

《2019～20年欧州経済見通し》

2018年11月30日
No.2018-009

内需の牽引力が強まる欧州経済

～ 構造改革が遅れるイタリア、Brexit問題が長引く英国が重石 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ユーロ圏では、中国など海外景気の減速から、外需の景気牽引力が減衰。もともと、雇用・所得環境の改善を受けた個人消費の拡大や、過去の金融危機や政治不安などから先送りされていた設備投資需要の顕在化などで、内需の回復力が徐々に強まりつつある状況。
- ◆ただし、内需を取り巻く環境は、国ごとに相違。ドイツでは、労働需給の逼迫を受けた雇用・所得環境の改善や企業の設備不足感の強まりを背景に、個人消費や設備投資の増勢が続く見込み。また、フランスでは、マクロン大統領による労働市場改革や税制改革を契機に、企業部門の業況が好転しつつある状況。先行き、企業部門の回復に先導された景気の好循環が強まっていく見通し。一方、イタリアでは、労働市場改革や銀行の不良債権処理が遅れるなか、景気回復の糸口を掴めず。2018年に誕生したポピュリズム政権が構造改革に逆行する政策を推し進めており、当面、景気低迷からの脱却は見込み難い状況。加えて、ユーロ圏全体の景気回復に伴う金融政策の正常化が、ドイツとイタリアの格差拡大を助長する格好に。
- ◆英国景気の先行きは、Brexitをめぐる交渉の行方が大きく左右。「合意なし」離脱は回避される見込みながら、移行期間入り後も、EUや第三国との貿易協定等の交渉の早期決着は期待薄。Brexitに対する先行き不透明感が、個人消費や設備投資の重石となり続ける見通し。さらに、Brexitは、これまで英国の経済成長の原動力となってきた移民や国際金融サービス、海外からの投資などの逆風となり、英国の中長期的な成長力を下押しする公算が大。
- ◆以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、ドイツ・フランスなどの内需拡大が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長が続く見通し。ただし、構造改革が遅れるイタリアでは、低めの成長に。また、英国では、Brexitをめぐる不確実性が景気の重石となり、1%台前半の緩慢な成長が続く見通し。
- ◆リスクシナリオとしては、米国トランプ政権の保護主義姿勢の強まりや海外景気の下振れ、難民問題の再燃など、外的要因による景気下振れを想定。また、英国のEUからの「合意なし」離脱のリスクも無視できず。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
2. ユーロ圏経済のポイント	2
(1) ユーロ圏全体：内需に支えられた景気回復が持続	
(2) ドイツ：堅調な内需が景気を牽引	
(3) フランス：構造改革の効果が顕在化	
(4) イタリア：構造改革が進まず、内需に脆弱さが残存	
(5) 金融政策正常化が独伊の格差拡大を助長	
3. 英国経済のポイント	7
(1) Brexitが景気の重石に	
(2) Brexitにより蝕まれる経済成長の原動力	
4. 景気の見通し	9
5. リスクシナリオ	10

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

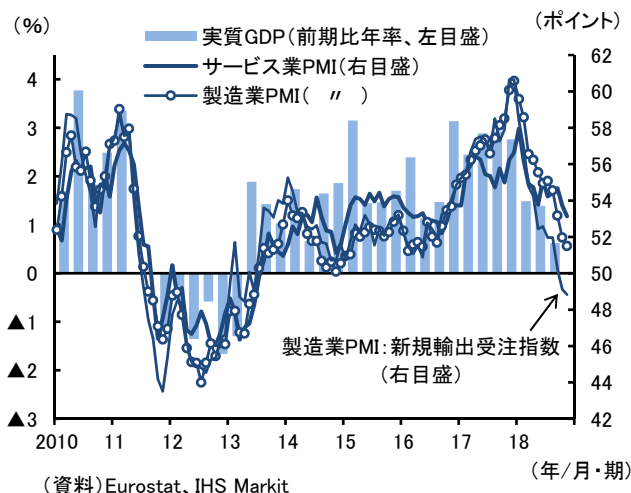
藤山 光雄 Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
橋高 史尚 Tel : 03-6833-8798 Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

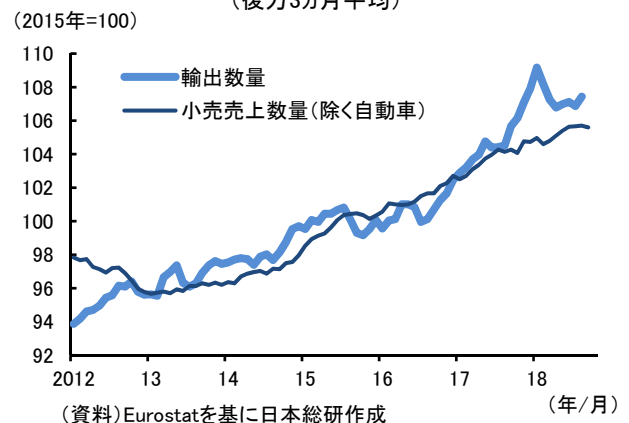
現状 ユーロ圏景気は外需が減速。英国景気の回復は依然として緩慢

- (1) ユーロ圏経済は、2016年末以降、堅調な回復が続いていたものの、18年入り後、大きく減速。17年末にかけて5四半期連続で前期比年率+2%台半ばを上回っていた実質GDP成長率は、足許で同+1%を下回る水準へ低下（図表1-1）。主因は、輸出の弱含み（図表1-2）。①2018年初めにかけてのユーロ高の影響顕在化、②中国景気の減速、③米国トランプ政権による保護主義姿勢への警戒感の強まり、などが輸出の重石に。一方、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は増勢が持続。外需が減速するなかでも、内需が景気の下支え役に。
- (2) 英国は、足許で成長ペースが加速（図表1-3）。もっとも、2018年春にかけて大きく落ち込んでいた輸出の反動増や、猛暑を背景とした個人消費の上振れによる影響が大。そうした一時的要因を除いてみると、英国景気が力強さに欠ける状況は変わらず。Brexitへの懸念を背景とした消費者マインドの悪化が個人消費の重石となっているほか、不確実性の高まりを警戒する企業の割合が高水準で推移するなか、設備投資が弱含み（図表1-4）。
- (3) 今後を展望すると、ユーロ圏では、輸出の力強い増加は見込めないものの、内需の底堅さを背景に緩やかな景気回復が続く見込み。ただし、内需を取り巻く環境を詳しくみると、国ごとに状況が相違。そこで以下では、まずユーロ圏全体の景気の底堅さを確認したうえで、主要3カ国（ドイツ・フランス・イタリア）について、内需を中心に景気の先行きを詳しく検討。一方、英国経済は、短期的にも中長期的にもBrexitによる影響が避けられず。そこで、当面の景気動向を展望するとともに、Brexitが英国の中長期的な成長力に及ぼす影響を考察。

