利の動向に左右される展開となっている。足もとはエネルギー価格の上昇を受けたECBの利上げ観測の高まりから短い年限を中心に金利が上昇、ドイツ10年債金利も2%台後半まで上昇している（図表24）。また、ドイツ以外の加盟国においては対独スプレッドがやや拡大したが、大幅拡大（いわゆる「分断化」）には至っていない。なお、フランスでは26年予算が成立したことが対独スプレッドの圧縮に寄与した（図表23）。

2. 経済・金融環境の見通し

（ 見通し： 逆風は強まるものの緩やかな成長の継続を予想 ）

今後については、トランプ関税の状況やエネルギー価格に左右される面が大きい。メインシナリオでは、トランプ関税は現行と同程度の負担が継続、中東情勢は緊迫した状況が継続しエネルギー価格も年初より高水準となるものの、4-6月期の早い時期には戦闘が収束に向かいエネルギー価格はピークアウト、さらなる上昇は回避されることを想定している（WTIは7-9月期以降、1バレル

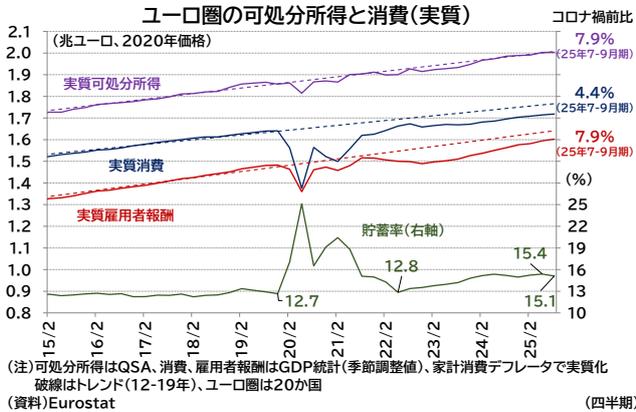
が審査する。

¹⁰ なお、ユーロ圏の消費者物価指標（HICP）には持ち家の帰属家賃が含まれていないが、ECBの金融政策を決定する上では考慮に入れることになっている。2月会合時での議論では、帰属家賃の上振れ効果が依然として大きく、25年後半のインフレ率を約0.15%押し上げられるとの指摘がみられた [ECB, Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 4-5 February 2026, 5 March 2026](#) (26年3月13日アクセス)。

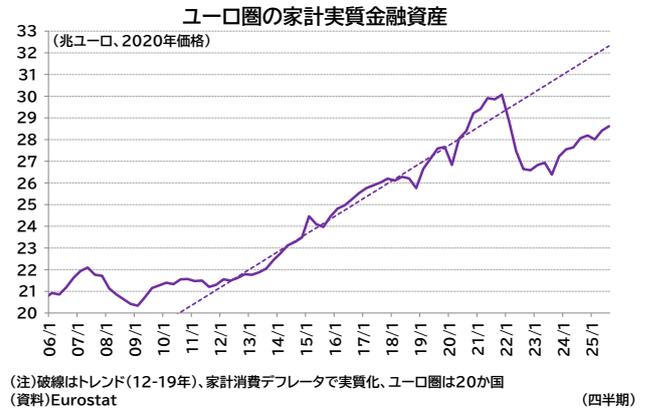
ル 60 ドル台半ばで推移すると想定)。

この前提のもと、ユーロ圏経済は、エネルギー高による逆風は強まるものの、所得環境の改善を受けた消費は回復を続け、防衛・インフラ関連の財政支出も成長を支えるため、内需を中心とした成長基調は途切れないと予想する。

(図表 25)



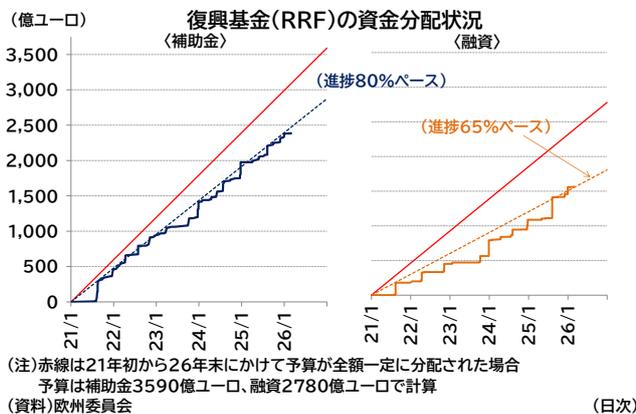
(図表 26)



