

# 欧州経済見通し

調査部

## 目 次

1. 欧州景気の現状
  - (1) ユーロ圏
  - (2) イギリス
  
2. 欧州経済の先行きを展望するうえでのポイント
  - (1) ユーロ圏
    - A. 内需の力強い回復は期待薄
    - B. 輸出には期待と不安が入り混じる状況
  - (2) イギリス
    - A. 内外企業の投資抑制姿勢が景気の下押し圧力に
    - B. ポンド安による大幅な物価上昇が個人消費の重石に
  - (3) 欧州の成長モデルを脅かす反EU勢力の台頭
  
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
  - (1) 欧州金融システム不安の再燃
  - (2) アメリカのトランプ新政権の政策運営

## 要 約

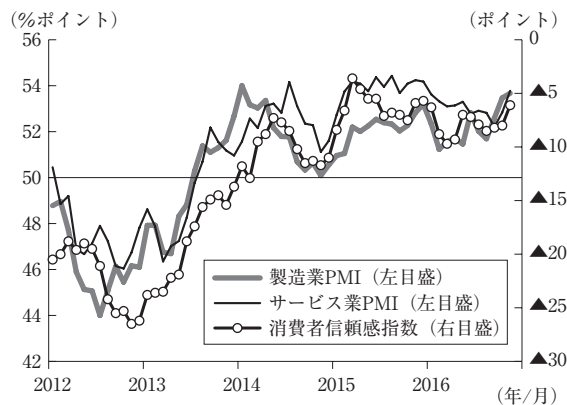
1. ユーロ圏・イギリス景気は、2016年6月末のイギリスのEU離脱決定以降も、底堅さを維持している。もっとも、その先行きを楽観できるわけではない。
2. ユーロ圏の企業部門では、資金調達環境の厳しさや、盛り上がり欠ける企業の投資意欲などから、設備投資の力強い回復は期待し難い状況にある。家計部門では、所得の伸びが緩慢にとどまるなかで物価の上昇が続くと予想され、実質所得の伸びの鈍化が個人消費の重石になると見込まれる。  
一方、ユーロ圏の外需の行方は、期待と不安が入り混じる状況にある。アメリカ景気の上振れがアメリカ向け輸出の押し上げに寄与する一方、トランプ新政権の保護主義的な姿勢がユーロ圏輸出の抑制要因となる可能性がある。また、やや長い目でみると、EUからの離脱を選択したイギリス向け輸出の行方も焦点となる。
3. イギリスでは、Brexitによる負の影響が徐々に顕在化する公算が大きい。企業部門では、ポンド安の進行が環境面で輸出の追い風となるものの、不確実性の高まりを受けた内外企業の投資姿勢の慎重化が景気の下押しに作用すると予想される。  
また、家計部門では、ポンド安の進行を主因とした大幅な物価上昇が実質購買力の低下につながり、賃金の伸び悩みと相まって、個人消費の下押しに作用する見込みである。住宅価格の伸び鈍化を受けた資産効果の減衰も、個人消費の重石となる。
4. こうしたなか、欧州では当面、景気低迷の長期化が政治に対する不満を招き、それに伴う政治面の不確実性の高まりが景気の重石になる、という悪循環から脱するのは難しい状況が続くと見込まれる。  
また、2000年代入り後、EU圏は中東欧へと拡大し、欧州域内のヒト・モノ・カネの流動化が、西欧・中東欧双方の経済成長に寄与してきたが、近年の反EUの動きは、こうした欧州の成長パターンを機能不全に陥れる恐れがある。
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、内外需ともに力強い回復が期待できない状況下、1%台前半から半ばを中心とした緩慢な成長ペースが続くと見込まれる。また、イギリスでは、Brexitをめぐる不透明感の高まりを背景に、2017年半ばにかけて景気減速感が強まっていく公算が大きい。その後は徐々に持ち直しに転じる見込みながら、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して、下振れリスクとして欧州金融システム不安の再燃、上振れ・下振れ双方のリスクとしてアメリカ・トランプ新政権の政策運営が想定される。

## 1. 欧州景気の現状

### (1) ユーロ圏

ユーロ圏では、2016年6月末のイギリスのEU離脱決定当初、想定外の政治ショックに伴う先行き不透明感がユーロ圏各国に拡がり、企業・消費者マインドの委縮につながると懸念された。もっとも、これまでのところ实体经济に顕著な下振れはみられていない。企業部門では、新興国景気の底入れを受けた輸出拡大期待などから製造業PMIが2014年初め以来の水準まで上昇しているほか、サービス業PMIも足許で改善の動きが強まっている(図表1)。また、家計部門では、2013年半ばを底に雇用環境の改善が続いていることに加え、消費者マインドがイギリスの国民投票後も底堅く推移しているため、個人消費の回復が続いている。

(図表1) ユーロ圏の企業・消費者マインド



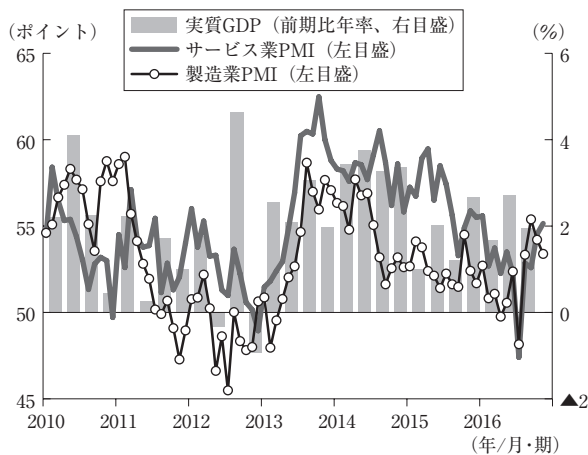
(資料) Markit, DG ECFIN

(注) 図中の横実線は、消費者信頼感指数の1990年以降平均(▲12.7)とも一致させている。

### (2) イギリス

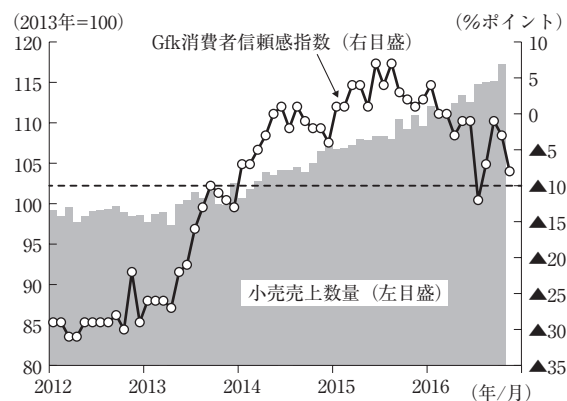
一方、イギリスでも、国民投票直後に広がった悲観論が早期に後退し、2016年7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.0%と堅調な伸びとなった(図表2)。企業部門では、ポンド安が輸出の追い風になるとの見方から、とりわけ製造業PMIの上昇が目立つ。また、家計部門では、足許で消費者マインドに弱含みの動きがみられるものの、依然として長期平均を上回る水準にあるほか、小売売上数量は2016年夏場以降、むしろ増勢が加速している(図表3)。