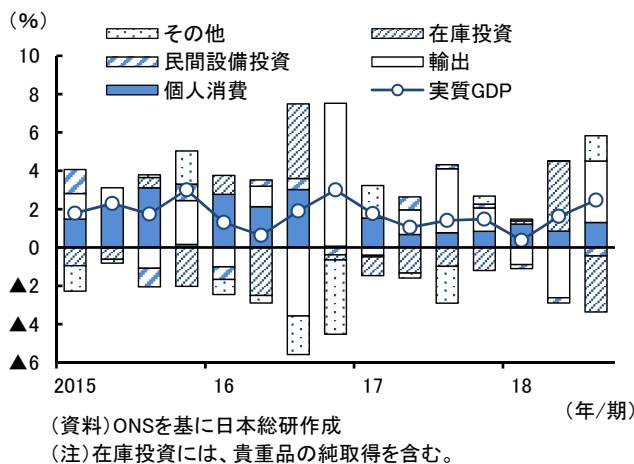
(図表1-1) ユーロ圏の実質GDPとPMI



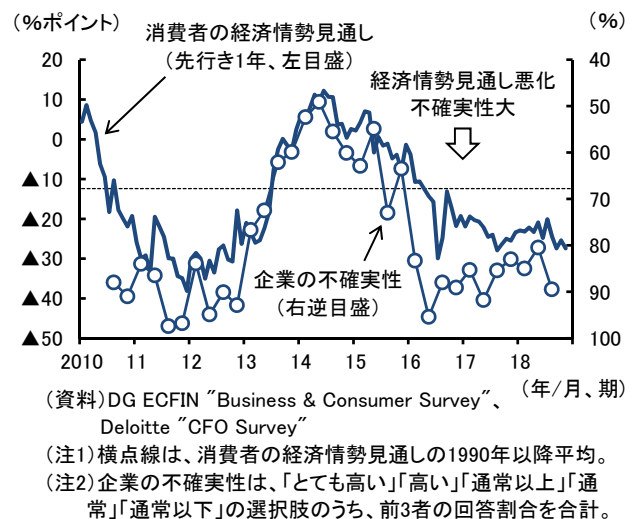
(図表1-2) ユーロ圏の輸出・小売売上数量
(後方3か月平均)



(図表1-3) 英国の実質GDP(前期比年率)



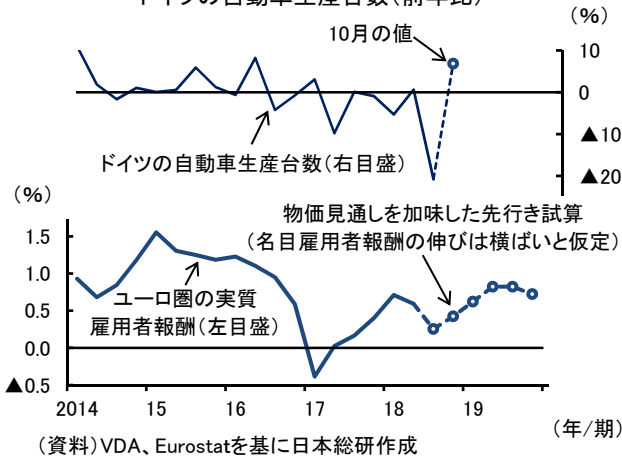
(図表1-4) 英国の消費者・企業マインド



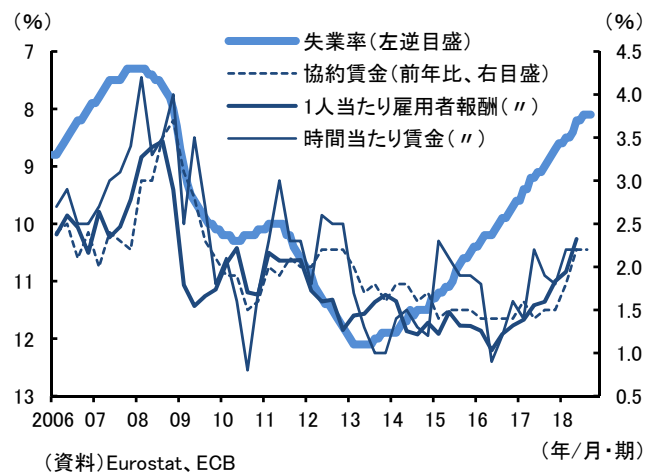
ユーロ圏① ユーロ圏全体：内需に支えられた景気回復が持続

- (1) ユーロ圏景気は、2018年7～9月期に回復ペースが大きく鈍化（前頁図表1-1）。この背景には2つの要因が指摘可能。1つ目は、9月に実施された自動車の燃費試験法の改正による影響。ドイツを中心に自動車メーカーの対応が遅れたため、自動車の生産や輸出が大幅に減少（図表2-1）。2つ目は、原油高を主因とした物価の上昇。名目ベースでみた所得の伸びは拡大傾向にあるものの、今春以降の原油価格の上昇が家計の実質購買力の下押しに作用し、個人消費の重石に。もっとも、これらの下押し圧力は一時的なものであり、早晩減衰していく見通し。
- (2) 先行きを展望すると、個人消費や設備投資といった内需に支えられた景気回復が続くと予想。家計部門では、失業率が2008年末以来の水準へと低下するなか、足許で賃金の伸びに加速の兆し（図表2-2）。雇用・所得環境の改善を背景に、先行きも個人消費は底堅い推移が続く見通し。また、企業部門では、18年の設備投資計画は14年以来の高い伸びに（図表2-3）。海外景気の減速などから、輸出の伸びは緩慢にとどまるとみられるものの、内需の拡大や過去の金融危機や政治不安などで先送りされていた投資需要の顕在化などから、設備投資は緩やかな回復が続く見込み。
- (3) 物価面では、足許でコア消費者物価指数が伸び悩み。もっとも、先行きは賃金面からの物価押し上げ圧力の強まりが見込まれ、インフレ期待も緩やかに高まりつつある状況（図表2-4）。こうしたなか、ECBは金融政策の正常化を着実に進める見込み。2018年12月末に資産買入を終了後、基調的なインフレ率の上昇を見極めながら、19年秋に利上げ（預金ファシリティ金利の引き上げ）に踏み切ると予想。

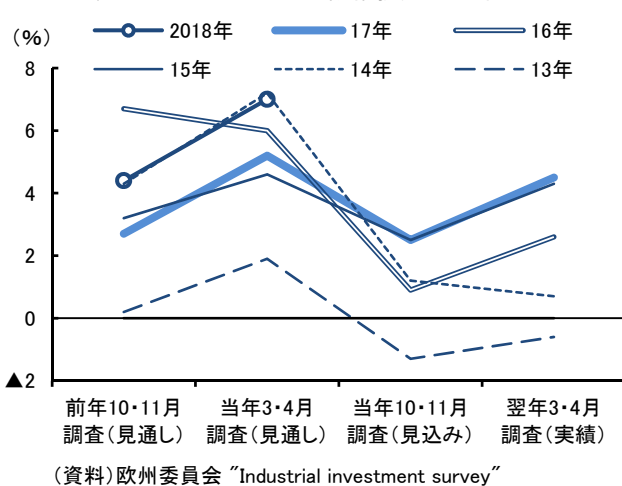
(図表2-1) ユーロ圏の実質雇用者報酬とドイツの自動車生産台数(前年比)



