

# 欧州経済見通し

調査部 副主任研究員 藤山 光雄

## 目 次

1. 景気の現状
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  - (3) 転換点を迎える欧州の金融政策
  
2. 金融政策の正常化に向かいつつあるECB
  - (1) 金融政策転換の背景
  - (2) 金融政策の正常化が抱えるジレンマ
  - (3) ECBの金融政策見通し
  
3. 景気低迷と物価高に揺れるBOE
  
4. 2017～2018年の景気見通し
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  
5. リスクシナリオ

---

## 要 約

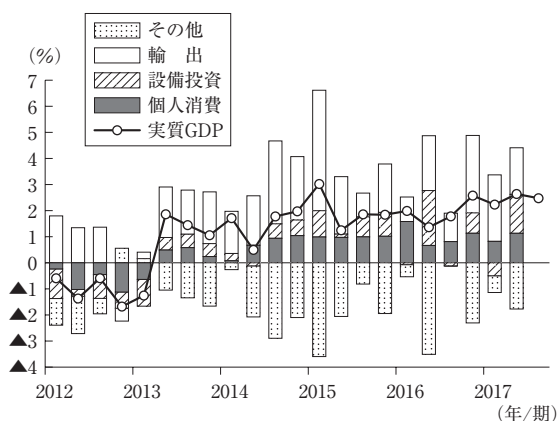
1. ユーロ圏では、景気回復ペースが加速している。こうしたなか、ECBは2018年初めからの資産買入規模の一段の縮小を決定し、量的緩和政策は着実に出口に向かいつつある。一方、イギリスでは、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化している。にもかかわらず、BOEはポンド安によるインフレの高進を警戒し、2017年11月に利上げに踏み切った。
2. ECBが金融政策の正常化に向かいつつある背景として、大規模な金融緩和政策の効果が浸透し、デフレリスクが後退していることが指摘できる。また、銀行の収益環境の悪化や資産バブルへの懸念といった副作用の拡大も、金融緩和の修正を促す一因となっている。
3. 一方、ECBが金融政策の正常化を進めるうえでは、ユーロ高への懸念や力強さを欠く内需、景気回復度合いの域内格差などが問題となる。まず、金融政策の正常化に伴ってユーロ高が一段と進めば、輸出や物価の下押しに作用しかねない。輸出の減速を補う内需の力強い拡大や、賃金面からの物価押し上げ圧力の高まりは、依然として見通し難しく、ユーロ高の負の影響を相殺することは困難と予想される。加えて、景気の回復が遅れる一部の国にとっては、ユーロ圏共通の金融政策が修正されることで、負の影響が大きく表れるリスクがある。これらを踏まえると、本格的な金融引き締めを開始を意味する利上げについては、2019年半ば以降に持ち越される公算が大きい。
4. イギリスでは、Brexitへの懸念を背景とした景気の低迷が長期化するなか、イギリス政府が様々な譲歩を行うことで移行期間の設定で合意し、結果として新たな貿易協定等を締結できないままEUから離脱するクリフ・エッジ型のBrexitは回避される見込みである。もっとも、新たな貿易協定等をめぐる不透明感が景気の重石となり続ける見通しである。こうした状況下、BOEは景気に負の影響を与えかねない追加利上げには、慎重姿勢を強めると予想される。
5. 景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、賃金の伸び悩みや2017年春以降のユーロ高が重石となり、1%台後半の成長ペースに鈍化すると見込まれる。また、イギリス景気は、クリフ・エッジ型のBrexitは避けられるとの見方が広がるにつれ持ち直しに転じる見込みながら、先行き不透明感の払拭には至らず、回復ペースは緩慢にとどまる見通しである。
6. 上記メインシナリオに対する下振れリスクとして、反EU・反移民機運の高まりやBrexitをめぐる混乱など、政治リスクの顕在化が想定される。

## 1. 景気の現状

### (1) ユーロ圏

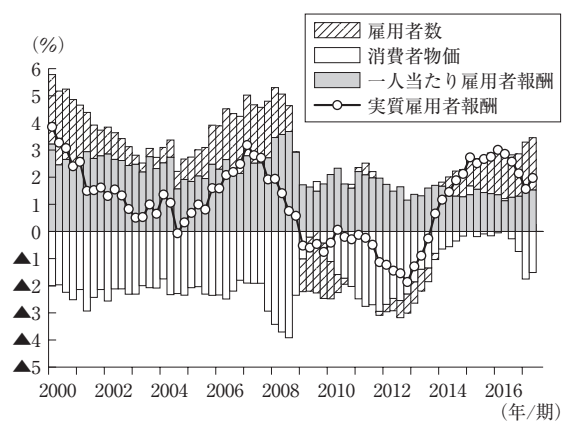
ユーロ圏では、2016年央以降、成長ペースが加速している。実質GDPは、2017年7～9月期にかけて4四半期連続で前期比年率+2%を上回る伸びとなった（図表1）。家計部門では、依然として賃金の伸び悩みが続いているものの、足許で失業率が2009年初め以来の水準まで低下するなど、雇用者数の増加が下支えとなり、個人消費が底堅く推移している（図表2）。加えて、2016年末以降は、海外景気の持ち直しを受けた輸出の拡大が成長ペースの押し上げに寄与している。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表2）ユーロ圏の実質雇用者報酬（前年比）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（注）消費者物価マイナス寄与は、物価の上昇を示す。

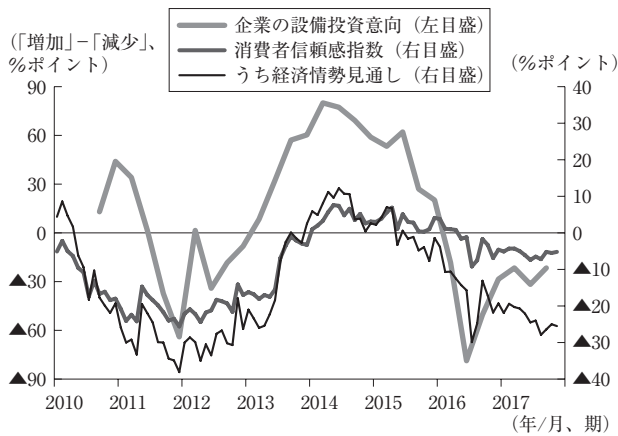
ユーロ圏景気の回復基調が強まるなか、ECB（欧州中央銀行）は2017年10月の理事会で、2018年1月以降の資産買入規模の縮小を決定した。ECBは2017年4月にも買入規模を縮小しているものの、今回の決定を受け、2018年末にも資産買入が終了するとの見方が強まるなど、2015年から始まった量的緩和政策は着実に出口に向かいつつある。

### (2) イギリス

一方、イギリスでは、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化している。イギリスとEUの交渉が難航するなか、Brexitをめぐる不確実性の高まりが、企業の投資行動の慎重化や消費者マインドの悪化を招いている（図表3）。加えて、Brexitへの懸念を背景としたポンド安の進行は、イギリスの輸出企業にとっては追い風となる一方、輸入物価の上昇を通じて家計の実質購買力を低下させており、個人消費の伸びが鈍化傾向にある（図表4）。

