

# 欧州経済見通し

調査部 副主任研究員 藤山 光雄

## 目 次

1. 欧州景気の現状
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  
2. 先行きを展望するうえでのポイント
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  
3. 2017～2018年の欧州経済見通し
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  
4. リスク要因

## 要 約

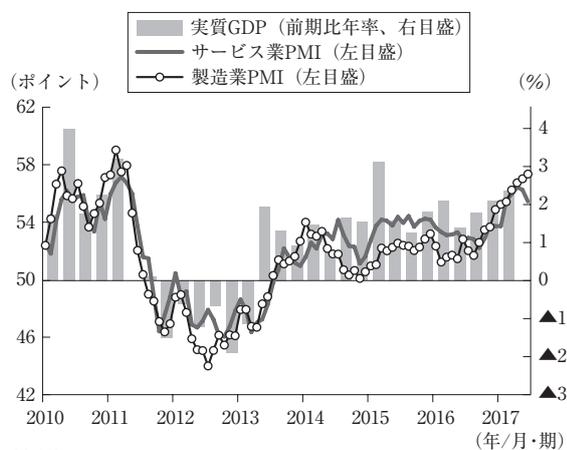
1. ユーロ圏景気は、足許で回復傾向が強まっているものの、高成長の持続性には疑問符が付く。失業率の低下が続くなかでも、労働市場に残る「スラック」の存在が賃金の伸びを抑制しており、物価上昇による実質所得への下押し圧力も相まって、個人消費は緩慢な回復が続くと見込まれる。また、イタリアやフランスの景気回復の遅れが、ユーロ圏景気の足枷となる。労働市場改革への取り組みが遅れる両国では、外需回復の恩恵を十分に享受できないほか、失業率の低下ペースが緩慢にとどまり、内需回復の重石となる見通しである。
2. EU統合をめぐるっては、ドイツ・フランスで「マルチスピードの統合深化」への気運が高まっている。もっとも、主要国の間にも、経済環境や国民の意識の面で大きな隔たりがあり、議論が加速するかどうかは予断を許さない。
3. 一方、イギリスでは、個人消費の減速を主因に成長ペースが大きく鈍化している。先行きも、賃金が伸び悩むなかでの大幅な物価上昇が、個人消費の重石となり続ける見込みである。企業部門でも、Brexitをめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、設備投資の本格回復は期待し難い。
4. Brexitをめぐる交渉では、メイ首相の政権基盤の弱体化や想定以上の景気減速などから、イギリスが柔軟姿勢に転じ、ハードBrexitは回避されると予想している。ただし、Brexitをめぐる不透明感を払拭できない状況が長期化する公算が大きい。加えて、Brexitによる移民の抑制や投資の低迷が、イギリスの中長期的な成長力の低下を招く可能性がある。
5. 以上を踏まえ景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、個人消費の伸び悩みやイタリア・フランス景気回復の遅れなどから、1%台半ばから後半を中心とした緩慢な成長が続くと見込まれる。また、イギリスでは、Brexitをめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資の低迷を背景に、1%台前半の成長ペースへ減速する見通しである。
6. 上記メインシナリオに対する下振れリスクとして、イタリア政治の混乱、イギリスのハードBrexit、海外景気の減速、の三つが想定される。

# 1. 欧州景気の現状

## (1) ユーロ圏

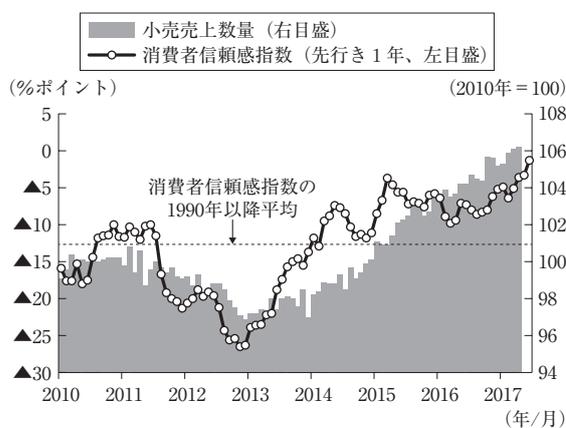
ユーロ圏景気は、2016年半ば以降、回復傾向が強まっている。輸出の拡大や個人消費の底堅さなどを背景に、実質GDP成長率は2017年1～3月期にかけて2四半期連続で2%を上回った（図表1）。企業部門では、製造業PMIが大きく改善しているほか、サービス業PMIも2017年入り以降、水準を切り上げて推移している。また、家計部門では、消費者マインドが2001年春以来の水準まで上昇するなか、小売売上の増勢が続いている（図表2）。

（図表1）ユーロ圏の実質GDPと企業マインド



（資料）Eurostat、IHS Markit

（図表2）ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド

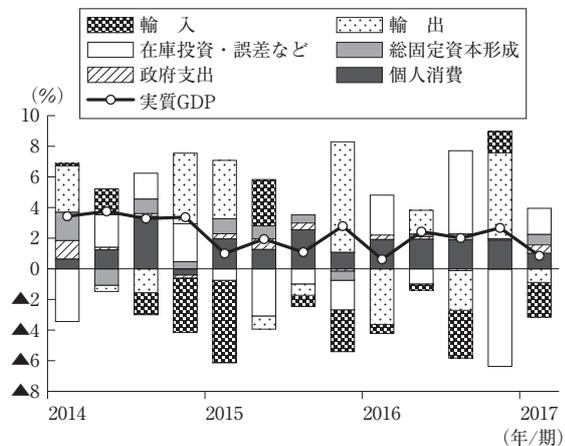


（資料）DG ECFIN “Business & Consumer Survey”、Eurostat  
（注）小売売上数量は、自動車を除く。

## (2) イギリス

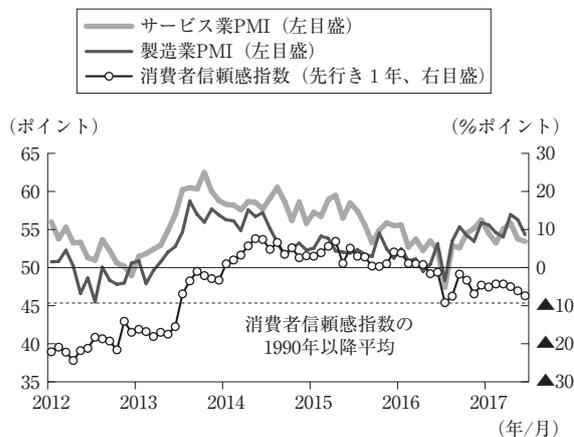
一方、イギリスでは、2017年入り後、個人消費の減速を主因に成長ペースが大きく鈍化した（図表3）。企業部門では、製造業・サービス業PMIともに改善の動きに一服感がみられている（図表4）。また、家計部門では、物価上昇への警戒感やBrexitをめぐる不透明感の高まりなどから、消費者マインド

