

《2017～18年欧州経済見通し》

2016年11月30日
No.2016-006

EU経済統合の見直しに揺れる欧州経済

～ ユーロ圏・英国ともに低成長が長期化 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ユーロ圏・英国景気は、2016年6月末の英国のEU離脱決定以降も、底堅さを維持。もともと、先行きは楽観できず。
- ◆ユーロ圏の企業部門では、資金調達環境の厳しさや、盛り上がりには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薄。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となる見込み。
一方、外需の行方には期待と不安が入り混じる状況。米国景気の上振れが米国向け輸出の押し上げに寄与する一方、米国の保護主義的な姿勢への転換がユーロ圏輸出の抑制要因に。また、やや長い目でみると、EUからの離脱を選択した英国向け輸出の行方も焦点に。
- ◆一方、英国では、Brexitによる負の影響が徐々に顕在化する見込み。企業部門では、ポンド安の進行が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圧力に。
また、家計部門でも、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。住宅価格の伸び鈍化を受けた資産効果の減衰も、個人消費の重石に。
- ◆加えて、欧州では、政治不安の高まりも景気の抑制要因。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。半面、近年は移民の増加やEUの緊縮策に対する反発から、反EUの動きが急速に台頭しており、これまでの欧州の成長パターンが機能不全に陥る恐れ。
- ◆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やかな成長ペースが続く見通し。また、英国では、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と予想。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。
- ◆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米国トランプ新政権の政策運営を想定。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
2. 欧州経済のポイント	2
(1) ユーロ圏内需の力強い回復は期待薄	
(2) ユーロ圏の輸出には期待と不安が入り混じる状況	
(3) 内外企業の投資抑制姿勢が英国景気の下押し圧力に	
(4) ポンド安による大幅な物価上昇が英国個人消費の重石に	
(5) 欧州の成長モデルを脅かすポピュリズム勢力の台頭	
4. 見通し	7
5. リスクシナリオ	8

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

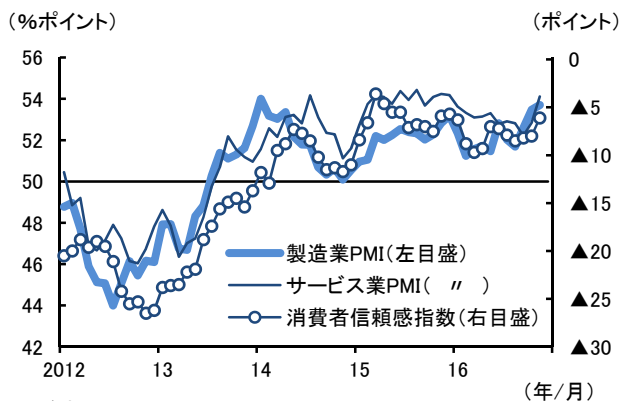
藤山 光雄 Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp

橘高 史尚 Tel : 03-6833-8798 Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp

現状 英国の国民投票直後の景気悲観論は後退

- (1) ユーロ圏では、2016年6月末の英国のEU離脱決定当初、EU離脱気運がユーロ圏各国へも波及し、マインドの委縮につながると懸念されたものの、これまでのところ実体経済に顕著な下振れはみられず。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14年初め以来の水準まで上昇しているほか、サービス業PMIも大きく持ち直し（図表1-1）。また、家計部門では、13年半ばを底に改善が続く雇用・所得環境が下支えとなり、個人消費が底堅く推移。消費者マインドも、足許で再び16年初め以来の水準まで上昇。
- (2) 一方、英国でも、国民投票直後の悲観論が後退し、2016年7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.0%と堅調な伸びに（図表1-2）。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の回復が顕著。また、家計部門では、足許で消費者マインドが国民投票前の水準近くまで持ち直しているほか、小売売上数量はむしろ増勢が加速（図表1-3）。
- (3) もっとも、ユーロ圏・英国景気ともに、先行きは楽観できず。ユーロ圏では、①内需の低迷が続くと予想されるほか、②外需についても力強い回復は期待し難い状況。一方、英国では、Brexitによる負の影響が、③不確実性の高まりを受けた内外企業の投資抑制、④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、徐々に顕在化してくる見込み。また、今後も欧州各国で総選挙などの政治イベントが予定されるなか（図表1-4）、⑤Brexitに象徴される反EUの動きが欧州経済の成長力の低下を招く恐れ。ユーロ圏・英国景気の先行きを展望するうえでは、これら5点の見方が大きなポイント。