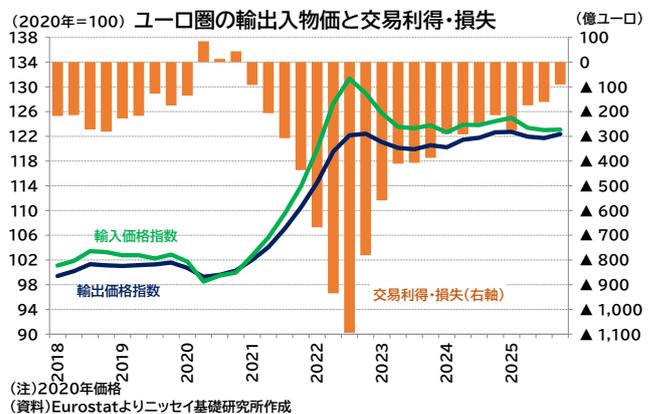
先行きの消費は、引き続き堅調な雇用環境と賃金上昇率の高さが追い風になるだろう。一方で、すでに消費者景況感の低迷や高めの貯蓄率が長期化している(図表 25)が、これはエネルギー高を受けてさらに長引くだろう。例えば、ユーロ圏家計は過去の高インフレで実質金融資産が目減りしたことが、貯蓄性向を高める動機のひとつと見られるが、インフレ加速はこうした貯蓄動機を促進する可能性がある(図表 26)。ただし、上述した通り賃金上昇率が 3%を超える水準で推移するなか、後述する通りインフレ率は 2%台半ば程度の上昇にとどまると見られる。したがって、実質賃金上昇率はプラスを維持でき、実質消費の改善傾向は続くものと考えられる。

投資は、ドイツの防衛・インフラ投資を中心とした公的投資や好調な南欧での投資が押し上げ要因となる状況が続くだろう。特に上述した通り 26 年はドイツにおけるインフラ投資の本格化が期待される。25 年の予算未消化分もベース効果によって 26 年の成長の押し上げ効果を大きくする。民間投資は、サービス業中心に高成長を続ける南欧の需要増を背景にした成長が続くだろう。製造業の分野ではエネルギー価格上昇によるコスト増の悪影響を直接受けるほか、貿易環境や中東情勢など不確実性が高い状況下であることが力強い回復を妨げるだろう。なお、これまで投資を支えてきた復興基金は 26 年で資金配分が終了するが、他の未利用基金の活用等によって急激な財政の崖の発生は回避できると見ている(図表 27)。

(図表 27)



(図表 28)



域外環境は、厳しい状況となるだろう。米国向けの輸出は 25 年に駆け込み需要で押し上げられ

ていたこともあり、26年の増加余地はほとんどないだろう。中国向け輸出も、中国国内の内需が弱く、過剰生産が問題視されるなか、ユーロ圏からの輸出拡大は見込みにくい。エネルギー危機以降に顕在化した競争力の低下やユーロ高の環境も逆風となる。輸入に関しては、エネルギー価格の上昇を受けて輸入物価の上昇が見込まれ、これまで改善を続けてきた交易条件が再び悪化するだろう（図表28）。交易条件の悪化は、消費者物価の上昇や企業収益の圧迫を通じて成長を抑制する。

上記を踏まえて、暦年でみた欧州経済の成長率は26年1.0%、27年1.2%と予想する（図表29）。

（図表29）

		ユーロ圏の経済見通し															
		2024年	2025年	2026年	2027年	2025年				2026年				2027年			
		実績	実績	予測	予測	1-3月期 実績	4-6月期 実績	7-9月期 実績	10-12月期 実績	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測	1-3月期 予測	4-6月期 予測	7-9月期 予測	10-12月期 予測
実質GDP	前年同期比、%	0.9	1.4	1.0	1.2	1.6	1.6	1.4	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3
	前期比年率、%	0.9	1.4	1.0	1.2	2.4	0.6	1.2	0.8	1.0	0.6	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2
内需	前年同期比寄与度	0.60	2.02	1.40	1.21	2.14	2.51	1.92	1.86	1.66	1.50	1.10	1.07	1.13	1.24	1.25	1.24
	民間最終消費支出	前年同期比、%	1.4	1.5	1.4	1.4	1.7	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
	総固定資本形成	前年同期比、%	▲2.5	3.0	3.3	1.4	2.5	3.6	3.3	3.2	2.2	4.1	3.2	3.0	1.6	1.5	1.4
外需	前年同期比寄与度	0.32	▲0.59	▲0.43	▲0.05	▲0.50	▲0.93	▲0.47	▲0.61	▲0.76	▲0.60	▲0.26	▲0.16	▲0.12	▲0.07	▲0.02	0.02
消費者物価(HICP)	前年比、%	2.4	2.1	2.3	1.9	2.4	2.0	2.1	2.1	1.9	2.5	2.5	2.3	2.3	1.7	1.7	2.0
コア(飲食・エネ除く)	前年比、%	2.8	2.4	2.2	2.0	2.6	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
失業率	平均、%	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
預金ファシリティ金利	期末、%	3.00	2.00	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ10年国債金利	平均、%	2.3	2.6	2.7	2.4	2.5	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
対ドル為替相場	平均、ドル	1.09	1.13	1.18	1.21	1.05	1.13	1.17	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21
対円為替相場	平均、円	164	169	182	178	161	164	172	179	184	184	182	180	180	178	178	177