（図表3）イギリスの実質GDP（前期比年率）



（資料）ONSを基に日本総合研究所作成  
（注）在庫投資には「貴重品の純取得」を含む。

（図表4）イギリスの企業・消費者マインド



（資料）IHS Markit、DG ECFIN “Business & Consumer Survey”

が再び低下傾向にあり、足許で2016年6月のEU離脱を問う国民投票直後の水準まで弱含んでいる。総じてみると、Brexitによる負の影響が顕在化するなか、イギリス景気は減速感が強まっている。

## 2. 先行きを展望するうえでのポイント

欧州経済の今後を展望すると、ユーロ圏景気は回復基調が強まりつつあるものの、高成長の持続性には疑問符が付く。とりわけ、個人消費の先行きに懸念が残る点、および、域内主要国の景気回復ペースに差異がある点に留意が必要である。そこで以下では、これら2点の分析に重点を置いて、ユーロ圏景気の先行きを展望したい。そのうえで、ECBの金融政策の行方と、足許で再び気運が高まりつつあるEUの統合深化に向けた動きについて考察する。

一方、イギリスについては、まず、Brexitへの懸念が強まるもとでの、家計・企業部門の先行きについて展望する。そのうえで、Brexitをめぐる交渉の行方とBrexitがイギリス経済の中長期的な成長力に与える影響について検討したい。

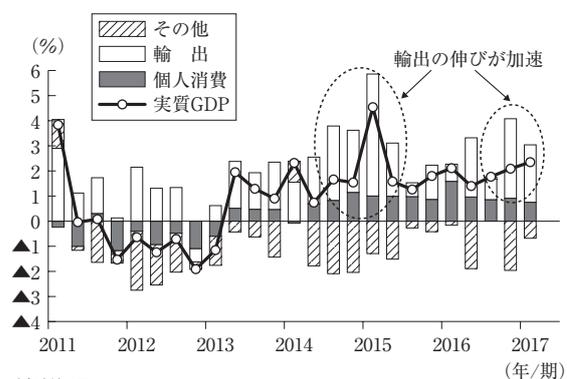
### (1) ユーロ圏

#### A. 個人消費は伸び悩み

足許のユーロ圏景気の堅調な回復は、専ら外需に牽引されている。ユーロ圏の域外輸出は、中国景気の減速などにより、2015年半ばごろから低調な伸びが続いていたものの、新興国・資源国景気を持ち直しやアメリカ景気の回復などから、2016年後半以降、再び増勢が加速している（図表5）。

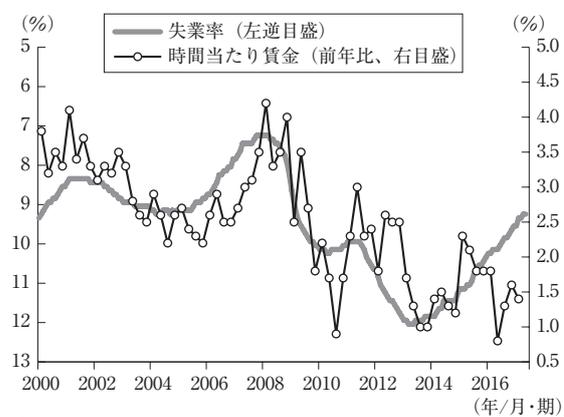
一方、個人消費は雇用環境の改善を背景に底堅い伸びが続いているものの、増勢が加速していく様子はみられず、むしろ足許ではやや減速傾向にある。この背景には、失業率の低下が続くなかでも、賃金が伸び悩んでいることが指摘できる（図表6）。ユーロ圏では、フルタイムの仕事がみつからず、やむを得ずパートタイムに従事している人や、働ける状態にあるものの景気の低迷などから職探しを諦めた人が依然として多い。これらの人々を失業者とみなして算出した広義失業率は、依然として高止まりが続いており、労働市場に残るこうした「スラック」の存在が、賃金の伸びの抑制要因となっている（図表7）。広義失業率がリーマン・ショック前の水準まで低下し、賃金の伸びが高まりつつあるアメリカとは異なり、ユー

（図表5）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



（資料）Eurostat

（図表6）ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金

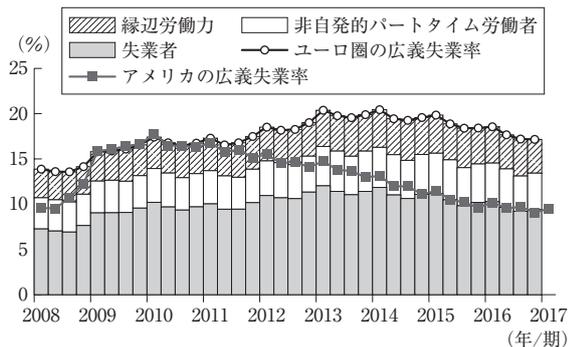


（資料）Eurostat

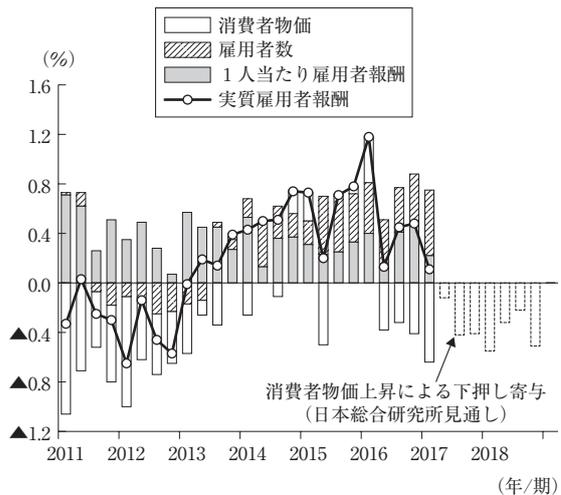
口圏の賃金が伸び悩みの状況を脱するにはなお時間を要すると見込まれる。

加えて、2016年春以降、原油価格の下落による物価押し下げ効果の一巡に伴い、物価が大きく上昇している。先行きも、消費者物価は前年比+1%台後半の伸びが続くと予想され、引き続き家計の実質所得の下押し圧力となる公算が大きい（図表8）。

