

欧州経済見通し

調査部 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

2. 欧州経済のポイント

- (1) ドイツ経済の先行きをどうみるか
- (2) ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し
- (3) Brexitをめぐる混乱が続くイギリス

3. まとめ

- (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、2016年末以降、堅調な回復が続いていたものの、2018年入り後、輸出の伸び悩みを背景に大きく減速した。一方、イギリスでは、Brexitをめぐる政治の混乱が続くなか、企業や家計を取り巻く不確実性の増大が、設備投資や個人消費の重石となる状況が続いている。
2. ユーロ圏景気を見通すうえでは、域内景気の牽引役であるドイツ景気の先行きをどうみるかがポイントとなる。そのドイツ景気は、先行き緩やかな回復に向かう見通しである。製造業セクターは、外需減速の一服とともに在庫の圧縮が進み、徐々に低迷から脱すると予想される。さらに、人手不足を背景とした賃上げや省力化投資の活発化などから、これまで景気を下支えしてきた個人消費や設備投資などの内需が、引き続き底堅く推移する見込みである。なお、中長期的な観点からは、中東欧からの移民減少などによる労働力不足がドイツ経済の課題となる。
3. その他のユーロ圏諸国も、ドイツと同様、良好な雇用・所得環境を背景とした個人消費の拡大が、景気の下支えに寄与するとみている。ただし、イタリアについては、財政不安による金利の高止まりや雇用環境の改善の遅れなどから、内外需ともに低迷が続く公算が大きい。
4. さらに、ユーロ圏では政治をめぐる不確実性が残る。移民や気候変動などEUが抱える課題が多様化するなか、5月下旬に実施された欧州議会選挙では、環境保護会派や極右会派の存在感が高まる結果となった。一方で、中道二大会派は過半数を割り込み、EUの統合深化に向けた議論が混迷する恐れがある。域内各国でも、ポピュリズム勢力の台頭を受け、政治をめぐる先行き不透明感が熾りつづける見通しである。
5. 一方、イギリスでは、「合意なし離脱」は回避されると予想する。新首相が合意なし離脱を強硬に推し進めたとしても、世論や議会が歯止めとなる公算が大きい。ただし、「合意あり離脱」に至った場合でも、EUや第三国との貿易交渉等の早期決着は期待し難い。Brexitをめぐる先行き不透明感が、企業・消費者マインドの重石となり続けると見込まれる。
6. 以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、外需の減速に歯止めがかかるなか、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が底堅さを維持し、1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長ペースになると見込まれる。イギリスでは、Brexitをめぐる不確実性が景気の重石となり、1%強の緩慢な成長が続く見通しである。
7. リスクシナリオとしては、貿易摩擦の激化やトルコ経済の混乱が想定される。貿易摩擦の激化による米中景気の下振れや自動車関税の引き上げは、欧州の輸出に対する大幅な下押し圧力となる。また、トルコ経済の混乱が深刻化した場合、トルコ向け与信を多く抱える南欧諸国で金融システム不安が生じる恐れがある。

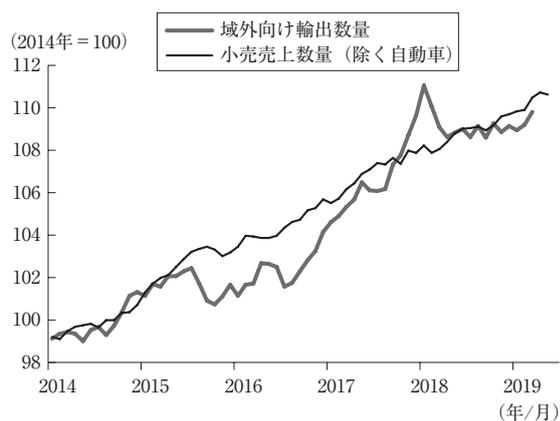
1. 景気の現状

(1) ユーロ圏

ユーロ圏経済は、2016年末以降、堅調な回復が続いていたものの、2018年入り後、輸出の伸び悩みを主因に大きく減速した。ユーロ圏の域外向け輸出数量は、2018年初めにかけて増勢が加速したものの、その後、一転して伸び悩んでいる（図表1）。アメリカとの貿易摩擦が深刻化する中国や、Brexitをめぐる混乱が続くイギリス、通貨安や政情不安に直面するトルコなど、海外景気の減速が輸出の重石となっている。一方、雇用・所得環境の改善を背景に小売売上数量は増勢が続いており、個人消費に変調はみられない。この結果、ユーロ圏景気は、内需と外需の好不調の差が際立つ状況にある。