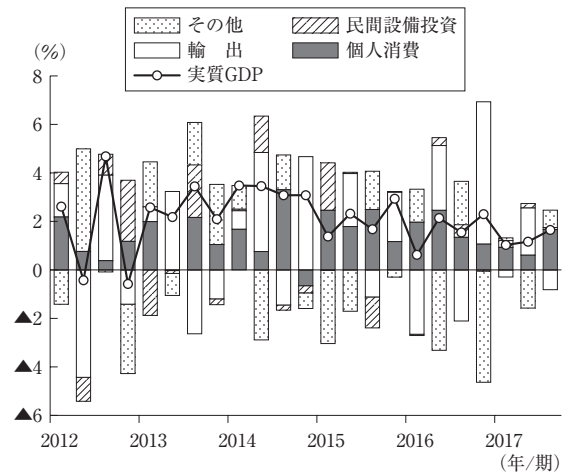
こうしたなか、BOE（イギリス中央銀行）はポンド安によるインフレ高進を警戒し、2017年11月の金融政策委員会で約10年ぶりとなる利上げを決定した。

(図表3) イギリスの消費者マインドと企業の設備投資意向  
(先行き1年)



(資料) DG ECFIN “Business & Consumer Survey”、Deloitte “CFO Survey”

(図表4) 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

### (3) 転換点を迎える欧州の金融政策

以上のように、ユーロ圏とイギリスでは景気を取り巻く環境は大きく異なるものの、ECB・BOEともに、これまでの緩和的な金融政策が転換点を迎えている。そこで以下では、欧州の経済動向に関して、金融政策を一つの軸に据え、先行きを展望したい。

具体的には、まず、ユーロ圏の景気動向を踏まえ、ECBが金融政策の正常化に向かいつつある背景と、金融政策の正常化が抱えるジレンマについて考察し、金融政策の先行きを展望する。また、イギリスについては、Brexitをめぐる交渉の行方とそれを受けた景気見通しを加味しながら、BOEの金融政策の行方を検討する。

## 2. 金融政策の正常化に向かいつつあるECB

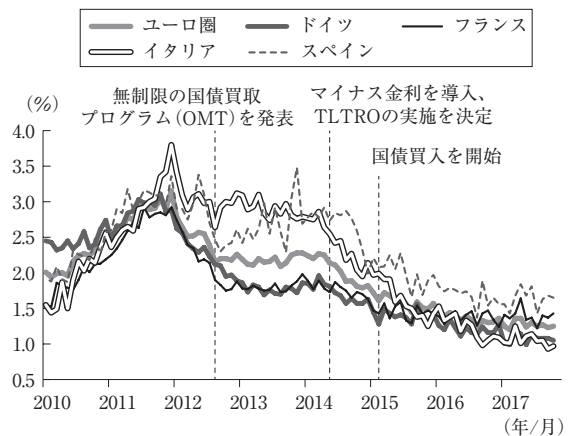
### (1) 金融政策転換の背景

#### A. 緩和効果の浸透

ECBの金融政策が正常化に向かいつつある背景として、まず、これまでの積極的な金融緩和政策の効果が南欧諸国を含め広く浸透しつつあり、デフレ懸念が後退していることが指摘できる。

イタリアやスペインでは、欧州債務危機を背景とした国債利回りの上昇や銀行部門の脆弱さなどから、2014年半ばにかけて銀行の貸出金利がドイツやフランスに比べ高水準で推移していた(図表5)。もっとも、ECBのマイナス金利の導入や国債の買い入れ、企業への融資拡大を条件に銀行へ資金を供給する長期資金供給オペ(TLTROなど)

(図表5) ユーロ圏主要国の非金融企業向け銀行貸出金利



(資料) ECB “MFI interest rates”  
(注) 100万ユーロ超、1年以内の新規貸出金利。

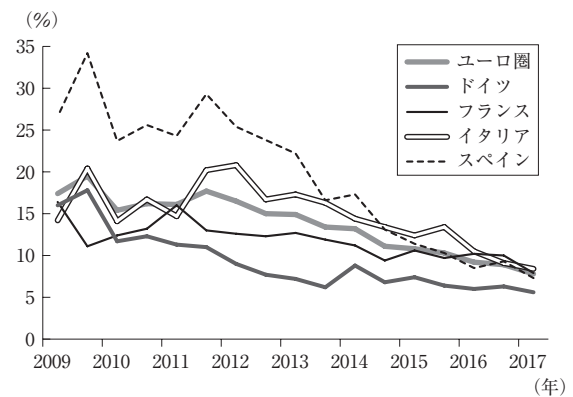
の実施を契機に、ドイツやフランスとの格差が縮まり、足許ではほぼ同水準まで低下している。こうしたなか、自社が直面する最重要課題として「資金調達環境」をあげる中小企業の割合は、総じて低下しているほか、国ごとの格差が収斂する方向にあり、金融環境の改善が幅広く進んでいることが示唆される（図表6）。

金融環境の改善とともに景気が回復軌道に復するなか、ユーロ圏のコア消費者物価の伸びは、2015年初めを底に持ち直しに転じている（図表7）。また、エネルギー価格などを含めた総合指数は、2014年半ば以降の原油価格の急落を受け、

一時前年比ゼロ%前後まで落ち込んだものの、原油価格の上昇を背景に大きく回復している。家計や予測専門家の物価見通し、市場参加者の物価見通しを示すインフレ・スワップ・レートなど、インフレ期待を示唆する指標も、2017年入り後に水準を切り上げ、足許にかけて底堅く推移している（図表8）。

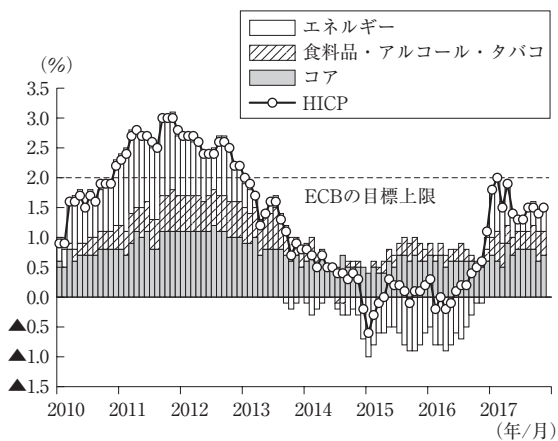
ユーロ圏のインフレ率は、ECBの目標水準である2%弱での安定的な推移を依然として見通し難い状況にあるものの、マイナス圏あるいはそれに近い水準まで再び低下するといったデフレリスクは、総じて払拭されつつある。

（図表6）直面する最重要課題として「資金調達環境」と答えた中小企業の割合



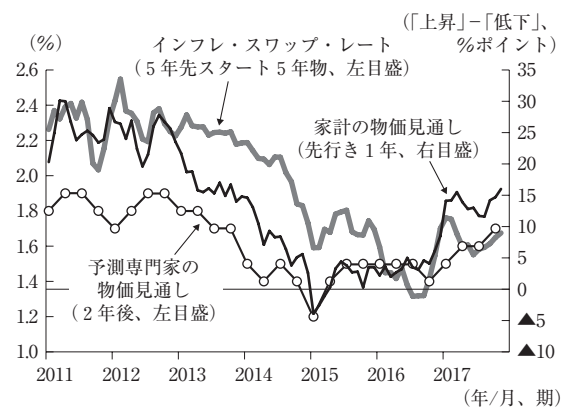
（資料）ECB “Survey on the access to finance of enterprises”  
（注）2009年調査開始。

（図表7）ユーロ圏の消費者物価指数（前年比）



（資料）Eurostat

（図表8）ユーロ圏のインフレ期待



（資料）DG ECFIN “Business & Consumer Survey”, ECB “Survey of Professional Forecasters”, Bloomberg L.P.