（図表7）ユーロ圏とアメリカの広義失業率



（図表8）ユーロ圏の実質雇用者報酬（前期比）



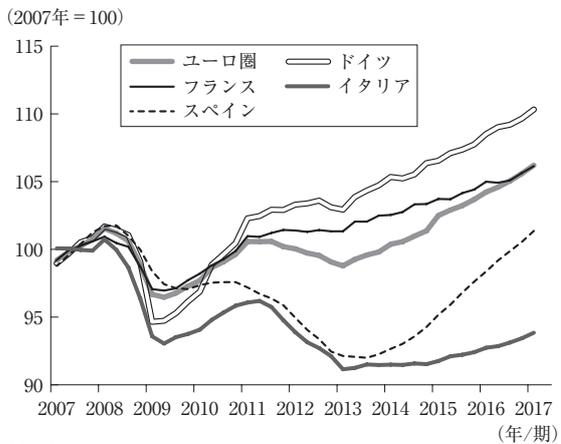
以上を踏まえると、当面、所得環境の大幅な改善は期待し難く、個人消費は緩やかな回復が続く見通しである。

### B. 足枷となるイタリアとフランス

欧州債務危機以降、外需による押し上げや個人消費の緩やかな持ち直しを背景に、ユーロ圏景気は底堅い回復が続いているものの、そのペースは国ごとに差異がある。実質GDPの推移をみると、とりわけ、欧州債務危機以降の回復ペースが鈍いフランスや、依然として世界金融危機前の水準を大きく下回るイタリアの不振が目立つ（図表9）。

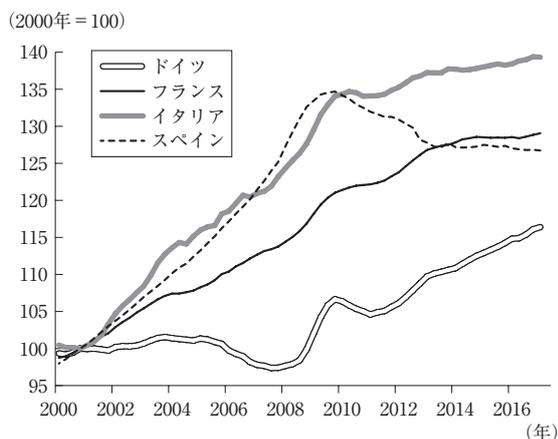
こうした差異が生じる背景として、まず、外需の取り込み度合いの違いが指摘できる。2000年代前半に労働市場改革に取り組み、その後の労働コストの上昇が抑制されてきたドイツや、世界金融危機後に労働市場改革などを通じて労働コストの削減を進めたスペインは、対外競争力の向上によ

（図表9）ユーロ圏の実質GDP



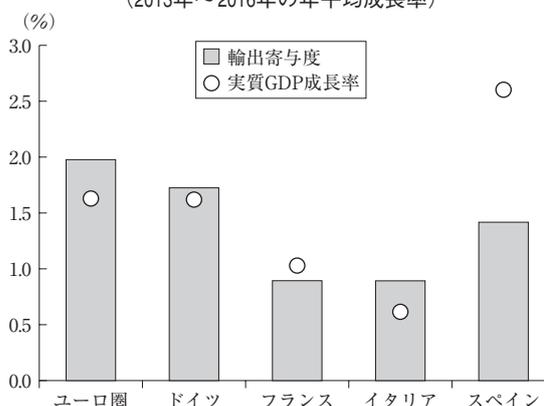
り輸出の拡大を実現した。一方、労働市場改革への取り組みが遅れ、労働コストの高止まりが続くフランスやイタリアでは、外需回復の恩恵を十分に享受できていない（図表10、11）。

（図表10）ユーロ圏の単位労働コスト（後方4期平均）



（資料）Eurostat

（図表11）ユーロ圏主要国の実質GDP成長率と輸出寄与度（2013年～2016年の年平均成長率）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

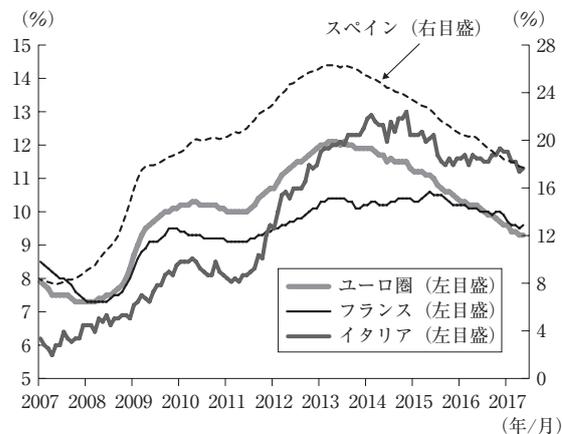
（注）ユーロ圏の輸出寄与度は、対ユーロ圏外輸出に基づく。

また、労働市場改革の遅れは内需の回復にも大きく影響している。雇用規制の強いフランスやイタリアでは、新規雇用に伴う企業負担が大きく、失業率の低下ペースが緩やかにとどまっている。スペインやユーロ圏全体の失業率が2009年以来の水準まで低下している一方、フランス・イタリアでは依然として欧州債務危機時の2012年の水準にとどまっており、雇用情勢の改善の遅れが個人消費の重石となっている（図表12）。

加えて、イタリアでは政治・金融面への懸念が企業活動の抑制要因となっている。政治面では、反EU政党の「五つ星運動」が高い支持率を有し

ており、来年春までに予定される総選挙での反EU政権誕生への警戒感が拭えない。また、金融面では、巨額の不良債権の存在が金融機関の貸出姿勢の慎重化を招いており、政府主導の不良債権処理や銀行部門の再建が急務な状況にある。もっとも、公的資金注入時に株主や債権者へ損失負担を求めるEUのペイルイン規則に対して、世論や反EU政党が強く反発しており、抜本的な取り組みの加速は期待し難い。政治を巡る先行き不透明感や金融環境の厳しさが残るなか、当面、イタリアでは設備投資の力強い回復は見通せない。

（図表12）ユーロ圏主要国の失業率



（資料）Eurostat

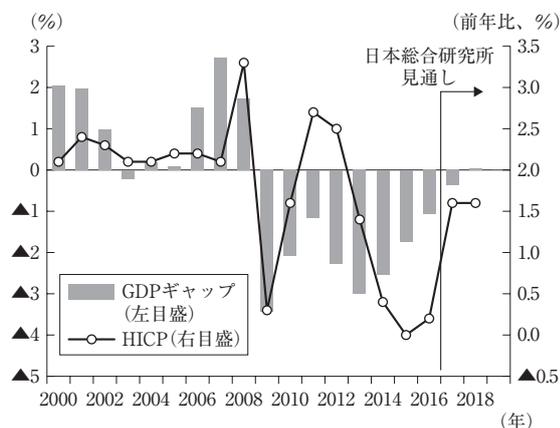
### C. 転換点を迎えるECBの金融政策

以上のように、ユーロ圏景気は回復傾向にあるものの、その回復ペースは緩慢にとどまる見込みであ

る。GDPギャップの縮小に伴う物価下振れリスクの低下などを踏まえ（図表13）、ECBは金融緩和の拡大から縮小へと金融政策の転換を模索し始めているものの、ユーロ圏経済に脆弱性が残るなか、当面、金融政策の転換は資産買入規模の縮小（テーパリング）にとどまる公算が大きい。

