

# 欧州経済見通し

調査部

## 目 次

### 1. 欧州経済の現状

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

### 2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

- (1) 仕向地別にみた輸出動向
- (2) 雇用・所得環境
- (3) 企業の成長期待と設備投資
- (4) ECBの金融政策とその影響
- (5) イギリス景気の持続可能性

### 3. 2014～2015年の欧州経済見通し

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

### 4. リスクシナリオ

## 要 約

1. ユーロ圏経済は、緩やかな回復傾向が続いているものの、回復の動きが明確化しているドイツ・スペインと、低迷が続くフランス・イタリアとのあいだで二極化が生じている。こうしたなか、ユーロ高やエネルギー価格の上昇一服、域内需要の弱さなどを背景に、デフインフレ傾向が続いている。
2. ユーロ圏経済の先行きを展望すると、外需面では、ユーロ高や新興国景気の減速、域内景気回復スピードの緩慢さを背景に、輸出の持ち直しペースは緩やかにとどまるとみられる。内需面でも、所得増・投資増を通じた自律的な回復力には、依然として脆弱さが残る見込みである。家計部門では、失業率の高止まりが続き、賃金の伸びが低調に推移するなか、個人消費の低迷が続くとみられる。また、企業部門についても、足許で借入需要や設備投資計画に持ち直しの動きがみられるものの、企業の成長期待の低迷が続くなか、設備投資の回復ペースは緩慢にとどまるとみておくべきであろう。また、銀行の企業向け貸出の増加を企図したECBの追加緩和策も、南欧諸国を中心に銀行の不良債権比率が高水準にとどまるなか、その効果は限られるだろう。
3. 以上を踏まえ、2014～2015年のユーロ圏経済を展望すると、ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が底堅く推移する一方、ユーロ高や新興国経済の減速を受け輸出が伸び悩み、回復ペースはやや鈍化する見通しである。フランスや南欧諸国では、雇用・所得環境の悪化一服を背景に、景気は持ち直し傾向にあるものの、緊縮財政や失業率の高止まりが景気抑制に作用し、当面低成長が続くとみられる。ユーロ圏全体では、ドイツ以外の国々で消費が力強さを欠くなか、輸出の持ち直しも低調にとどまり、前年比+1%前後の低成長が続くだろう。
4. 一方、イギリス経済は、住宅価格や株価の上昇を背景に、消費者マインドの改善が続くなか、景気回復が持続する見込みである。もっとも、長期失業者やパートタイム従事者の高止まりが続くなど、「雇用の質」の改善にはなお時間を要することから、所得環境の改善ペースは緩やかにとどまるとみられる。こうしたなか、景気回復スピードは、住宅市場の動向に大きく左右される局面が続くと見込まれる。BOEが住宅市場の過熱抑制に乗り出していることを踏まえると、先行き住宅価格の上昇ペースが鈍化し、それに伴い個人消費を中心に成長ペースが鈍化する見通しである。
5. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、新興国景気の下振れと地政学リスクの高まりを想定している。新興国景気の下振れは、同地域向け輸出の腰折れにつながる恐れがある。また、ウクライナをめぐる混乱が深刻化し、ロシアによる欧州への天然ガス供給が縮小すれば、欧州の経済活動が抑制されるリスクがある。

# 1. 欧州経済の現状

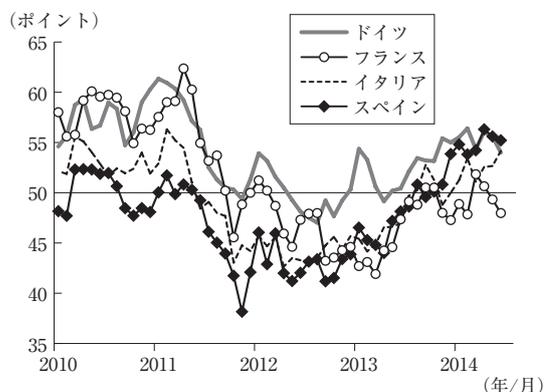
## (1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、2013年春以降、緩やかながらも回復の動きが続いている。もっとも、国別にみると、主要国間で回復ペースに差がみられる（図表1）。ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景とした個人消費の拡大にけん引され、底堅い回復が続いているほか、スペインでは、2008年の金融危機以降、労働市場改革の一環として実施された労働コストの削減により輸出競争力が高まった結果、企業の生産活動が活性化し、景気は持ち直しに転じている。一方、フランスでは、雇用環境に厳しさが残存し、個人消費が弱含んでいるほか、労働市場改革の遅れによる労働コストの高止まりなどを背景に輸出競争力が低下し、企業の生産活動は低迷が続いている。フランスの購買担当者景気指数（PMI）は、2013年秋から2014年初めにかけて一時好不況の判断の分かれ目となる「50」を上回ったものの、足許で再び「50」を下回って推移しており、ユーロ圏主要国のなかでもとりわけ景気回復の脆弱さが際立っている。

このような二極化が続くなか、足許では、これまで良好であったドイツやスペインでも輸出の伸びに一服感がみられている（図表2）。この背景として、ユーロ高を受けたユーロ圏外向け輸出に対する下押し圧力の強まりや、新興国を中心とした海外景気の伸び悩みが挙げられる。

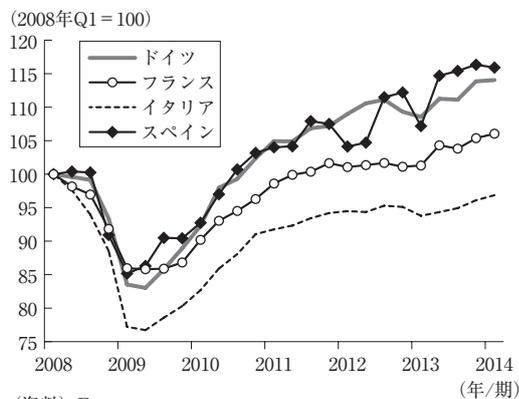
物価の動向をみると、ユーロ圏のインフレ率は、2012年以降、ユーロ高による輸入物価の弱含みや、エネルギー価格の上昇一服、域内需要の弱さなどを背景に低下傾向にあり、足許ではECBの政策目標の上限である前年比2%を大きく下回る水準で推移している（図表3）。ちなみに、ユーロ圏の消費者物価を、エネルギーや食品を除き、付加価値税引き上げなどの影響を除外した税抜コア指数でみると、