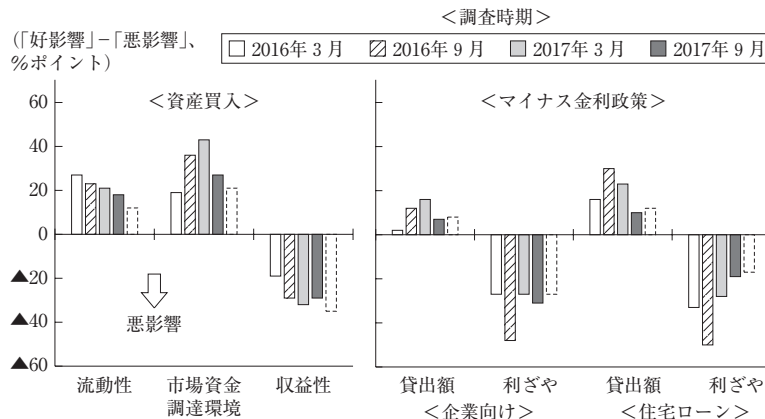
## B. 副作用の拡大

金融緩和効果が浸透する一方、その副作用が拡大している点も、ECBが金融政策の正常化を志向する理由として無視できない。

まず、ECBの大規模な資産買入やマイナス金利政策が、銀行の収益環境の悪化に作用している。ECBによる銀行を対象としたアンケート調査によると、ECBの資産買入は銀行の流動性や資金調達環

境にはプラスの効果をもたらしているものの、金利収入の低下が収益性を悪化させているとする銀行が依然として多い。マイナス金利政策についても、金利低下による貸出額の増加を見込む銀行よりも、利ざやの縮小を懸念する銀行が目立つ（図表9）。こうした銀行の収益環境の悪化が、積極的な貸出拡大を抑制する一因となっている可能性がある。

（図表9）金融緩和策の銀行経営等への影響

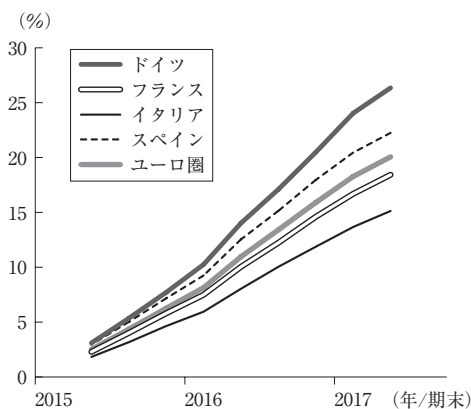


（資料）ECB “Bank lending survey”を基に日本総合研究所作成  
（注）各項目右端の点線棒グラフは2017年9月時点の6カ月先見通し。

また、ECBによる債券保有の拡大に伴い、市場機能低下への懸念が台頭している。ECBの資産買入累計額が各国の長期債発行残高に占める割合は、財政黒字が続き新規国債発行が限られているドイツで4分の1強に達しているほか、ユーロ圏全体でも約2割まで上昇している（図表10）。

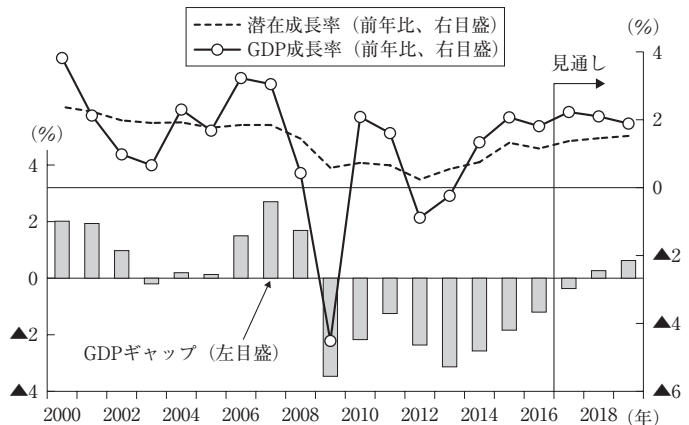
最後に、潜在成長率を上回る成長が続き、2018年にも負のGDPギャップの解消が視野に入るなか、大規模な金融緩和が長期化すれば、資産バブルの発生など、金融市場や実体経済に歪みが生じる恐れがある（図表11）。実際、とりわけ景気が堅調に推移するドイツでは、近年、住宅価格の伸びが一人当たり可処分所得の伸びを大きく上回っており、住宅バブルへの懸念が強まっている（図表12）。

（図表10）一般政府の長期債発行残高に占める ECBの資産買入累計額



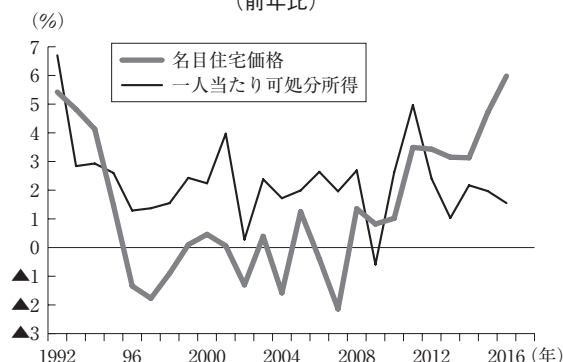
（資料）ECB、Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表11）ユーロ圏のGDP成長率とGDPギャップ



（資料）欧州委員会 “Autumn 2017 Economic Forecast” を基に日本総合研究所作成

(図表12) ドイツの一人当たり可処分所得と住宅価格  
(前年比)



(資料) OECD “Analytical house prices indicators”、Eurostat、Deutsche Bundesbankを基に日本総合研究所作成

ECBの金融緩和政策が一定の効果を発揮しつつあるもとの、以上のような副作用がここに来て強く意識され始めていることが、金融緩和の修正を促す一因となっている。

(2) 金融政策の正常化が抱えるジレンマ

金融緩和効果の浸透やその副作用を踏まえ、資産買入規模の縮小に着手するなど、ECBは緩和的な金融政策の転換に取り組み始めている。もっとも、本格的な金融政策の正常化を進めるうえでは、以下のようなジレンマを抱えている。

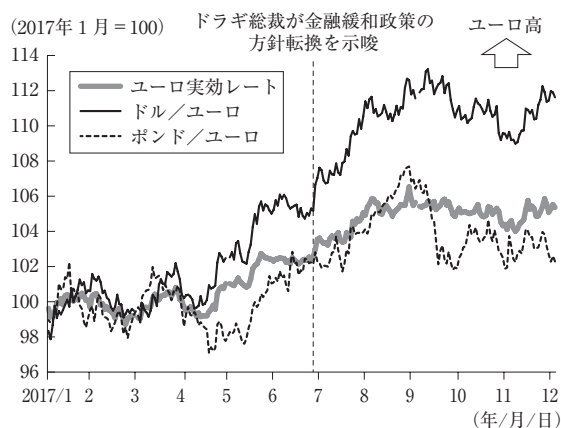
A. ユーロ高への懸念

まず、ユーロ高への懸念である。一般的に金融政策の正常化は、金利の上昇を通じて通貨高に作用する。実際、2017年6月下旬にドラギ総裁が金融緩和と政策の方針転換を示唆する発言をした際には、ユーロ高が加速した(図表13)。

ユーロ高は、足許でユーロ圏景気のけん引役となっている輸出の重石となりかねない。すでにユーロの名目実効為替レートは2017年初め以来5%近く上昇しており、ラグを伴いながら2018年にかけて輸出の下押しに作用すると見込まれる(図表14)。加えて、先行き、資産買入の終了や利上げといった金融政策の正常化に向けた動きが本格化