(図表2) イギリスの実質GDPとPMI



(資料) ONS, Markit

(図表3) イギリスの小売売上数量と消費者マインド



(資料) ONS, GfK

(注) 図中の横点線は消費者マインドの1990年以降平均。

2. 欧州経済の先行きを展望するうえでのポイント

以上のように、足許にかけてはユーロ圏・イギリス景気ともに底堅く推移しているものの、その先行きを楽観できるわけではない。

ユーロ圏では、引き続き、雇用環境の改善の持続や新興国景気の底入れなどが景気の下支えに寄与すると期待される。もっとも、今後も内需の持ち直しは企業・家計部門ともに緩やかにとどまると予想されるほか、外需についても、持ち直し期待が高まっているものの、不安材料も多いため力強い回復が実現するかどうかは不透明である。一方、イギリスでは、不確実性の高まりを受けた内外企業の投資抑制や、雇用・所得環境の改善一服による個人消費の伸び悩みという形で、Brexitによる負の影響が徐々に顕在化し、景気減速感が強まる公算が大きい。

また、今後も欧州各国で総選挙や大統領選などの政治イベントが予定されるなか、反EU・反移民などを掲げるポピュリズム勢力の台頭が政治リスクの高まりを招き、欧州経済の重石となる見通しである（図表4）。

そこで以下では、ユーロ圏の内外需の行方、および、Brexitがイギリスの企業・家計部門に与える影響を詳しく検討する。そのうえで最後に、Brexitに象徴される反EUの動きによって、これまでのEU拡大を基軸とする欧州の成長モデルが脅かされつつある点を指摘したい。

（図4）欧州の主要な政治日程

| 日程    | イベント  | 争点・展望   |
|-------|-------|---|
| 2016年 | 12月4日 | イタリア：憲法改正をめぐる国民投票<br>上院の権限縮小が否決され、レンツィ首相が辞任。改革路線停滞の懸念 |
| 2017年 | 3月    | オランダ：総選挙<br>反移民を掲げる極右政党「自由党」の台頭                       |
|       |       | イギリス：EU離脱通知<br>議会との調整が難航した場合、後ずれする可能性も                |
|       | 4～6月  | フランス：大統領・議会選挙<br>反EU、反移民を掲げる極右政党「国民戦線」（ルペン党首）の台頭      |
|       | 秋     | ドイツ：総選挙<br>反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択肢」の台頭              |
| 2018年 | 2月    | イタリア：総選挙<br>反EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等の台頭。前倒しの可能性も           |
| 2019年 | 5～6月  | 欧州議会選挙  |
| 2020年 | 5月    | イギリス：総選挙  |

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

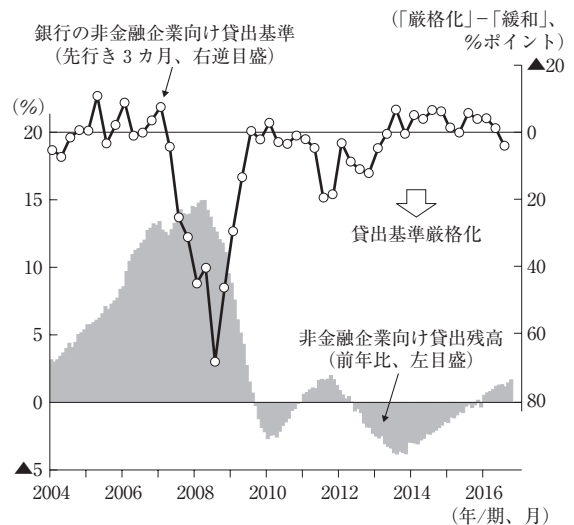
(1) ユーロ圏

A. 内需の力強い回復は期待薄

ユーロ圏の企業部門では、2014年半ば以降、設備投資に持ち直しの兆しがみられていたものの、足許で再び先行き懸念が強まっている。まず、企業の資金調達環境をみると、足許でユーロ圏銀行の企業向け貸出基準の先行き見通しが、約3年ぶりに「厳格化」超に転じた（図表5）。南欧諸国を中心とした不良債権問題の深刻化や、ECBのマイナス金利政策の拡大による収益環境の悪化などが、銀行の貸出姿勢の慎重化につながっている可能性がある。

また、企業の投資意欲も盛り上がり欠ける状態が長期化している。ユーロ圏の部門別資金過不

（図表5）ユーロ圏銀行の企業向け貸出残高と貸出基準

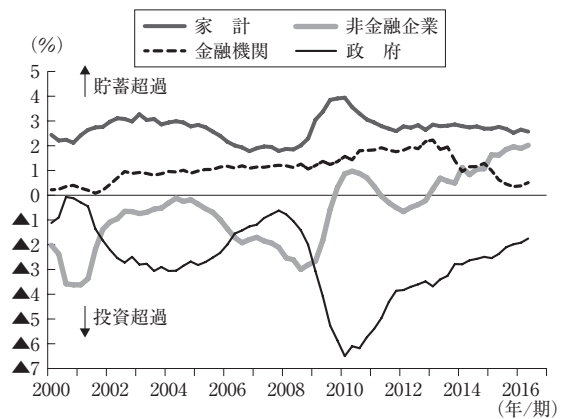


（資料）ECB “Bank lending survey”、“Monetary aggregates”を基に日本総合研究所作成

足を見ると、欧州債務危機以降、非金融企業の貯蓄超過幅が拡大しており、企業の投資に対する慎重姿勢が依然として根強いことが示唆される（図表6）。ユーロ圏内外で政治や経済をめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、当面、設備投資は伸び悩みが続くと予想される。

