

2026年の欧州経済の注目点



第一生命経済研究所 首席エコノミスト

田中 理

■ 1. 欧州経済に対する見方が一変

2025年は、万年低成長のイメージが強いユーロ圏に対する金融市場の見方が一変した。厳しい財政規律に阻まれて、これまで機動的な財政出動が難しかったドイツが規律の見直しに着手し、大規模な財政拡張に舵を切った。他の欧州諸国も、ロシアによるウクライナ侵攻後の地域の安全保障環境の変化と、より多くの貢献を同盟国に求める米国のトランプ大統領からの圧力もあり、防衛費の拡大に

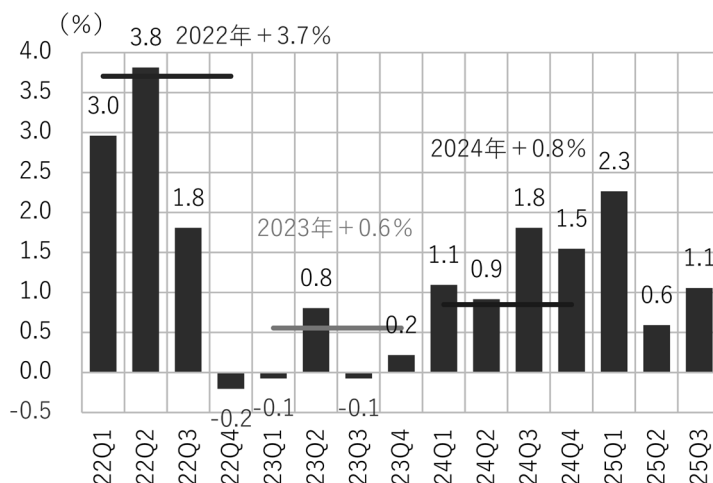
動き出す。欧州連合（EU）は米国向けに巨額の貿易黒字を抱えている。トランプ政権による大幅な関税引き上げの影響が不安視されたが、最終的に懲罰的な高関税や報復の応酬といった最悪の事態を回避した。関税引き上げ前の駆け込み輸出の反動減も軽微にとどまり、ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）はマイナス成長への転落を回避し、緩やかな回復軌道が続けている（図表1）。

この間、インフレ圧力の沈静化も進んできた。ユーロ圏の消費者物価は、ウクライナ侵攻後のエネルギー価格の高騰が広範な費目に波及するなか、2022年後半にかけて、前年比で2桁台の歴史的な高インフレに見舞われた（図表2）。エネルギー価格の上昇が一服したことで、2024年以降の消費者物価は2%台まで上昇率が鈍化したが、過去の物価高を遅れて反映したサービス物価や賃金の高止まりが続いてきた。最近の賃金交渉では、賃上げベースのピークアウトが確認され、インフレ圧

〈目次〉

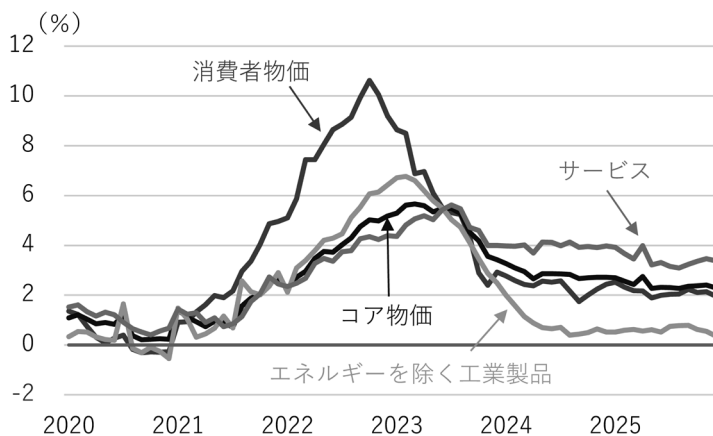
1. 欧州経済に対する見方が一変
2. 財政支出が景気回復を後押し
3. 次の一手は利上げ
4. 大きな選挙はないが…
5. リスクはむしろ2027年に