すれば、ユーロ高が一段と進む可能性がある。一方、ユーロ圏輸出の浮沈を大きく左右する新興国景気についてみると、2017年入り後に多くの国で企業マインドの頭打ち感が強まっており、2016年半ば以降の急速な持ち直しが一服し始めていることが示唆される(図表15)。力強い外需の拡大が見込み難いなかで、ユーロ高が一段と進めば、輸出が大きく減速する恐れがある。

(図表13) ユーロ相場

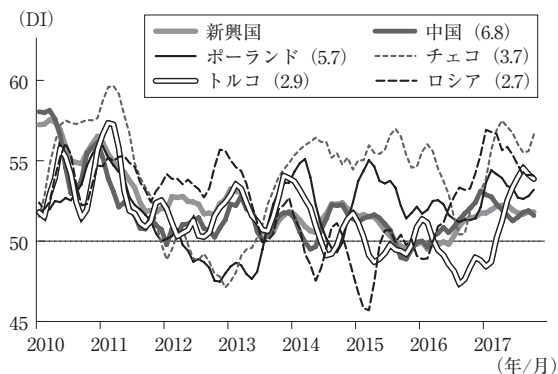


(資料) ECB、Bloomberg L.P.

加えて、ユーロ高は輸入物価の下振れなどを通じて、物価の下押しに作用する。ちなみに、ECBはユーロの名目実効為替レートが1%上昇した場合、中期的に物価水準が0.2%ポイント程度押し下げられると試算している（図表16）。拙速な金融政策の正常化に向けた動きがユーロ高を招けば、ECBが目標とする2%弱のインフレ率の達成が遠のく恐れがある。

こうした負の影響を考慮すると、ECBが本格的な金融政策の正常化に踏み出すためには、輸出の減速を補う内需の拡大や、賃金面からの物価押し上げ圧力の高まりが不可欠といえる。

（図表15）ユーロ圏の主要な輸出先新興国のPMI（3カ月平均）



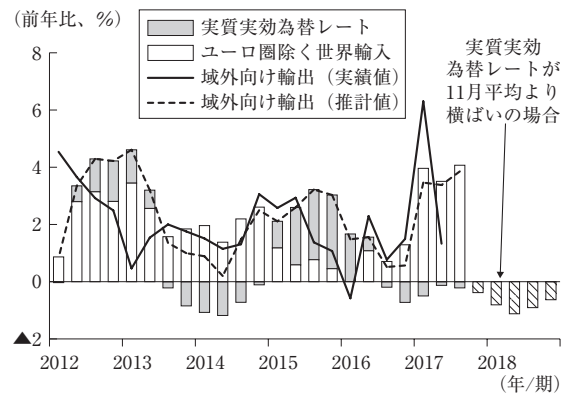
（資料）IHS Markit  
（注）カッコ内は、2016年のユーロ圏輸出額に占める割合（%）。

## B. 力強さを欠く内需

もともと、ユーロ圏の内需の先行きを展望すると、個人消費や設備投資の力強い回復は見通し難い。

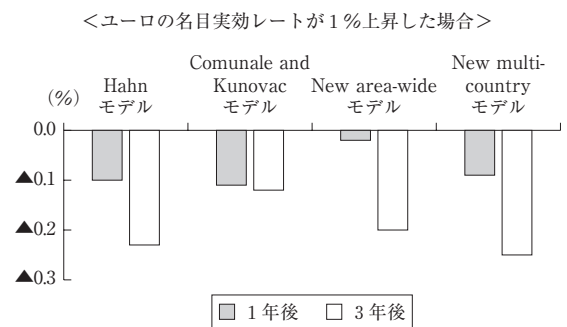
家計部門では、足許で貯蓄率が1999年の統計開始以来の水準まで低下している（図表17）。失業率の低下や株高などを背景に消費者マインドの改善が続くなか、家計は所得の伸び以上に消費を増加させている状況にある。ユーロ圏の雇用環境を詳しくみると、一般的な失業率の低下が続く一方、フルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイムに従事している人や、働けるものの景気の低迷などから

（図表14）ユーロ圏の域外向け輸出の変動要因分解



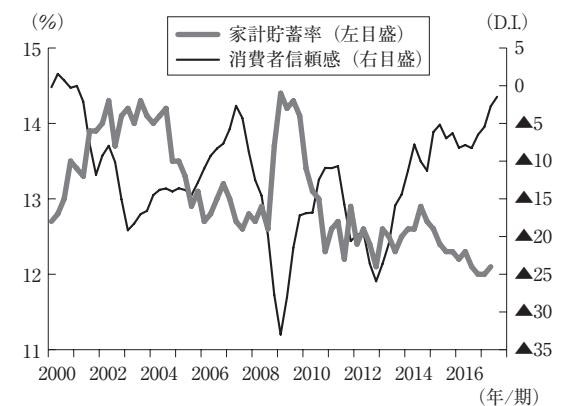
（資料）CPB “World Trade Monitor”、Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成  
（注）推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = 7.04 + 0.77 * \ln(\text{ユーロ圏除く世界輸入}) - 0.28 * \ln(\text{ユーロ実質実効為替レート} < \text{後方4期移動平均})$ 。R2=0.97。推計期間は、2000年1～3月期から2017年4～6月期。

（図表16）ユーロ高が消費者物価に与える影響（ECB試算）



（資料）ECBを基に日本総合研究所作成  
（注）ユーロの名目実効レートが1%上昇した際に、先行きのユーロ圏消費者物価水準に与える影響を图示。

（図表17）ユーロ圏の消費者マインドと家計貯蓄率



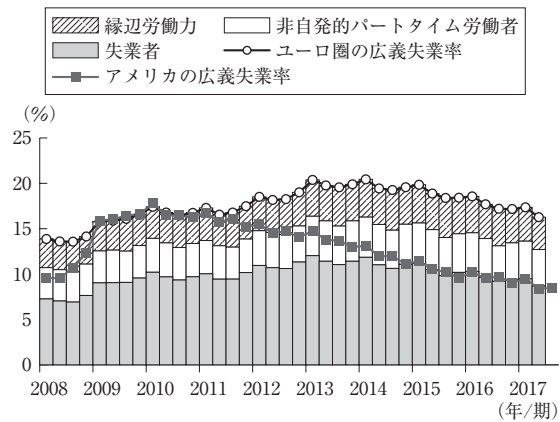
（資料）Eurostat、DG ECFIN



職探しを諦めた人が依然として多く、これらの人々を失業者とみなして算出される広義失業率は、順調に低下するアメリカと異なり、高止まりが続いている（図表18）。ユーロ圏では、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19）。こうした状況下、ユーロ圏では、引き続き賃金の伸び悩みが個人消費の重石となる公算が大きい。

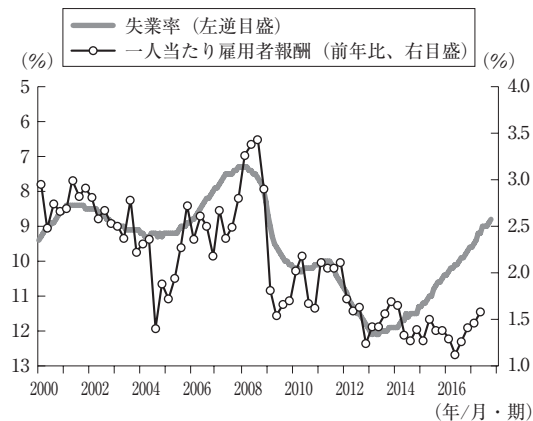
一方、企業部門では、設備稼働率の持ち直しが続いており、一段の増産には生産能力の増強が求められる状況にある。もっとも、足許の設備稼働率の上昇は、輸出拡大による恩恵が大きいと推測される（図表20）。先行き、外需の急速な回復が一服すると予想されるなか、企業の投資意欲の本格的な高まりには依然として不透明感が残る。

