

## 《2018～19年欧州経済見通し》

2017年11月27日  
No.2017-006

# 転換点を迎える欧州金融政策の行方

～ ECBは景気に脆弱さを抱えるなか慎重に正常化を進める一方、BOEはBrexitで動けず ～

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

◆ユーロ圏では、景気回復ペースが加速するなか、ECBが資産買入規模の一段の縮小を決定し、量的緩和政策が着実に出口に向かいつつある状況。一方、英国では、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化するなか、ポンド安によるインフレ高進が警戒され、BOEは利上げを決定。

◆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を指摘可能。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に。

◆一方、ECBが金融政策の正常化を進める上では、ユーロ高への懸念や力強さ欠く内需、景気回復度合いの域内格差が問題に。ユーロ高が一段と進めば、輸出や物価の下押しに作用。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見通せないなか、ユーロ高は景気や物価の重石となる恐れ。加えて、景気回復が遅れる一部の国には金融引き締めへの負の影響が大きく現れるリスク。これらを踏まえると、本格的な金融引き締めの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。

◆英国では、Brexitへの懸念を契機とした景気の低迷が長期化するなか、英国の譲歩により移行期間の設定で合意し、クリフ・エッジ型のBrexit（新たな貿易協定等を締結できないままのEUからの離脱）は回避される見込み。もっとも、新たな貿易協定等をめぐる不透明感が引き続き景気の重石となるなか、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見通し。

◆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となる見通し。また、英国景気は、クリフ・エッジ型のBrexit（新たな貿易協定等を結ばないままのEUからの離脱）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。

◆リスクシナリオとしては、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を想定。

## < 目 次 >

1. 景気の現状	1
2. 金融政策の正常化に向かいつつある E C B	2
(1) 金融政策転換の背景	
A. 緩和効果の浸透	
B. 副作用の拡大	
(2) 金融政策の正常化が抱えるジレンマ	
A. ユーロ高への懸念	
B. 力強さを欠く内需	
C. 域内格差	
(3) E C B の金融政策見通し	
3. 景気低迷と物価高に揺れる B O E	8
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。

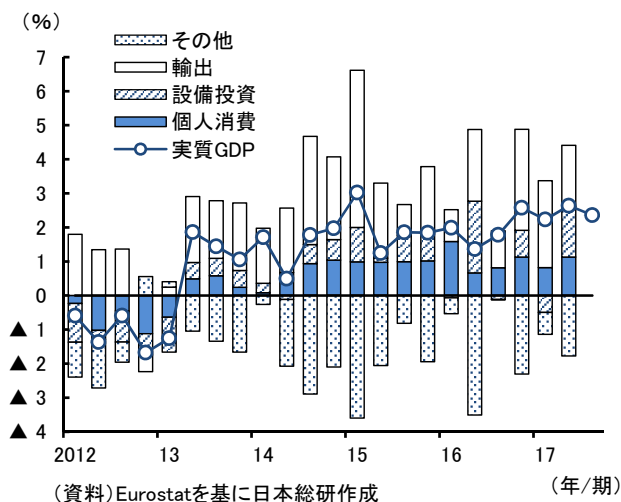
藤山 光雄 Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp  
橋高 史尚 Tel : 03-6833-8798 Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp

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。

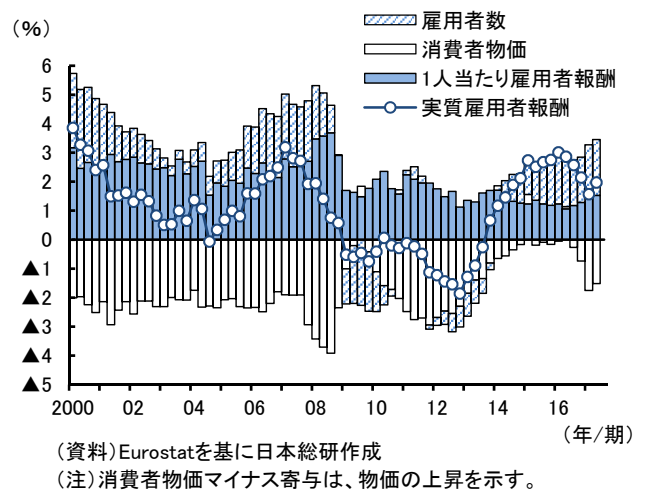
# 現状 ユーロ圏の成長ペースが加速する一方、英国景気は減速

- (1) ユーロ圏では、2016年央以降、成長ペースが加速（図表1-1）。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09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（図表1-2）。加えて、16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。ユーロ圏景気の回復基調が強まるなか、ECBは10月の理事会で、18年1月以降の資産買入規模の縮小を決定。ECBは17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、18年末にも資産買入が終了するとの見方が強まっており、15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状況。
- (2) 一方、英国では、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化。英国と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来（図表1-3）。加えて、Brexitへの懸念を背景としたポンド安の進行は、英国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、個人消費が減速（図表1-4）。こうしたなか、BOE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。
- (3) 以上のように、ユーロ圏と英国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状況。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、緩和見直しの背景、今後の展開、および英国のBrexitをめぐる交渉の行方を展望。