(図表 1) ユーロ圏の実質GDP成長率 (前期比年率)



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 2) ユーロ圏の消費者物価 (前年比)



(注) コア物価はエネルギー・食料・アルコール・たばこを除く

(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

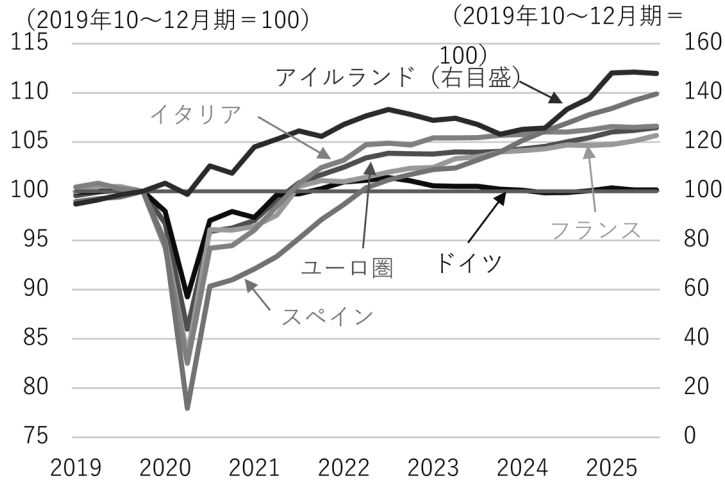
力が後退している。

このように、景気の下振れリスクが後退し、中期的な物価安定の達成が視野に入ってきたことを受け、それまで大幅な利上げを続けてきた欧州中央銀行 (ECB) は、昨年 6

月の利下げを最後に様子見姿勢に転じている。

こうしたなかで迎えた2026年の欧州経済の注目点は、①やや期待先行の感もあるユーロ圏の景気回復に弾みがつくのか、②様子見を

(図表3) ユーロ圏主要国の実質GDPの推移



(出所) 各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

続けているECBの次の一手は利下げ再開となるか、それとも利上げ開始となるか、③欧州各国で広がるポピュリストの脅威に新たな展開があるのか一だろう。以下では、それぞれについて検討する。

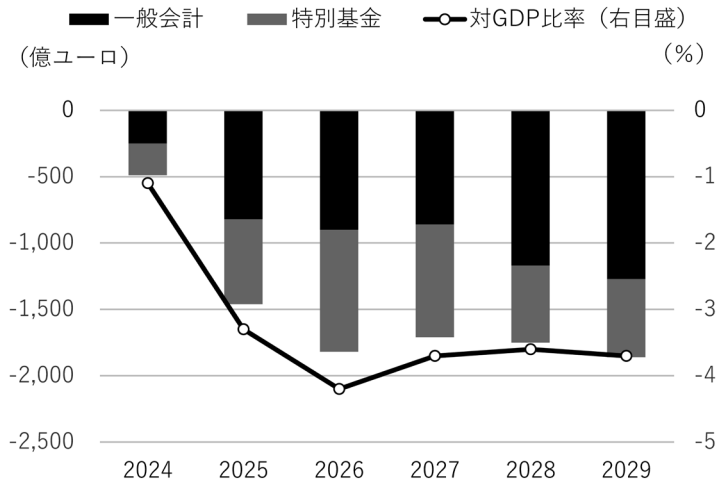
■ 2. 財政支出が景気回復を後押し

2025年のユーロ圏経済は、ロシア産化石燃料依存の脱却に伴うエネルギー価格の上昇や産業構造転換の遅れなどで構造不況に陥ったドイツの停滞が続いたことや、財政不安や政局混乱が続くフランスでも不安定な経済環境が続く、中核国が景気回復の足を引っ張った。中核国に代わって、最近の景気拡大を牽引しているのは、2010年代前半の欧州債務危機時に欧州連合（EU）の財政支援下に入っ

たギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドなどだ（図表3）。

かつての債務不安国は、債務危機を克服する過程で構造改革に取り組み、競争力を回復した。危機の震源地となったギリシャは、財政支援から脱し、政府債務の削減を進め、国際的な信用を回復した。20%を超える高失業と地方銀行の不良債権問題に苦しんだスペインも、コロナ危機後の観光需要の回復に加えて、移民の流入増加による労働力不足の緩和と消費市場の喚起に支えられ、高成長を続けている。法人税率が低く、英語が公用語で、教育水準が高いアイルランドには、ハイテクや医薬品分野を中心に、多くの多国籍企業が集まり、近年、高成長を続けてきた。米国による関税引き上げ前の駆け込み輸出が急増したこともあり、2025年の成長率は10%超に達した模様だ。

(図表4) ドイツの財政収支の政府計画



(出所) ドイツ財務省資料より第一生命経済研究所が作成

このように、中核国の景気低迷を周辺国の好調が相殺したほか、歴史的な高インフレの沈静化と賃上げ加速による家計の実質購買力の回復、ECBによる大幅利下げの効果浸透にも支えられ、景気は回復基調を維持している。2025年のユーロ圏の経済成長率は、過去2年の停滞から脱し、潜在成長率並みの1%台前半に復帰したことが見込まれる。

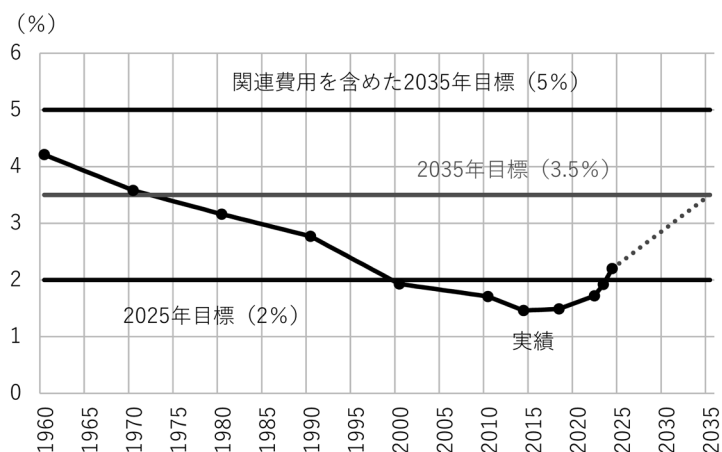
2026年のユーロ圏経済は、関税引き上げによる景気の押し下げを、財政転換による景気浮揚が相殺する形で、景気回復ペースが加速する展開を想定する。米国とEUとの関税協議は、米国がEUからの輸入品の多くに15%の関税を課す形で決着した。欧州の輸出企業への打撃は避けられないが、関税協議を巡る不透明感が後退したこともあり、先送りされていた経済活動が動き出している。

欧州各国の財政政策の転換は2026年以降に

本格化する。経済再生と産業競争力の回復を目指すドイツは、財政収支の均衡化ルール(債務ブレーキ)を見直し、インフラ投資、防衛費、気候変動対策に充てる特別基金を創設した(図表4)。基金の規模は、向こう10年間で5000億ユーロに上り、これはドイツのGDPの11%強に相当する。