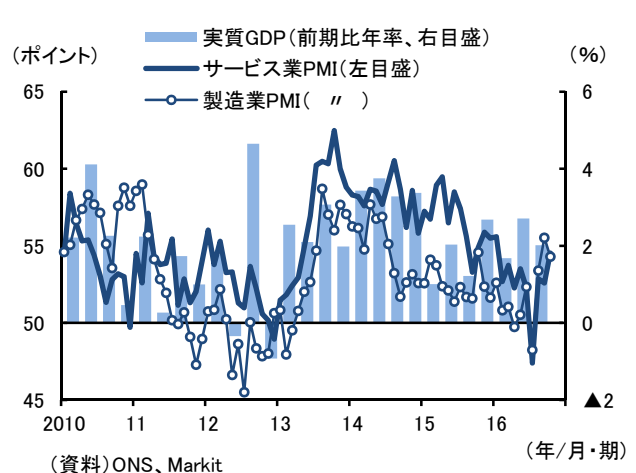
(図表1-1) ユーロ圏の企業・消費者マインド



(資料) Markit, DG ECFIN

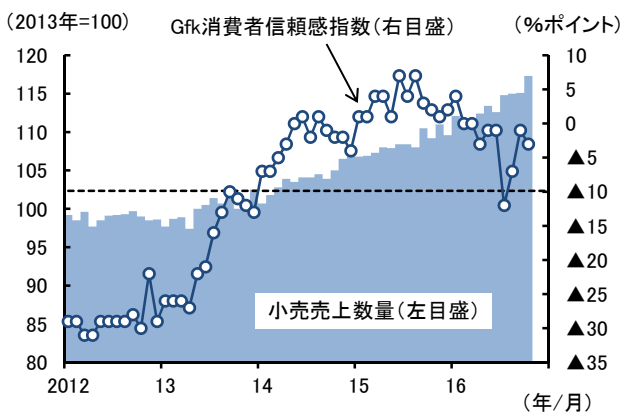
(注) 図中の横実線は、消費者信頼感指数の1990年以降平均(▲12.7)とも一致させている。

(図表1-2) 英国の実質GDPとPMI



(資料) ONS, Markit

(図表1-3) 英国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。

(図表1-4) 欧州の主な政治日程

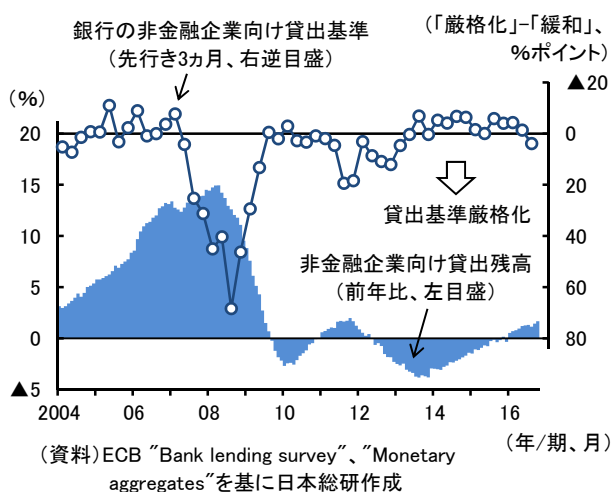
日程	イベント	争点・展望
2016年 12月	イタリア：憲法改正をめぐる国民投票	上院の権限縮小が争点。否決されればレンツィ首相が退陣し、改革路線が停滞する恐れ
2017年 3月	オランダ：総選挙	反移民を掲げる極右政党「自由党」の台頭
	英国：EU脱退通知	議会承認が必要となった場合、後ずれする可能性も
2017年 4～6月	フランス：大統領・議会選挙	反EU、反移民を掲げる極右政党「国民戦線」(ルペン党首)の台頭
	ドイツ：総選挙	反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択枝」の台頭
2018年 2月	イタリア：総選挙	反EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等の台頭
2019年 5～6月	欧州議会選挙	—
2020年 5月	英国：総選挙	—

(資料) 各種報道等をもとに日本総研作成

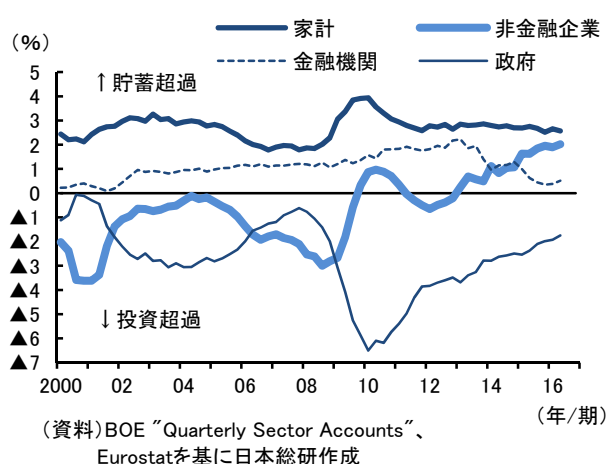
ユーロ圏① 企業・家計部門ともに力強い回復は期待薄

- (1) 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状況。まず、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」超に転化（図表2-1）。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。
- (2) また、企業の投資意欲も盛り上がり欠ける状態が長期化。ユーロ圏の部門別資金過不足をみると、欧州債務危機以降、非金融企業の貯蓄超過幅の拡大が続いており、企業の投資に対する慎重姿勢が依然として根強いことを示唆（図表2-2）。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見込み。
- (3) 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。ユーロ圏では、2016年春以降、失業率が10%近辺で下げ渋っているほか、15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、雇用・所得環境の改善は停滞気味（図表2-3）。
- (4) 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（図表2-4）。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は続く予想され、実質所得の伸びの鈍化が個人消費の重石となる見通し。