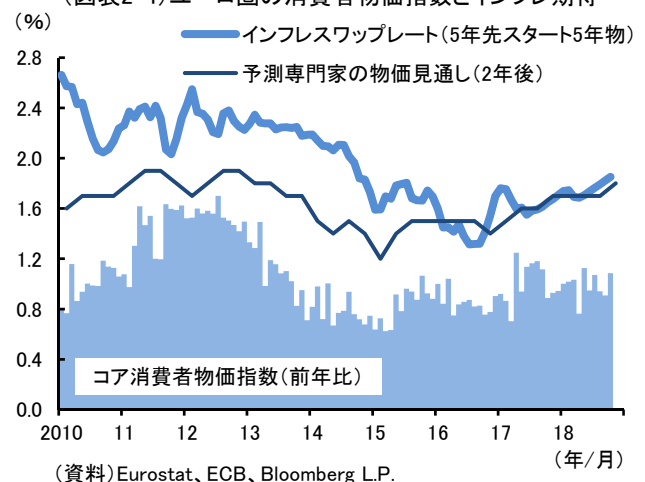
(図表2-2) ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



(図表2-3) ユーロ圏企業の設備投資計画(前年比)



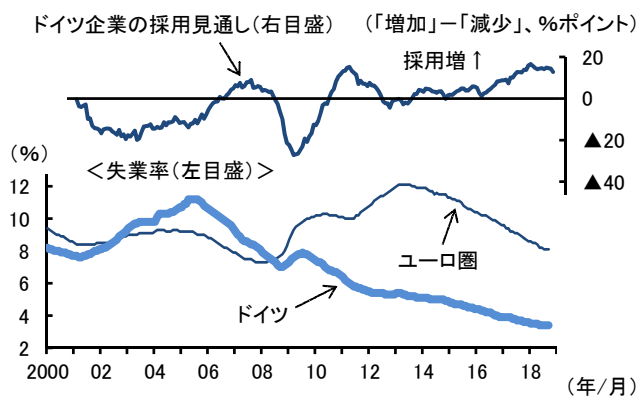
(図表2-4) ユーロ圏の消費者物価指数とインフレ期待



ユーロ圏② | ドイツ: 堅調な内需が景気を牽引

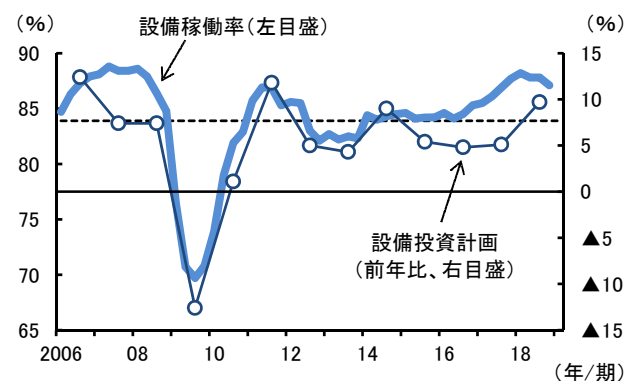
- (1) ドイツ景気は、自動車産業の減産などから一時的に弱含んだものの、内需を取り巻く基調的な環境はユーロ圏のなかでもとりわけ良好。先行き、外需の回復が緩慢にとどまるなかでも、堅調な内需に牽引された底堅い景気回復が続く見通し。
- (2) 家計部門では、雇用環境の改善が長期にわたって持続。世界金融危機や欧州債務危機を契機に、他のユーロ圏諸国では失業率が大幅に上昇（図表3-1）。一方、2000年代初めの労働市場改革が奏功したドイツでは、二度にわたる危機でも失業率がそれほど上昇せず、低下傾向が持続。失業率が歴史的な低水準に達するなか、賃金の伸びも堅調に推移。さらに、依然として企業の採用意欲は高く、先行きも雇用・所得環境の改善が続く見通し。
- (3) 企業部門では、2017年以降、設備稼働率が長期平均を大きく上回る水準で推移（図表3-2）。また、製造業へのアンケート調査では、生産の制約要因として設備不足を挙げる企業が足許で急増（図表3-3）。これらを受け、ドイツ企業の設備投資計画は過去3年の水準を大きく上回る状況にあり、先行き、設備投資は増勢が強まっていく見込み。
- (4) ただし、景気過熱による供給制約の強まりも懸念されつつある状況。労働市場では人手不足が深刻化しており、とりわけ、賃金の低い業種でその傾向が顕著（図表3-4）。従来、外国人労働者の受け入れ促進が人手不足の緩和に寄与してきたものの、近年のドイツでは移民や難民に対する反発が強まりつつあり、それを背景に政局も不安定化。このため、人手不足への有力な対応策を封じられ、先行き、内需拡大のボトルネックとなる可能性も。

(図表3-1) ユーロ圏とドイツの失業率と企業の採用見通し



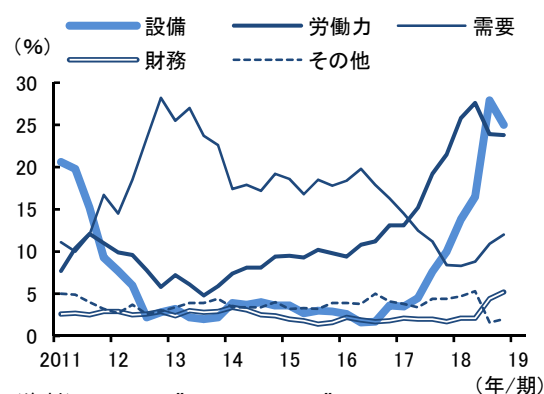
(資料) DG ECFIN "Industry survey", Eurostatを基に日本総研作成
(注) 採用見通しは、鉱工業・サービス業・建設業・小売業の各数値を経済センチメント指数のウェイトに基づいて合成。

(図表3-2) ドイツの設備稼働率と設備投資計画



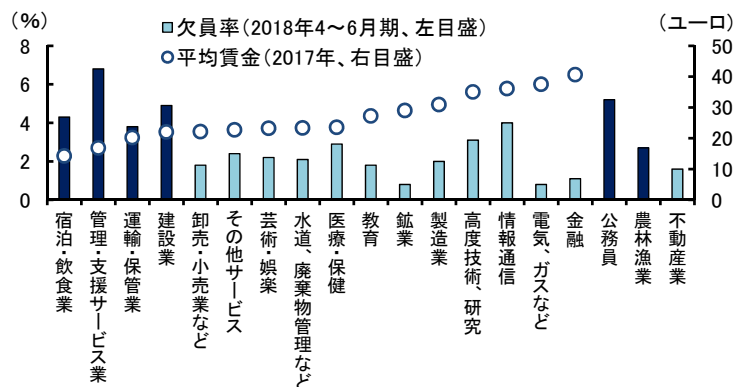
(資料) DG ECFIN "Industry survey", 欧州委員会 "Industrial investment survey"
(注1) 横点線は、設備稼働率の長期平均(1990年～)。
(注2) 設備投資計画は、3～4月調査における当年度見通し。

(図表3-3) ドイツ製造業の生産制約要因



(資料) DG ECFIN "Industry survey"
(注) 「生産活動を妨げている要因は何か」という質問。「需要不足」「労働力不足」「設備不足」「財務制約」「その他」から1つを選択。