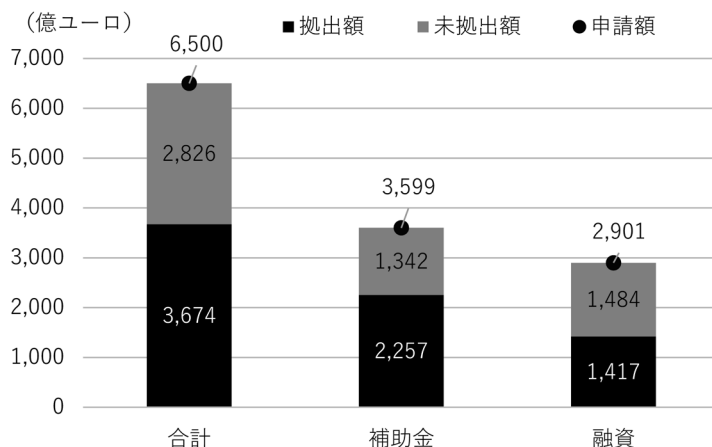
欧州を取り巻く安全保障環境の変化を受け、欧州各国は防衛費の増加に舵を切った。北大西洋条約機構(NATO)は、2035年までに加盟国の防衛費の対GDP比率を3.5%(関連のインフラ投資を含めると同5%)に引き上げることを決めた(図表5)。EUは加盟国の防衛力の強化に向け、総額8000億ユーロの欧州再軍備計画をまとめた。最大1500億ユーロのEU債を発行し、欧州の再軍備に必要な財政資金を加盟国に提供するほか、2028年までの時限措置として、GDP比で最大1.5%の

(図表 5) NATO加盟国の防衛費の対GDP比率



(出所) 北大西洋条約機構資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 6) 欧州復興基金の利用状況



(出所) 欧州委員会資料より第一生命経済研究所が作成

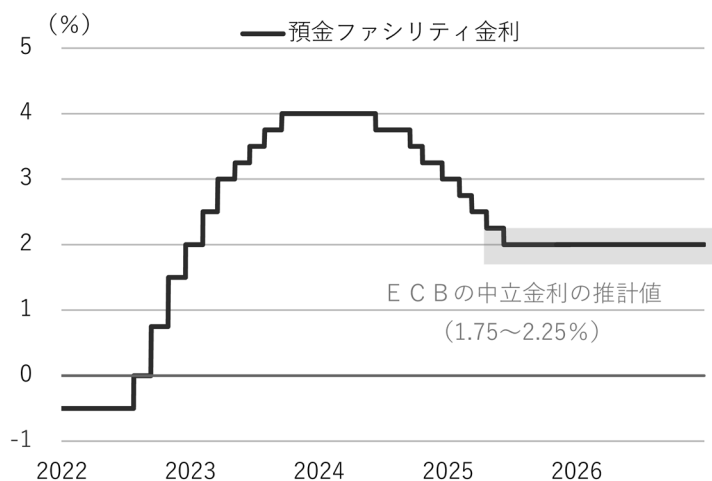
防衛費をEUの財政規律の対象から除外する。

一般に防衛費の拡大は、通常の公共投資に比べて、民間需要への波及効果が小さいとみられている。特に欧州では、軍装備品の発注先の多くが米国などEU域外で、EU加盟国の景気拡大につながりにくい。だが、欧州は現在、防衛分野での米国への過度な依存からの

脱却を目指している。最近の発注先はEU域内のものが増えているとされ、防衛費増加による景気の浮揚効果が想定を上回る可能性もある。

なお、コロナ危機後の南欧や東欧諸国の景気拡大を支えてきた欧州復興基金を通じた新規の財政支援が2026年末で打ち切られる。配

(図表7) ECBの政策金利見通し



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

分された約6500億ユーロの資金枠の4割前後が未消化で、8月末の申請期限を前に駆け込み申請が増えると思われる(図表6)。このことも、2026年中の景気拡大を後押ししよう。

ここにきて、新たな不安要素も浮上している。米国のトランプ大統領は1月中旬、デンマーク、ドイツ、フランス、英国、オランダ、スウェーデン、ノルウェー、フィンランドの欧州8カ国に対して、デンマーク自治領であるグリーンランドの米国による取得を支持しない場合、2月1日から10%の追加関税を賦課し、6月1日にはこれを25%に引き上げる可能性を示唆した。欧州諸国はこれに反発し、昨年7月の米EU間の関税合意の議会批准の延期や、米国に対する反威圧措置の発動を求める声もでていた。トランプ大統領はその後、関税引き上げの方針を撤回したが、今