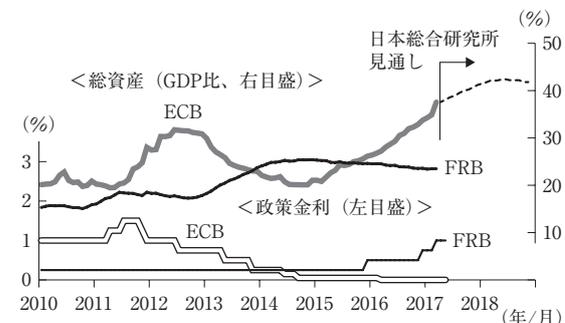
ECBは、デフレ懸念の強まりを受け、2015年3月に国債を含む本格的な資産買入を開始した。その後、買入規模の拡大などを経て、ECBのバランスシート規模（対名目GDP比）は、足許でFRBを大きく上回る水準に達している（図表14）。先行き、ECBのバランスシートは名目GDP比で40%を上回る水準まで拡大すると予想されるものの、現在設定されている資産買入の期限である2017年12月末が近づくなか、ECBはテーパリングに向けた議論を本格化させつつある。政治リスクの高まりやBrexitをめぐる交渉の行方などに配慮しながらも、デフレリスクが後退したとの認識のもと、ECBは2018年初めにもテーパリングに踏み切ると予想される。

（図表13）ユーロ圏のGDPギャップと消費者物価指数



（資料）Eurostat、DG ECFINを基に日本総合研究所作成

（図表14）ECBとFRBの総資産と政策金利

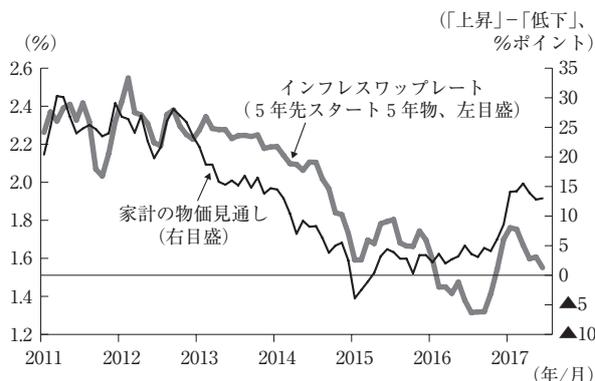


（資料）FRB、ECBを基に日本総合研究所作成  
 （注1）政策金利は、FRBがFF金利誘導レンジの上限、ECBが主要ファイナンス金利。  
 （注2）ECBのテーパリングは、2017年12月以降、理事会毎に資産買入規模を100億ユーロ縮小する（翌月買入分より）と想定。

もともと、ECBの金融政策が本格的な利上げ局面に入る公算は小さい。ユーロ圏のインフレ期待は、2017年初めに持ち直しの動きが一服し、原油価格の上昇による物価押し上げ圧力が徐々に減衰するなか、むしろ足許では再び低下傾向にある（図表15）。加えて、消費者物価のコア指数の伸びは、依然として横ばい圏での推移が続いている。賃金面からの物価押し上げ圧力が緩慢にとどまる状況下、先行きも消費者物価の伸びはECBの目標を下回る1%台後半にとどまると予想される

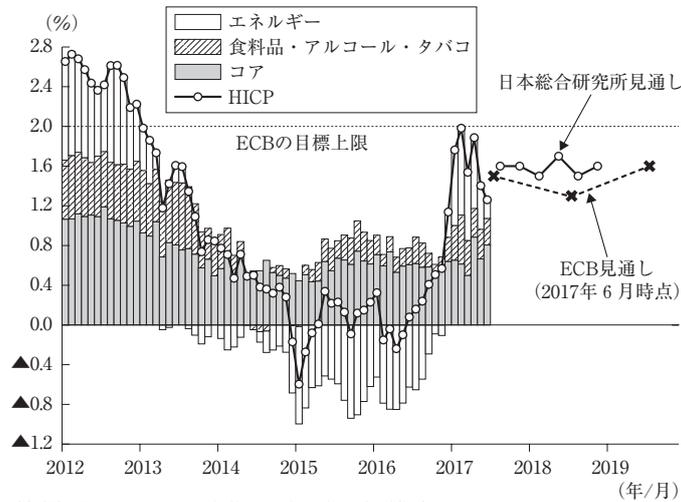
（図表16）。以上を踏まえると、テーパリング終了後も、利上げをはじめとした本格的な金融政策の正常化は当面見通し難い。

（図表15）ユーロ圏のインフレ期待



（資料）DG ECFIN “Business & Consumer Survey”、Bloomberg L.P.

(図表16) ユーロ圏の消費者物価指数 (前年比)



(資料) Eurostat, ECBを基に日本総合研究所作成

D. EUの統合深化をめぐる期待と課題

一方、2016年半ば以降、これまでユーロ圏経済にネガティブに作用していた政治的な不透明感が緩和されつつある。実際、オーストリアやオランダ、フランスの大統領選・総選挙で極右政党が敗れるなど、反EUを掲げる勢力の躍進に歯止めがかかる結果となった(図表17)。とりわけ、フランスでは、ユーロ圏共通予算の創設を主張するなどEUの統合深化に積極的なマクロン大統領が誕生し、ドイツ・フランスを中心としたEUの統合深化に向けた気運が高まっている。

(図表17) 欧州の主要な政治日程

日程	イベント	争点・展望	
2016年 12月	オーストリア：大統領選挙	「緑の党」のベレン氏が、極右政党「自由党」のホーファー氏に勝利	
2017年	3月	オランダ：総選挙	ルッテ首相の「自由民主党」が第一党を維持し、極右政党「自由党」は伸び悩み
	4月23日・5月7日	フランス：大統領選挙	マクロン氏が、極右政党「国民戦線」のルペン党首に勝利
	6月8日	イギリス：総選挙	メイ首相の保守党が過半数割れ
	6月11・18日	フランス：総選挙	マクロン新大統領の「共和国前進」が過半数を獲得
2018年	9月24日	ドイツ：総選挙	極右政党「ドイツの為の選択肢」が台頭
	春	イタリア：総選挙	反EUを掲げる「五つ星運動」等が台頭。前倒し実施の可能性も