（図表1）ユーロ圏主要国の購買担当者景気指数（総合）



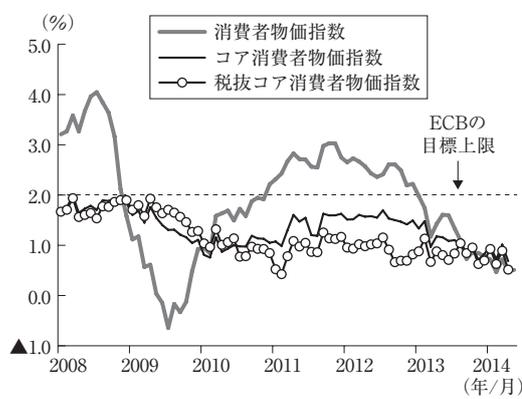
（資料）Markit

（図表2）各国の実質輸出



（資料）Eurostat

（図表3）ユーロ圏の消費者物価指数（前年比）



（資料）Eurostatより日本総合研究所作成  
（注）コアは、エネルギー・食品を除く全体。

2010年以降一貫して1%前後の水準で推移しており、債務危機以降、長期的にデフレーション傾向が続いてきたといえる。

(2) イギリス

一方、イギリスでは、好調な景気回復が続いている。住宅価格や株価など資産価格が大きく上昇しているほか、2012年入り以降は、就業者数の増加が明確化するなど雇用環境の改善が続いており、個人消費が堅調に推移している。家計部門の好調さを受け、サービス業のGDPは、足許でリーマン・ショック前を上回る水準まで持ち直しており、景気回復のけん引役となっている(図表4)。

2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

以上のような現状のもと、ユーロ圏景気の先行きを展望するうえでは、まず、足許で弱含みがみられる(1)輸出の動向が重要になる。そのうえで、今後、ユーロ圏景気が力強さを増していくには、内需主導での自律拡大メカニズムが作動する必要があるため、(2)所得・雇用環境や、(3)設備投資など、内需の動向について考察したい。加えて、6月に追加緩和に踏み切った(4)ECBの金融政策とその影響についても検討する。

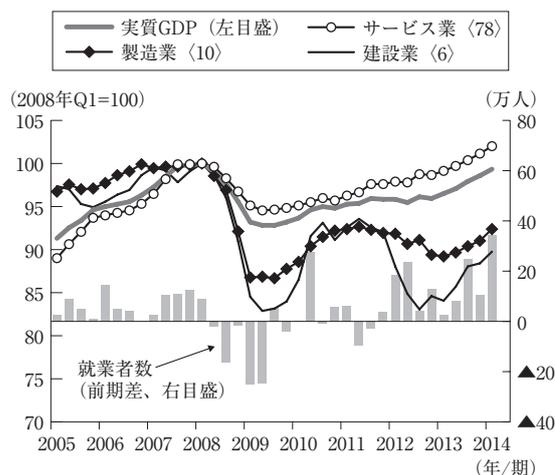
一方、(5)イギリスについては、現在の好調な景気回復の持続可能性について検討していく。

(1) 仕向地別にみた輸出動向

前述のように、ユーロ圏の輸出は、ユーロ高や海外景気の伸び悩み等を背景に、足許で弱含んでいる。内需の弱含みが続くユーロ圏では、これまで輸出が景気回復の原動力となってきたことから、景気の先行きを考えるうえでも、その行方は極めて重要である。そこで以下では、ユーロ圏主要国の輸出の先行きを、仕向地別に考察したい。

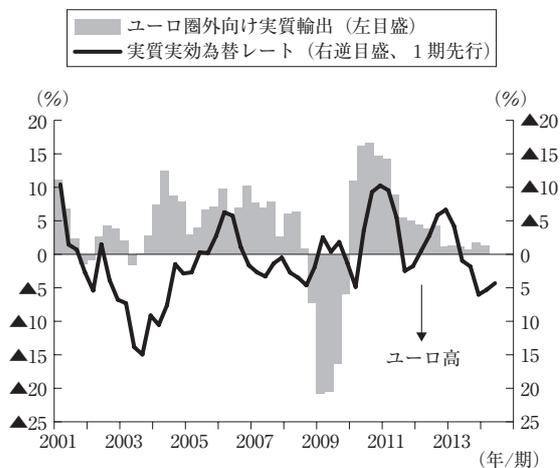
域外向け輸出については、為替と海外景気の動向に依拠する部分が多い。このうち、為替動向をみると、ドラギECB総裁が、「ユーロを守るために何でもやる」と発言し、ユーロ圏の債務問題への懸念が薄らぎ始めた2012年夏以降、ユーロ高が進行している(図表5)。足許では一方的なユ

(図表4) イギリスの生産側実質GDPと就業者数の増減



(資料) ONS  
(注) 〈 〉内は、2010年のウエート。

(図表5) ユーロ圏の域外向け輸出と為替レート(前年比)