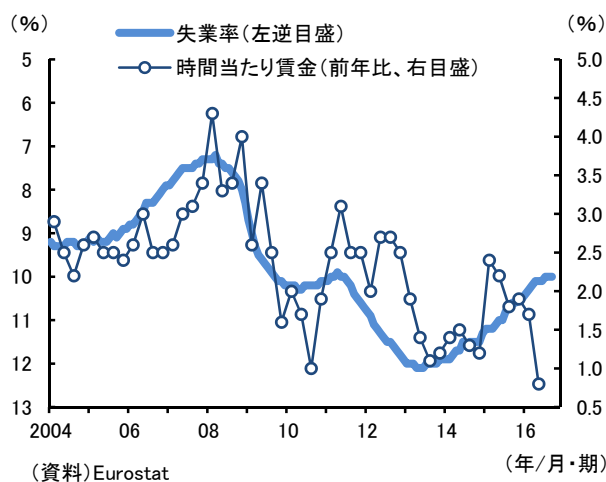
(図表2-1) ユーロ圏銀行の企業向け貸出残高と貸出基準



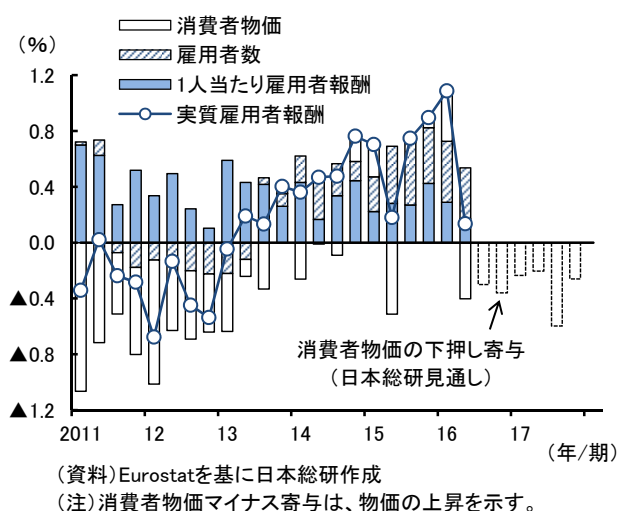
(図表2-2) ユーロ圏の部門別資金過不足



(図表2-3) ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



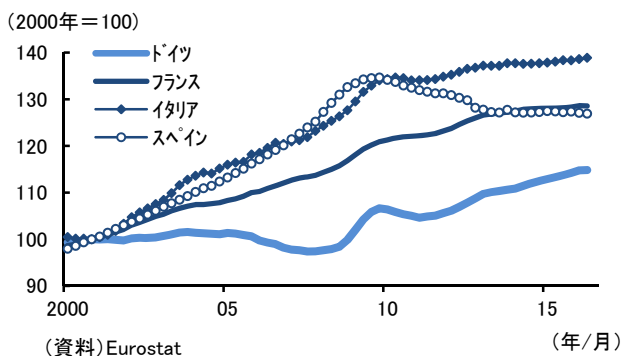
(図表2-4) ユーロ圏の実質雇用者報酬 (前期比)