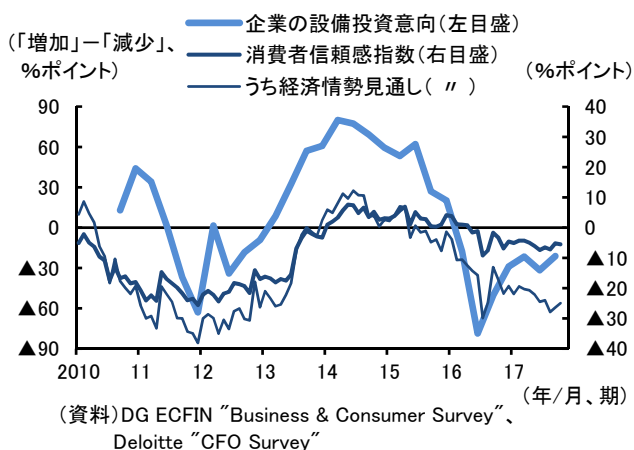
(図表1-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



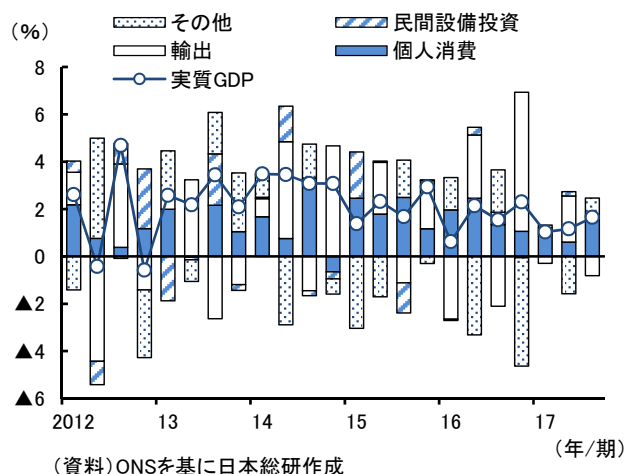
(図表1-2) ユーロ圏の実質雇用者報酬(前年比)



(図表1-3) 英国の消費者マインドと企業の設備投資意向 (先行き1年)



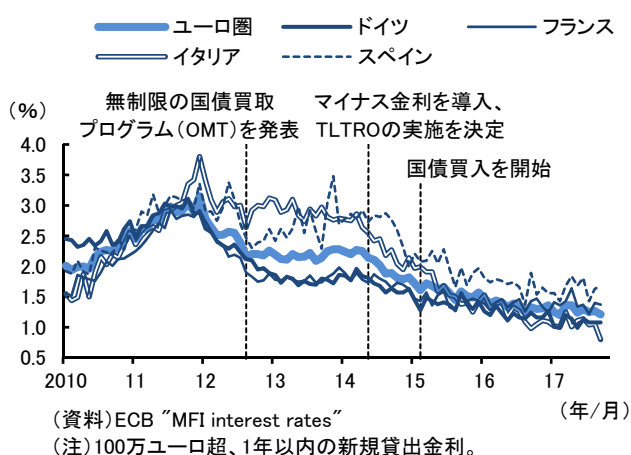
(図表1-4) 英国の実質GDP(前期比年率)



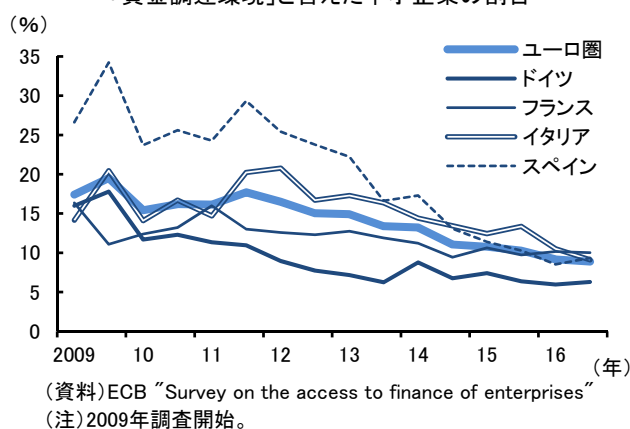
# ユーロ圏① ECBの金融政策転換の背景:緩和効果の浸透

- (1) ECBの金融政策が正常化に向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可能。
- (2) 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(図表2-1)。もっとも、ECBのマイナス金利の導入や国債の買い入れ、条件付き長期資金供給オペ(TLTROなど)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。こうしたなかで、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も総じて低下、かつ、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を示唆(図表2-2)。
- (3) 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は、2015年前半を底に下げ止まり(図表2-3)。また、エネルギー等を含めた総合指数は、14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、原油価格の回復を背景に大きく持ち直し。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、17年入り後に水準を切り上げ、足許にかけて底堅く推移(図表2-4)。
- (4) 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状況。