(図表3-4) ドイツの業種別欠員率と平均賃金

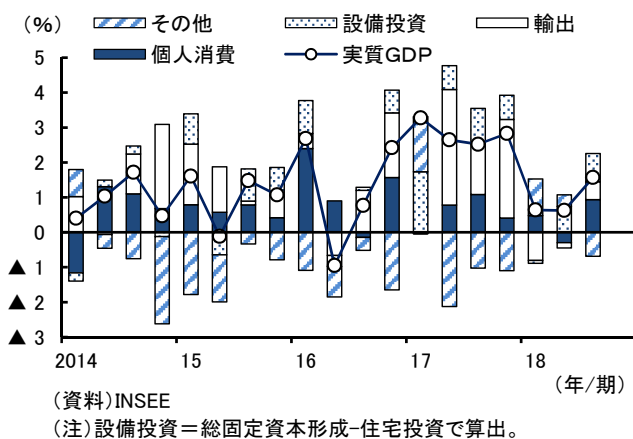


(資料) Eurostat
(注1) 業種名は国際産業分類第2次改訂版に依拠。
(注2) 公務員、農林漁業、不動産業は平均賃金のデータ無し。
(注3) 濃い棒グラフは、平均よりも欠員率が高い業種。

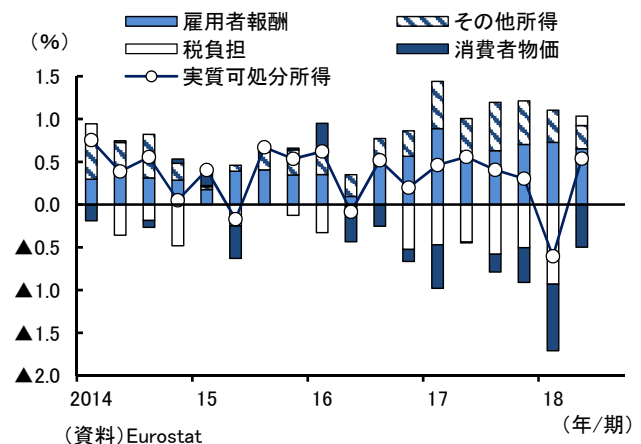
ユーロ圏③ フランス：構造改革の成果が顕在化

- (1) フランス景気は、2018年前半に大きく減速（図表4-1）。もっとも、個人消費の弱含みは、マクロン大統領の税制改革による影響が大。家計を対象とした改革は、社会保障の財源となる一般社会税などの増税と、健康保険料や失業保険料の被雇用者負担分の廃止がセットになっており、本来、家計に及ぼす影響は中立。ただし、実際は増税が先行して実施されたため、家計の税負担が一時的に拡大（図表4-2）。また、同時期には原油高に加え、ガソリンやたばこなどへの増税を背景に、消費者物価が大きく上昇。これらを受け、18年初めに家計の実質可処分所得が減少し、個人消費の下押しに作用。もっとも、雇用者報酬の伸びは引き続き堅調に推移しており、下押し圧力の剥落とともに、可処分所得はプラスに転化。個人消費の変調は一時的にとどまり、先行き増勢が続く見通し。
- (2) また、企業部門を取り巻く環境も好転しつつある状況。長年の課題であった硬直的な賃金制度や厳格な解雇規制については、2017年に一連の労働市場改革法案が成立したことで改善が進む見込み。加えて、税制改革の一環で法人税減税が実施されたことも、企業活動の追い風に。実際、足許にかけて製造業の設備投資意欲は高水準で安定的に推移（図表4-3）。また、労働市場では、無期雇用者の割合が高まっており、労働市場改革の成果が表れつつあることを示唆（図表4-4）。
- (3) 一方、労働市場改革の進展とともに企業のリストラが進んだことで、失業率が下げ渋るなど、構造改革の痛みの側面も無視できず（前掲図表4-4）。こうした改革の痛みを受けて、大統領の政策は企業寄りとの見方から国民の不満が蓄積しており、マクロン大統領の支持率は就任当初の60%超から20%台まで急低下。もっとも、先行き、改革の成果が顕在化し、フランス景気は企業部門の回復に先導された好循環が強まる見込み。景気の回復とともに、マクロン大統領の支持率も徐々に持ち直していくと予想。

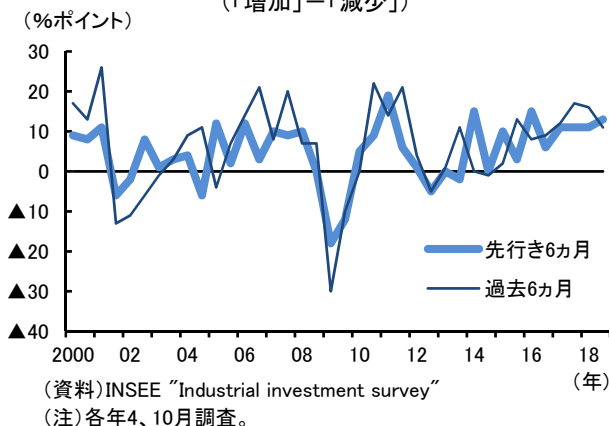
(図表4-1)フランスの実質GDP(前期比年率)



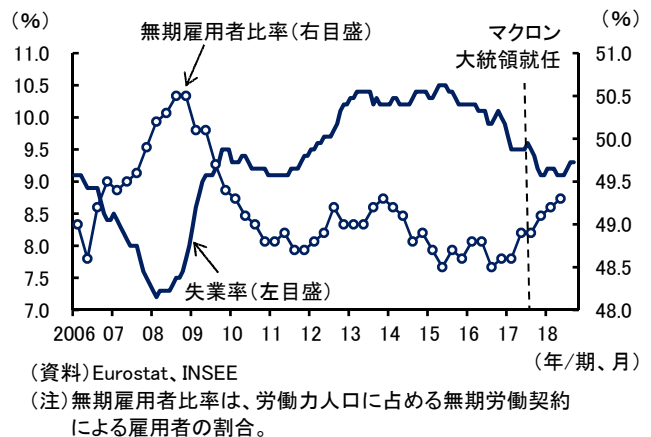
(図表4-2)フランスの実質家計可処分所得(前期比)



(図表4-3)フランス製造業の設備投資マインド
("増加"-"減少")



(図表4-4)フランスの失業率と無期雇用者比率



ユーロ圏④ イタリア: 構造改革が進まず、内需に脆弱さが残存

- (1) ドイツやフランスと異なり、イタリアの内需には依然として脆弱さが残る状況。原因として、国際競争力がドイツ・フランス対比で劣後していたため、外需拡大の恩恵を十分に取れず、景気回復の糸口を掴めなかったことが指摘可能(図表5-1)。加えて、銀行部門の不良債権処理が道半ばであることが、企業の資金調達環境の改善を遅らせる要因に。とりわけ、中小企業でその傾向が顕著であり、ECBの大規模な金融緩和政策の下でも他の主要国との格差が残存(図表5-2)。
- (2) 企業部門の脆弱さを受けて、雇用環境の改善も緩慢。とりわけ、若年層の雇用環境は厳しく、足許の若年失業率は30%を超え、南部に限れば50%弱と極めて高い水準(図表5-3)。若年層の失業は、個人消費の下押し要因になることに加え、就業経験不足による生産性の低下や、婚姻率・出生率の低下を招き、長期的な供給力の押し下げに作用する恐れ。
- (3) 景気を回復軌道に乗せるためには、労働市場改革や不良債権処理といった痛みを伴う構造改革が不可欠ながら、2018年半ばに誕生したポピュリズム政権の下では目立った改革は期待できず。さらに、同政権が掲げる拡張的な財政政策を警戒した国債利回りの上昇が景気の重石に。EUとの対立が深刻化している19年度予算案をめぐることは、金融市場からの圧力の強まりを受け、最終的にはイタリア政府が予算修正の要請に応じると予想。ただし、財政拡大を主張して支持を集めた現政権にとって、政策の本質的な転換は困難。先行きも折に触れて財政不安が意識される可能性が大。
- (4) とりわけ、イタリアの銀行は、ECBの長期資金供給オペなどを背景に国債の保有割合を拡大させてきたため、国債利回りの上昇によるバランスシートの毀損など、ソブリンリスクの影響を受けやすい状況(図表5-4)。先行きも、企業や家計の資金調達環境の悪化や、金融システム不安への懸念が熾り続ける見通し。