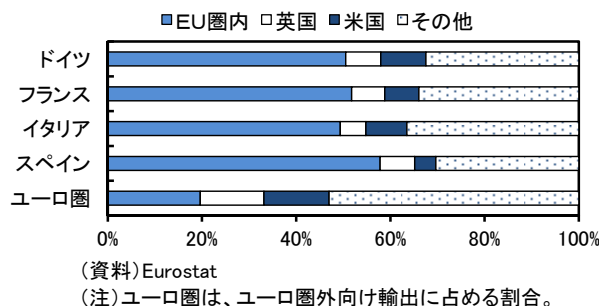
ユーロ圏② 輸出の行方には期待と不安が入り混じる状況

- (1) 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、先行き新興国向け輸出の持ち直しがユーロ圏景気の下支えとなる見込み。ただし、その恩恵は国ごとに違いが生じる公算。労働市場改革が実を結ぶ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おり、対外競争力の向上が道半ばの状況（図表3-1）。そうした国では、新興国需要持ち直しの恩恵が十分に享受できない可能性。
- (2) また、米国でのトランプ大統領の誕生がユーロ圏の輸出に与える影響も無視できず（図表3-2）。拡張的な財政政策による米国景気の上振れが、米国向け輸出の押し上げに寄与。一方、米国と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）協定は交渉の停滞が見込まれるほか、米国の保護主義的な姿勢への転換がユーロ圏輸出の抑制要因に。
- (3) やや長い目でみると、EUからの離脱を選択した英国向け輸出の行方も焦点に。ユーロ圏主要国の英国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輸出の2割弱が飲食料・農産物（図表3-3）。このため、英国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影響が異なる点に留意が必要。ちなみに、EUが非加盟国と結ぶ既存の貿易協定では、関税免除対象に農産物が含まれていないものが多く、同様の協定を英国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可能性。
- (4) さらに、英国のメイ首相の強硬な発言などから、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。EUと英国の間に貿易協定が結ばれない場合、貿易にはWTO原則に基づく最恵国関税が適用。ユーロ圏主要国の対英輸出上位10品目の最恵国関税をみると、一部例外はあるものの、概ね2～7%と税負担の増加は無視できず（図表3-4）、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。

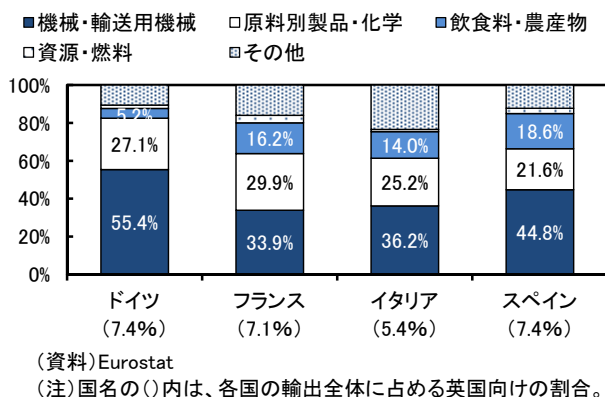
(図表3-1) ユーロ圏主要国の単位労働コスト



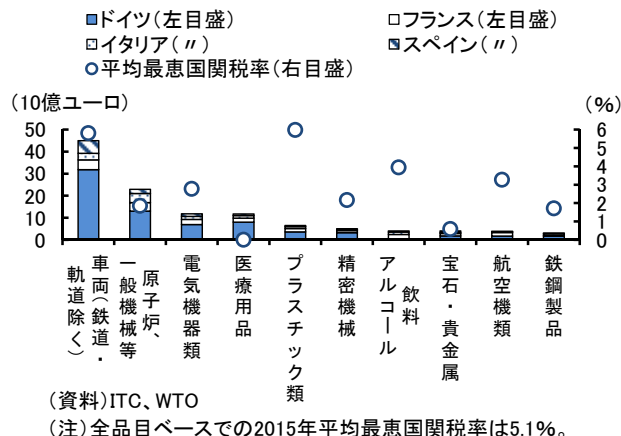
(図表3-2) ユーロ圏主要国の輸出先別割合(2015年)



(図表3-3) ユーロ圏主要国の対英輸出品目別割合(2015年)



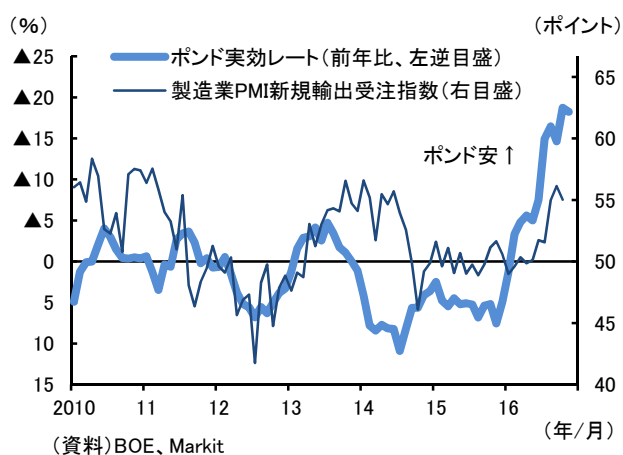
(図表3-4) ユーロ圏主要国の対英輸出額上位10品目の国別内訳と最恵国関税(2015年)