（図表18）ユーロ圏とアメリカの広義失業率



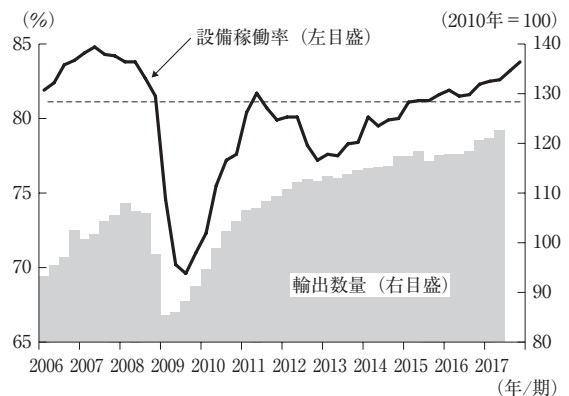
（資料）Eurostat、OECD、U.S.BLSを基に日本総合研究所作成  
 （注）広義失業率 = (失業者 + 非自発的パートタイム労働者 + 緑辺労働力) / (労働力人口 + 緑辺労働力)。非自発的パートタイム労働者は、フルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイムに従事している人を指し、緑辺労働力は、働ける状態にあるものの、景気低迷などを理由に職探しを諦め、非労働力人口に分類されている人を指す。なお、ユーロ圏とアメリカの統計では、各指標の定義が細部で異なる。

（図表19）ユーロ圏の失業率と一人当たり雇用者報酬



（資料）Eurostat、ECB

（図表20）ユーロ圏の設備稼働率と輸出数量



（資料）DG ECFIN、Eurostat  
 （注）点線は、設備稼働率の長期平均（1985年～）。

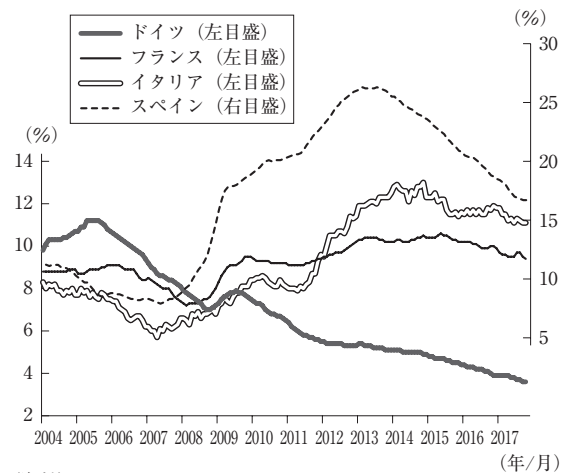
以上を踏まえると、内需の拡大を起点とした成長ペースの加速や、それを受けた物価押し上げ圧力の高まりには、なお時間を要するとみられ、金融政策の正常化に伴ってユーロ高が大きく進行した場合、その景気への悪影響をはね返すのは難しいと予想される。

C. 域内格差

さらに、ユーロ圏各国の実体経済の回復度合いに格差がみられる点も、金融政策正常化の障害となる。ユーロ圏主要国の失業率をみると、2000年代初めに労働市場改革に取り組んだドイツや、金融危機後の改革が実を結びつつあるスペインでは、低下傾向が明確にみられるものの、改革が遅れるフランスや

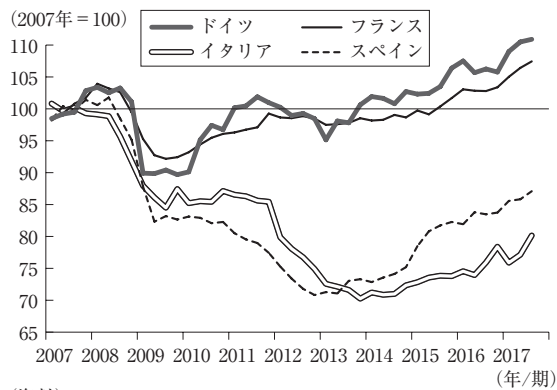
イタリアでは高止まりから脱せていない（図表21）。また、各国の設備投資をみると、ドイツやフランスでは世界金融危機前を上回る水準まで回復している一方、イタリアでは依然として底這い圏での推移が続いているほか、スペインでも回復は道半ばの状態にある（図表22）。南欧諸国では金融環境の改善が進んでいるものの、景気拡大の主要なエンジンである企業の設備投資の回復ペースには、バラつきが大きい。こうした経済情勢の違いを反映し、各国の物価の回復度合いにも差異がみられる（図表23）。

（図表21）ユーロ圏主要国の失業率



（資料）Eurostat

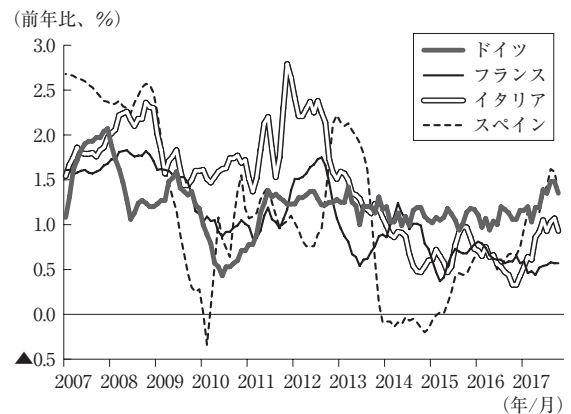
（図表22）ユーロ圏主要国の設備投資



（資料）Eurostat

（注）設備投資＝総固定資本形成－住宅投資で算出。

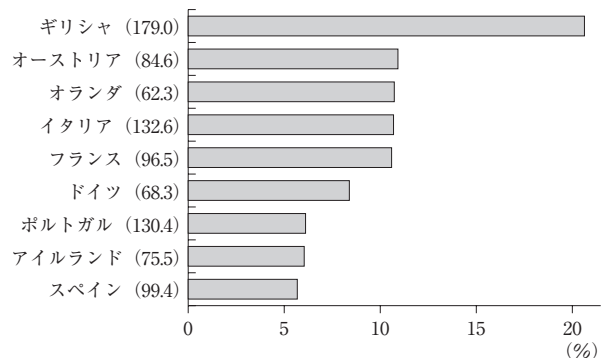
（図表23）ユーロ圏主要国のコアHICP（3カ月平均）



（資料）Eurostat

また、利上げは財政健全化に少なからぬ影響を及ぼす公算が大きい。これまでの大規模な金融緩和は、金利低下を通じて政府債務の利払い費の抑制に作用し、欧州債務危機後に緊縮財政を余儀なくされたユーロ圏各国の財政収支の改善に寄与してきた。実際、2008～2016年にかけて、金利の低下により、ギリシャでは対GDPで20%強、イタリアやフランスでも同10%強の債務コストが軽減されたとみられている（図表24）。先行き、金融政策の正常化に伴い金利が上昇すれば、これまでの利払い費抑制効果が剥落し、その穴埋めのために一段の増税や歳出削

（図表24）ユーロ圏各国の金利低下による債務コスト抑制額（対GDP比、2008～2016年の累積）



（資料）Deutsche Bundesbank "Monthly Report July 2017"