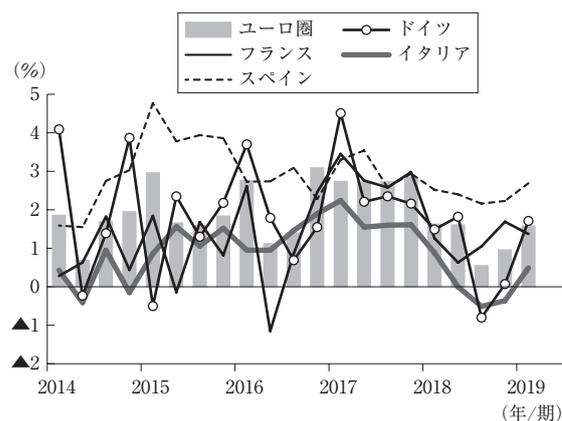
国別にみると、外需減速の影響を大きく受けるドイツが、2018年後半に一時マイナス成長となった。また、ポピュリズム政権による政策運営に対する市場の懸念を受けて金利の高止まりが続くイタリアでは、2018年入り後、景気の低迷が続いている（図表2）。

（図表1）ユーロ圏の輸出・小売売上数量（3カ月平均）



（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GDP（前期比年率）



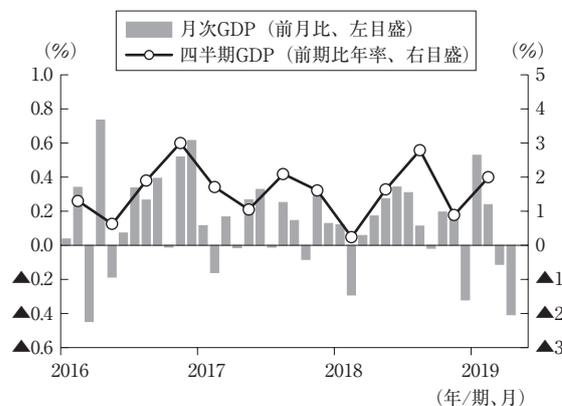
（資料）Eurostat

(2) イギリス

一方、イギリスでは、2019年1～3月期に成長ペースが加速した（図表3）。もっとも、「合意なし離脱」に備えた企業の在庫積み増しや家計の日用品の買いだめなど、ネガティブな理由による一時的な上振れと推測される。実際、3月以降はそれらの反動もあり、月次GDPが弱含んでいる。

2016年6月の国民投票でのEU離脱派の勝利以降、イギリスではBrexitをめぐる政治の混乱が続いており、企業や家計を取り巻く不確実性の増大が、設備投資や個人消費の重石となる状況は変わっていない（図表4）。

（図表3）イギリスの実質GDP



（資料）ONS

(図表4) イギリスの企業・消費者マインド



(資料) DG ECFIN “Business & Consumer Survey”、Deloitte “CFO Survey”を基に日本総合研究所作成
 (注1) 横点線は、消費者の経済情勢見通しの1990年以降平均。
 (注2) 企業の不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前3者の回答割合を合計。

2. 欧州経済のポイント

ユーロ圏景気の先行きを展望するうえでは、域内景気の牽引役でありながら、足許で変調の兆しがみられるドイツ経済の行方がカギとなる。そこで以下では、まずドイツ経済の現状および先行きを詳しく検討したうえで、ユーロ圏景気を展望したい。また合わせて、5月下旬に実施された欧州議会選挙の結果が欧州の政治・経済に及ぼす影響についても考察する。

一方、イギリス景気の間行方はBrexitの帰趨によるところが大きい。足許で警戒感が強まっている「合意なし離脱」の可能性を検討したうえで、景気の間行きを展望したい。

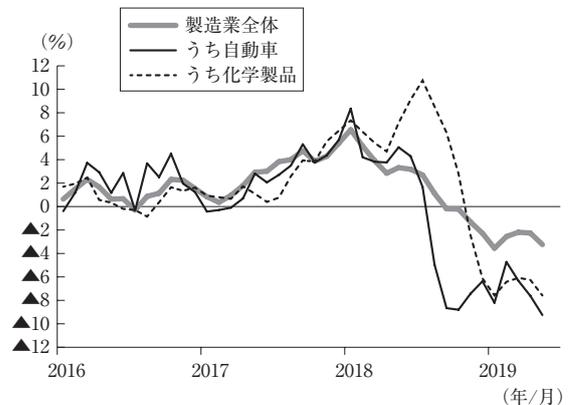
(1) ドイツ経済の間行きをどうみるか

A. 景気の下振れは外需減速が主因

ドイツでは、2018年半ば以降、景気が大きく減速した。とりわけ、製造業の弱含みが顕著であり、製造業生産は足許にかけて前年比マイナスで推移している(図表5)。

この背景には、まず、昨夏以降の記録的な少雨によるライン川の干ばつや、2018年9月の自動車燃費規制の改正といった特殊要因がある。ライン川については、大幅な水位の低下が同河川を製品輸送などに利用する化学産業の物流の制約となったほか、燃費規制の改正については、一部メーカーでの対応の遅れが自動車生産の急減を招くこととなった。実際、自動車や化学製品の生産は、昨

(図表5) ドイツの製造業生産 (3カ月平均、前年比)