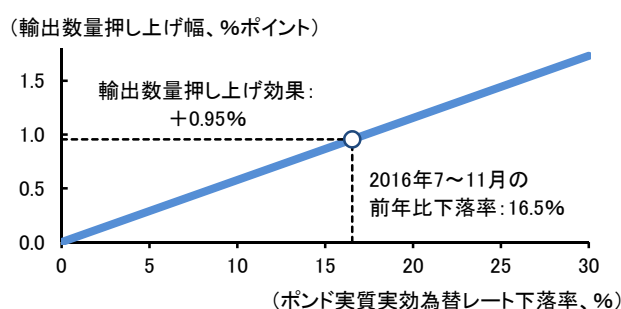
英国① ポンド安による輸出押し上げに期待も、投資減が重石に

- (1) 英国の企業部門では、Brexitをめぐる懸念の高まりを受けたポンド安が、輸出製品の価格競争力の向上に寄与し、輸出企業の追い風に。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大きく上昇し、足許では2014年半ば以来の高水準に（図表4-1）。
- (2) 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基に試算すると、ポンド相場が2016年7～11月の下落率（前年比▲16.5%）で推移した場合、輸出数量を0.95%ポイント押し上げ（図表4-2）。この場合、GDP押し上げ効果は+0.17%ポイントと試算。
- (3) もっとも、設備投資には下振れリスクが大。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が、Brexitへの懸念が高まった16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定的（図表4-3）。通商関係・各種規制などをめぐるEUとの新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となる見込み。
- (4) また、これまで英国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低下を懸念した金融セクターの企業活動縮小等の動きが広がれば、中長期的に英国経済の成長力の低下を招く恐れ（図表4-4）。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、内外投資家の英国への投資抑制姿勢を一段と助長するリスクも。

(図表4-1)ポンド相場と製造業PMI新規輸出受注指数

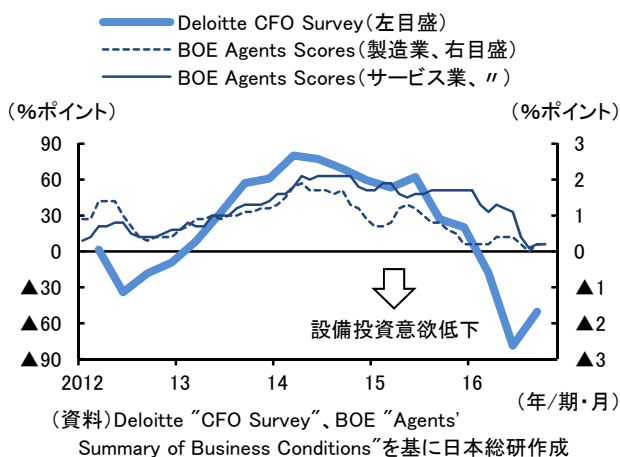


(図表4-2)ポンド安による輸出数量(財)押し上げ効果



(資料)ONS、BIS、CPB “World TradeMonitor”を基に日本総研作成
(注)輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量}) = 1.11 \times 6.47 - 0.06 \times \ln(\text{ポンド実質実効為替レート}) - 1.95 \times 0.81 \times \ln(\text{世界輸入数量}) + 26.19$ 。変数は全て3カ月移動平均。◇はt値。推計期間は、2007年1月～2016年8月。自由度修正済みR2=0.86。

(図表4-3)英国企業の設備投資マインド(先行き12カ月)



(図表4-4)グローバル企業の経営者が選ぶ投資先

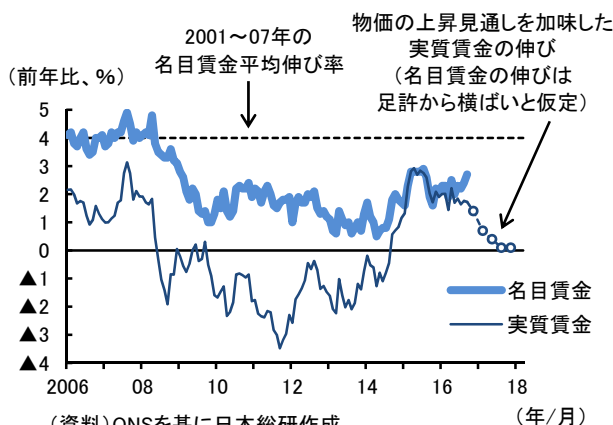
順位	調査時期			
	2016年 8・9月	2016年 2・3月	2015年 8・9月	2015年 2・3月
1	米国	米国	米国	英国
2	中国	英国	英国	中国
3	ドイツ	インド	中国	米国
4	カナダ	中国	インド	ドイツ
5	フランス	ドイツ	ドイツ	オーストラリア
6	日本			
7	英国			
8	インド			
9	ブラジル			
10	オーストラリア			

(資料)Ernst & Young “Global Capital Confidence Barometer”を基に日本総研作成

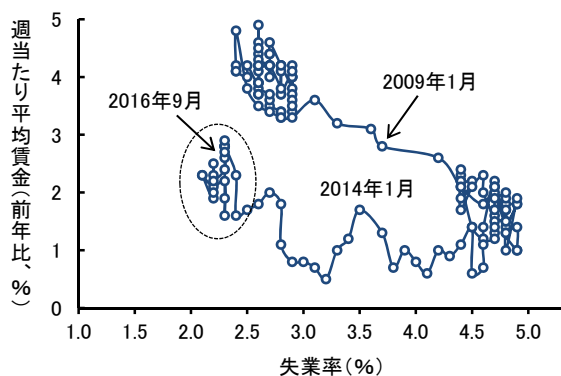
英国② ポンド安による物価上昇が個人消費の重石に

- (1) 一方、英国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、その後再び伸び悩み（図表5-1）。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、賃金の伸びは勢いに欠ける状況が持続（図表5-2）。
- (2) また、2016年入り後の大幅なポンド安を受け、17年半ばにかけて輸入物価の伸びは前年比+10%前後に達する見込み（図表5-3）。既に、輸入物価の上昇にあわせて企業の仕入価格が大きく上昇しており、販売価格への転嫁が徐々に進み始めている状況。加えて、企業は仕入価格の上昇分を全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大。
- (3) 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、個人消費の下押し圧力となる見込み。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%近くまで低下する見通し（前掲図表5-1）。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15年初めから16年半ばとは、対照的な動きに。
- (4) 加えて、住宅価格の伸び鈍化を受けた資産効果の減衰も、個人消費の重石に。英国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状況（図表5-4）。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できず。