（注1）2007年の平均金利に基づいて試算した政府利払い費と実際の利払い費の差を図示。

（注2）カッコ内は、2016年の政府債務残高（対GDP比、%）。

減が必要となる可能性がある。とりわけ、依然として債務残高の水準が高く、財政再建が道半ばのギリシャやイタリア、ポルトガルなどでは、求められる緊縮度合いが強くなる恐れがある。

以上のように域内格差が大きく残る状況下で、ユーロ圏全体に影響を及ぼす金融政策の修正を急ぐと、一部の国には意図せざる引き締め効果が大きく表れ、ようやく実現した景気回復の動きが腰折れしかねない。

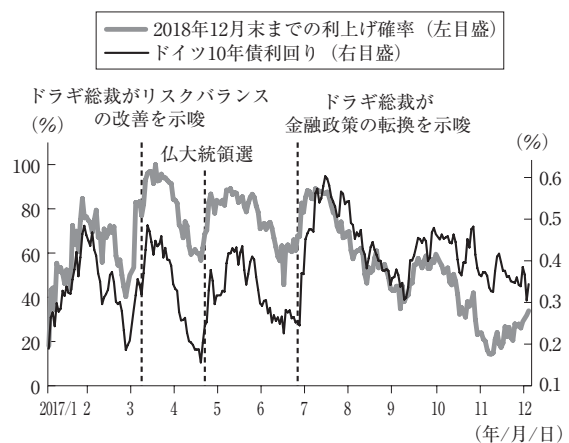
(3) ECBの金融政策見通し

これまでにみてきたように、金融政策の正常化を拙速に進めれば、ユーロ高や一部の国に対する過度の金融引き締め効果などが生じる恐れがあり、ECBは慎重に対応せざるを得ない。

加えて、金融政策の転換にあたっては、市場との対話によって正常化シナリオを徐々に織り込ませる工程が不可欠となる。そのプロセスに失敗し、市場が過剰反応を起こした場合、景気に負の影響を与えかねない急激な金利上昇を招く恐れがある。実際、2013年にアメリカのFRBが資産買入の規模縮小を示唆した際には、テーパー・タントラムと呼ばれる大規模な調整が発生した。ユーロ圏でも、2017年入り後、折に触れて金融政策の転換が強く意識され、市場が織り込む利上げ確率の高まりとともに、長期金利が大きく上昇する場面がみられた(図表25)。足許にかけては、ECBが金融緩和姿勢を強調することで市場は落ち着きを取り戻しているものの、先行き資産買入の終了や利上げといった大きな影響を与えかねない政策変更が控えており、市場との慎重な対話を要する展開が続く見通しである。

以上を総合的に判断すれば、潜在成長率を上回るペースでの景気回復や過度な金融緩和の長期化による負の影響を踏まえ、今後は金融緩和度合いを縮小していく必要があり、賃金や物価の伸びなどを見極めながら、ECBは2018年末までに資産買入を終了すると見込まれる(図表26)。一方、本格的な金融引き締めの開始を意味する利上げに踏み切るためには、賃金の伸びの拡大が明確化したうえで、ECBが前年比+2%弱とする物価目標達成への目途が立つこと

(図表25) 金利先物市場に織り込まれたECBの利上げ確率とドイツ国債利回り



(資料) Bloomberg L.P.  
 (注) 利上げ確率は、2018年12月のECB理事会までに預金ファシリティ金利が▲0.3%となっている確率。

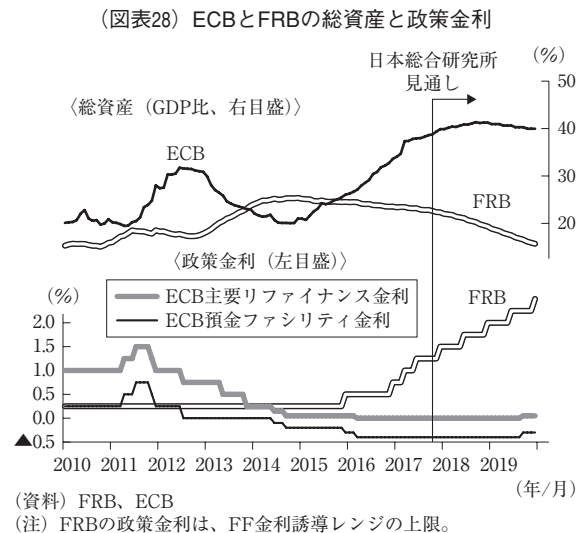
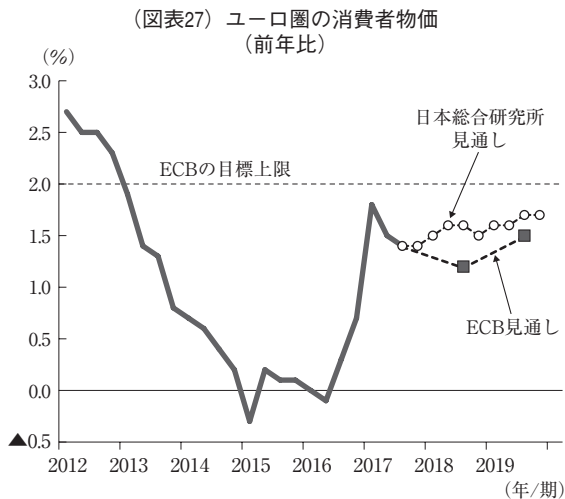
(図表26) ECBの金融政策

日付	内容
2014年	6月 預金ファシリティ金利を▲0.1%に引き下げ
	9月 預金ファシリティ金利を▲0.2%に引き下げ
2015年	1月 国債などの資産買入の開始を決定。規模は月600億ユーロ、期間は2015年3月から2016年9月末まで
	12月 預金ファシリティ金利を▲0.3%に引き下げ 資産買入期限を2017年3月末まで延長
2016年	3月 預金ファシリティ金利を▲0.4%に引き下げ 資産買入規模を月800億ユーロに拡大
	12月 資産買入期限を2017年12月末まで延長、2017年4月以降の買入規模を月600億ユーロへ減額
2017年	10月 資産買入期限を2018年9月末まで延長、2018年1月以降の買入規模を月300億ユーロへ減額
2018年末	資産買入を終了
2019年半ば以降	利上げ

(資料) ECBを基に日本総合研究所作成  
 (注) 二重線以下は日本総合研究所見通し。

が求められる。ECBの物価見通しが2019年にかけて前年比+1%台半ばと目標を下回る水準にとどまることも踏まえると、利上げは2019年半ば以降に持ち越される公算が大きい（図表27）。

結論として、ECBの金融政策は転換点を迎つつあるものの、金融政策の正常化を着実に進め、すでにバランスシートの縮小に着手しているFRBに比べれば、その進捗ペースは極めて緩やかにとどまる見通しである（図表28）。

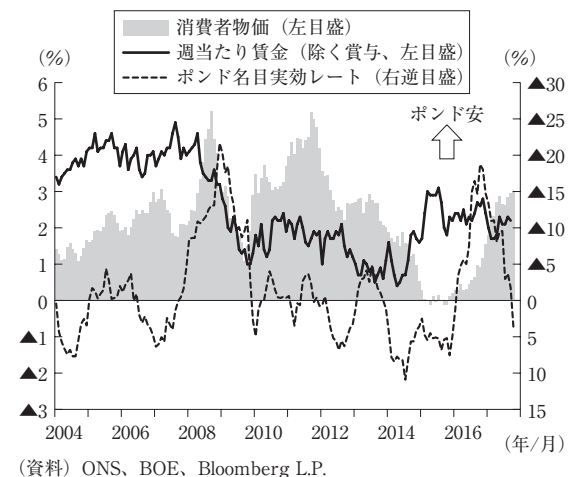


### 3. 景気低迷と物価高に揺れるBOE

イギリスに目を転じると、BOEは物価高への警戒から利上げに踏み切ったものの、足許の物価高は景気の回復やそれを受けた賃金の伸びの拡大によるものではなく、Brexitによるイギリス経済の混乱を懸念したボンド安を主因としたものである（図表29）。「金融政策の転換」という点はECBと共通するものの、中央銀行を取り巻く環境は大きく異なっている。