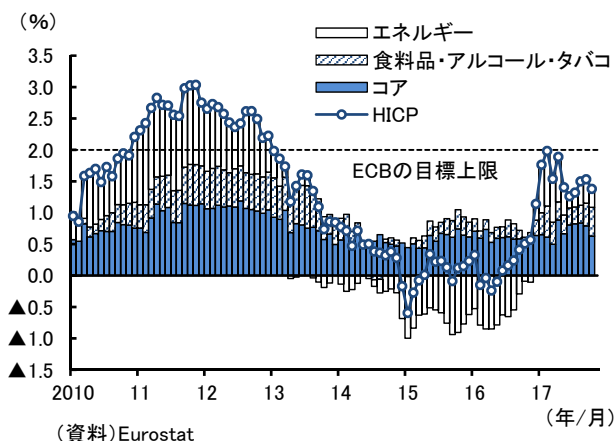
(図表2-1)ユーロ圏主要国の非金融企業向け銀行貸出金利



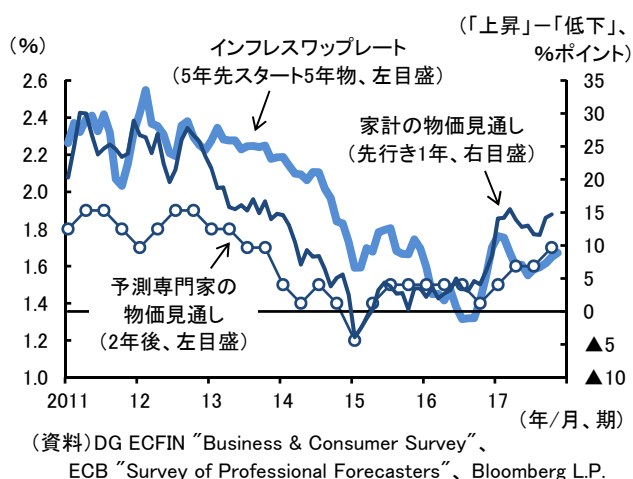
(図表2-2)直面する最重要課題として「資金調達環境」と答えた中小企業の割合



(図表2-3)ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



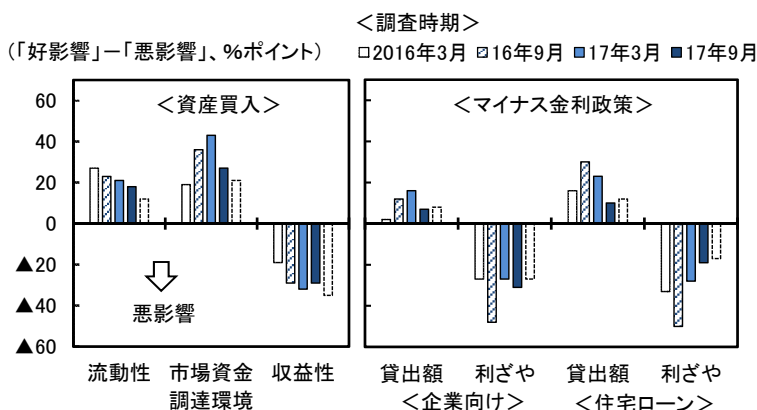
(図表2-4)ユーロ圏のインフレ期待



## ユーロ圏② ECBの金融政策転換の背景:副作用の拡大

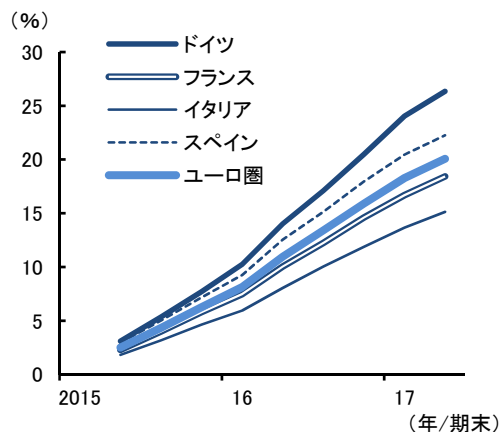
- (1) 金融緩和効果が浸透する一方、副作用が拡大している点も、ECBが金融政策の正常化を志向する理由として無視できず。
- (2) まず、ECBの大規模な資産買入やマイナス金利政策が、銀行の収益環境の悪化に作用。ECBによる銀行を対象としたアンケート調査によると、資産買入は銀行の流動性や資金調達環境にはプラスの効果をもたらしているものの、金利収入の低下が収益性を悪化させているとする銀行が依然として多いほか、マイナス金利政策についても、金利低下による貸出額の増加を見込む銀行よりも、利ざやの縮小を懸念する銀行が目立つ結果に(図表3-1)。こうした銀行の収益環境の悪化が、積極的な貸出拡大を抑制する一因となっている可能性。
- (3) 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。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(図表3-2)。
- (4) 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(図表3-3)。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る状況(図表3-4)。
- (5) ECBの金融緩和と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に。