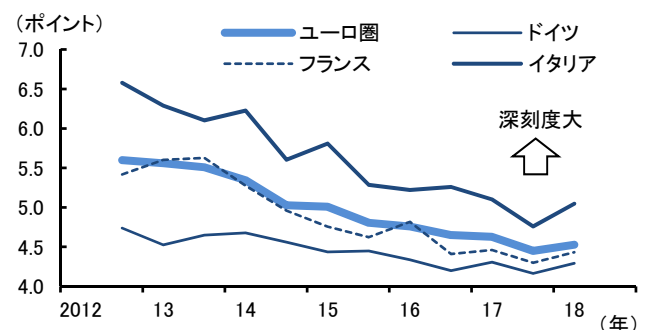
(図表5-1) 国際競争力ランキングの順位(2017年)

	ドイツ	フランス	イタリア	米国	日本
労働市場	12	53	79	1	18
退職手当	94	42	12	1	9
雇用・解雇の柔軟度	11	130	125	3	99
労使関係	19	99	114	6	5
賃金の柔軟性	87	58	135	13	11
雇用推進政策	8	31	97	2	23
労働者の権利	9	18	6	84	18
外国人労働者の雇用	11	61	51	7	77
国際的な労働力移動	15	112	25	2	77
プロ経営者の能力	22	24	100	11	16
労働生産性	6	68	127	1	33
女性の社会進出	29	21	60	37	64
雇用関連の税率	97	140	100	30	82

(資料) World Economic Forum "The Global Competitiveness Report 2018"

(注) 140カ国を対象とした調査。70位以下の項目を網掛け。

(図表5-2) ユーロ圏中小企業の資金調達問題の深刻さ

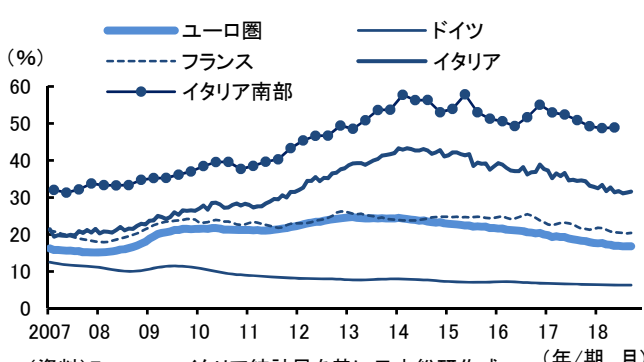


(資料) ECB "Survey on the access to finance of enterprises"

(注1) 「過去6か月間における資金調達に関する問題の深刻さを10段階で評価せよ」という質問に対する回答の平均スコアを图示。

(注2) 調査時期は、各年3~4月、9~10月。

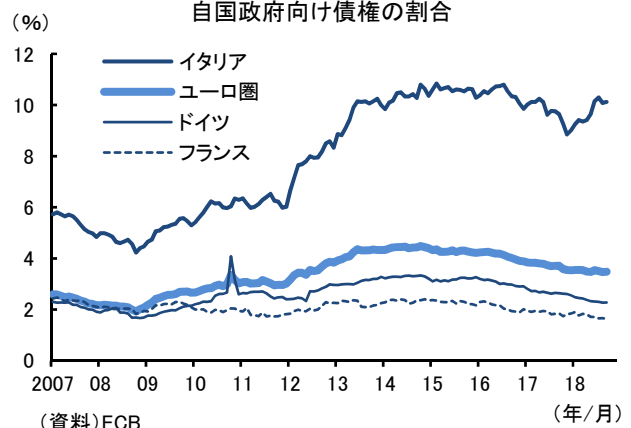
(図表5-3) ユーロ圏の若年失業率(15~24歳)



(資料) Eurostat、イタリア統計局を基に日本総研作成

(注) イタリア南部のみ、日本総研による季節調整値。

(図表5-4) ユーロ圏金融機関の総資産に占める
自国政府向け債権の割合

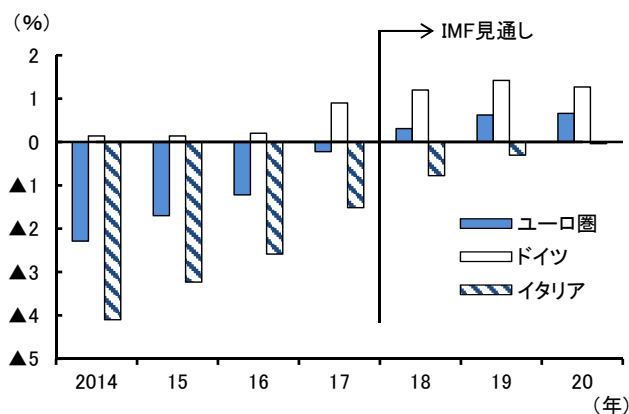


(資料) ECB

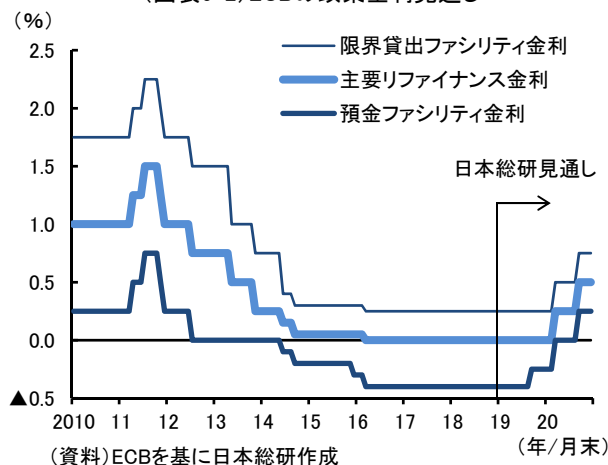
ユーロ圏⑤ 金融政策正常化が独伊の格差拡大を助長

- (1) これまでにみてきたように、国別の経済情勢には差異があるものの、ユーロ圏全体としては底堅い回復が続いており、2018年にはGDPギャップが解消する見通し(図表6-1)。こうした状況下、ECBは金融政策の正常化を着実に進めるとみられ、19年秋に預金ファシリティ金利の引き上げに踏み切った後、半年に1回程度の緩やかなペースで3つの政策金利の引き上げを進めると予想(図表6-2)。
- (2) もっとも、国毎の格差が色濃い状況下での金融政策の正常化は、格差の拡大を助長する側面も。ドイツとイタリアのGDPギャップをみると、堅調な景気回復が続くドイツでは大幅なプラスになる一方、景気が低迷するイタリアでは依然としてマイナス(前掲図表6-1)。このことは、ユーロ圏全体(平均値)にとって望ましい金融政策は、ドイツにとっては緩和的であり、イタリアにとっては引き締めのことを意味。このため、ドイツでは、引き続き緩和的な金融環境の下、消費や投資の増勢が続く見通し。ただし、实体经济に比べ過度に緩和的な金融環境は、不動産市場などでバブルを招く懸念も。近年、ドイツの住宅価格は可処分所得の伸びを大きく上回るペースで上昇しており、バブルの兆しがみられる状況(図表6-3)。一方、イタリアでは金利の上昇など、金融環境の引き締まりが消費や投資の重石となる見込み。加えて、足許では財政不安の高まりがイタリアの国債利回りを押し上げる一方、安全資産とされるドイツ国債に逃避資金が流入(図表6-4)。その結果、ドイツとイタリアの金融環境をめぐる格差は一段と強まる格好に。
- (3) イタリアで構造改革の進展が見込み難いなか、こうした格差拡大の構図は長期化する公算が大。むしろ、格差の拡大が反EUを掲げるイタリアのポピュリズム政権の追い風となり、構造改革の進展がさらに遅れるという悪循環に陥る恐れも。