イギリス景気の先行きを左右するBrexitをめぐっては、Brexitへの懸念を背景とした景気の低迷が長期化するなか、EU拠出金の支払いや移民制限などの条件面でイギリスが譲歩を余儀なくされる格好で、徐々に交渉が進展すると見込まれる（図表30）。この結果、移行期間が設定され、新たな貿易協定を締結できないままEUから離脱するというクリフ・エッジ型のBrexitは避けられるとの見方が広がるにつれ、景気の先行きに対する過度な懸念は後退していくと予想される。もっとも、新たな貿易協定等の具体化には時間を要すると予想

(図表29) イギリスの消費者物価・賃金とボンド相場 (前年比)



されるなか、移行期間に入った後も、当面、Brexitをめぐる不透明感がくすぶり続ける可能性が高い。こうした状況下、企業の賃上げ・投資の抑制姿勢に大きな改善は期待し難く、個人消費や投資の低迷が引き続き景気の重石となる見通しである。

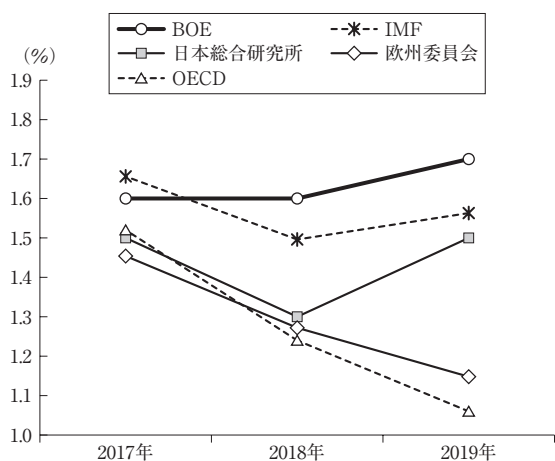
これに対し、BOEの経済見通しは、新たな貿易協定へのスムーズな移行を前提としており、総じて楽観的となっている（図表31）。もっとも、今後、交渉の難しさが露呈していくにつれ、景気に対する慎重な見方が広がる公算が大きい。また、物価面では、足許で輸入物価の伸びが鈍化傾向にあり、クリフ・エッジ型のBrexitへの懸念が強まり、ポンドが一段安とならない限り、ポンド安による大幅な消費者物価押し上げ圧力は2017年末をピークに減衰していくと見込まれる（図表32）。これらを踏まえると、先行き、BOEは景気に負の影響を与えかねない追加利上げには慎重姿勢で臨む見通しである。

（図表30）Brexit関連政治日程

日程		イベント等
2017年	3月29日	EUへ離脱を通知
	6月19日	離脱協定の交渉開始
	10月19・20日	EU首脳会議： 離脱協定をめぐる交渉で「十分な進展」がみられていないと判断し、移行期間や貿易協定の交渉開始を見送り
	12月14・15日	EU首脳会議
2018年	春	イギリス産業界が求める移行期間の合意期限
	秋	EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な交渉期限
2019年	3月末	リスボン条約第50条に基づくEU離脱期限
	(2年間?)	新たな貿易協定等を結ぶまでの移行期間
2022年	6月	イギリス下院総選挙

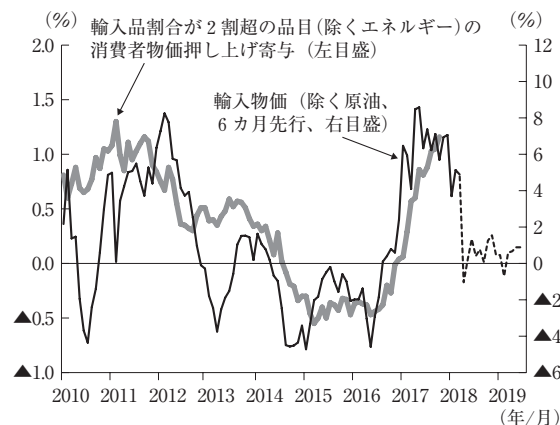
（資料）イギリス政府、各種報道等を基に日本総合研究所作成

（図表31）イギリスの実質GDP成長率見通し（前年比）



（資料）BOE、OECD、IMF、欧州委員会を基に日本総合研究所作成  
（注）見通し公表時期は、IMFが2017年10月、その他は11月。

（図表32）イギリスの輸入物価と消費者物価（前年比）



（資料）ONS、BOEを基に日本総合研究所作成  
（注）輸入物価の先行き（点線）は、ポンドの実効レートと2017年10月実績から横ばいと仮定し、2000年以降の為替レートと輸入物価の関係をもとに試算。

#### 4. 景気の見通し

##### (1) ユーロ圏

以上を踏まえ、2018～2019年の欧州経済を展望すると、ユーロ圏では、雇用環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移し、潜在成長率を上回る成長ペースが続くと予想される。ただし、労働市場に残るスラックなどを踏まえると、本格的な賃金の伸びの拡大にはなお時間を要するとみられ、個人消費の回復は引き続き緩やかにとどまる公算が大きい。加えて、今春以降のユーロ高がこれまで景気の押し上げに

寄与してきた輸出の重石となる。これらを踏まえると、足許の2%を超える成長ペースの維持は期待し難く、1%台後半の成長ペースに鈍化する見通しである（図表33、34）。

インフレ率については、デフレ懸念は後退したものの、賃金面からの物価押し上げ圧力の強まりが見込み難いなか、ECBの目標である2%弱を下回る推移が長期化すると見込まれる。こうした状況下、ECBは金融政策の正常化を目指すものの、政策変更は緩やかにとどめ、景気回復の持続性に配慮しつつ、大規模な金融緩和の修正を慎重に探る見通しである。

（図表33）ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)			
	2017年				2018年				2019年				2016年	2017年	2018年	2019年
	1～3 (実績)	4～6	7～9 (予測)	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)		
実質GDP	2.2	2.6	2.5	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8	1.5	1.7	1.6	1.8	2.3	1.8	1.7
個人消費	1.5	2.1	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6	1.6	2.0	1.8	1.8	1.7
政府消費	0.7	2.0	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.3
総固定資本形成	▲0.9	8.3	5.0	2.0	2.5	2.7	2.5	2.7	2.5	2.0	2.5	2.6	4.5	3.9	3.1	2.5
在庫投資(寄与度)	▲0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出(寄与度)	1.8	▲0.8	0.1	▲0.0	▲0.2	0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.5	0.2	▲0.1	0.0
輸出	5.4	3.7	3.5	3.5	3.2	3.4	3.2	3.3	3.2	3.0	3.1	3.0	3.3	4.5	3.4	3.2
輸入	1.7	6.0	3.6	3.9	4.0	3.6	3.5	3.4	3.4	3.2	3.5	3.6	4.7	4.4	3.9	3.4