(図表3-1)金融緩和策の銀行経営等への影響



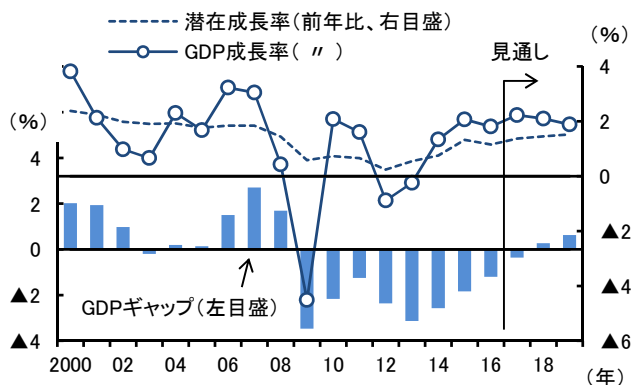
(資料)ECB “Bank lending survey”を基に本総研作成  
(注)各項目右端の点線棒グラフは2017年9月時点の6ヵ月先見通し。

(図表3-2)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



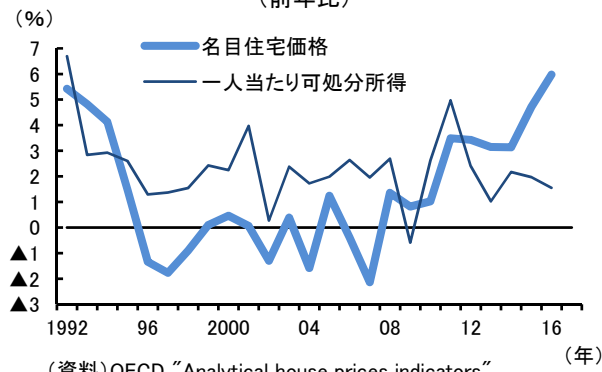
(資料)ECB, Eurostatを基に日本総研作成

(図表3-3)ユーロ圏のGDP成長率とGDPギャップ



(資料)欧州委員会「2017年秋季経済予測」を基に日本総研作成

(図表3-4)ドイツの一人当たり可処分所得と住宅価格(前年比)

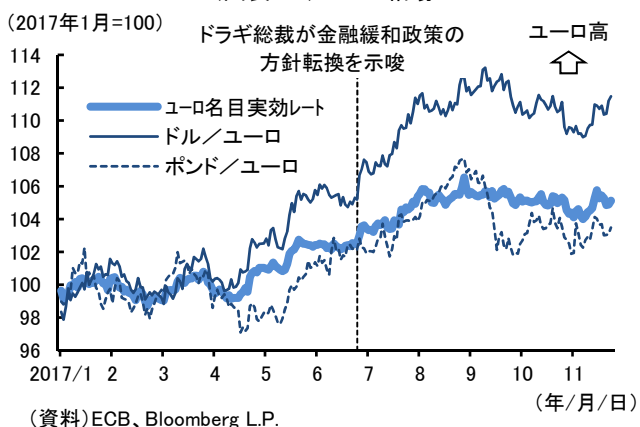


(資料)OECD “Analytical house prices indicators”、Deutsche Bundesbank, Eurostatを基に日本総研作成

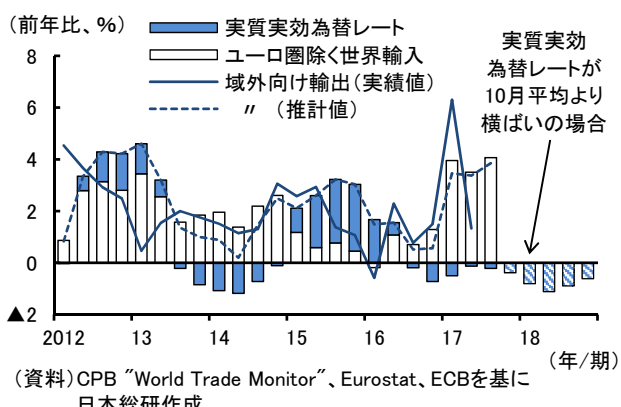
# ユーロ圏③ 金融政策の正常化が抱えるジレンマ：ユーロ高への懸念

- (1) 金融緩和効果の浸透やその副作用を踏まえ、ECBは緩和的な金融政策の転換に取り組み始めているものの、本格的な金融政策の正常化を進める上ではジレンマが存在。
- (2) まず、ユーロ高への懸念。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を招来。実際、2017年6月にドラギ総裁が金融緩和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（図表4-1）。
- (3) 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に。既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18年にかけて輸出の下押しに作用する見通し（図表4-2）。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。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、17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、16年半ば以降の急速な持ち直しが一服したことを示唆（図表4-3）。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。
- (4) 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。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（図表4-4）。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退く恐れ。
- (5) 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。