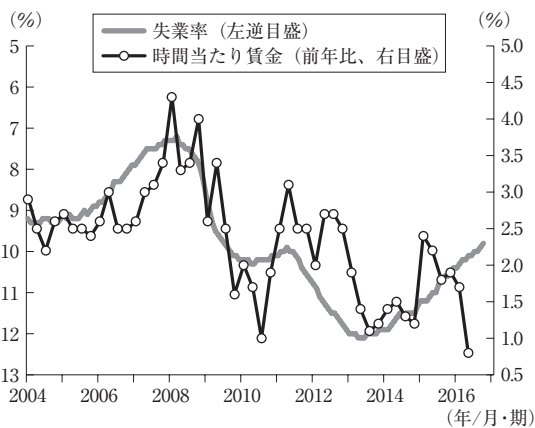
一方、これまでユーロ圏景気の回復を牽引してきた家計部門の先行きにも不安材料が台頭している。ユーロ圏では、足許で失業率が2009年夏以来の水準まで低下するなど、雇用環境の改善が続いている（図表7）。もっとも、2015年前半にやや水準を切り上げていた賃金の伸びが再び鈍化傾向にあるなど、依然として賃金が力強く拡大していくという局面には至っていない。加えて、足許で原油価格の持ち直しを主因とした物価の上昇が、実質所得の下押しに作用し始めている（図表8）。先行きも、所得の伸びが緩慢にとどまるなかで物価の上昇が続くと予想され、実質所得の伸びの鈍化が個人消費の重石となる見通しである。

（図表6）ユーロ圏の部門別資金過不足



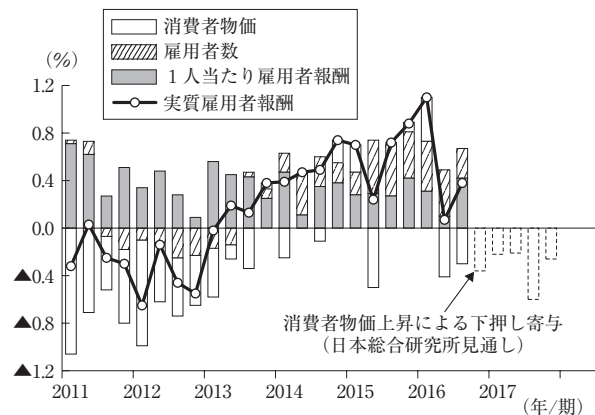
（資料）BOE “Quarterly Sector Accounts”、Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表7）ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



（資料）Eurostat

（図表8）ユーロ圏の実質雇用者報酬（前期比）



（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。

## B. 輸出には期待と不安が入り混じる状況

内需の低迷が続くと見込まれる一方、2016年春以降、新興国景気に底打ちの兆しがみられており、先行き輸出の持ち直しがユーロ圏景気の下支えになると見込まれる。ただし、その恩恵は国ごとに違いが生じる公算が大きい。

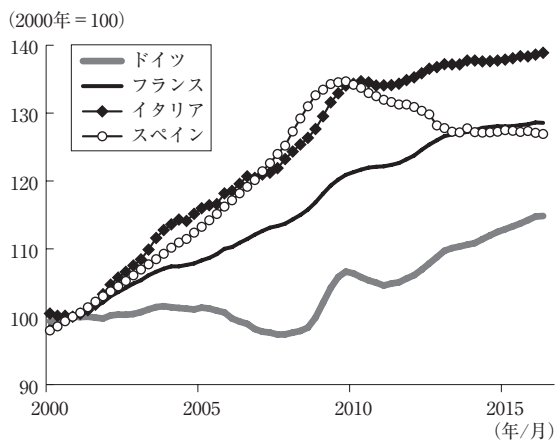
ユーロ圏では、2000年代末にかけて南欧諸国を中心に単位労働コストが急速に上昇したため、金融危機以降は、その削減を通じた対外競争力の向上が急務となった（図表9）。その後、労働市場改革が実を結びつつあるスペインでは単位労働コストが抑制される一方、改革の進捗が芳しくないフランスやイ



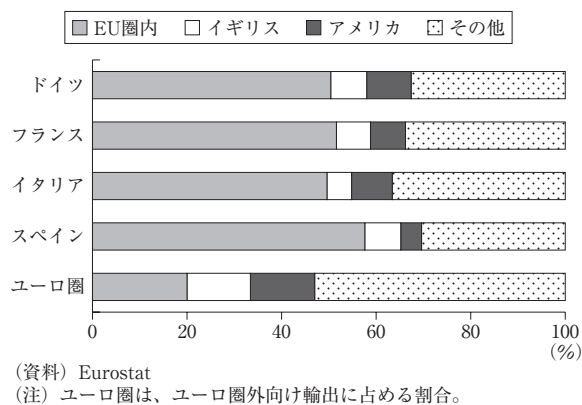
タリアでは、依然として高止まりが続いている。このため、対外競争力の向上が道半ばの状態にあるフランスやイタリアでは、新興国需要持ち直しの恩恵を十分に享受できない可能性がある。

また、ユーロ圏主要国では輸出の1割弱をアメリカ向けが占めており、アメリカでのトランプ大統領の誕生が輸出に与える影響も無視できない（図表10）。アメリカでは、トランプ新政権による拡張的な財政政策が景気の上振れに作用すると見込まれており、アメリカ向け輸出の押し上げが期待される。一方、トランプ氏が主張してきた保護主義的な政策が実行に移されればユーロ圏輸出の抑制要因になるため、アメリカ向け輸出がどこまで景気を牽引できるか不透明な部分もある。アメリカとEUが締結を目指す環大西洋貿易投資パートナーシップ（TTIP）協定も交渉の停滞が不可避な情勢にある。

（図表9）ユーロ圏主要国の単位労働コスト

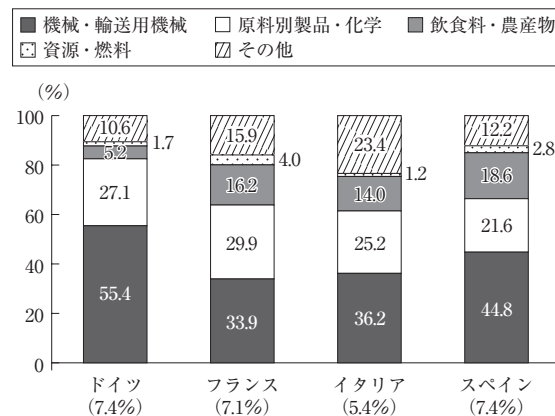


（図表10）ユーロ圏主要国の輸出先別割合（2015年）



やや長い目でみると、EUからの離脱を選択したイギリス向け輸出の行方も焦点となる。ユーロ圏主要国のイギリス向け輸出の内訳をみると、ドイツでは機械・輸送用機械が5割以上を占めるのに対し、他国では飲食料・農産物の割合が相対的に高く、とりわけスペインではイギリス向け輸出の2割弱を飲食料・農産物が占める（図表11）。このため、EUとイギリスが新たに締結する貿易協定においてイギリス向け輸出に関税が復活する場合、輸出品目の違いから国ごとに被る影響が異なる点に留意する必要がある。ちなみに、EUが非加盟国と結んでいる既存の貿易協定では、農産物が関税の免除対象に含まれていないことが多く、同様の協定をイギリスと締結することになった場合、飲食料・農産物輸出が盛んな国へのマイナス影響が大きくなると予想される。