(図表5-1) 英国の週当たり平均賃金(除く賞与)



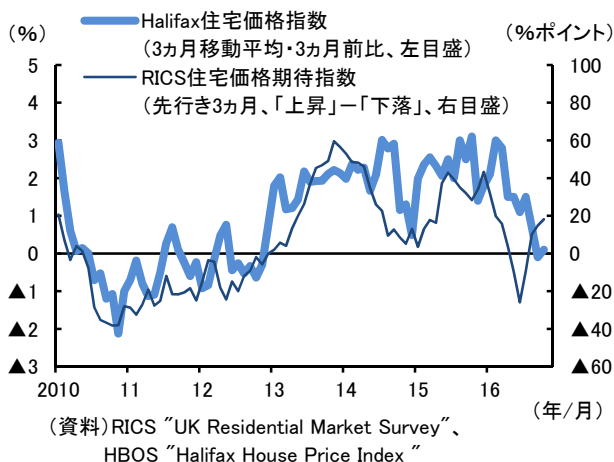
(図表5-2) 英国の賃金の伸びと失業率
(2004年1月~16年9月)



(図表5-3) 英国の輸入物価と生産者物価(前年比)



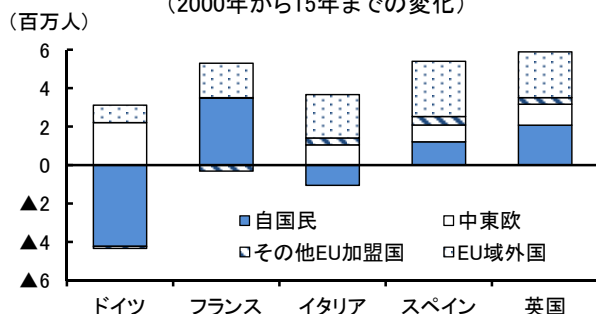
(図表5-4) 住宅価格指数と住宅価格見通し



政治不安 欧州の成長モデルを脅かすポピュリズム勢力の台頭

- (1) 2000年代入り後、EU圏は中東欧にまで拡大。その結果、欧州域内のヒト・モノ・カネの流動性が一段と増し、西欧・中東欧双方の経済成長に寄与。
- (2) 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。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、貴重な労働力に（図表6-1）。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（図表6-2）。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す形に。「カネ」については、中東欧諸国がEUに加盟以降、同地域への直接投資の流入が加速（図表6-3）。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、中東欧の経済成長に寄与。
- (3) 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高まる格好に。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割を下回る国が増加（図表6-4）。近年のEUに対する不満の高まりが、反EUを主張するポピュリズム政党の台頭を招いており、米国大統領選でのトランプ候補の勝利が、欧州各国のポピュリズム政党を一段と勢いづかせる可能性も。こうした欧州を取り巻く政治状況を踏まえると、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が機能不全に陥る恐れ。
- (4) 加えて、世界的に中央銀行による金融政策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るリスクも。

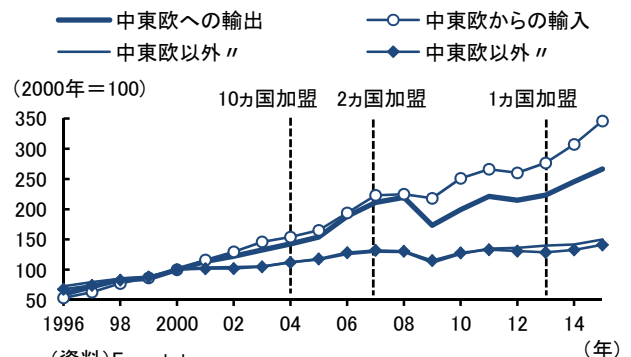
(図表6-1) EU主要国の出身国別人口増減
(2000年から15年までの変化)



(資料) 国際連合“Trends in International Migrant Stock”、
世界銀行“The International Migrant Stock”
より日本総研作成