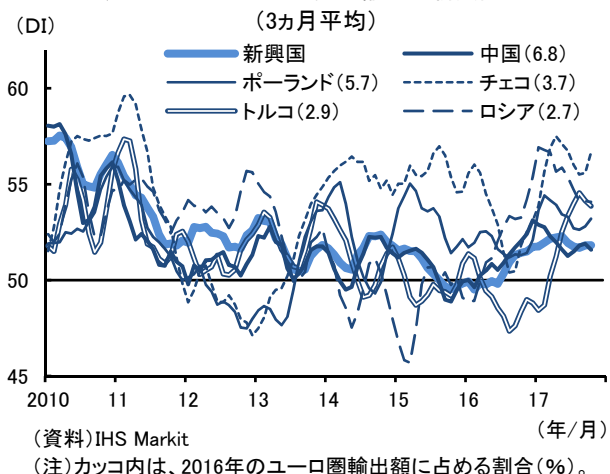
(図表4-1)ユーロ相場



(図表4-2)ユーロ圏の域外向け輸出の変動要因分解

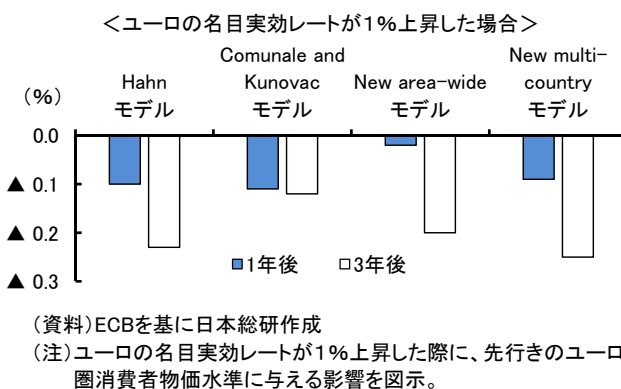


(図表4-3)ユーロ圏の主要な輸出先新興国のPMI



(注)推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = 7.04 + 0.77 * \ln(\text{ユーロ圏除く世界輸入}) - 0.28 * \ln(\text{ユーロ圏実質実効為替レート})$  < 後方4期移動平均 >。  
 $R^2 = 0.97$ 。推計期間は、2000年1~3月期から17年4~6月期。

(図表4-4)ユーロ高が消費者物価に与える影響(ECB試算)



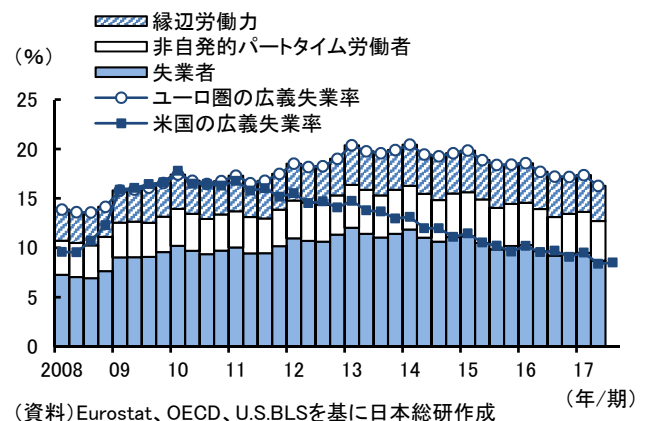
## ユーロ圏④ 金融政策の正常化が抱えるジレンマ: 力強さを欠く内需

- (1) もっとも、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せず。
- (2) 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(図表5-1)。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。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、順調に低下する米国と異なり、高止まり(図表5-2)。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に(図表5-3)。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見込み。
- (3) 一方、企業部門では、設備化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。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(図表5-4)。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存。
- (4) 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るため、金融政策の正常化に伴うユーロ高の負の影響を相殺するのは困難と予想。