(資料) 各種報道等を基に日本総合研究所作成

こうしたなか、欧州委員会は3月に、EUが将来的に目指す方向として五つのシナリオを提示した(図表18)。その後、ユーロ圏主要国の間では、現実的かつ最善のシナリオとして、統合を進める国や分野のばらつきを一定程度許容する「マルチスピードの統合深化」(シナリオ③または④)への期待がにわかに高まっている。

(図表18) EU統合に関する5つのシナリオ

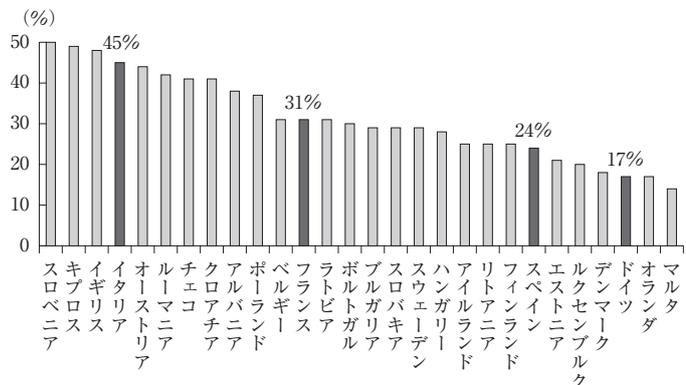
シナリオ	概要	課題
①既存のアジェンダに沿った統合	単一市場の強化、ユーロ圏としての金融・経済システムの機能拡充、移民・難民政策での協力などを推進	アジェンダの目標が世論と乖離する恐れ
②単一市場に専念	財と資本に関する単一市場の範囲拡充に専念。ただし、金融面や移民・難民対応などでの協調は限定的に	単一市場以外への統合の恩恵が少
③一部加盟国による統合の加速	シナリオ①に準ずるものの、意欲のある国同士は特定領域で統合を加速	加盟国間の意思統一が困難に
④選択と集中	EUとして統合を優先させる分野を決め、効率的な統合を推進	優先分野の決定が困難
⑤更なる統合	すべての分野で統合を進め、EUの権限を強化・集中	反EU感情を高める恐れ

(資料) 欧州委員会“White Paper On The Future Of Europe”を基に日本総合研究所作成

もっとも、マルチスピードの統合深化で先頭に立つことが期待されるユーロ圏主要国のなかでも、ドイツ・スペインとフランス・イタリアの間には、足許の経済環境や国民のEUに対する意識の面で大きな隔りがある（図表19）。

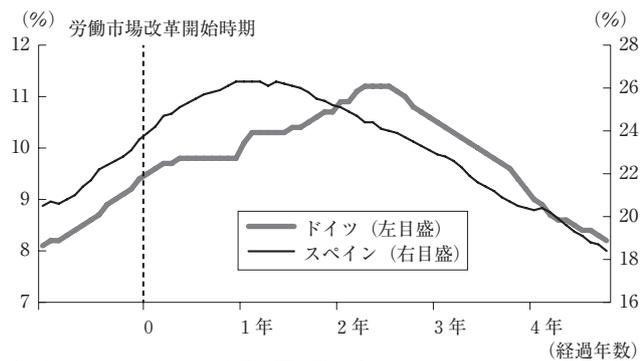
まず、イタリアでは、前述の通り、景気回復が他のユーロ圏主要国に比べて遅れているほか、依然として反EU政権誕生への懸念が拭えない。また、フランスでは、大統領・議会選を経て反EU勢力の勢いにかげりがみられるものの、今後の情勢は、マクロン大統領が推進する労働市場改革の舵取り次第という側面が大きい。労働市場改革は、成長力の押し上げに不可欠ながら、ドイツやスペインの経験を踏まえると、改革の実行から1～2年半程度は失業率の上昇など国民への負担が先行する可能性が大きい（図表20）。失業者への適切なサポート等がなければ、国民の不満が一段と高まり、再びポピュリズム勢力が勢いを増す恐れがある。以上を踏まえると、EUの統合深化に向けた議論が加速するかどうかは、なお予断を許さない状況にある。

（図表19） EU加盟国におけるEU離脱肯定意見



（資料）欧州委員会“Standard Eurobarometer”を基に日本総合研究所作成  
 （注）「自国は将来的にEUの外部にいた方がよいと思うか」について聞いたもの。質問に対する肯定的な回答（「大いによいと思う」、「どちらかというともよいと思う」）の割合を合計。2016年11月調査。

（図表20） ドイツとスペインの失業率



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成  
 （注）ドイツはハルトツ第1法が施行された2003年1月、スペインは労働市場改革法が暫定施行された2012年2月を起点として図示。

## （2）イギリス

### A. 内需は低迷が本格化

イギリスでは、2016年半ば以降、原油価格の持ち直しや、Brexitをめぐる不透明感の高まりを受けたポンド安の進行などから、物価上昇ペースが加速している。先行き、大幅な物価押し上げ圧力は減衰していくと見込まれるものの、ラグを伴って進むと予想される最終製品への価格転嫁の動きなどが、当面、家計負担の増加に作用すると見込まれる。実際、企業の販売価格見通しや家計の物価見通しは、依然として高水準で推移している（図表21）。また、Brexitをめぐる先行き不透明感がくすぶり続けるなか、先行きもポンド相場の反転は期待し難く、消費者物価は2018年末にかけて2%台半ば前後の高い伸びが続く見通しである。

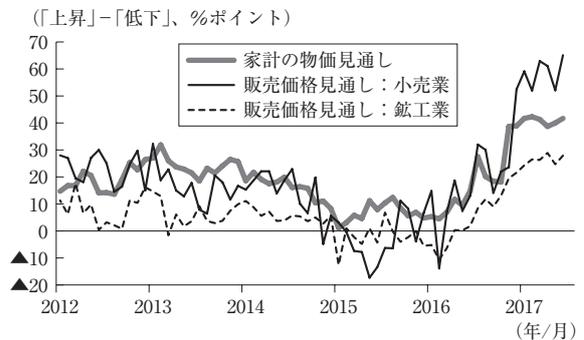
一方、物価が上昇するなかであって、名目賃金の伸びは世界金融危機前を大きく下回る推移が長期化