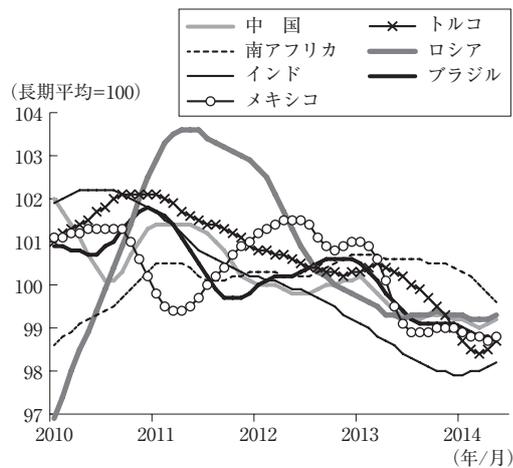


(資料) Eurostat, ECB  
(注) 実質輸出は輸出物価指数を基に日本総合研究所作成。

一口高に歯止めがかかっているが、通貨高はタイムラグを伴って輸出の下押しに作用することから、当面、下押し圧力が残存する見込みである。

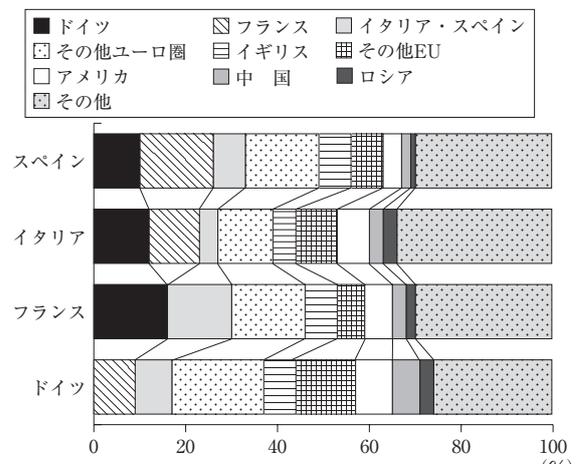
また、海外景気の動向について、新興国のOECD景気先行指数をみると、多くの新興国でようやく下げ止まりの兆しが出始めたにすぎず、域外向け輸出は、当面弱含み傾向が続く可能性が高い（図表6）。とりわけ、ドイツでは、他のユーロ圏主要国に比べ、中国やロシア向け輸出のウエートが高く、両国の景気減速により域外向け輸出の伸びが一段と鈍化することが懸念される（図表7）。

（図表6）主要新興国のOECD景気先行指数



（資料）OECD

（図表7）主要国の輸出仕向地別割合（2013年）

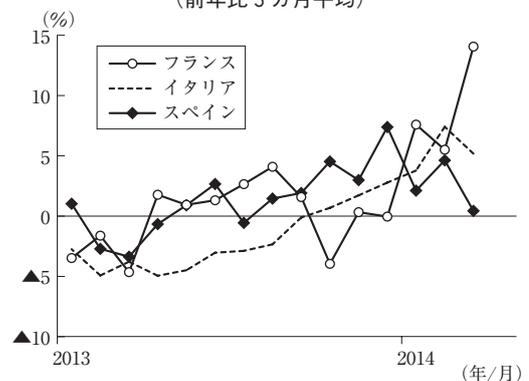


（資料）Eurostat

次に、域内向け輸出についてみると、ドイツでは、域内景気の持ち直しに伴い、域内向け輸出は増加が続くとみられる。もっとも、フランスなど周辺国の内需の持ち直しが緩慢ななか、増加ペースは緩やかにとどまる見通しである。

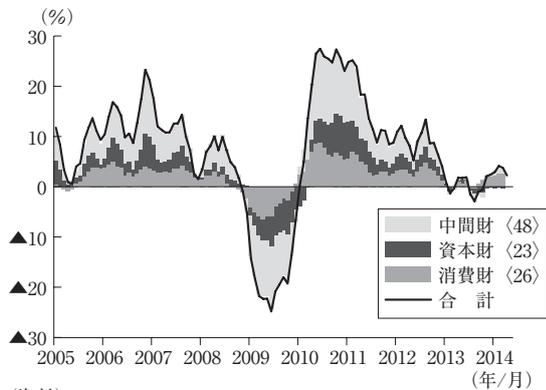
一方、フランス・イタリア・スペインでは、足許でドイツへの輸出が増加傾向にあり、今後もドイツの国内需要の底堅さを背景に、ドイツ向け輸出の増加が続くとみられる（図表8）。もっとも、域内から中間財を輸入し、国内で加工したうえで、主に域外に資本財・消費財として輸出するドイツの貿易構造を踏まえると、先行き、ドイツの域外向け輸出の持ち直しペースが鈍化すれば、ドイツによる域内からの中間財輸入も伸び悩む公算が高い。実際に、域外景気の減速を受け、すでにドイツの域外向け資本財輸出は弱含みに転じており、これに伴いドイツによる域内からの中間財輸入の増加スピードは勢いを欠く状態にある（図表9、10）。とりわけ、イタリアでは、他のユーロ圏主要国に比べ、ドイツ向け輸出に占める原料・化学製品・原材料製品の割合が大きく、ドイツでの中間財

（図表8）ドイツの主要国別輸入  
（前年比3カ月平均）



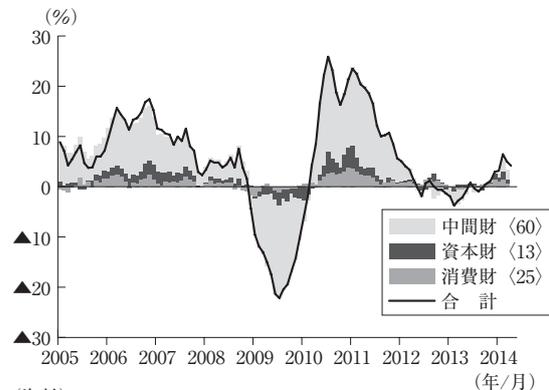
（資料）Eurostat

(図表9) ドイツのユーロ圏外輸出  
(前年比3カ月平均)



(資料) Eurostat  
(注) 〈 〉内は、2013年のウエート。

(図表10) ドイツのユーロ圏内輸入  
(前年比3カ月平均)



(資料) Eurostat  
(注) 〈 〉内は、2013年のウエート。

輸入の伸び鈍化による輸出へのマイナス影響が相対的に大きくなると見込まれる(図表11)。

総じてみると、ユーロ圏の輸出は、持ち直しの動きが続くとみられるものの、域内外向けともに下押し圧力が残存し、持ち直しペースは緩やかにとどまるだろう。

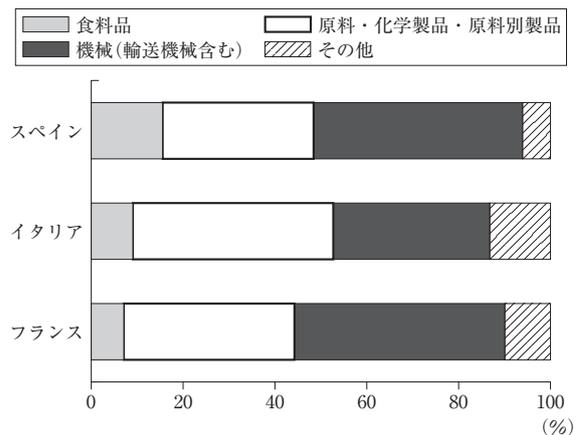
## (2) 雇用・所得環境

輸出の伸びが緩慢にとどまるなかで、ユーロ圏景気が力強さを増していくには、内需を起点とした自律拡大メカニズムが作動する必要がある。そこで以下では、まず、雇用・所得環境を整理し、内需の行方を左右する個人消費の先行きについて検討する。