(図表5-1)ユーロ圏の消費者マインドと家計貯蓄率



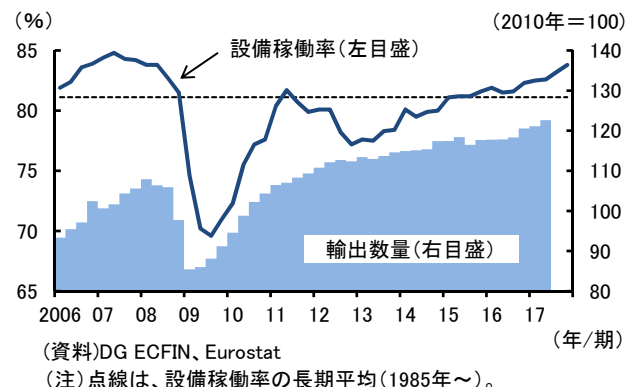
(図表5-2)ユーロ圏と米国の広義失業率



(図表5-3)ユーロ圏の失業率と1人当たり雇用人報



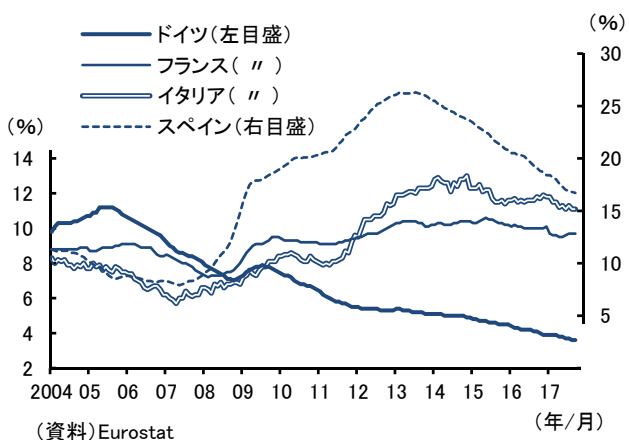
(図表5-4)ユーロ圏の設備稼働率と輸出数量



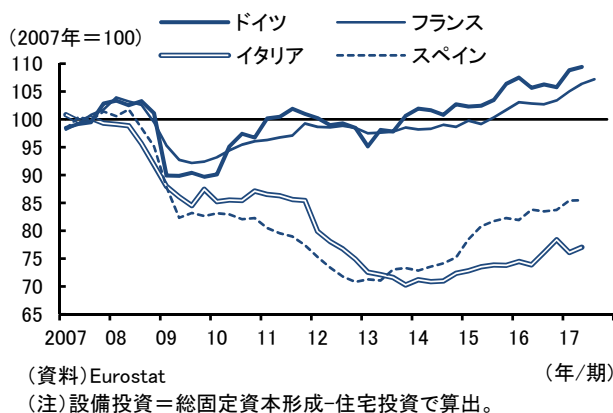
# ユーロ圏⑤ 金融政策の正常化が抱えるジレンマ: 域内格差

- (1) 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に。
- (2) 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（図表6-1）。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（図表6-2）。南欧諸国でも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、バラつきがみられる状況。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も差異が残存（図表6-3）。
- (3) 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。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（図表6-4）。先行き、金融政策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減が必要となる可能性。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。
- (4) 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現れ、ようやく実現した景気回復の動きを腰折れさせるリスク。

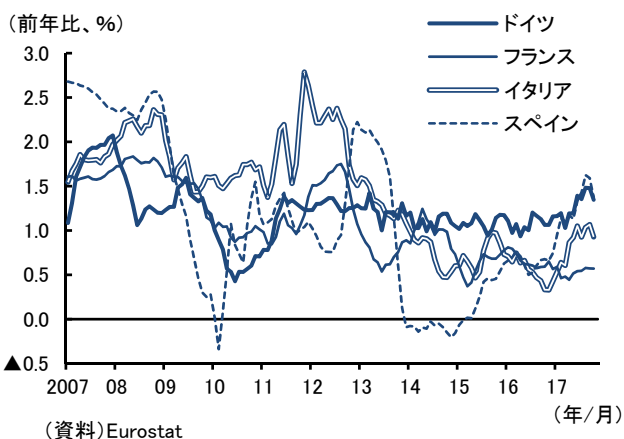
(図表6-1) ユーロ圏主要国の失業率



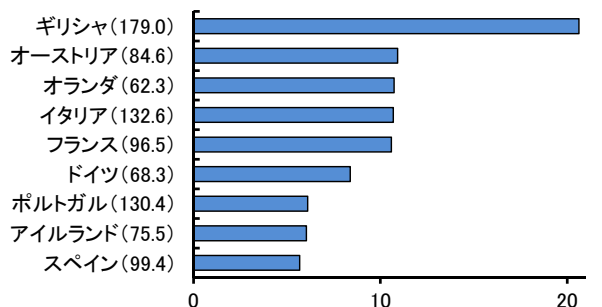
(図表6-2) ユーロ圏主要国の設備投資



(図表6-3) ユーロ圏主要国のコアHICP (3か月平均)



(図表6-4) 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、2008~16年の累積)





# ユーロ圏⑥ ECBの利上げは2019年半ば以降に見送り

- (1) 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見通し。
- (2) 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。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。実際、2013年に米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。ユーロ圏でも、17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(図表7-1)。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。
- (3) とはいえ、潜在成長率を上回るペースでの回復や、過度な金融緩和の長期化による負の影響を踏まえると、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見通し(図表7-2)。一方、本格的な金融引き締めの開始を意味する利上げについては、賃金の伸びの拡大が明確化した上で、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が必要。ECBの物価見通しが19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19年半ば以降に持ち越される公算が大(図表7-3)。
- (4) 結論として、ECBの金融政策は転換点を迎えているものの、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、その進捗は引き続き極めて緩やかにとどまる見通し(図表7-4)。