している（図表22）。イギリスの労働市場では、失業率が金融危機前を下回る水準まで低下しているものの、フルタイムの仕事がみつからず、やむを得ずパートタイムに従事する労働者が一定割合を占めるなど、依然として労働市場に「スラック」が残っている（図表23）。Brexitをめぐる先行き不透明感を背景とした企業の賃上げ姿勢の慎重化なども相まって、賃金の伸びは当面、緩慢にとどまると予想される。

賃金が伸び悩むなかでの物価上昇が実質所得の下押しに作用するなか、当面、実質賃金の伸びは前年比マイナス圏での推移が続き、個人消費の重石となる見通しである（前掲図表22）。

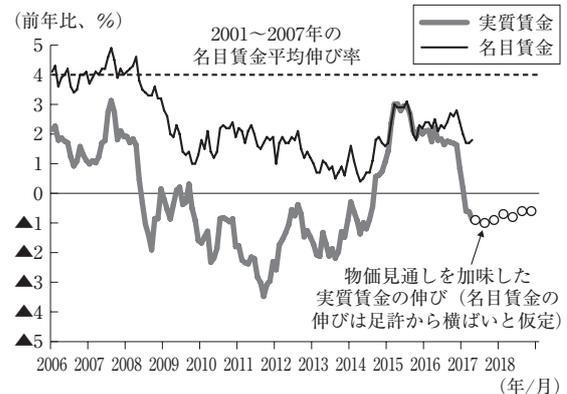
一方、企業部門では、Brexitをめぐる国民投票後に大きく落ち込んでいた設備投資マインドに持ち直しの動きがみられる（図表24）。もっとも、EU離脱に伴うビジネス環境の変化に不確実性が残るなか、設備投資マインドは依然として2016年6月の国民投票前を大きく下回る水準にあり、設備投資の本格的な回復は期待し難い。

（図表21）イギリスの家計の物価見通しと企業の販売価格見通し



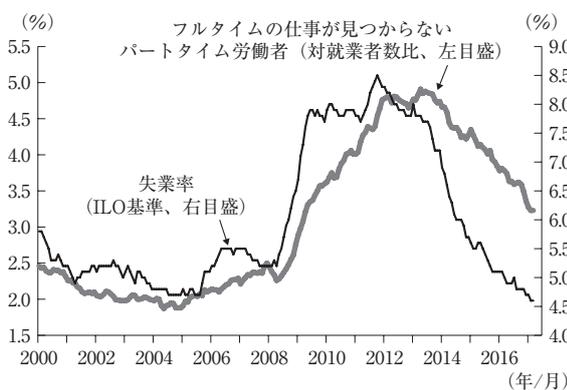
（資料）DG ECFIN “Business and Consumer Surveys”  
（注）家計の物価見通しは先行き1年、企業の販売価格見通しは先行き3カ月。

（図表22）イギリスの過当たり平均賃金（除く賞与）



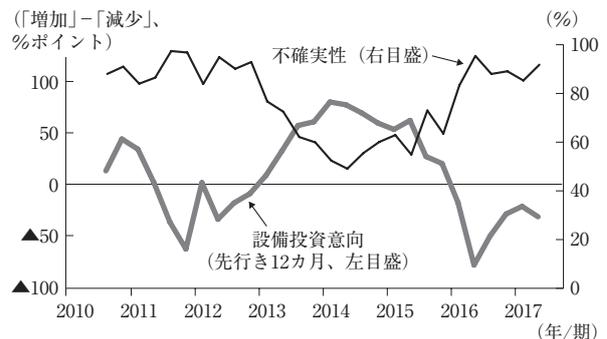
（資料）ONSを基に日本総合研究所作成  
（注）実質賃金は、消費者物価で実質化。

（図表23）イギリスの失業率とパートタイム比率



（資料）ONSを基に日本総合研究所作成

（図表24）イギリス企業の設備投資関連マインド



（資料）Deloitte “CFO Survey”  
（注）不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前三者の回答割合を合計。

## B. ハードBrexitは回避も、イギリスの成長力は低下

イギリス経済の先行きを大きく左右するBrexitをめぐることは、イギリスのEUに対する交渉姿勢が焦点となる。

2017年6月8日に実施された総選挙では、当初の体制強化の狙いとは裏腹に保守党が過半数を割り込み、メイ首相の政権基盤が弱体化する結果となった。メイ首相はこれまで、移民制限などの主権の回復を優先し、単一市場から完全に脱退するハードBrexitも辞さない姿勢を示唆してきたものの、円滑な政権運営のため、ソフトBrexitを求める労働党などの主張に配慮せざるを得ない状況にある。さらに、想定以上の景気の減速も、メイ首相に柔軟姿勢への転換を促す圧力になると見込まれる。足許、イギリス政府やBOEは比較的強気な景気見通しを示しているものの、先行き実体経済の下振れとともに、イギリス国民の間でハードBrexitを忌避する世論が強まっていくと予想され、イギリス政府もそうした声を無視できなくなる公算が大きい（図表25）。

一方、EU側は、移民の受け入れを制限しつつ、EU単一市場へのアクセスを維持する「良いとこ取り」を許さない姿勢を堅持している。EUを離脱するイギリスへの譲歩は、足許で高まりつつあるEUの統合深化に向けた機運に水を差しかねず、EUのイギリスに対する厳しい姿勢が覆ることはない予想される。

以上を踏まえ、メインシナリオとしては、新たな貿易協定を締結できないままイギリスがEU単一市場から離脱するハードBrexitは回避される一方、イギリスは一定の移民の受け入れを余儀なくされると想定している。例えば、イギリスの移民制限での譲歩や、交渉期間中のEU加盟国としての実質的な義務の履行などを前提に、EU離脱期限である2019年3月末以降も交渉を続ける移行期間が設けられる可能性がある（図表26）。移行期間が設けられることにより、2019年3月末以降もイギリス景気が大きく混乱することはないとみられるものの、新たな貿易協定の早期締結は期待し難く、Brexitをめぐる不透明感を払拭できない状況が続くことになる。また、新たな貿易協定はEUに加盟する現状に比べ不利な内容とならざるを得ないと見込まれる。

加えて、Brexitによる移民の抑制や投資の低迷が、イギリス経済にもたらす中長期的な負の影響も無視できない。イギリスでは、1990年代半ば以降、均してみると人口の伸びの5割程度が移民によるものである（図表27）。EUとの交渉のなかで過度の移民制限は見直しを余儀なくされると見込まれるものの、Brexit後の移民の流入は少なからず抑制され、イギリスの人的資本の下振れにつながる可能性が高い。また、欧州市場の開拓拠点や国際金融センターとしての位置付けがイギリス経済の強みとなっており、イギリスの対内直接投資残高（対GDP比）は主要国のなかでも突出している（図表28）。もっとも、Brexitにより、EU加盟国や国際金融市場へのスムーズなアクセスを失うことになれば、そうした強みが薄れてしまい、海外からの投資という成長ドライバーを失う恐れがある。

（図表25）イギリスの実質GDP見通し（前年比）

予測機関等	2017年	2018年	2019年
英予算責任局（3月8日）	2.0	1.6	1.7
BOE（5月11日）	1.9	1.7	1.8
欧州委員会（5月11日）	1.8	1.3	-
IMF（4月12日）	2.0	1.5	1.6
コンセンサス（6月20日）	1.6	1.3	1.6
日本総研（6月30日）	1.5	1.3	-

（資料）英予算責任局“Economic and fiscal outlook”、BOE“Inflation Report”、欧州委員会“Economic Forecast”、IMF“World Economic Outlook”、Bloomberg L.P.