ユーロ圏の失業率は、2013年後半をピークに低下に転じたものの、依然として高水準にとどまっており、労働市場の大幅な需給緩和が続いている。このため、賃金の上昇圧力の高まりはみられず、当面、賃金の伸びは低調に推移するとみられる。以上を踏まえると、賃金の伸びを背景とした個人消費の回復は期待し難い状況にある(図表12)。

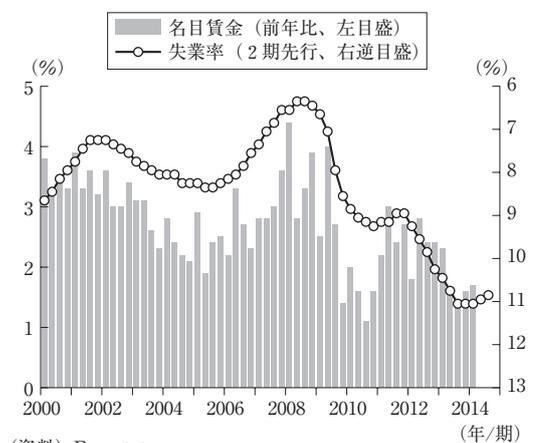
とりわけ、フランスやイタリアなど企業部門の生産活動が低迷している国々では、依然として失業率の上昇傾向に歯止めがかかっていない。前回の景気回復局

(図表11) 主要国のドイツ向け輸出の品目別ウエート  
(2013年)



(資料) Eurostat

(図表12) ユーロ圏の失業率と名目賃金



(資料) Eurostat

面（2002～2007年）では、フランスでは平均+3.0%、イタリアでは同+2.6%賃金が上昇し、そのもとで個人消費が堅調に推移した。過去の賃金と失業率の関係を踏まえると、フランスとイタリアの賃金の伸び率が、同水準に達するためには、失業率がそれぞれ8%程度まで低下する必要がある、それまでは消費が力強さを欠き、賃金増・消費増の好循環が実現する可能性は低い（図表13）。

以上を要すると、ユーロ圏では、失業率の高止まりが続き、賃金の伸びが緩慢にとどまるなか、個人消費が景気の牽引役を担うことは見通し難い。

### （3）企業の成長期待と設備投資

以上のように、個人消費の低迷が見込まれるなか、ユーロ圏景気が自律的な回復に移行するためには、当面企業部門に頼らざるを得ない。もっとも、企業部門の設備投資を取り巻く環境にも、フランスやイタリアを中心に依然として厳しさが残る状況にある。

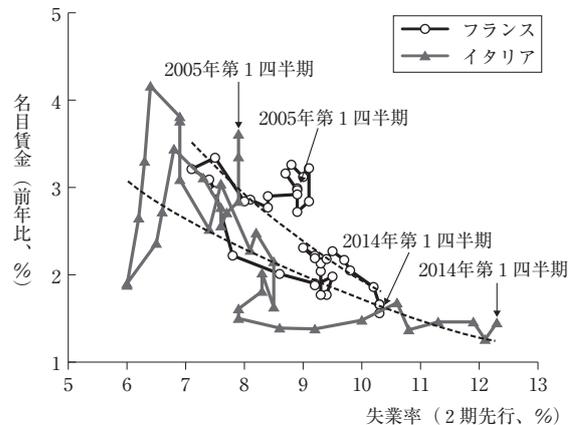
ユーロ圏では、主要国のあいだで、企業部門の持ち直しのスピードが二極化している。ドイツでは、高い技術力や2000年代後半の労働コストの削減によって得られた競争力の高さを背景に、輸出が底堅く推移しているほか、良好な雇用・所得環境を背景に、内需が増加傾向にあり、生産活動が堅調に推移している。また、スペインでは、欧州債務危機後の労働市場改革による労働コストの削減や、仕向地の多様化等により、輸出が大幅に伸びており、生産活動が回復傾向にある。このため、両国では、設備稼働率が上昇し、設備投資も増加するなど、企業活動は、生産増・投資増の好循環へ移行し始めている（図表14）。

一方、労働市場改革が進まず、労働コストの高止まりが続くフランスやイタリアでは、対外競争力の低下が長期化するなか、生産活動の持ち直しが緩慢にとどまり、設備投資も弱い動きが続いている。

設備投資の先行きを展望すると、ユーロ圏景気が緩やかながらも回復に転じるなか、ユーロ圏企業の借入需要や、設備投資計画に持ち直しの動きがみられており、設備投資は、持ち直しの動きが明確化すると見込まれる（図表15、16）。

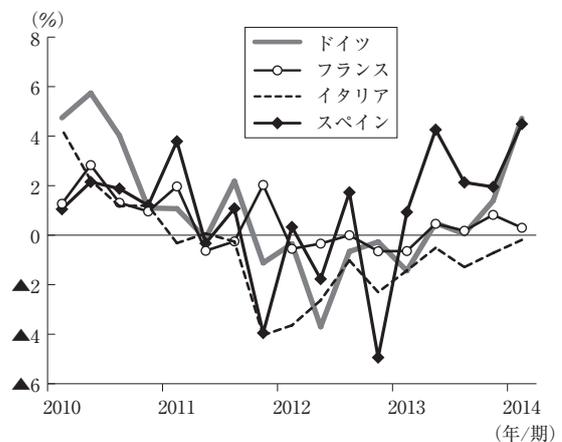
もっとも、企業の設備投資計画を大きく左右する企業の成長期待は、先行きも低水準にとどまる見込みである。設備投資と資本ストックの動向を示す資本ストック循環図をもとに、企業の期待成長率の動