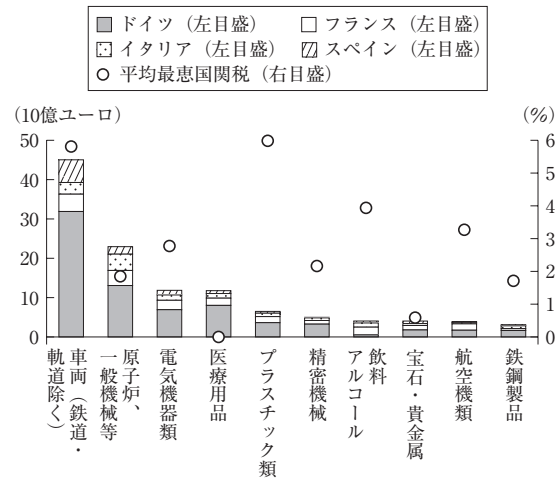
（図表11）ユーロ圏主要国のイギリス向け輸出品目別割合（2015年）



さらに、イギリスのメイ首相の発言などから、

移民受入制限を優先し、欧州単一市場へのアクセスに制約が生じることを甘受する「ハード・ブレグジット」への懸念が台頭している。EUとイギリスの間に貿易協定が結ばれない場合、EU・イギリス間の貿易にはWTO原則に基づく最恵国関税が適用される。ユーロ圏主要国の対イギリス輸出上位10品目の最恵国関税をみると、一部例外はあるものの、おおむね2～7%と関税負担の増加は無視できない（図表12）。また、EU加盟国間の貿易では免除されている書類作成などの非関税障壁が新たに生じるため、関税率以上の負担となる恐れがある。

（図表12）ユーロ圏主要国のイギリス向け輸出額上位10品目の国別内訳と最恵国関税（2015年）



（資料）ITC、WTO  
（注）全品目ベースでの2015年平均最恵国関税率は5.1%。

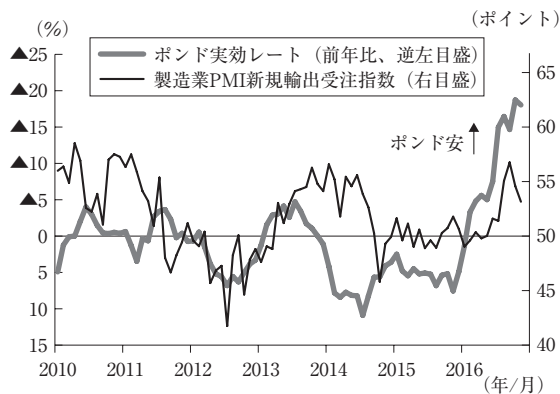
## （2）イギリス

### A. 内外企業の投資抑制姿勢が景気の下押し圧力に

イギリスの企業部門では、Brexitをめぐる懸念の高まりを受けたポンド安が、足許では輸出製品の価格競争力の向上に寄与し、輸出企業の追い風となっている。実際、製造業PMIの新規輸出受注指数は、ポンド安の進行と歩調をあわせて上昇し、足許では2014年半ば以来の水準にある（図表13）。ちなみに、ポンドの実効レートと世界輸入数量を説明変数とする輸出関数を推計すると、ポンド相場が2016年7～10月の下落率（前年比▲16.2%）で推移した場合、輸出数量は1.3%ポイント押し上げられると試算される（図表14）。これは、GDPを0.2%ポイント押し上げるインパクトに相当する。

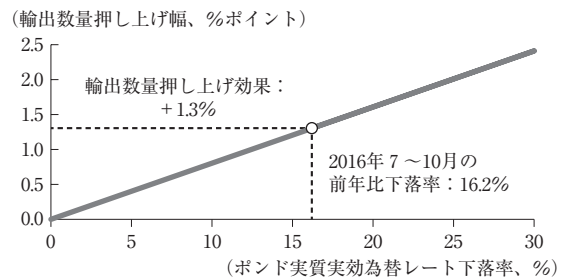
輸出の拡大が見込まれる一方、設備投資には下振れリスクが大きい。2014年半ばをピークに緩やかな低下傾向にあった設備投資マインドは、Brexitへの懸念が高まった2016年入り後に一段と低下しており、足許にかけても持ち直しの動きは限られている（図表15）。通商関係・各種規制などをめぐるEUとの新

（図表13）ポンド相場と製造業PMI新規輸出受注指数



（資料）BOE、Markit

（図表14）ポンド安による輸出数量(財)押し上げ効果



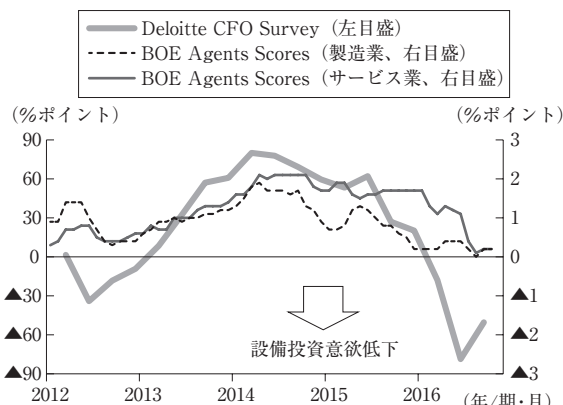
（資料）ONS、BIS、CPB “World TradeMonitor”を基に日本総合研究所作成

（注）輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = 0.89(5.05) - 0.08 * \ln(\text{ポンド実質実効為替レート})(-2.65) + 0.88 * \ln(\text{世界輸入数量}) (26.41)$ 。変数はすべて3カ月移動平均。〈 〉はt値。推計期間は、2007年1月～2016年9月。自由度修正済み  $R^2 = 0.86$ 。

協定が具体的にどのような内容となるのか見通し難いなか、不確実性の高まりを受けた企業の投資姿勢の慎重化が、徐々に景気の下押し圧力になると見込まれる。

また、これまでイギリスの成長ドライバーであった海外からの投資の減少や、ロンドンの国際金融センターとしての相対的な地位の低下を懸念した金融セクターの活動縮小などの動きが広がれば、中長期的にイギリス経済の成長力の低下を招く恐れがある。実際、グローバル企業を対象としたアンケート調査によれば、EU離脱をめぐる国民投票後、投資先としてのイギリスの魅力が急低下したことが示されている(図表16)。加えて、メイ首相は労働者や消費者の権利を重視した企業統治改革を志向しており、内外投資家のイギリスへの投資抑制姿勢を一段と助長するリスクがある。