(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。

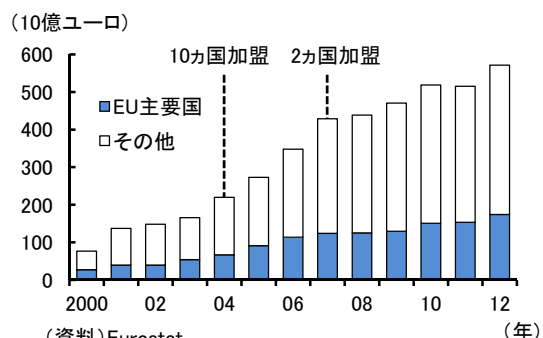
(図表6-2) EU主要国の実質貿易額



(資料) Eurostat

(注) EU主要国は、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、英国。
中東欧は、図表6-1に同じ。

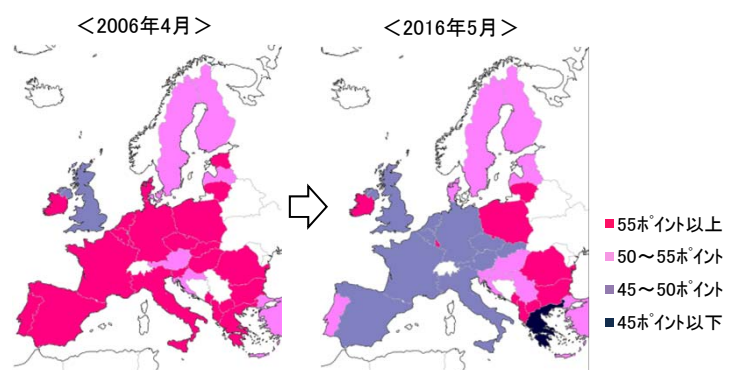
(図表6-3) 中東欧諸国における国別直接投資ストック



(資料) Eurostat

(注) 中東欧は、図表6-1に同じ。
EU主要国は、図表6-2に同じ。

(図表6-4) 各国のEUへの印象(「好印象」-「悪印象」、DI)



(資料) 欧州委員会“Standard Eurobarometer”より日本総研作成

(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。

見通し

ユーロ圏・英国ともに緩慢な成長が長期化

- (1) ユーロ圏では、ECBの積極的な金融緩和策や新興国・資源国景気の底入れなどが景気の下支えに作用。もともと、政治・経済をめぐる不確実性が根強く残るなか、当面、企業の投資や雇用に対する慎重姿勢の転換は見通せない状況。家計部門でも、雇用・所得環境の改善ペースの鈍化や原油価格の持ち直しを受けた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見込み。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(図表7-1、7-2)。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、原油価格下落の影響はく落が押し上げに作用するものの、景気の回復力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見込み。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。
- (3) 英国では、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。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の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っていく見込み。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(前掲図表7-2)。
- (4) 英国のインフレ率は、景気の減速が物価抑制に作用するものの、原油安の影響はく落やポンド安による上昇圧力の方が大きいため、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見込み。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。

(図表7-1)ユーロ圏経済見通し

	2016年												2017年				2018年				(前年比、%)							
	1~3			4~6			7~9			10~12			1~3			4~6			7~9			10~12			2015年	2016年	2017年	2018年
	(実績)						(予測)												(実績)		(予測)							
実質GDP	2.1	1.2	1.4	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4	1.7	1.6	1.9	1.6	1.3	1.5	1.9	1.6	1.3	1.5								
個人消費	2.4	0.8	0.9	0.7	0.9	1.2	1.3	1.3	1.2	1.4	1.4	1.3	1.8	1.5	1.0	1.3	1.8	1.5	1.0	1.3								
政府消費	2.6	0.7	0.8	1.5	1.5	1.3	1.4	1.7	1.5	1.3	1.3	1.5	1.4	1.7	1.3	1.4	1.4	1.7	1.3	1.4								
総固定資本形成	1.9	4.5	1.7	1.1	1.4	1.8	2.2	1.9	2.3	2.0	2.5	2.4	2.9	3.0	1.8	2.2	2.9	3.0	1.8	2.2								
在庫投資(寄与度)	▲0.7	▲0.6	▲0.2	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.0								
純輸出(寄与度)	0.6	0.3	0.5	0.4	0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.3	▲0.0	0.2	0.1	0.3	▲0.0	0.2	0.1								
輸出	0.3	4.9	4.5	4.2	3.6	3.4	3.5	3.6	3.9	3.8	4.2	4.0	6.2	2.8	3.8	3.8	6.2	2.8	3.8	3.8								
輸入	▲1.0	4.5	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8	3.7	4.0	4.3	4.3	4.2	6.2	3.2	3.8	4.0	6.2	3.2	3.8	4.0								