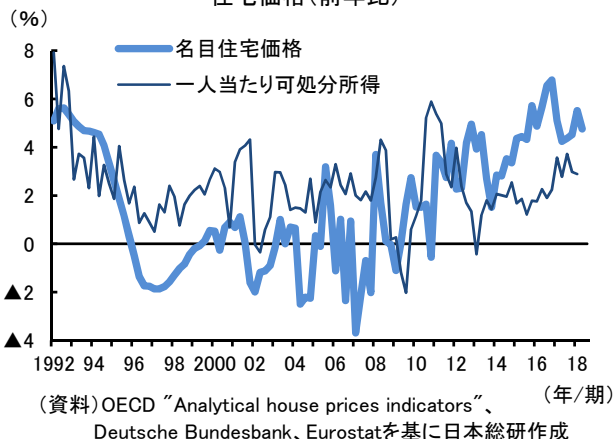
(図表6-1) ユーロ圏主要国のGDPギャップ



(図表6-2) ECBの政策金利見通し



(図表6-3) ドイツの一人当たり可処分所得と住宅価格(前年比)



(図表6-4) ドイツ・イタリアの10年債利回り



英国① Brexitが景気の重石に

- (1) 英国経済の先行きは、Brexitをめぐる交渉の行方が大きく左右（図表7-1）。新たな貿易協定などがないまま英国がEU離脱を余儀なくされる事態は、英国内の強硬離脱派・穏健離脱派およびEUなど、全ての利害関係者にとって得策とはいえず。そのため、それぞれの歩み寄りにより、2019年3月末に「合意なし」離脱に至る事態は避けられると予想。ただし、移行期間入り後も、EUや第三国との貿易協定等をめぐる交渉の早期決着は期待し難く、Brexitをめぐる先行き不透明感が景気の重石となり続ける見通し。
- (2) 家計部門では、失業率が1970年代半ば以来の水準まで低下するなか、賃金の伸びが拡大傾向。加えて、2018年入り後、ポンド安による物価の大幅な上昇が一服するなか、実質賃金の伸びがプラス圏に浮上（図表7-2）。こうした雇用・所得環境の改善が、個人消費の下支えに寄与。もっとも、Brexitへの懸念を背景とした消費者マインドの低迷が重石となるため、個人消費の力強い回復は期待薄。さらに、足許の労働需給の逼迫は、Brexitへの不安を契機とした移民労働者の減少による影響も大（図表7-3）。労働需給逼迫の原因が景気の良さを反映したものとは言えず、手放しで喜べない状況。
- (3) 一方、企業部門では、設備投資に対する慎重姿勢が一段と強まっている状況（図表7-4）。先行きも、関税率や非関税障壁などのEUとの通商関係のほか、商品やサービスに対する規制面でのEUルールとの整合性の確保などに不確実性が残るなか、企業は新たな投資に慎重にならざるを得ず、設備投資は低迷が続く見通し。

(図表7-1)英国・EUのBrexit関連スケジュール

2016年	6月23日	・英国国民投票でEU離脱派が勝利
2017年	3月29日	・英国がEUへ離脱を通知
	6月19日	・離脱協定の交渉開始
2018年	11月25日	・臨時EU首脳会議で、英国政府とEUが離脱協定案で合意
2019年	1月21日	・英EU離脱法に定められた英国の意思決定期限(実質的な英国議会での離脱協定批准期限)
	~3月	・欧州議会、英国議会での離脱協定の批准
	3月29日	・英国がEUから離脱(英国議会で離脱協定が批准できなければ、離脱期限延長の可能性も)
(移行期間: 1年9ヵ月)		・英国によるEUおよび第三国との貿易協定等の交渉および締結(移行期間延長の可能性も)
2020年	7月まで	・北アイルランドの取り扱いをめぐる交渉の進捗などを踏まえ、英国とEUの共同委員会が移行期間延長の可否を判断
	12月末	・移行期間終了(貿易協定等の発効)

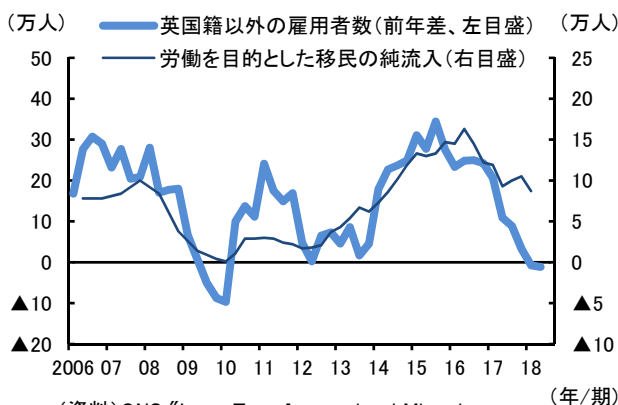
(資料)英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

(図表7-2)英国の失業率と賃金(前年比)



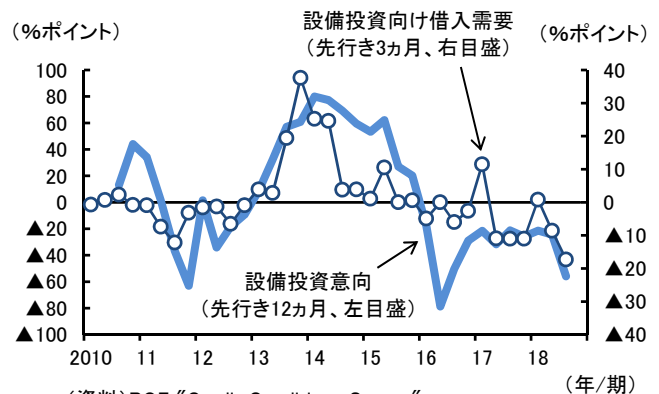
(資料)ONSを基に日本総研作成
(注1)賃金は、週当たり平均賃金(除くボーナス)。実質賃金は、消費者物価で実質化。
(注2)失業率はILO基準、3ヵ月移動平均値での公表。

(図表7-3)英国の外国人雇用者数と労働目的の移民流入



(資料)ONS "Long-Term International Migration estimates"、"UK labour market"、を基に日本総研作成
(注)移民の純流入は英国籍者を除くベース。

(図表7-4)英国企業の設備投資マインドと借入需要
("増加"-"減少")