(図表15) イギリス企業の設備投資マインド (先行き12カ月)



(資料) Deloitte “CFO Survey”、BOE “Agents’ Summary of Business Conditions”を基に日本総合研究所作成

(図表16) グローバル企業の経営者が選ぶ投資先

| 順位 | 調査時期      |           |           |           |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|
|    | 2016年8・9月 | 2016年2・3月 | 2015年8・9月 | 2015年2・3月 |
| 1  | アメリカ      | アメリカ      | アメリカ      | イギリス      |
| 2  | 中国        | イギリス      | イギリス      | 中国        |
| 3  | ドイツ       | インド       | 中国        | アメリカ      |
| 4  | カナダ       | 中国        | インド       | ドイツ       |
| 5  | フランス      | ドイツ       | ドイツ       | オーストラリア   |
| 6  | 日本        |           |           |           |
| 7  | イギリス      |           |           |           |
| 8  | インド       |           |           |           |
| 9  | ブラジル      |           |           |           |
| 10 | オーストラリア   |           |           |           |

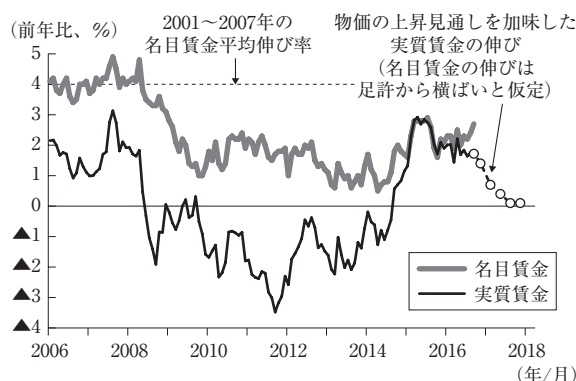
(資料) Ernst & Young “Global Capital Confidence Barometer” を基に日本総合研究所作成

### B. ポンド安による大幅な物価上昇が個人消費の重石に

一方、イギリスの家計部門についてみると、週当たり平均賃金の伸びが、2015年半ばにかけて前年比+3%近くまで加速したものの、その後は再び伸び悩みが続いている(図表17)。失業率が世界金融危機前を下回る水準まで低下するなかでも、相対的に賃金水準の低い小売や飲食、福祉関連などのサービス業が雇用拡大のけん引役となっていること、金融危機後に大幅に増加したパートタイム従事者が依然として高水準で推移していることなどから、賃金の伸びは勢いに欠ける状況から抜け出せていない(図表18)。

また、2016年入り後の大幅なポンド安を受け、2017年半ばにかけて輸入物価の伸びは前年比+10%前後に達すると予想される(図表19)。すでに、輸入物価の上昇にあわせて企業の仕入価

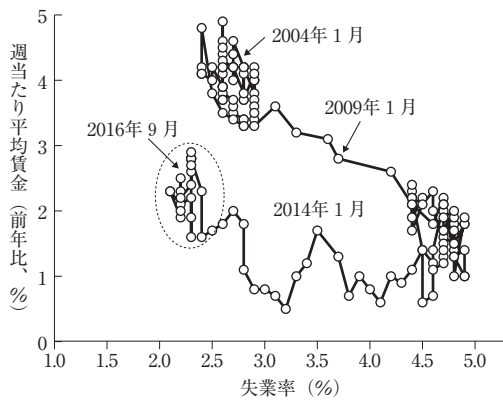
(図表17) イギリスの週当たり平均賃金 (除く賞与)



(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。

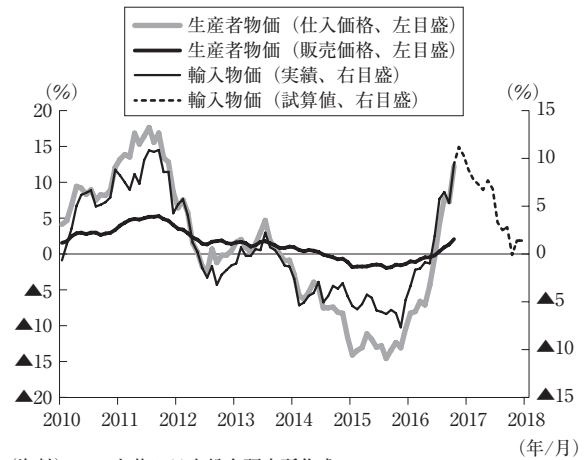


(図表18) イギリスの賃金の伸びと失業率  
(2004年1月～2016年9月)



(資料) ONS  
(注) 賃金は、ボーナスを除くベース。

(図表19) イギリスの輸入物価と生産者物価 (前年比)



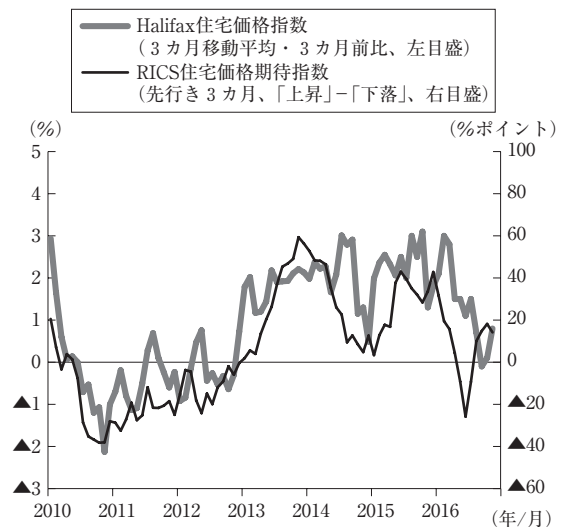
(資料) ONSを基に日本総合研究所作成  
(注) 輸入物価の試算値は、ボンドの実効レートを2016年10月実績から横ばいと仮定し、2000年以降の為替レートと輸入物価の関係を基に算出。

格が大きく上昇しており、販売価格への転嫁も進み始めている。加えて、企業は仕入価格の上昇分をすべて販売価格に転嫁できるわけではないため、収益マージンの悪化が企業の賃上げに対する慎重姿勢につながる可能性が高い。

先行き、こうした賃金が伸び悩むなかでの物価の上昇が、家計部門の購買力の低下につながり、個人消費の下押しに作用すると見込まれる。ちなみに、賃金の伸びが今後も足許と同程度にとどまると仮定しても、2017年以降、実質賃金の伸びはゼロ%近くまで低下すると予想される (前掲図表17)。名目賃金が伸び悩んでいるという状況は変わらないものの、物価の伸びの鈍化が実質賃金の押し上げに作用していた2015年初めから2016年半ばとは、対照的な動きとなる見通しである。