（図表13）フランス・イタリアの失業率と名目賃金



（資料）Eurostat

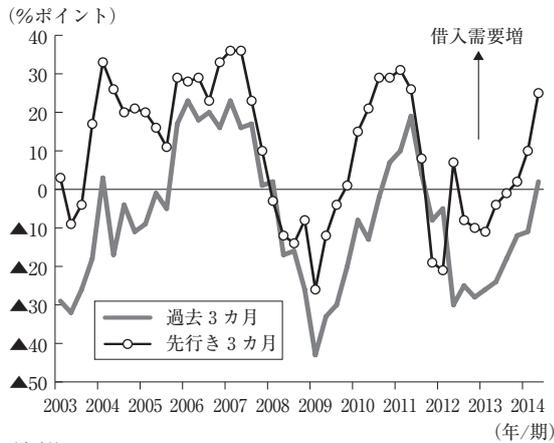
（図表14）ユーロ圏各国の設備投資（前期比）



（資料）各国統計局

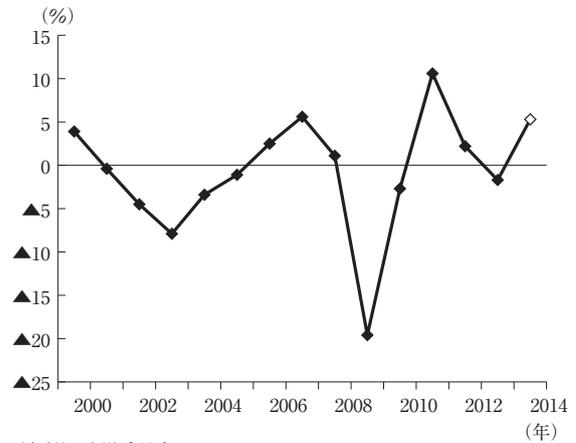
（注）フランスは、非金融企業の固定資本形成。

(図表15) ユーロ圏の企業の借入需要



(資料) ECB

(図表16) ユーロ圏の企業の設備投資計画 (前年比)

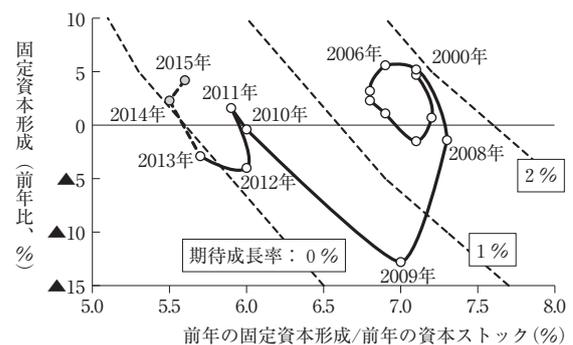


(資料) 欧州委員会

(注) 2013年以前は、実績。2014年は3～4月時点の見通し。大企業から中小企業まで含む。各国のシェアによりウェイト付け。

きをみると、リーマン・ショックを受け2009年に0.5%前後に大きく低下した後、しばらく下げ止まりの動きがみられたものの、欧州債務危機を契機に2013年にかけて0%近傍まで一段と低下した。先行き、2015年にかけて、小幅な回復が見込まれているものの、依然としてリーマン・ショック後の0.5%前後の水準にとどまるとみられており、設備投資の大幅かつ持続的な増加は期待し難い(図表17)。このため、設備投資の回復ペースは、先行きも緩慢にとどまるとみておくべきであろう。

(図表17) ユーロ圏の資本ストック循環図



(資料) 欧州委員会を基に日本総合研究所作成

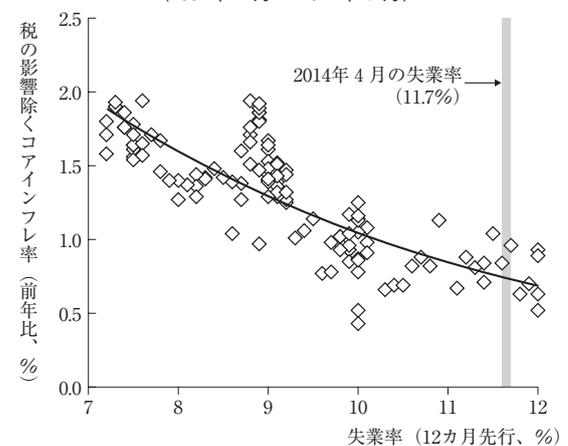
(注1) 2014～2015年は欧州委員会の予測値。

(注2) 期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率・除却率の2000～2011年の平均値を利用。

#### (4) ECBの金融政策とその影響

こうしたなか、ユーロ圏ではデフレーション傾向が長期化する見込みである。失業率の顕著な低下が期待し難いなか、賃金の伸び悩みが続き、税制の影響やエネルギー・食品を除いたインフレ率は、サービス価格を中心に、当面、現行水準付近で推移する可能性が高い(図表18)。むしろ、2013年に落ち着きを見せていた家計の物価見通しが、2014年入り以降一段と低下しており、家計のインフレ期待が下方にシフトし始めている可能性が示唆される(図表19)。インフレ期待の低下は、先行きの値下がり期待する家計の消費先送りを招き、それを受けた内需の低迷が一段のインフレ

(図表18) ユーロ圏の失業率とインフレ率 (2004年1月～2014年5月)



(資料) Eurostat

(図表19) ユーロ圏のインフレ率と家計の物価見通し



(資料) Eurostat, DG FCFIN

率の低下を招くという悪循環につながるリスクがある。

こうした事態を受け、欧州中央銀行 (ECB) は2014年6月の理事会で、企業の資金調達環境の改善を通じた内需の押し上げや、それを通じたインフレ率の上昇を目的に、多様な追加緩和策を打ち出した。具体的には、預金ファシリティや超過準備に対するマイナス金利を導入したほか、家計(住宅ローンを除く)や企業向け融資の拡大を条件とした、金融機関に対する長期流動性供給(TLTRO)などの実施を決定した(図表20)。また、資産担保証券(ABS)購入についても、実施に向けた準備を加速するとしている。

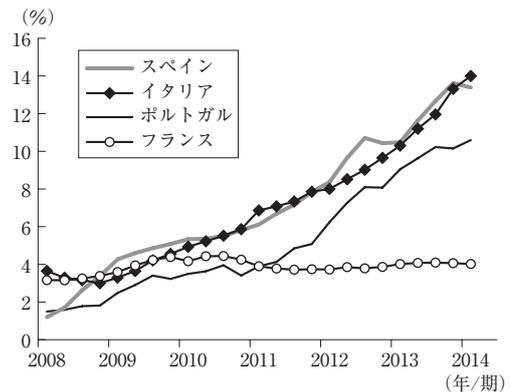
ECBの追加緩和による实体经济の押し上げ効果についてみると、小幅な金利低下を通じて景気下支えに寄与するとみられるものの、長期流動性供給については、南欧諸国を中心に銀行の不良債権比率が高水準にとどまるなか、当面、銀行の企業向け貸出の顕著な増加は見込み難いのが実情である(図表21)。ただし、企業の借入需要は持ち直しの兆しがみられており、2014年10月に予定されているユーロ圏金融機関のストレステストの結果公表後は、健全性が担保された銀行を中心に、徐々に貸し出し姿勢が積極化していくことが期待される。