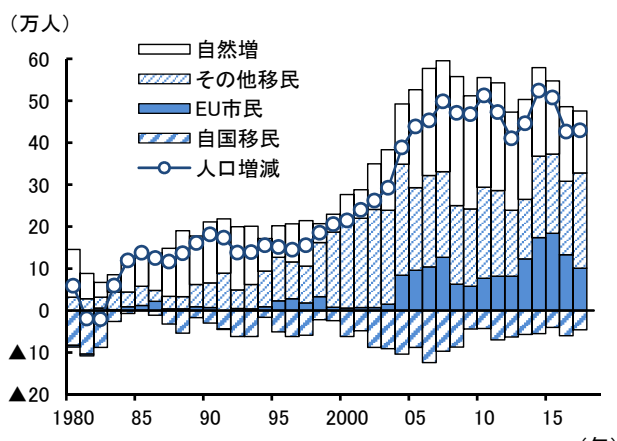


(資料)BOE "Credit Conditions Survey"、Deloitte "CFO Survey"

英国② Brexitにより蝕まれる経済成長の原動力

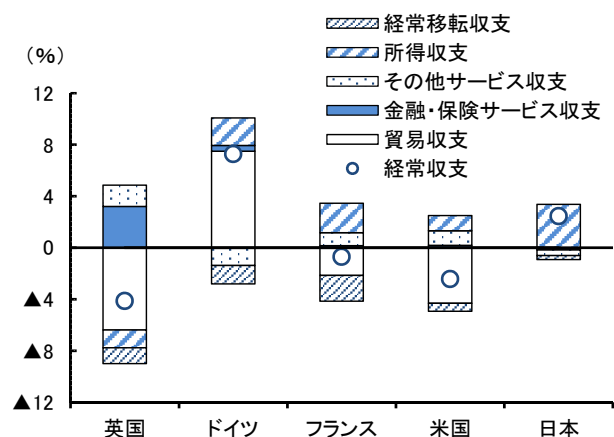
- (1) さらにBrexitは、これまで英国の経済成長の原動力となってきた、①移民による人口増、②グローバルな金融サービスの提供、③海外からの投資の取り込み、などにとって逆風となり、英国の中長期的な成長力を下押し。
- (2) 1990年代半ば以降、均してみると英国の人口増加の約半数が移民によるもの（図表8-1）。2010年の政権復帰以降、保守党は移民の純流入を年間10万人未満に抑えることを政策目標に。同水準まで移民が抑制されれば、人口増加ペースが3割程度下押しされる可能性。
- (3) また、英国の貿易収支は大幅な赤字が続いており、その約半分を金融・保険関連のサービス収支の黒字が補う構図（図表8-2）。Brexitによって英国の欧州あるいは世界の金融センターとしての地位が低下すれば、サービス収支の黒字が大きく目減りする恐れ。
- (4) 国際金融センターとしての魅力による海外金融機関の集積に加え、その他サービス業や製造業の欧州市場の開拓拠点としての位置付けもあり、英国の対内直接投資残高（対GDP比）は、主要国のなかでも突出（図表8-3）。もっとも、Brexitにより、そうした投資妙味が薄れれば、海外からの投資が大きく減少するリスク。
- (5) ちなみに、欧州委員会による欧州主要国の潜在成長率見通しみると、英国は相対的に高水準（図表8-4）。もっとも、その主因は労働投入の拡大であるため、Brexitによる移民の減少を受け、実際の潜在成長率はこの見通しを下回る公算が大。さらに、内外からの投資の減少が資本投入やTFPの下押しに作用し、潜在成長率が一段と下振れる可能性も。

(図表8-1) 英国の人口(前年差)



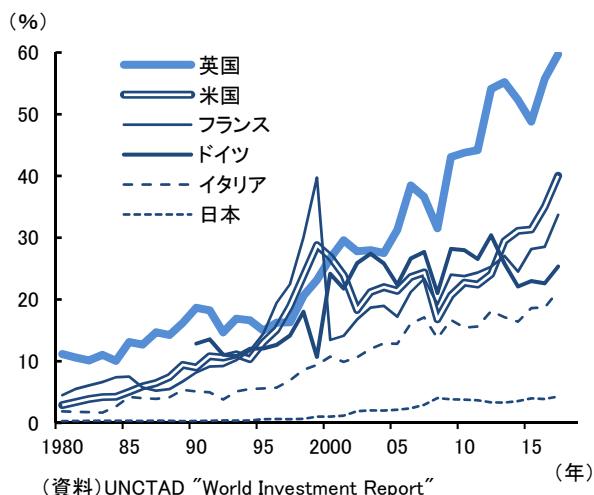
(資料)ONS "Population and migration", Eurostatを基に
日本総研作成

(図表8-2) 主要国の経常収支(GDP比、2010~17年平均)



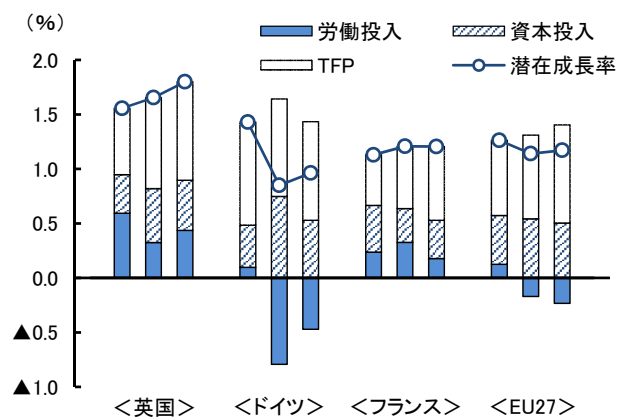
(資料)各国統計を基に日本総研作成

(図表8-3) 主要国の対内直接投資残高(対GDP比)



(資料)UNCTAD "World Investment Report"

(図表8-4) 潜在成長率の見通し(2020、25、30年)



(資料)欧州委員会 "The 2018 Ageing Report"
(注)2015年時点の将来推計人口をベースとした試算。

見通し ユーロ圏は潜在成長率並み、英国は緩慢な成長に

- (1) ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは緩慢にとどまる見込み。一方、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移。また、欧州債務危機や政治不安などから相対的に回復が遅れていた設備投資の回復が明確化。外需が減速するもとも、内需が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長が続く見通し（図表7-1、7-2）。ただし、構造改革の遅れるイタリアでは、高失業や金融システム不安を抱える状況から抜け出せず、好調なドイツ・フランスとの格差が際立つ格好に。
- (2) インフレ率については、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準での推移が長期化。デフレ懸念の払拭を受け、ECBは金融政策正常化への取り組みを着実に進めると予想されるものの、そのペースは緩やかにとどまる見通し。
- (3) 英国では、2019年4月のBrexitの移行期間入り後も、新たな通商協定等の交渉は難航する公算が大。Brexitをめぐる不確実性が個人消費や内外企業の投資の重石となり、1%台前半を中心とした緩慢な成長が続く見通し（前掲図表7-2）。
- (4) 物価面では、景気の低迷が抑制要因として働くものの、Brexitをめぐる懸念が拭えないなか、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残存。このため、インフレ率は2020年末にかけても2%を下回る公算は小。BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、19年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