後の状況次第で関税不安が蒸し返す恐れもある。今回の米国による脅しは、グリーンランドの取得や権益確保に向けたトランプ流の交渉戦略とみられる。事態は流動的だが、最終的に両者は何らかの形で歩み寄り、妥協点を模索する可能性が高い。また、関税引き上げの標的となった国の多くは、EUの関税同盟に参加しており、引き上げ対象外の他のEU諸国を経由して、これまで同様に米国への輸出を続けることもできる。安全保障分野での米国依存脱却の推進機運が高まり、欧州の防衛力強化の動きが加速する可能性もある。

3. 次の一手は利上げ

インフレ沈静化を受け、2024年6月に利下げを開始したECBは、2025年6月までの12ヶ月間に8回連続で累計200bp(2.0%ポイント)

(図表 8) 2026年の欧州の主な選挙日程

	国政選挙	地方議会選挙	大統領選挙
1月			ポルトガル
3月	スロベニア	ドイツ、フランス、オランダ	
4月	ハンガリー		
5月	キプロス	英国	
8月			エストニア
9月	スウェーデン	ドイツ	
10月	ラトビア		
11月			ブルガリア
年内	デンマーク、ブルガリア	スペイン、スロバキア	

(出所) 各種報道より第一生命経済研究所が作成

ト) の利下げを実施した (図表 7)。ECBは景気を過度に刺激も抑制もしない中立金利の水準を1.75~2.25%程度と推定している。下限の政策金利 (預金ファシリティ金利) は既に中立金利の中央値に達し、景気の下振れリスクが後退したこともあり、昨年7月以降、4会合連続で政策金利を据え置いている。

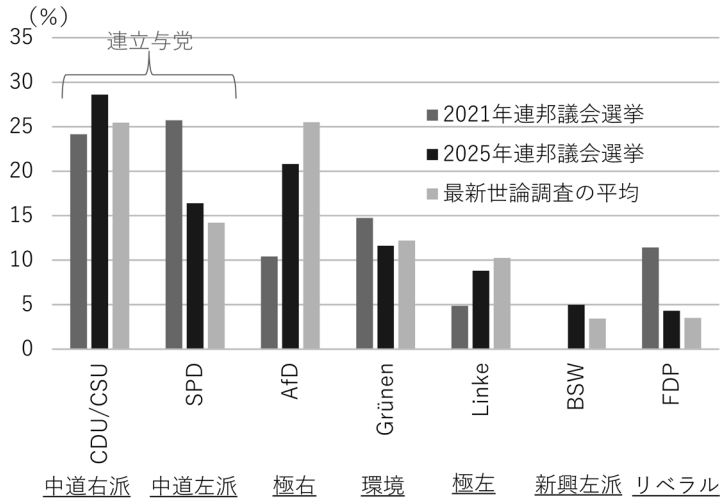
利下げ停止後も、先行きの政策指針 (フォワード・ガイダンス) を示す声明文の文言は従来から変更せず、ECBは利下げ再開の余地を残している。すなわち、「政策金利の決定は、インフレ見通しとそれを取り巻くリスクに関する評価、今後発表される経済・金融データ、基調的なインフレの動き、金融政策の伝達の強さを考慮して行う」、「事前に特定の政策金利の経路を約束せず、データに基づいて、理事会毎に適切な金融政策スタンスを決定する」、「インフレ率を中期的な目標に向かって持続的に安定させ、金融政策の伝達が円滑に機能するように、その責務の範囲内であらゆる手段を調整する準備がある」として