(図表20) ECBの追加金融緩和策(2014年6月)

利下げ	
限界ファシリティ金利(0.75→0.40)、主要政策金利(0.25→0.15)を引き下げ	短期金利を中心に市場金利を押し下げ(ユーロ高の抑制)
預金ファシリティ金利と超過準備利子を0%から▲0.1%へ引き下げ	準備預金から融資へのシフトが目的。目的に反し、国債購入に充てられる懸念も。マイナス金利はバランスシート規模縮小を促すため、量的緩和と相反
流動性供給	
固定金利・無制限資金供給オペの期限延長(2015年6月→2016年12月末)	銀行の資金調達環境の改善が目的
SMPの不始化停止	小規模ながら、実質的な量的緩和
家計(住宅ローンを除く)や企業向け融資拡大を条件とした、長期流動性供給(TLTRO)	銀行の融資増が目的。ただし、10月のストレステスト結果発表以前は、効果期待薄
ABS購入に向けた準備	銀行の融資増が目的。ABS市場の整備動向を踏まえ、1年以内実施予定

(資料) ECBなどをもとに日本総合研究所作成

(図表21) 欧州各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



(資料) 各国中央銀行

金融市場への影響については、追加緩和発表後もECBに対する一段の追加緩和期待が根強いことから、ユーロ圏各国の長期金利は、低水準での推移が長期化する見通しである。一方、為替市場では、ユーロ高是正を目指すECBの意向に反し、ユーロの高止まりが続く可能性が高い。これまでの対ドルユーロ

相場は、歴史的にみて米独2年債金利差との相関が強かったものの、2012年以降、同金利差の変動が小さくなるなか、市場参加者の関心は、米欧中銀のバランスシート格差にシフトした(図表22)。2012年後半以降、アメリカでは量的緩和第三弾(QE3)の導入によりFRBのバランスシートが再拡大し始めたのに対し、ユーロ圏では、域内金融機関による長期流動性供給資金(LTRO)の前倒し返済などにより、ECBのバランスシートが縮小したことから、ユーロ高が進行した(図表23)。こうした経緯を踏まえると、ECBが新たに導入を決定したTLTROなどにより、ECBのバランスシートが拡大に転じれば、ユーロ安圧力が高まることになる。もっとも、同時に導入されたマイナス金利は超過準備の流出を通じてバランスシートの縮小につながる政策でもあるため、ECBのバランスシートに明確な方向性が出てくると予想され、大幅なユーロ安には至らない見通しである。

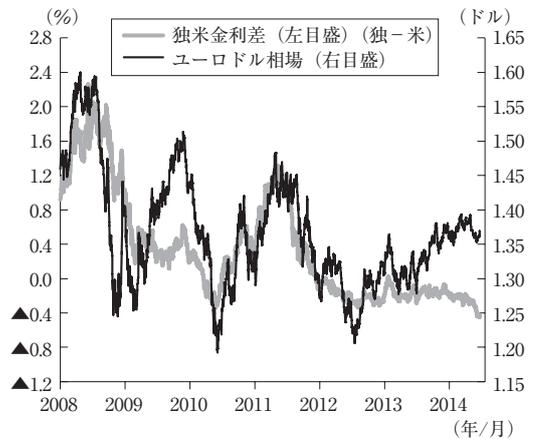
ECBの追加緩和については、以上のような効果・影響が見込まれるものの、金融機関が不良債権を抱え、また企業にもバランスシート調整圧力が残存するなか、実際に実体経済や金融市場に与える影響には不確実性が極めて大きい。そのため、ECBは、当面、追加緩和の効果を見極める姿勢を維持するとみられる。なお、先行き、状況に応じた一段の追加緩和を視野に入れつつも、大規模な国債購入を含む量的緩和の実施については、財政支援にあたるとの懸念からドイツを中心に反対意見が根強く、ユーロ圏インフレ率が一段と低下し、デフレリスクが現実味を帯びない限り、慎重姿勢を維持する見込みである。

(5) イギリス景気の持続可能性

緩慢な景気回復が続くユーロ圏とは対照的に、イギリスでは好調な景気回復が続いている。とりわけ、個人消費は、住宅価格、株価などの資産価格の上昇や、雇用環境の改善を背景に、2013年入り以降、前年比2%程度の力強い回復ペースを維持している(図表24)。

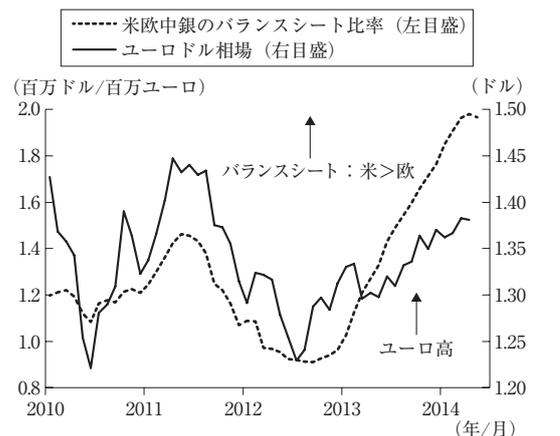
もっとも、住宅市場の動向をみると、2013年末に英中銀(BOE)の住宅向け融資促進策が打ち切られたことを背景に、足許で住宅ローン承認件数が減少に転じている(図表25)。さらに、2014年10月からは、借り手の所得水準に応じて住宅ローンの融資額に制限を設ける新たな規制が導入される予定であ

(図表22) ユーロドル相場と独米2年債利回り格差



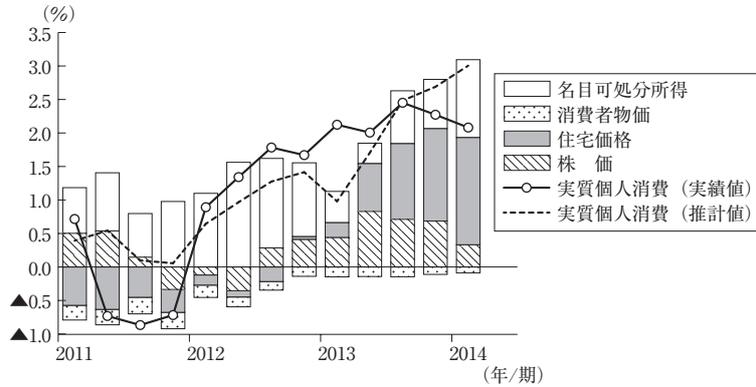
(資料) Bloomberg L.P.