(図表7-1)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

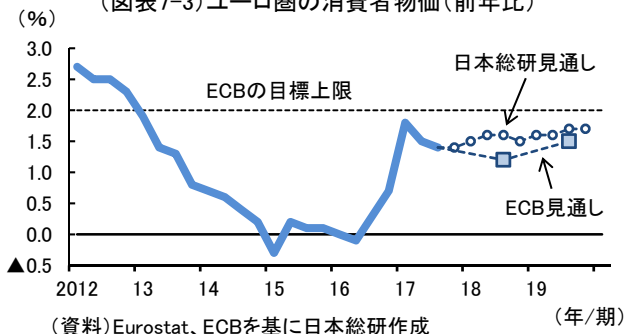


(図表7-2) ECBの金融政策

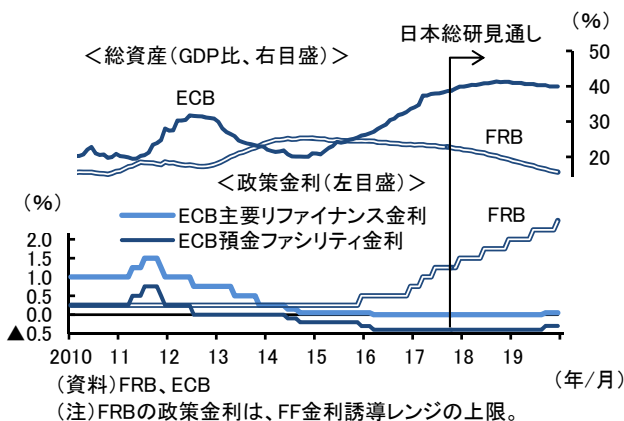
日付	内容
2014年	6月 預金ファシリティ金利を▲0.1%に引き下げ
	9月 預金ファシリティ金利を▲0.2%に引き下げ
2015年	1月 国債などの資産買入の開始を決定。規模は月600億ユーロ。期間は15年3月から16年9月末まで
	12月 預金ファシリティ金利を▲0.3%に引き下げ 資産買入期限を17年3月末まで延長
2016年	3月 預金ファシリティ金利を▲0.4%に引き下げ 資産買入規模を月800億ユーロに拡大
	12月 資産買入期限を17年12月末まで延長、17年4月以降の買入規模を月600億ユーロへ減額
2017年	10月 資産買入期限を18年9月末まで延長、18年1月以降の買入規模を月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を基に日本総研作成  
(注) 二重線以下は日本総研見通し。

(図表7-3) ユーロ圏の消費者物価(前年比)



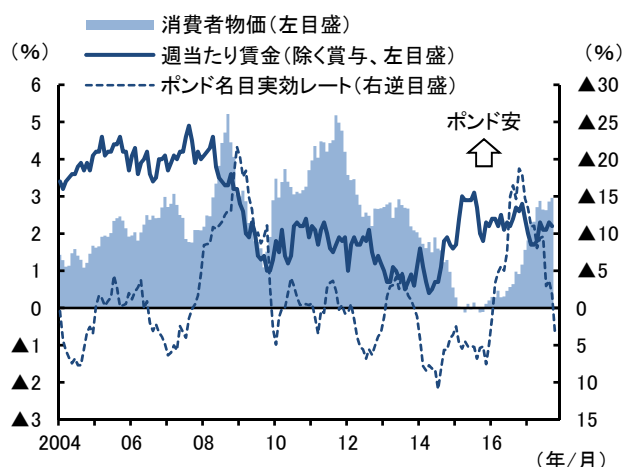
(図表7-4) ECBとFRBの総資産と政策金利



# 英国 景気低迷が続き、BOEは様子見姿勢へ

- (1) 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による英国経済の混乱を懸念したポンド安を主因としたもの（図表8-1）。「金融政策の転換」という点はECBと共通するものの、取り巻く環境は大きく相違。
- (2) 英国景気の先行きを左右するBrexitをめぐる交渉を展望すると、Brexitへの懸念を契機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英国が徐々に譲歩を余儀なくされる見通し（図表8-2）。この結果、移行期間の設定により、新たな貿易協定を締結できないままでのEUからの離脱（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、過度な懸念は後退する見込み。もともと、新たな貿易協定等の具体化には時間を要すると予想されるなか、Brexitをめぐる不透明感の払拭は困難。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に。
- (3) これに対し、新たな貿易協定へのスムーズな移行を前提としているBOEの経済見通しは総じて楽観的であり、先行き、景気に対する慎重な見方が広がる公算が大（図表8-3）。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、2017年末をピークにポンド安による大幅な消費者物価押し上げ圧力は減衰していく見込み（図表8-4）。以上を踏まえると、景気の低迷が続くなか、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見通し。