（注1）カッコ内の日付は、見通し公表日（すべて2017年）。

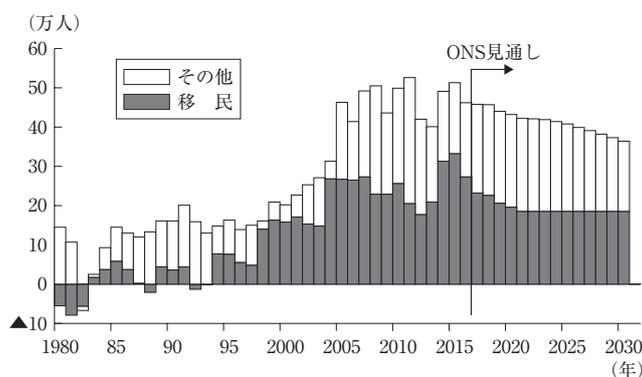
（注2）コンセンサスは、Bloomberg L.P.による予測機関に対する調査結果。

（図表26）イギリスのEU離脱関連政治日程

日 程	イ ベ ント	
2016年 6月23日	国民投票でEU離脱派が勝利	
2017年	3月29日	EUへ離脱を通知
	6月8日	下院総選挙
	6月19日	離脱協定の交渉開始
2018年 秋	EU各国の議会承認等を踏まえた実質的なEU離脱をめぐる交渉期限	
2019年 3月末	EU離脱期限（離脱通知から2年）	
（3年程度？）		新たな貿易協定等を結ぶまでの移行期間
2022年 6月	下院総選挙	

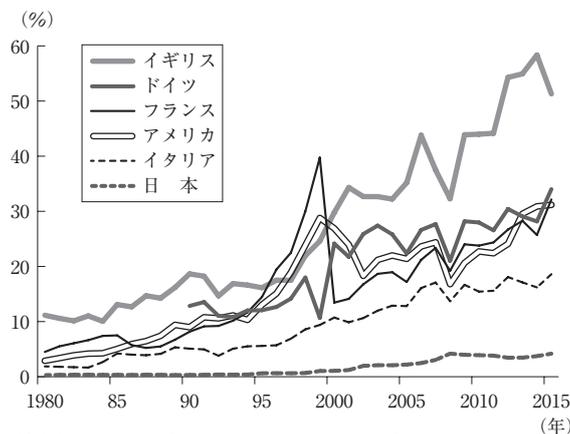
（資料）日本総合研究所作成

(図表27) イギリスの人口（前年差）



(資料) ONS "Population and migration"  
 (注) 各年6月末時点。ONS見通しは、2015年10月公表。

(図表28) 主要国の対内直接投資残高（対GDP比）



(資料) UNCTAD "World Investment Report"

### 3. 2017～2018年の欧州経済見通し

#### (1) ユーロ圏

以上を踏まえ、2017～2018年の欧州経済を展望すると、ユーロ圏では、ECBの金融緩和や新興国・資源国景気の持ち直しなどが、景気の下支えに作用すると予想される。もっとも、賃金の伸び悩みや物価の上昇が実質所得の下押しに作用し、個人消費の重石となる。また、主要国のなかでも、イタリアでは政治リスクや銀行部門の信用不安が根強く残るほか、フランスでは労働市場改革への取り組みが短期的な景気下押し圧力になると見込まれる。これらを踏まえると、ユーロ圏景気は当面目立って加速することなく、1%台半ばから後半を中心とした緩慢な成長が続く見通しである（図表29、30）。

ユーロ圏のインフレ率は、緩やかに上昇していくとみられるものの、景気回復が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準が長期化すると見込まれる。こうした状況下、ECBは資産買入の終了後も当面利上げには着手せず、金融緩和姿勢を維持する見通しである。

(図表29) ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)		
	2016年				2017年				2018年				2016年	2017年	2018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)	(予測)
実質GDP	2.1	1.4	1.8	2.1	2.3	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.6
個人消費	2.9	1.8	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	2.0	1.5	1.5
政府消費	3.0	1.1	0.4	1.2	1.4	1.3	1.4	1.7	1.2	1.2	1.3	1.3	1.8	1.2	1.3
総固定資本形成	1.9	4.8	▲0.1	14.3	5.3	2.5	2.1	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6	3.4	5.0	2.3
在庫投資(寄与度)	▲1.2	▲0.4	0.5	1.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	0.4	0.0
純輸出(寄与度)	0.8	▲0.3	0.3	▲3.4	▲0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	▲0.4	▲0.6	0.1
輸出	1.5	5.1	1.8	6.8	4.8	3.7	3.6	3.6	4.0	4.1	4.2	4.1	2.9	4.4	3.9
輸入	▲0.2	6.4	1.1	16.1	5.3	3.5	3.8	3.7	4.0	4.3	4.2	4.2	4.2	6.1	4.0

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(図表30) 欧州主要国の経済・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、%)		
		2016年				2017年				2018年				2016年	2017年	2018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)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.1	1.4	1.8	2.1	2.3	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.6
	消費者物価指数	0.1	▲0.1	0.3	0.7	1.8	1.5	1.6	1.6	1.5	1.7	1.5	1.6	0.2	1.6	1.6
ドイツ	実質GDP	2.9	1.9	0.7	1.7	2.4	1.9	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
	消費者物価指数	0.1	0.0	0.4	1.0	1.9	1.9	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	0.4	1.7	1.6
フランス	実質GDP	2.2	▲0.3	0.7	2.1	1.9	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.1	1.4	1.4
	消費者物価指数	0.0	0.1	0.4	0.6	1.5	1.5	1.3	1.4	1.2	1.4	1.4	1.3	0.3	1.3	1.3
イギリス	実質GDP	0.6	2.4	2.0	2.7	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.8	1.5	1.3
	消費者物価指数	0.3	0.4	0.7	1.2	2.1	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	2.4	2.4	0.7	2.6	2.5