(図表23) 米欧中銀のバランスシート比率とユーロドル相場



(資料) 米FRB、ECB  
(注) バランスシート比率は、アメリカ(FRB)/ユーロ圏(ECB)。

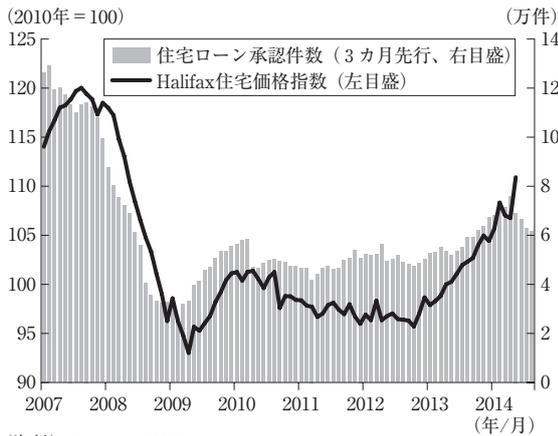
(図表24) イギリスの実質個人消費（前年比寄与度）



(資料) ONS, Halifax, FTSE

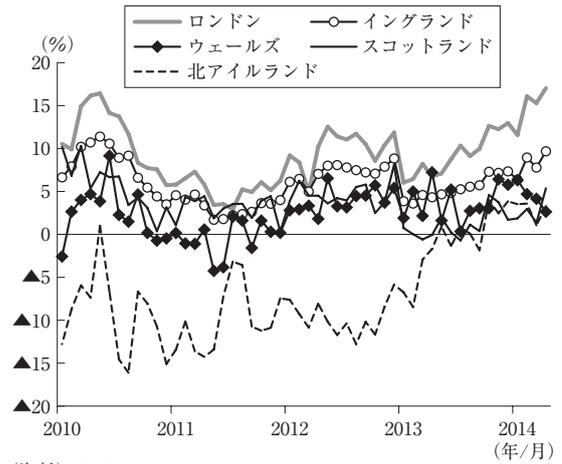
(注) 実質個人消費の推計式は、 $\ln(\text{実質個人消費}) = 7.29 + 0.06 * \ln(\text{FTSE100}) + 0.19 * \ln(\text{Halifax住宅価格}) - 0.05 * \ln(\text{消費者物価}) + 0.30 * \ln(\text{名目可処分所得})$ 。推計期間は、2010年第1四半期から2014年第1四半期。R<sup>2</sup> = 0.92。

(図表25) イギリスの住宅価格と住宅ローン承認件数



(資料) Halifax, BOE

(図表26) イギリスの地域別住宅価格（前年比）



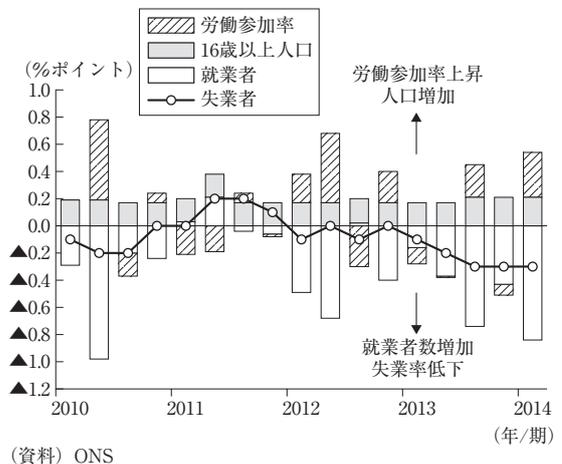
(資料) ONS

る。

先行き、住宅価格は、政府の住宅購入支援策が継続するなか、堅調な実需を背景に上昇傾向が続くとみられるものの、前述のようなBOEの政策を受け、住宅市場に過熱感がみられるロンドンを中心に、住宅価格の上昇ペースは徐々に鈍化していくとみられる（図表26）。

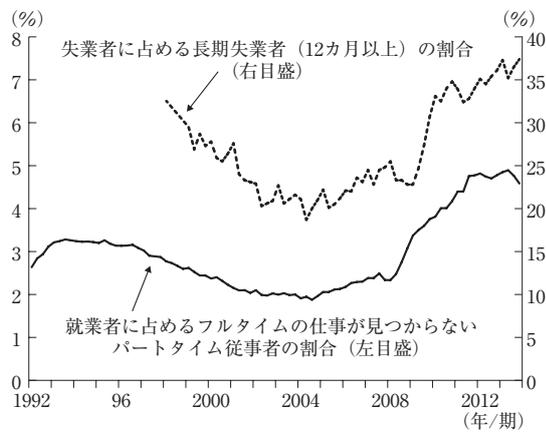
一方、雇用・所得環境に目を転じると、就業者数の増加を主因に失業率が低下しており、景気回復が雇用環境に波及していることがうかがわれる（図表27）。ただし、就業者のなかでもフルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートに従事す