(図表7-1) ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)			
	2018年				2019年				2020年				2017年	2018年	2019年	2020年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
実質GDP	1.6	1.8	0.7	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	2.4	1.9	1.7	1.6
個人消費	2.2	0.8	1.0	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6
政府消費	0.3	1.5	1.3	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1	1.4	1.4
総固定資本形成	0.4	5.9	3.0	3.2	3.0	3.1	3.3	3.0	3.0	2.9	3.1	3.0	2.6	3.3	3.3	3.0
在庫投資(寄与度)	0.9	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	0.0	▲0.0	0.0
純輸出(寄与度)	▲0.6	▲0.0	▲0.8	0.3	▲0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3	0.8	0.2	▲0.1	▲0.2
輸出	▲2.9	4.2	1.5	3.2	2.7	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3	5.2	2.9	2.6	2.4
輸入	▲1.8	4.8	3.6	2.8	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.2	3.2	3.2	3.9	2.7	3.2	3.1

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(図表7-2) 欧州主要国別経済・物価見通し

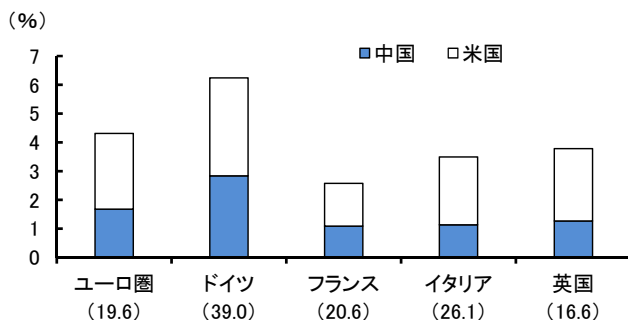
		(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)												(前年比、%)			
		2018年				2019年				2020年				2017年	2018年	2019年	2020年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.8	0.7	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	2.4	1.9	1.7	1.6
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲0.8	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5	1.4	2.2	1.6	1.6	1.7
	消費者物価指数	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7
フランス	実質GDP	0.6	0.6	1.6	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	2.2	1.6	1.5	1.7
	消費者物価指数	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6	1.2	2.1	1.6	1.6
英国	実質GDP	0.4	1.6	2.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.7	1.3	1.4	1.3
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.7	2.5	2.1	2.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

リスク 貿易摩擦の深刻化や難民問題の再燃、「合意なし」Brexitに留意

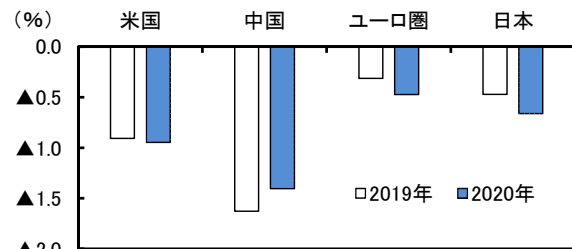
- (1) これまでにみてきたように、一部の国には脆弱さが残るものの、ユーロ圏景気が基調的に底堅く推移するというのがメインシナリオ。これに対する下振れリスクは、米国トランプ政権の保護主義姿勢の強まりや海外景気の下振れ、難民問題の再燃などの外的要因。また、新たな貿易協定がないままでの英国のEU離脱も、リスクシナリオとして無視できず。
- (2) 米国の通商政策をめぐっては、米国が自動車関税の引き上げに踏み切れば、欧州にも直接的な影響が波及。また、米中貿易摩擦の深刻化による両国の景気下振れは、輸出の下押しに作用。とりわけ、輸出依存度の高いドイツへの影響が大きくなる見込み(図表10-1)。ちなみに、IMFは貿易摩擦の深刻化や、それに伴う企業心理の悪化および金融環境の引き締まりを加味した最悲観ケースで、2019・20年のユーロ圏のGDPが0.4%前後下振れると試算(図表10-2)。
- (3) さらに、政情不安や米国の利上げを発端とした新興国景気の下振れも懸念材料に。欧州にとっては、新興国向け輸出の落ち込みに加え、難民の流入抑制策で合意しているトルコ経済の混乱に警戒が必要(図表10-3)。トルコを経由した中東などからの難民流入が再び拡大すれば、反移民・反EUを訴える勢力が勢いを増し、欧州の政治不安が一段と強まる恐れ。
- (4) 英国のBrexitについては、英国議会で離脱協定が批准できない可能性があるほか、離脱協定の批准に至った場合でも、移行期間の終了までに貿易協定などの締結が間に合わないリスクが残存。いずれにしても、EUとの通商関係がWTOルールに頼らざるを得なくなれば、英国のGDPは今後10~15年で7%前後落ち込む恐れ(図表10-4)。一方、英国からの企業の移転などを背景に、その他EU加盟国への負の影響は軽微にとどまる見通し。

(図表10-1)ユーロ圏主要国および英国の中国・米国向け輸出の対GDP比(2017年)



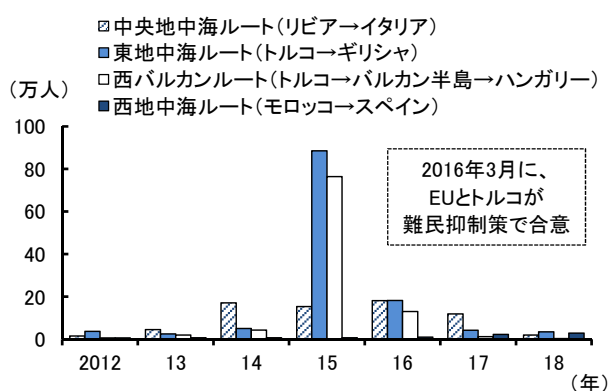
(資料)各国統計を基に日本総研作成
 (注1)ユーロ圏は域外向け輸出に占める割合。
 (注2)中国向けは香港を含む。
 (注3)横軸国・地域名のカッコ内は輸出依存度(輸出÷GDP×100)。

(図表10-2)貿易摩擦によるGDPへの影響(IMF試算の最悲観ケース)



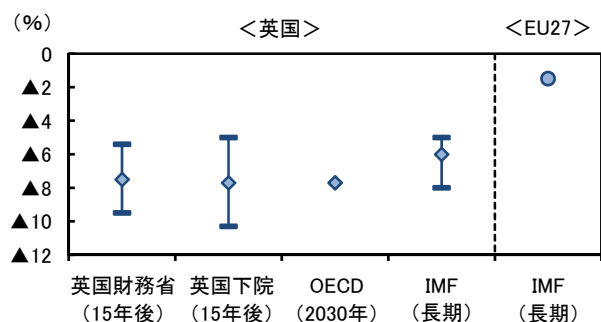
(資料)IMF "World Economic Outlook, October 2018"
 (注)IMFの悲観ケースは、実施および検討されている米国の対中関税・自動車関税とそれに対する報復措置、企業心理の悪化や金融環境の引き締まりを加味したもの。

(図表10-3)欧州への主なルート別不法越境者数



(資料)欧州対外国境管理協力機関を基に日本総研作成
 (注1)凡例のカッコ内は、主な通過・到着国。
 (注2)2018年は8月までの実績。

(図表10-4)英国の「合意なし」離脱(WTOケース)によるGDP下振れ幅



(資料)英国財務省 "the long-term economic impact of EU membership and the alternatives", OECD "The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision", 英国下院EU離脱委員会 "EU Exit Analysis: Cross Whitehall Briefing", IMF "Country Report No.18/224, 18/316"を基に日本総研作成
 (注)英国財務省、英国下院、IMF(英国)はレンジあり。OECDは通商関係によるケース分けがないため、悲観ケースを明示。