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

## (2) イギリス

イギリス景気は、EU離脱に伴う政治・経済をめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資の低迷を背景に、当面1%前後の成長ペースに減速する公算が大きい。2018年入り後は、ハードBrexitへの過度な懸念が後退するにつれ、徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、Brexitのプロセスや着地点をめぐる不確実性が払拭されないなか、回復ペースは緩慢にとどまる見通しである(前掲図表30)。加えて、中長期的にみると、移民の抑制や海外からの投資の縮小を背景に、趨勢的に成長率が低下する恐れがある。

イギリスのインフレ率は、原油価格の持ち直しやポンド安などによる物価押し上げ圧力により、BOEの目標である2%を大きく上回る水準が続くと見込まれる。BOEはインフレ高進を懸念しつつも、それを受けた景気の下振れを警戒し、様子見姿勢を維持する見通しである。

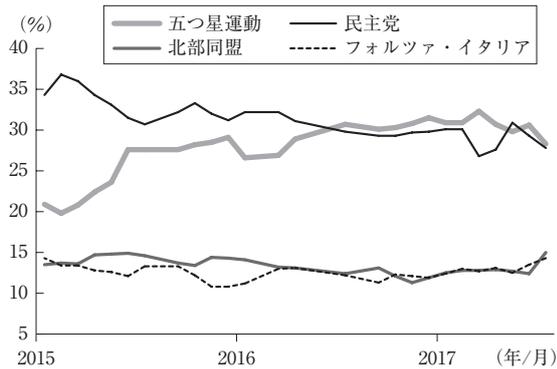
## 4. リスク要因

以上のメインシナリオに対し、留意すべき景気の下振れリスクとして、①イタリア政治の混乱、②イギリスのハードBrexit、③海外景気の減速、の三つを指摘したい。

まず、イタリアでは、反EUを掲げるポピュリズム政党「五つ星運動」が、与党民主党と並ぶ支持を得るなか、10年債利回りの対独スプレッドが従来同水準にあったスペインに比べ大きく上振れて推移す

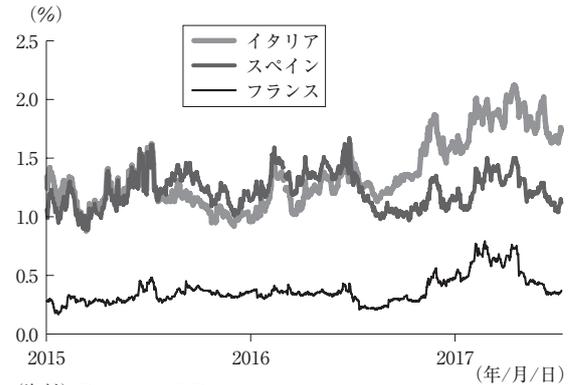
るなど、政治リスクが強く意識される状況にある（図表31、32）。2018年春までに予定される総選挙の行方は予断を許さず、「五つ星運動」が政権を握れば、再び欧州で反EU勢力が盛り返す恐れがある。イタリア国内でも、労働市場改革や銀行の不良債権処理が停滞し、景気低迷からの脱却が一段と遠のくりスクがある。

（図表31）イタリア主要政党の支持率



（資料）Ipsosを基に日本総合研究所作成

（図表32）ユーロ圏主要国10年債利回りの対独スプレッド

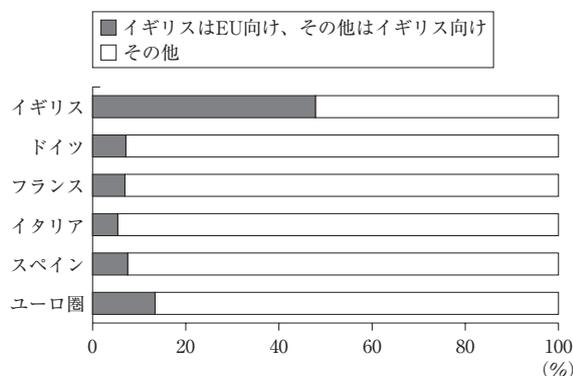


（資料）Bloomberg L.P.

また、足許でハードBrexitへの懸念はやや和らいでいるものの、新たな貿易協定を結ばないままイギリスがEUから離脱する可能性は否定できない。ドイツやフランスなどユーロ圏主要国のイギリス向け輸出のウエートは1割に満たない一方、イギリスでは輸出全体の5割弱をEU向けが占めているため、ハードBrexitによるEU向け輸出の下振れがイギリス景気に与える影響は大きい（図表33）。ハードBrexitが現実味を帯び始めれば、イギリスの企業・消費者マインドの悪化が大きく加速する可能性が高い。

最後に、海外景気の先行きについてみると、中国や中欧諸国のOECD景気先行指数は依然として長期平均を下回っており、新興国景気には脆弱さが残っている（図表34）。また、アメリカではトランプ政

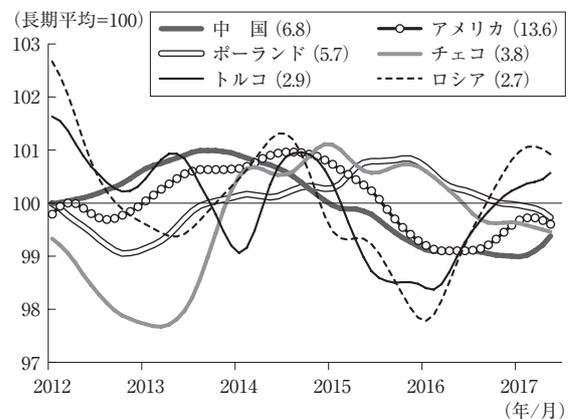
（図表33）イギリスのEU向け、ユーロ圏主要国のイギリス向け輸出のウエート（2016年）



（資料）Eurostat、各国統計局を基に日本総合研究所作成

（注）ユーロ圏は、ユーロ圏外向け輸出に占めるイギリスの割合。

（図表34）OECD景気先行指数



（資料）OECD “Composite Leading Indicators”

（注）凡例のカッコ内は、ユーロ圏の域外向け輸出に占める割合（2016年）。

---

権の政策運営に不透明感が強まるなか、減税やインフラ投資の拡大による景気押し上げシナリオが実現しない可能性も排除できない。先行き、ユーロ圏では域内需要の回復が緩やかにとどまると見込まれるため、海外景気が再び減速に転じれば、景気の下支え役を失う恐れがある。

(2017. 7. 10)