いる。

先行きの不確実性が高いこともあり、利下げ再開の余地を残しているが、ECBは先行きの景気回復に自信を深めつつある。すなわち、利下げ停止後も昨年7月までは「下振れ方向にある」としていた景気のリスク判断を、9月には「よりバランスが取れたものになってきた」に変更し、10月には「下振れリスクの一部が緩和された」と説明し、さらに12月には、景気の下振れリスク (不安定な国際環境、金融市場の心理悪化、地政学的な緊張) と上振れリスク (財政拡大、生産性向上、マインド改善) を両論併記するにとどめ、リスク判断がどちらに傾いているか明確に示さなかった。

前節で論じた通り、順調な景気回復が続くことを前提にすれば、ECBの次の一手は利下げ再開よりも、利上げ転換となる公算が大きい。もっとも、ドイツの構造問題による足枷やフランスの財政リスクが燻るなか、当面の景気に過熱感が出るには至らないため、利

(図表 9) ドイツの主要政党の支持率



(注) 党の略称は以下の通り。

CDU/CSU：キリスト教民主/社会同盟、SPD：社会民主党、AfD：ドイツのための選択肢、Grünen：緑の党、Linke：左翼党、BSW：ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟、FDP：自由民主党

(出所) 各種世論調査会社資料より第一生命経済研究所が作成

上げの開始時期は2027年央にずれ込むと予想する。2026年中に利上げに向けた地ならしを開始するとみられ、金融市場の反応に注意が必要となる。

なお、防衛費拡大の効果が筆者の想定を上回る場合やウクライナの早期停戦が実現する場合、景気回復が予想以上に加速し、利上げ時期が2026年に早まる可能性が出てくる。

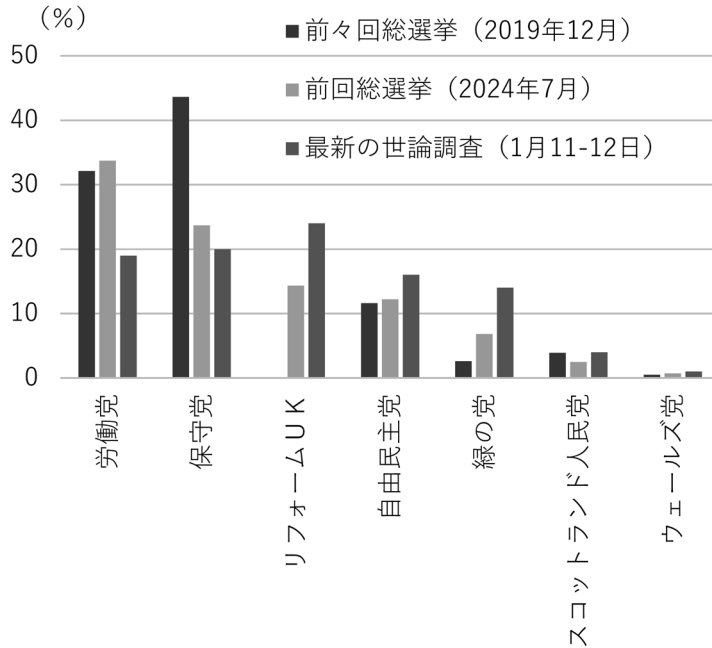
■ 4. 大きな選挙はないが…

2026年の欧州の政治日程（ここではユーロ圏以外の欧州諸国も取り上げる）、ハンガリー、スウェーデン、デンマーク、スロベニア、ラトビア、キプロスなどで国政選挙が、

ドイツ、フランス、英国、スペインなどで地方選挙が、ポルトガル、エストニア、ブルガリアなどで大統領選挙が予定されている（図表8）。何れの選挙もそれぞれの国や地域の住民にとっては重要なものと言えるが、世界の金融市場や日本への影響を考えると、今年にはそれほど大きな選挙は予定されていない。