加えて、住宅価格の伸びの鈍化を受けた資産効果の減衰も、個人消費の重石となる。イギリスの住宅価格見通しは、国民投票直後の大幅な落ち込みから持ち直しに転じているものの、足許は2016年初めの水準を回復したに過ぎない (図表20)。雇用・所得環境の改善一服を受けた実需の下振れに加え、先行き不透明感を嫌気した投資資金の流入ペースの減速などから、これまでのような住宅価格の高い伸びは期待し難い状況にある。

(図表20) イギリスの住宅価格指数と住宅価格見通し



(資料) RICS "UK Residential Market Survey"、HBOS "Halifax House Price Index"

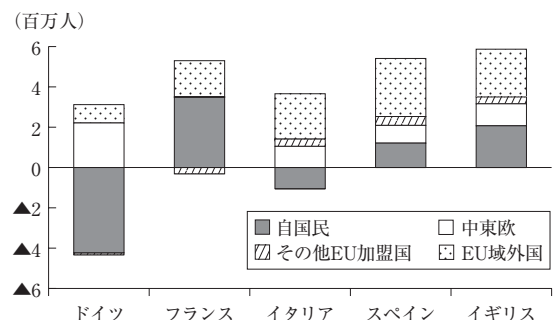
(3) 欧州の成長モデルを脅かす反EU勢力の台頭

以上のように、ユーロ圏では内外需の力強い回復が期待し難いなか、当面、景気低迷の長期化が反EU・反移民などを掲げるポピュリズム勢力の党勢拡大を招き、政局の不安定化を受けた不確実性の高まりが景気の重石になる、という悪循環から脱するのが難しい状況が続くと見込まれる。また、イギリスでも、BrexitをめぐるEUとの交渉が本格化するなかで、条件面の対立などを通じて一段と反EU気運が高まる恐れがある。

こうした近年の反EUの動きは、EU拡大・欧州統合による恩恵を西欧・中東欧を含む欧州全体が享受するという、これまでの欧州の成長パターンを機能不全に陥れる恐れがある。

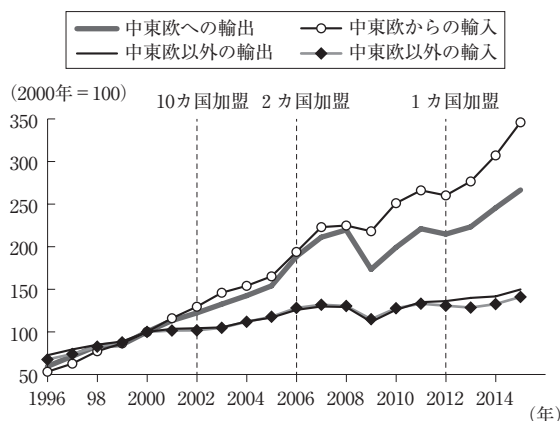
ここで改めて、これまでのEU拡大、とりわけ2000年代入り後の中東欧諸国のEU加盟が欧州にもたらした恩恵を振り返ると、欧州域内のヒト・モノ・カネの流動性の拡大が、西欧・中東欧双方の経済成長に寄与してきたといえる。まず、「ヒト」の自由な往来が活発化したことにより、中東欧から西欧への移民が増加した。とりわけ、ドイツやイタリアでは自国民の人口が減少に転じるなか、中東欧からの移民が人口減少の抑制に一定の役割を果たしており、貴重な労働力となっている（図表21）。また、「モノ」の面では、2000年代半ば以降、西欧・中東欧間の貿易が活発化した（図表22）。西欧にとって、中東欧は安価な財の調達先にとどまらず、有望な輸出先としても存在感が増している。「カネ」については、中東欧諸国のEU加盟以降、同地域への直接投資の流入が加速している（図表23）。西欧からだけでなく、EU進出の橋頭堡としてEU域外からも資金が流入し、中東欧の経済成

(図表21) EU主要国の出身国別人口増減  
(2000年から2015年までの変化)



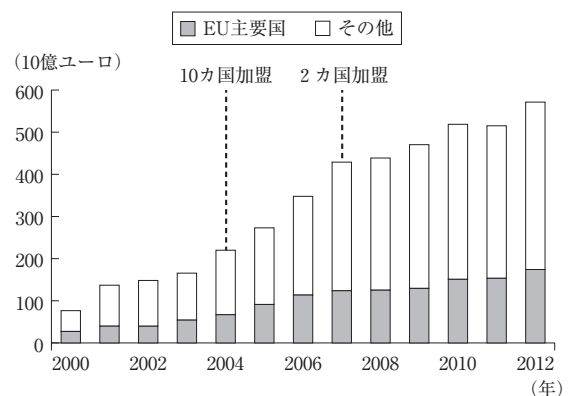
(資料) 国際連合「Trends in International Migrant Stock」、世界銀行「The International Migrant Stock」を基に日本総合研究所作成  
(注) 中東欧は、EU加盟国のブルガリア、チェコ、エストニア、ラトビア、クロアチア、リトアニア、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スロバキア、スロベニア。

(図表22) EU主要国の実質貿易額



(資料) Eurostat  
(注) EU主要国は、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、イギリス。中東欧は、図表21に同じ。

(図表23) 中東欧諸国における国別直接投資ストック



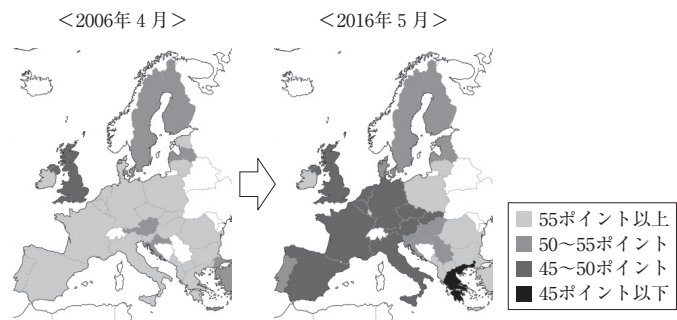
(資料) Eurostat  
(注) 中東欧は、図表21に同じ。EU主要国は、図表22に同じ。