（資料）Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

（図表34）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、%)			
		2017年				2018年				2019年				2016年	2017年	2018年	2019年
		1～3 (実績)	4～6	7～9 (予測)	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)		
ユーロ圏	実質GDP	2.2	2.6	2.5	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8	1.5	1.7	1.6	1.8	2.3	1.8	1.7
	消費者物価指数	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	0.2	1.5	1.6	1.7
ドイツ	実質GDP	3.6	2.6	3.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.5	1.7	1.6	1.9	2.5	2.0	1.7
	消費者物価指数	1.9	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	0.4	1.7	1.7	1.8
フランス	実質GDP	2.2	2.4	2.2	1.5	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	1.8	1.6	1.5
	消費者物価指数	1.5	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	0.3	1.2	1.3	1.5
イギリス	実質GDP	1.0	1.2	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8	1.5	1.3	1.5
	消費者物価指数	2.1	2.7	2.8	2.9	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	0.7	2.7	2.6	2.2

（資料）Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

## (2) イギリス

一方、イギリス経済は、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%台前半の成長ペースになると予想される。2018年春以降は、クリフ・エッジ型のBrexitは避けられるとの見方が広がるにつれてリスク回避の動きが一巡し、徐々に持ち直しに転じると見込まれる。もっとも、先行き不透明感の払拭には至らず、回復ペースは緩慢にとどまる見通しである（前掲図表34）。

物価面では、ポンド安による大幅な物価押し上げ圧力は徐々に減衰していく見込みである。もっとも、Brexitをめぐる懸念が払拭されないなか、ポンド相場の反転は想定し難い。先行きも、ポンド安による物価押し上げ圧力が残存し、インフレ率の低下は2018年末にかけて2%台前半までにとどまると予想さ

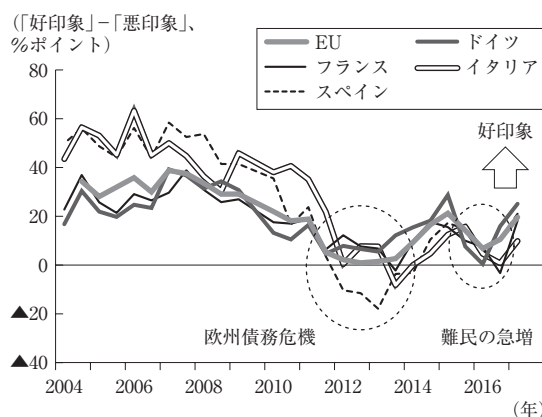
れる。ただし、低成長が続くなか、BOEは追加利上げに慎重な姿勢を維持せざるを得ず、物価高を警戒した金融引き締めが景気の足枷となることは回避される見通しである。

### 5. リスクシナリオ

以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、反EU・反移民機運の高まりやBrexitをめぐる混乱など、政治リスクの顕在化が景気回復の腰折れを招く事態が想定される。

2017年春に実施されたフランスの大統領選挙・総選挙で、親EUをかかげるマクロン大統領が勝利するなど、欧州では2017年夏場にかけて反EU・反移民機運がやや後退した(図表35)。もっとも、その後に実施されたドイツやオーストリアの総選挙では、反移民を掲げる政党が躍進し、再び政治リスクが意識される状況にある(図表36、37)。2018年春までに総選挙が予定されるイタリアでも、ユーロからの離脱を主張する政党が高い支持を得ており、反EU政権の誕生や政権不安定化への懸念が拭えない。

(図表35) ユーロ圏主要国のEUに対する好感度 (世論調査結果)



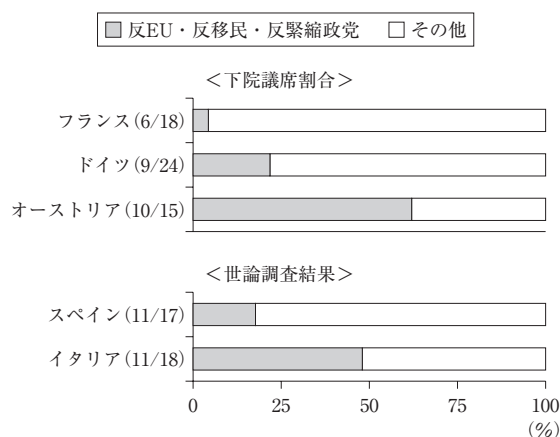
(資料) 欧州委員会“Eurobarometer”  
(注) 「EUに対してどのような印象が想起されるか」について聞いたもの。各年、春・秋の調査。直近は2017年5月。

(図表36) 欧州の政治関連動向

日程	イベント	争点・展望
2017年	4～6月	フランス大統領選挙・総選挙 マクロン氏と同率いる「共和国前進」が勝利。
	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。
	9月24日	ドイツ総選挙 メルケル首相のCDU・CSUが議席を減らし、連立協議が難航。極右政党「ドイツの為の選択肢」が第3党に。
	10月1日	スペインのカタルーニャ住民投票 独立派が勝利。住民投票を認めない中央政府は自治権を剥奪。12月21日に州議会選挙を強制実施へ。
	10月15日	オーストリア総選挙 反移民を掲げる「国民党」、極右政党「自由党」が連立政権を樹立。
2018年	5月下旬まで	イタリア総選挙 反EUを掲げる「五つ星運動」等が台頭。3月上旬実施の可能性。
2019年	3月末	イギリスのEU離脱期限 移行期間が設けられなければ、クリフ・エッジ型の離脱となる恐れ。

(資料) 各種報道を基に日本総合研究所作成

(図表37) ユーロ圏主要国の下院議席割合・政党支持率



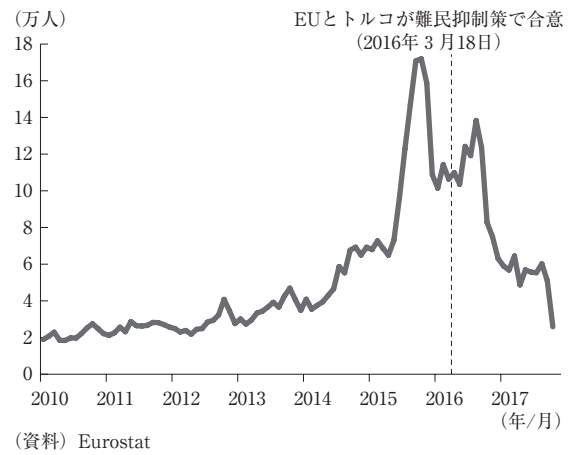
(資料) 各国報道を基に日本総合研究所作成  
(注) カッコ内は、選挙日または世論調査実施日。

欧州における反EU・反移民勢力台頭の大きな要因となっている中東や北アフリカからの難民の流入は、2016年秋以降、大きく減少している(図表38)。もっとも、足許にかけての難民の減少は、中東・北アフリカ情勢の落ち着きによるものではなく、トルコを経由した難民の流入抑制に関するEUとトル

この合意による効果大きい。その後、トルコのエルドアン大統領が独裁色を強めるなか、EUとトルコの関係が悪化しており、両者の合意が崩れれば、再び欧州への難民が大幅に増える恐れがある。

一方、Brexitをめぐるのは、早期に移行期間の設定で合意できるかが当面のカギとなる。移行期間の設定合意が遅れば、企業や投資家は、新たな貿易協定等を締結できないままイギリスがEUから離脱するクリフ・エッジ型のBrexitに備えざるを得ず、イギリスからの企業や資金、人材の流出が加速する恐れがある。加えて、新たな貿易協定が締結できなければ、イギリス・EU双方の貿易に大きな負の影響が及ぶリスクがある。

(図表38) EU加盟国への難民申請者数



(2017. 12. 4)