欧州にとっては、4月に予定されるハンガリーの選挙が重要な意味を持つ。同国を20年近くにわたって率いてきたオルバン首相は、欧州連合（EU）に懐疑的な保守ナショナリスト勢力のリーダー格で、司法やメディアへの政治介入、難民受け入れ、ロシア制裁、ウクライナ支援などを巡って、EUとの対立を繰り返してきた。オルバン氏が率いる保守政

(図表10) 英国の主要政党の支持率



(出所) YouGov資料より第一生命経済研究所が作成

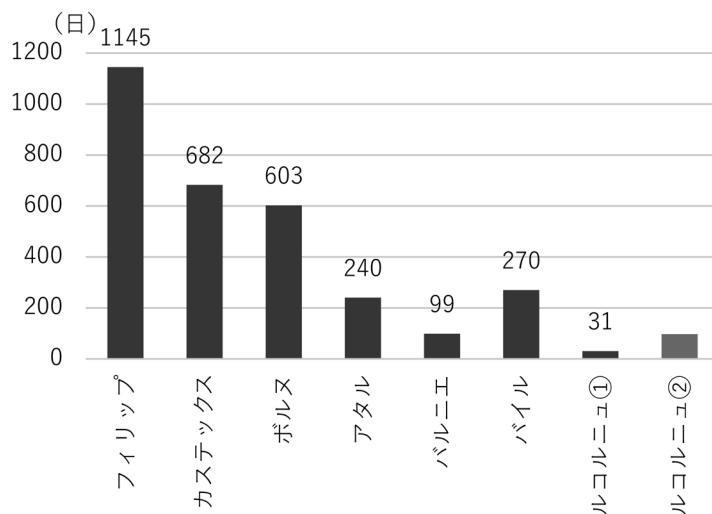
党「フィデス (Fidesz)」は、最近の世論調査で新興保守政党「ティサ (Tisza)」にリードを許している。ともに保守政党だが、フィデスがEU懐疑主義や親ロシア姿勢を採るのに対し、ティサはEUやNATOとの協調を重視する方針を示唆している。EUとの関係改善を目指す政権が誕生するかどうか注目が集まる。

ドイツと英国の地方選挙では、右派ポピュリストの勢力拡大が不安視される。ドイツでは春と秋に5つの州議会選挙が予定され、なかでも旧東ドイツの2州では、移民規制の強化を訴える極右政党「ドイツのための選択肢 (AfD)」が第一党となる可能性が高い。昨年2月の連邦議会選挙後、同党は連邦レベルの

世論調査で最多の支持を集めている (図表9)。主要政党はこれまで同党との連立や連携を否定してきたが、一部の州議会では同党抜きでの安定した議会運営が難しくなりつつある。極右排除のタブーが破られるかどうか注目が集まる。

英国では2024年の総選挙で14年振りに労働党政権が誕生したが、政権を明け渡した保守党とともに、二大政党が歴史的な低支持率に喘いでいる。代わりに世論調査でリードするのが、英国のEU離脱 (ブレグジット) を扇動した政党が衣替えした「リフォームUK」だ (図表10)。2029年の総選挙での政権奪取を占ううえで、5月の地方選挙での党勢拡大に注目が集まる。選挙戦の前後では、労働党

(図表11) フランス・マクロン大統領下の首相の在位日数



(出所) 各種資料より第一生命経済研究所が作成

内でスターマー首相降ろしの動きが再浮上する恐れもある。

この他にも、長年の中立政策を転換したスウェーデンでは、北大西洋条約機構 (NATO) 加盟後で初の総選挙が9月に予定され、ロシアによるサイバー攻撃への警戒が高まっている。1月に新たに単一通貨ユーロを導入したブルガリアでは、増税や汚職を巡る反政府デモの激化で昨年12月に政権が倒れ、年内に議会選挙が行われる公算が大きい。デンマーク、スロベニア、ラトビアでも政権交代の可能性がある。