長に寄与してきた。

半面、世界金融危機、欧州債務危機を経て景気の低迷が長期化するなか、欧州各国で移民の増加やEUが求める緊縮策に対する不満が急速に高まった。とりわけ西欧では、中東情勢の緊迫化を受けたシリアなどからの難民の急増も相まって反移民感情が高まっており、EUに対する好意的な見方が5割を下回る国が増えている（図表24）。アメリカ大統領選でのトランプ候補の勝利も、欧州各国のポピュリズム政党を一段と勢いづかせており、今後ユーロ圏主要国で実施される選挙は、これまでのEU拡大・統合をベースとした欧州の成長モデルを維持できるかどうかの一里塚となる。

世界的に中央銀行による金融緩和の限界論がささやかれるなか、政治の混乱が深刻化すれば、経済成長に不可欠な構造改革や財政出動など各国政府やEUの取り組みが停滞し、依然として脆弱さが残る欧州経済のさらなる足かせとなりかねない。

（図表24）各国のEUへの印象（「好印象」-「悪印象」、DI）



（資料）欧州委員会“Standard Eurobarometer”を基に日本総合研究所作成  
（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。

### 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の積極的な金融緩和策、新興国・資源国景気の底入れやアメリカ景気の上振れによる外需の回復が景気の下支えに作用すると予想される。もっとも、政治・経済をめぐる不確実性が根強く残るなか、当面、企業の設備投資に対する慎重姿勢の転換は見込み難い状況にある。家計部門でも、賃金の伸び悩みやインフレ率の上昇が、実質所得の下押しに作用し、個人消費の重石となる公算が大きい。以上を踏まえると、ユーロ圏景気は、先行きも1%台前半から半ばを中心とした緩慢な成長ペースが続く見通しである（図表25、26）。

（図表25）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 |      |     |       | 2015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)  | (予測)  |
| 実質GDP     | 2.0          | 1.2  | 1.4  | 1.1   | 1.2   | 1.3  | 1.5 | 1.6   | 1.6   | 1.4  | 1.7 | 1.6   | 2.0     | 1.6   | 1.3   | 1.5   |
| 個人消費      | 2.7          | 1.0  | 1.3  | 0.8   | 0.9   | 1.2  | 1.3 | 1.3   | 1.3   | 1.4  | 1.4 | 1.3   | 1.8     | 1.7   | 1.1   | 1.3   |
| 政府消費      | 2.3          | 1.5  | 1.9  | 1.6   | 1.5   | 1.3  | 1.4 | 1.7   | 1.5   | 1.3  | 1.3 | 1.5   | 1.4     | 2.0   | 1.5   | 1.4   |
| 総固定資本形成   | 1.5          | 4.7  | 0.7  | 1.1   | 1.4   | 1.8  | 2.2 | 1.9   | 2.3   | 2.0  | 2.5 | 2.4   | 2.9     | 2.8   | 1.7   | 2.2   |
| 在庫投資(寄与度) | ▲0.7         | ▲0.7 | 0.5  | ▲0.1  | 0.0   | 0.0  | 0.0 | 0.0   | 0.0   | 0.0  | 0.0 | 0.0   | ▲0.2    | ▲0.1  | ▲0.0  | 0.0   |
| 純輸出(寄与度)  | 0.6          | 0.2  | ▲0.3 | 0.2   | 0.1   | ▲0.0 | 0.0 | 0.1   | 0.1   | ▲0.1 | 0.1 | 0.1   | 0.3     | ▲0.2  | 0.0   | 0.0   |
| 輸出        | 0.8          | 4.8  | 0.2  | 3.8   | 3.6   | 3.4  | 3.5 | 3.6   | 3.9   | 3.8  | 4.2 | 4.0   | 6.2     | 2.4   | 3.2   | 3.8   |
| 輸入        | ▲0.4         | 4.8  | 0.9  | 3.7   | 3.7   | 3.8  | 3.8 | 3.7   | 4.0   | 4.3  | 4.3 | 4.2   | 6.2     | 3.0   | 3.5   | 4.0   |

（資料）Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(図表26) 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 |     |     |       | 2015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)  |     |     |       |       |     |     |       |       |       |       |       |
| ユーロ圏 | 実質GDP   | 2.0   | 1.2  | 1.4 | 1.1   | 1.2   | 1.3 | 1.5 | 1.6   | 1.6   | 1.4 | 1.7 | 1.6   | 2.0   | 1.6   | 1.3   | 1.5   |
|      | 消費者物価指数 | 0.1   | ▲0.1 | 0.3 | 0.7   | 1.3   | 1.1 | 1.4 | 1.3   | 1.3   | 1.4 | 1.5 | 1.5   | 0.0   | 0.2   | 1.3   | 1.4   |
| ドイツ  | 実質GDP   | 2.9   | 1.7  | 0.8 | 1.3   | 1.3   | 1.4 | 1.5 | 1.6   | 1.6   | 1.5 | 1.6 | 1.6   | 1.5   | 1.7   | 1.3   | 1.6   |
|      | 消費者物価指数 | 0.1   | 0.0  | 0.4 | 0.9   | 1.5   | 1.3 | 1.4 | 1.3   | 1.4   | 1.5 | 1.6 | 1.5   | 0.1   | 0.4   | 1.4   | 1.5   |
| フランス | 実質GDP   | 2.4   | ▲0.5 | 1.0 | 0.8   | 0.9   | 1.0 | 1.3 | 1.4   | 1.4   | 1.5 | 1.6 | 1.6   | 1.2   | 1.1   | 0.9   | 1.4   |
|      | 消費者物価指数 | 0.0   | 0.1  | 0.4 | 0.7   | 1.2   | 1.1 | 1.2 | 1.2   | 1.2   | 1.4 | 1.4 | 1.3   | 0.1   | 0.3   | 1.2   | 1.3   |
| イギリス | 実質GDP   | 1.7   | 2.7  | 2.0 | 1.2   | 0.7   | 0.8 | 1.0 | 1.2   | 1.3   | 1.4 | 1.4 | 1.5   | 2.2   | 2.0   | 1.1   | 1.2   |
|      | 消費者物価指数 | 0.3   | 0.3  | 0.7 | 1.3   | 2.0   | 2.3 | 2.6 | 2.6   | 2.5   | 2.4 | 2.4 | 2.3   | 0.0   | 0.7   | 2.4   | 2.4   |

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

ユーロ圏のインフレ率は、原油価格の持ち直しが押し上げに作用するものの、景気の回復が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準での推移が長期化すると見込まれる。こうした状況下、当面、ECBは積極的な金融緩和策を維持する見通しである。

## (2) イギリス

イギリスでは、Brexitによる実体経済への負の影響が徐々に顕在化する公算が大きい。Brexitをめぐる不透明感の高まりが企業の投資活動の下押し圧力となるほか、ポンド安による大幅な物価上昇が個人消費の重石となり、2017年半ばにかけて景気減速感が強まると予想される。その後は、EU離脱をめぐる交渉の本格化による不透明感の緩和などから、徐々に持ち直しに転じる見込みながら、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26）。