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(図表7-2)主要国別経済・物価見通し

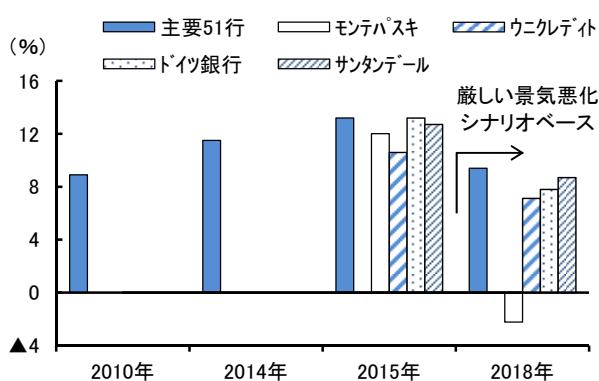
		2016年												2017年				2018年				(前年比、%)							
		1~3			4~6			7~9			10~12			1~3			4~6			7~9			10~12			2015年	2016年	2017年	2018年
		(実績)						(予測)												(実績)		(予測)							
ユーロ圏	実質GDP	2.1	1.2	1.4	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4	1.7	1.6	1.9	1.6	1.3	1.5	1.9	1.6	1.3	1.5								
	消費者物価指数	0.1	▲0.1	0.3	0.7	1.3	1.1	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	0.0	0.2	1.3	1.4	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	1.5	1.7	1.3	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	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	1.2	1.1	0.9	1.4	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	0.1	0.3	1.2	1.3								
英国	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	2.2	2.0	1.1	1.2	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	0.1	0.7	2.4	2.4	0.1	0.7	2.4	2.4								

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

リスク 欧州金融システム不安と米トランプ新政権の政策運営に留意

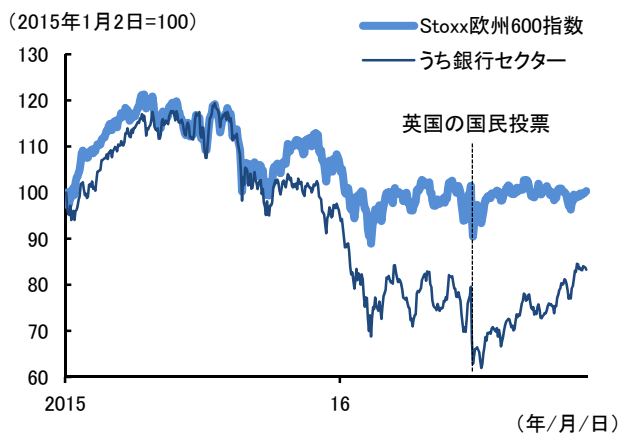
- (1) これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクは、欧州金融システム不安の再燃、および、米国のトランプ新政権の政策運営。
- (2) 欧州では、2016年7月末の銀行ストレステストが問題行を除き総じて良好な結果となったこと、信用不安が高まっていたイタリア大手銀の再建案の策定が進みつつあることなどから、足許にかけて銀行経営に対する懸念は後退（図表8-1、8-2）。もっとも、EUでは、銀行への公的資金注入の前提として株主や債権者へ損失負担を求めるベイルインの原則が16年1月に導入されており、負担を強いられる有権者の反発への警戒感から、政府は公的資金注入に対して及び腰。こうした状況下、先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（図表8-3）。
ユーロ圏景気の低迷が続き、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、欧州景気の下振れにつながるリスク。
- (3) また、米国のトランプ大統領の政策運営は、欧州景気にとって上振れ・下振れ双方のリスクを内包（図表8-4）。まず、トランプ氏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、米国景気が大きく加速。米国景気の一段の上振れは、欧州の米国向け輸出拡大に寄与。
一方、トランプ大統領が、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、米国の内向き志向が著しく強まれば、欧州をはじめとした世界の米国向け輸出の抑制要因に。さらに欧州では、トランプ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となる恐れも。

(図表8-1) 欧州主要行の自己資本比率 (GET1比率)



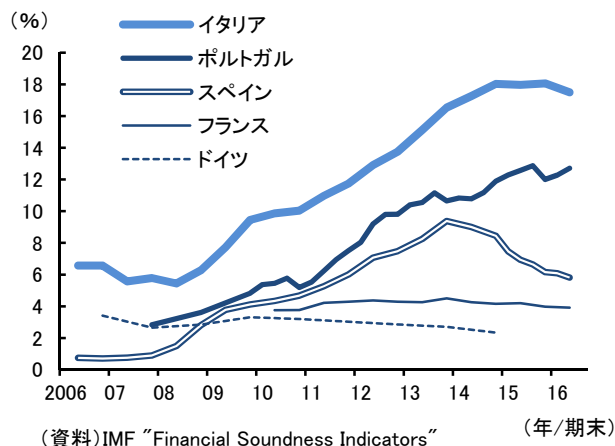
(資料)EBA (欧州銀行監督機構)
(注)2016年7月29日に公表されたストレステストの結果を図示。

(図表8-2) Stoxx欧州600指数



(資料)Bloomberg L.P.

(図表8-3) ユーロ圏主要国の銀行の不良債権比率



(資料)IMF "Financial Soundness Indicators" (年/期末)

(図表8-4) 米国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 ・海外利益の米国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 ・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 ・環境規制緩和 ・キースト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等を基に日本総研作成