(図表27) イギリスの失業率（前期差寄与度）



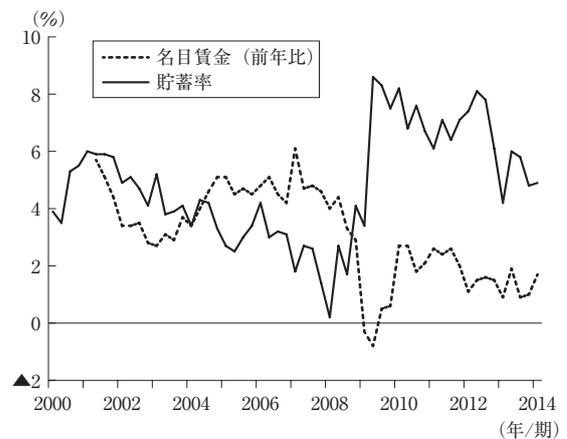
(資料) ONS

(図表28) イギリスの雇用環境



(資料) ONS, Eurostat

(図表29) イギリスの賃金と貯蓄率



(資料) ONS

る人の割合や、失業者に占める長期失業者の割合が高止まりしており、「雇用の質」の改善にはなお課題が残存している（図表28）。これらを映じ、名目賃金は伸び悩みが続いており、2012年半ば以降の個人消費の増勢加速は、もっぱら貯蓄率の大幅な低下に依拠したものとなっている（図表29）。失業率の低下を背景に、賃金は上昇傾向が続くとみられるものの、雇用の質の改善に時間を要するなか、賃金の上昇ペースは緩慢にとどまる見通しである。

以上を踏まえると、当面、賃金の伸びの拡大に裏付けられた個人消費の増勢加速が期待し難いほか、住宅価格の上昇ペースが徐々に鈍化していくとみられることから、イギリスの景気回復ペースは減速する可能性が高い。

### 3. 2014～2015年の欧州経済見通し

以上の分析を踏まえたうえで、2014～2015年の欧州経済を展望する。

#### (1) ユーロ圏

ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が底堅く推移する一方、ユーロ高や新興国経済の減速を受け輸出が伸び悩み、回復ペースはやや鈍化する見通しである。フランスや南欧諸国では、雇用・所得環境の悪化一服を背景に、景気は持ち直し傾向にあるものの、緊縮財政や失業率の高止まりが景気抑制に作用し、当面低成長が続くとみられる。ユーロ圏全体では、ドイツ以外の国々で消費が力強さを欠くなか、輸出の持ち直しも低調にとどまり、前年比+1%前後の低成長が続くだろう（図表30、31）。

ユーロ圏のインフレ率は、景気の底打ちを背景に一段の低下は回避される見込みながら、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷が続き、2015年にかけて、1%程度の低水準での推移が続くとみられる。

(図表30) ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整前前期比年率、%)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(予測)				(予測)						
実質GDP	0.8	0.6	0.7	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2	▲0.4	0.9	1.0
個人消費	0.6	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	▲0.7	0.9	1.1
政府消費	2.7	0.1	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.1
総固定資本形成	0.7	1.5	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	▲2.9	1.8	1.4
在庫投資	0.8	▲0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.1	▲0.0
純輸出	▲1.0	▲0.4	▲0.3	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	▲0.2	0.2
輸出	0.7	0.7	1.8	2.7	3.2	3.1	3.1	3.1	1.4	2.4	2.8
輸入	3.3	1.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	0.4	3.1	2.7

(資料) Eurostatなどをもとに日本総合研究所作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表31) 主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整前前期比年率、%)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12				
	(予測)				(予測)							
ユーロ圏	実質GDP	0.8	0.6	0.7	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2	▲0.4	0.9	1.0
	消費者物価指数	0.7	0.6	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3	1.3	0.7	1.1
ドイツ	実質GDP	3.3	0.8	0.9	1.1	1.8	1.9	1.8	2.0	0.4	1.9	1.6
	消費者物価指数	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.0	1.4
フランス	実質GDP	0.2	0.4	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2	0.3	0.5	1.0
	消費者物価指数	0.9	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.0	0.8	1.2
イギリス	実質GDP	3.3	3.2	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	2.6	1.7	3.0	2.6
	消費者物価指数	1.7	1.7	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.6	1.9	2.1

(資料) Eurostat、ONSなどをもとに日本総合研究所作成

## (2) イギリス

イギリス景気は、住宅価格や株価の上昇を背景に、消費者マインドの改善が続くなか、景気回復が持続する見込みである。もっとも、長期失業者やパートタイム従事者の高止まりが続くなど、「雇用の質」の改善にはなお時間を要することから、所得環境の改善ペースは緩やかにとどまるとみられる。こうしたなか、景気の回復スピードは、住宅市場の動向に大きく左右される局面が続くと見込まれる。BOEが住宅市場の過熱抑制に乗り出していることを踏まえると、先行き住宅価格の上昇ペースが鈍化し、それに伴い個人消費を中心に成長ペースが鈍化する見通しである。

イギリスのインフレ率は、賃金の持ち直しペースが緩慢にとどまるなか、当面2%程度で推移するとみられる。

## 4. リスクシナリオ

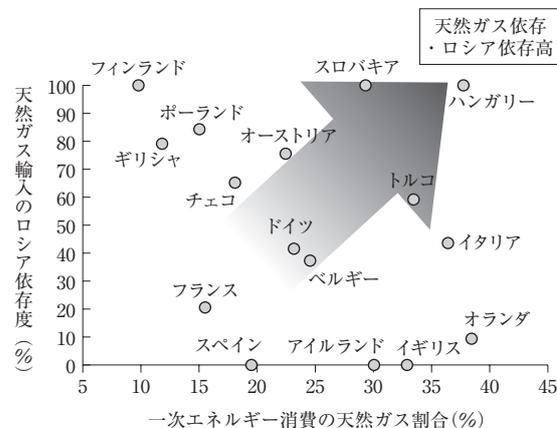
以上のメインシナリオに対するリスクとして、①新興国景気の下振れと、②地政学リスクの高まりを指摘したい。

輸出の先行きを展望する際にみたように、新興国では、当面、多くの国で景気の力強い拡大は見込めない状況である。今後、アメリカのFRBによる利上げ観測の高まりをきっかけに、新興国市場から投

資資金が流出すれば、新興国景気が一段と減速し、欧州の新興国向け輸出の下押しに作用するリスクがある。

さらに、地政学リスクにも留意する必要がある。2013年末以降のウクライナ情勢の混乱を受け、欧米とロシアの対立が深刻化している。欧州では、中東欧諸国を中心に、エネルギー消費におけるロシア産天然ガスへの依存度が高いことから、ロシアによる欧州への天然ガス供給が縮小すれば、経済活動が抑制される恐れがある（図表32）。

（図表32） 欧州各国のエネルギー消費に占める天然ガス割合とロシアへの輸入依存度（2013年）



（資料）BP

研究員 井上 恵理菜  
(2014. 7.10)