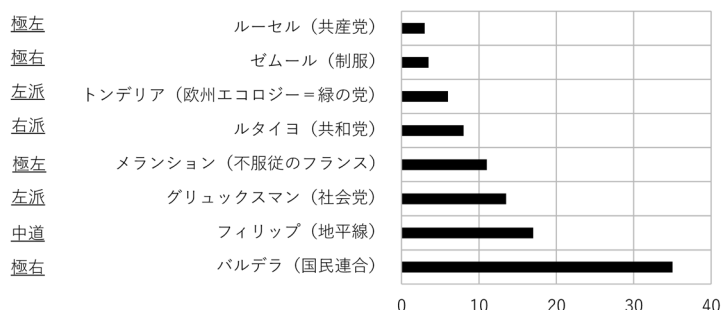
フランスの政局不安はいったん小康状態となりそうだ。マクロン大統領を支持する中道勢力は、国民議会 (下院) で過半数の議席を持たず、短命政権が続いてきた (図表11)。昨年10月に誕生した第二次ルコルニュ政権は、年金改革の一時凍結を条件に、穏健野党

「社会党 (PS)」の協力を取り付け、政権発足に漕ぎつけた。だが、2026年の予算協議が難航し、予算を成立できないまま越年した。年明け後、ルコルニュ首相は当初の方針を撤回し、議会採決を迂回する特別な立法手続き (憲法49条3項) を使って予算を成立させた。政権延命の鍵を握る社会党は、政府予算案の修正を受け、他の野党が提出した内閣不信任案に同調せず、予算成立と政権継続を容認した。ただ、年金改革の凍結と社会党への譲歩で、財政再建が計画通りに進むかは予断を許さない。政権延命と引き換えに、改めてフランスの財政リスクが意識される恐れがある。

5. リスクはむしろ2027年に

こうしてみると、2026年の欧州を取り巻く経済・政策・政治環境は、比較的良好と言え

(図表12) フランス大統領選挙の主要候補の支持率 (%)



(注) 調査期間は2025年11月19~20日
 (出所) Odoxa資料より第一生命経済研究所が作成

そうだ。適度な景気回復が続き、ECBが慎重な政策転換を模索し、政治リスクもそれほど大きなものは見当たらない。リスクはむしろ2027年にあるのではないだろうか。

経済面では、2026年の景気回復を後押しする各国の財政出動は2027年も続くと思われるが、限界的な押し上げ効果は剥落することが予想される。また、コロナ危機後の経済復興に加えて、気候変動対策やデジタル化の推進を後押ししてきた欧州復興基金の新規融資が2026年末で打ち切られる。さらに、財政出動の影で隠れているが、企業競争力の低下や産業構造転換の遅れなど、ドイツの構造問題の解決は道半ばだ。

政策面では、ラガルド総裁を含むECB高官の多くが2027年末までに退任時期を迎える。後継総裁レースはまだ始まっていないが、ドイツやオランダ出身者の名前が浮上している。利上げ局面でタカ派総裁が誕生すれば、金融市場の動揺を招く恐れがあり、注意が必要だ。

政治面では、2027年4・5月に予定されるフランス大統領選挙の行方は、フランスのみならず、EUの将来をも左右する一大イベントとなろう。各種の世論調査では、極右政党「国民連合 (RN)」のバルデラ党首が大きくリードしている (図表12)。過去の大統領選挙では、決選投票で反極右票が集まり、極右大統領の誕生を阻止した。だが、国民連合の支持層が拡大しており、極右の防波堤は弱まっている。フランスでEUに懐疑的な政権が誕生すれば、今後のEU運営への影響は避けられない。

東の間の安定を謳歌する欧州だが、2026年後半には、欧州復興基金の打ち切りが視野に入るほか、ECBの利上げ開始に向けた地ならしが始まり、フランス大統領選挙の前哨戦となる各党の予備選も活発化することが予想される。新たなリスクに対する備えが必要となってこよう。