(図表8-1) 英国の消費者物価・賃金とポンド相場(前年比)



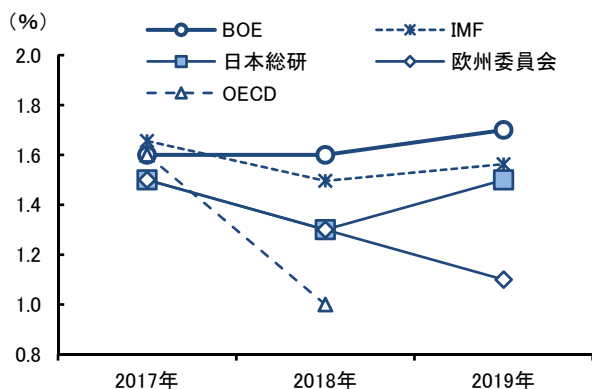
(資料)ONS, ECB, Bloomberg L.P.

(図表8-2) 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	英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	英国下院総選挙

(資料) 英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

(図表8-3) 英国の実質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研作成  
(注) 見通し公表時期は、OECDが9月、IMFが10月、その他は11月(全て2017年)。

(図表8-4) 英国の輸入物価と消費者物価(前年比)



(資料) ONS, BOEを基に日本総研作成  
(注) 輸入物価の先行き(点線)は、ポンドの実効レートを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。

見通し

ユーロ圏は1%台後半、英国は1%台半ばの成長ペースに

- (1) 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見通し。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。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見込み。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となる見通し（図表9-1、9-2）。
- (2) 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見込み。こうした状況下、ECBの金融政策の転換は緩やかにとどまる見通し。
- (3) 英国経済は、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。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の広がりなどから、リスク回避の動きが一巡し、徐々に持ち直しに転じる見込み。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（前掲図表9-2）。
- (4) 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。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状況。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見込み。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と予想。

(図表9-1)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	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)
	(実績)			(予測)			(実績)			(予測)			(実績)		(予測)	
実質GDP	2.2	2.6	2.5	1.7	1.5	1.8	1.6	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	1.5	1.7	1.7	1.5	1.6	1.6	2.0	1.8	1.8	1.6
政府消費	0.7	2.0	1.8	1.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	1.3	1.4	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などを基に日本総研作成

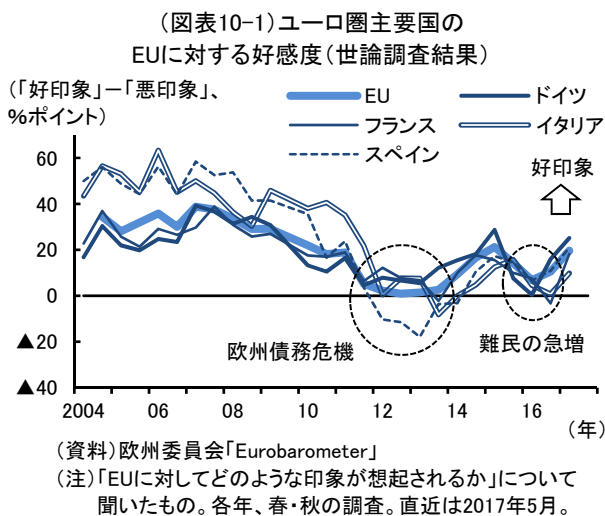
(図表9-2)欧州主要国別経済・物価見通し

		(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、%)			
		2017年				2018年				2019年				2016年	2017年	2018年	2019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)
		(実績)			(予測)			(実績)			(予測)			(実績)		(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.2	2.6	2.5	1.7	1.5	1.8	1.6	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	2.1	2.5	1.9	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
英国	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などを基に日本総研作成

# リスク 政治リスクには引き続き要注意

- (1) リスクシナリオとしては、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を想定。
- (2) 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、17年夏場にかけて反EU・反移民機運がやや後退（図表10-1）。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（図表10-2、10-3）。18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は拭えず。
- (3) 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（図表10-4）。ただし、足許にかけての減少は、中東・北アフリカ情勢の落ち着きによるものではなく、トルコを經由した難民の流入抑制に関するEUとトルコの合意による効果が大。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。
- (4) 一方、Brexitをめぐることは、早期に移行期間の設定で合意できるかが当面のカギに。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英国がEUから離脱するクリフ・エッジ型のBrexitに備えざるを得ず、英国からの企業や資金、人材の流出が加速する恐れ。加えて、新たな貿易協定が締結できなければ、英国・EU双方の貿易に大きな負の影響が及ぶリスク。



(図表10-2) 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 マクロン氏と同性率いる「共和国前進」が勝利。
	6月8日	英国総選挙 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	英国の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) 各種報道等を基に日本総研作成