イギリスのインフレ率は、景気の減速が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安による輸入物価押し上げ圧力の方が大きく、2017年春以降、BOEの目標である2%を大きく上回る水準まで上昇すると見込まれる。そのため、BOEは景気の下振れを懸念しつつもインフレ高進を警戒し、追加利下げに慎重な姿勢を維持する見通しである。

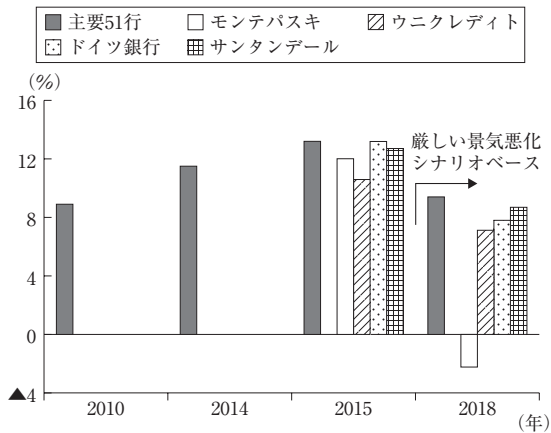
## 4. リスク要因

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、欧州金融システム不安の再燃、また、上振れ・下振れ双方のリスクとして、アメリカのトランプ新政権の政策運営を指摘したい。

### (1) 欧州金融システム不安の再燃

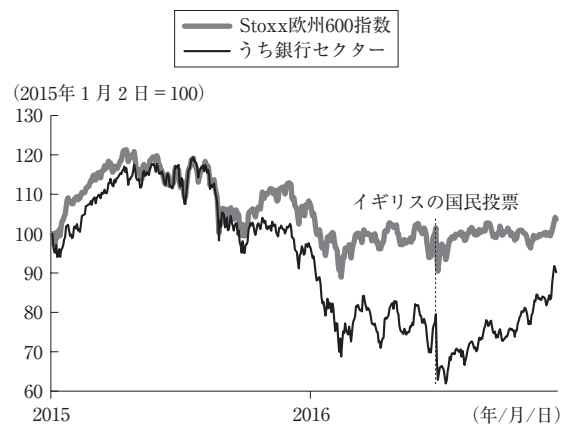
欧州では、2016年7月末の銀行ストレステストが問題行を除き総じて良好な結果となったこと、信用不安が高まっていたイタリア大手銀の再建案の策定が進みつつあったことなどから、銀行経営に対する懸念は後退していた（図表27、28）。もっとも、イタリアでは、2016年12月に実施された憲法改正をめぐる国民投票で上院の権限縮小が否決され、レンツィ首相が退陣に追い込まれたことから、政局の不安定化が銀行経営再建の冷や水になるとの懸念が強まっている。加えて、EUでは、銀行への公的資金注入の前提として株主や債権者に損失負担を求めるバイルインの原則が2016年1月に導入されている。こ

(図表27) 欧州主要行の自己資本比率 (CET1比率)



(資料) EBA (欧州銀行監督機構)  
 (注) 2016年7月29日に公表されたストレステストの結果を図示。

(図表28) Stoxx欧州600指数

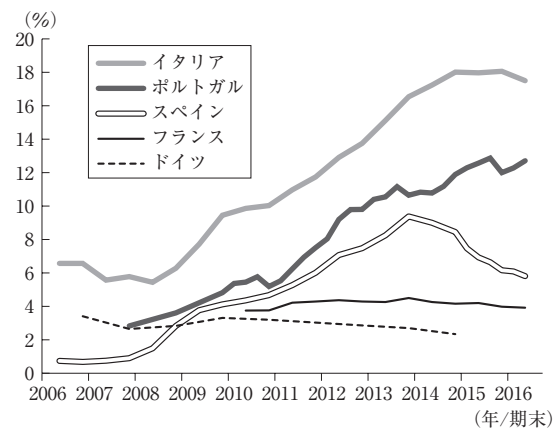


(資料) Bloomberg L.P.

のため、負担を強いられる有権者の反発への警戒感から、政府は公的資金注入に対して及び腰になっており、先行き政府主導の抜本的な不良債権処理や問題銀行の再編・統合の加速は期待し難い状況にある (図表29)。

銀行の収益環境の顕著な改善が期待し難いなか、問題銀行の民間主導の再建策の頓挫や公的資金注入に対する政府の消極姿勢を市場が嫌悪するなどして、銀行の信用不安が再び深刻化すれば、欧州景気の下振れを招くリスクがある。

(図表29) ユーロ圏主要国の銀行の不良債権比率



(資料) IMF "Financial Soundness Indicators"

(2) アメリカのトランプ新政権の政策運営

また、アメリカのトランプ新政権の政策運営は、欧州景気にとって上振れ・下振れ双方のリスクを内包している (図表30)。まず、トランプ新大統領が主張する法人税や所得税の大幅な負担軽減、大規模なインフラ投資が実現した場合、アメリカ景気が大きく加速すると見込まれる。アメリカ景気の一部の上振れは、欧州のアメリカ向け輸出の拡大に寄与すると期待される。

一方、トランプ新大統領が、選挙戦で掲げた関税の引き上げや自由貿易協定の見直しなどの保護主義政策に固執し、アメリカの内向き志向が著し

(図表30) アメリカのトランプ新大統領の主な政策

|        | 政策内容   |
|--------|--|
| 法人税    | ・法人税率を35%から15%に引き下げ<br>・海外利益のアメリカ内に還流時の課税を10%に |
| 所得税    | ・税率区分を7から3に簡素化、全区分で減税<br>・育児や介護費用を税額控除         |
| インフラ投資 | ・10年で1兆ドル                                      |
| 金融     | ・ドッド=フランク法全廃                                   |
| 環境     | ・パリ協定脱退<br>・環境規制緩和<br>・キーストーンパイプライン建設を承認       |
| 貿易     | ・自由貿易協定への懐疑姿勢 (TPP反対、NAFTA再交渉など)               |
| 為替     | ・中国を為替操作国に認定                                   |

(資料) トランプ氏のHP等を基に日本総合研究所作成



く強まれば、欧州をはじめとした世界のアメリカ向け輸出の抑制要因となる。さらに欧州では、トランプ新大統領の親ロシア姿勢による米ロの政治的接近が、中東欧をめぐる安全保障上の新たな懸念材料となる恐れがある。

副主任研究員 藤山 光雄

(2016. 12. 13)