（資料）Eurostat、Datastream、ニッセイ基礎研究所

インフレ率は26年2.3%、27年1.9%と予想する。26年はエネルギー価格の上昇で目標をやや超過するが、27年には目標前後まで回帰するだろう。その間、コアインフレ率はごく緩やかな低下を見込んでいる。エネルギー価格の上昇によりECBはインフレ警戒感を強めるが、基調的なインフレ率や期待インフレ率を大きく押し上げるには至らず、ECBは政策金利を現行水準で据え置く予想（表紙図表2、図表29）。ただし、期待インフレの大幅・持続的な上振れや基調的なインフレ率の押し上げが懸念される展開になれば、利上げが視野に入るだろう。

ドイツ10年債金利は、26年平均2.7%、27年平均2.4%を予想する（表紙図表2、図表26）。当面はインフレ上振れ懸念と利上げ観測がくすぶるため、2%台後半での推移が続くだろう。その後は、米金利低下やリスクプレミアム圧縮を受けて、2%台半ばまで低下すると見ている。この間、ECBの介入を必要とするような金利の急上昇や対独スプレッドの大幅な拡大は発生しないと予想する。政治面ではフランスのマクロン大統領の任期が27年5月に終了する。次期大統領選挙にはすでに2期を務めるマクロン現大統領は出馬できない。フランスでは極右政党（国民連合（RN））への支持率が高まっており、同政党所属の大統領が誕生する可能性もある。この場合、フランス長期金利の上昇やリスクプレミアムが拡大する可能性がある。

（ リスク： 中東情勢緊迫化で、成長率下振れ、インフレ率上振れのリスクが強まる ）

中東情勢の緊迫化によって、エネルギー価格のさらなる上昇や高止まりのリスクは強まっている。ホルムズ海峡の実質封鎖が長期化した場合など、物理的なエネルギー不足は生じなくても輸入インフレ圧力が長期化すればそれだけ交易条件は悪化し、成長率への下振れ、インフレ率への上振れ要因となる。基調的なインフレ率の上振れを警戒したECBが利上げを余儀なくされれば、これも成長を抑制する要因となる（反面、紛争の沈静化が予想以上に速やかに進めばこうしたリスクは軽減される）。

その他の双方向のリスクとしては以下が挙げられる。

地政学的リスクの高まりが消費者景況感の悪化や貯蓄率の高止まりの長期化を引き起こす場合は、予想以上に消費が低迷するだろう。

投資に関しては防衛・インフラ投資の実行ペースや民間投資意欲に関する不確実性が高い。メインシナリオでは、ドイツのインフラ投資は、26年以降に予算並みの公共投資が実行されることを想定しているが、人手不足などの供給制約のために予算消化に遅れが生じる可能性がある。民間投資では地政学的リスクの高まりが投資意欲の低下に寄与しうる。他方、公共投資が民間投資拡大の呼び水となれば、成長がさらに押し上げられる可能性がある。このほか、復興基金はこれまで同様のペースでの進捗を見込んでいるが、最終年である26年には進捗が加速する可能性がある。

輸出（域外環境）では、トランプ関税に関する不確実性が引き続き残る。米EUの合意後も、トランプ大統領は26年初に米国のグリーンランド領有権獲得に反対する欧州諸国に追加関税を課すと述べ、また米国のイラン攻撃に際してスペインが基地使用を拒否したため同国との貿易を断絶すると脅すなど、関税や貿易を取引材料に用いている。現時点で実施されていない通商法122条に基づく課徴金の15%への引き上げが行われる可能性もある。通商法122条に基づく課徴金を課すことができる期間は150日を超えない期間とされており、その後も異なる法律に基づく関税が課される可能性は高いと考えられるが、どの程度の負担となるかは不透明である。

世界的な需要面では、現在はAIを中心としたIT関連産業の成長期待が投資の押し上げ材料となっている。これらの分野への期待の剥落が、株安や金融環境の悪化とも相まって世界的に成長率の減速をもたらすリスクがある。

インフレ率については、上振れリスクとして賃金上昇率の高止まり、関税や中東紛争激化による貿易網の混乱から生じるコスト高、悪天候による農作物価格の上昇の可能性が指摘できる。賃金上昇率の高止まりは、エネルギー価格の再上昇や高止まりによる期待インフレ率の上振れ、いわゆる2次的効果（second round effect）で生じ得る。

一方の下振れリスクとしては、ユーロ高による輸入物価の想定以上の低下、中国製品などの安価な財の流入圧力がさらに強まることでディスインフレ圧力になる可能性がある（ただし、当該リスクが高まった場合には、EUもセーフガード等の措置を講じると思われ、影響が一定程度軽減される可能性もまた高いだろう）。

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。