(資料) Eurostat、ドイツ連邦統計局

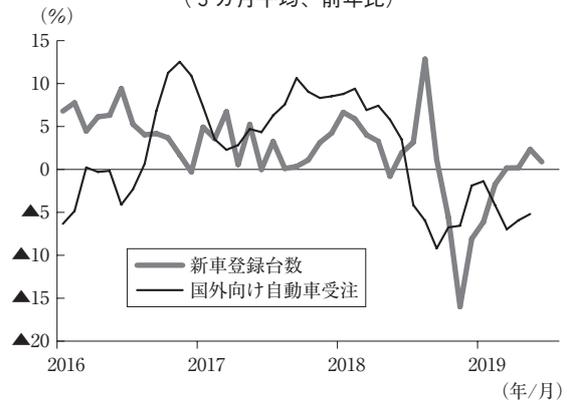
年半ばから年末にかけて急速に落ち込んでい
る（前掲図表5）。

もともと、これらの要因による押し下げ圧
力はすでに剥落している可能性が高い。ライ
ン川の水位は、昨年末に例年並みの水準へ回
復し、その後は安定的に推移している。また、
自動車メーカーの新規制への対応が進むなか、
国内の新車登録台数は足許で前年比プラス圏
まで持ち直している（図表6）。

一時的な押し下げ圧力の剥落にもかかわらず
製造業の低迷が続いているのは、外需減速
の影響が重くのしかかっているためと推測さ
れる。例えば、自動車産業についてみると、
海外需要の動向を示す国外向け自動車受注は、
足許にかけてマイナス圏での推移が続いてお
り、持ち直しがみられる国内の新車登録台数
と対照的な動きとなっている（前掲図表6）。
そこで、ドイツの輸出を仕向け地別にみると、
2018年入り後、総じて減速感が強まる状況に
ある（図表7）。米中貿易摩擦などを背景と
した世界的な景気減速に加え、①Brexitをめ
ぐる不確実性の増大を受けたイギリスやア
イルランド、オランダといった一部欧州諸国
における景気減速、②対米関係の悪化や原油価
格の下落を契機としたトルコ、ロシア景気
の失速、③政治リスクの高まりを受けたイタ
リア景気の低迷、といったドイツの輸出先に特
有の要因も輸出の重石となっている。

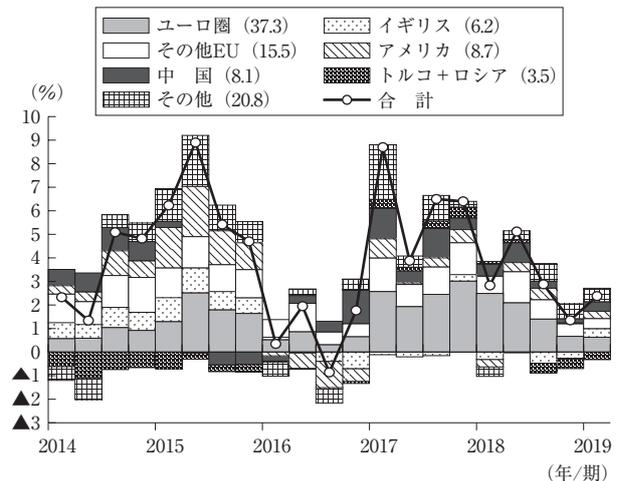
こうした外需の減速を受け、足許で製造業
の在庫が急増している。在庫循環図をみると、
2018年初めには在庫積み増し局面にあったも
の、短期間のうちに在庫積み上がり局面へ
移行しており、過剰な在庫が生産活動の下押
しに作用している様子がうかがえる（図表8）。

（図表6）ドイツの新車登録台数と自動車受注
（3カ月平均、前年比）



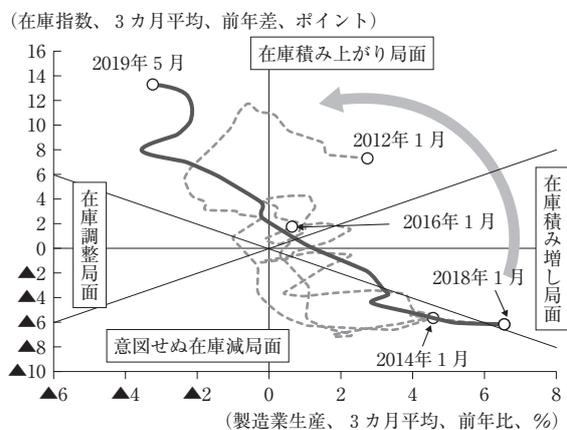
（資料）KBA、ドイツ連銀を基に日本総合研究所作成

（図表7）ドイツの輸出額（前年比）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成
（注）カッコ内は2018年のシェア。

（図表8）ドイツ製造業の在庫循環図（2012年1月～）



（資料）DG ECFIN、ドイツ連邦統計局を基に日本総合研究所作成
（注）在庫指数は、欧州委員会の鉱工業サーベイのもの。

B. 外需減速の一服や内需拡大を背景に緩やかな回復へ

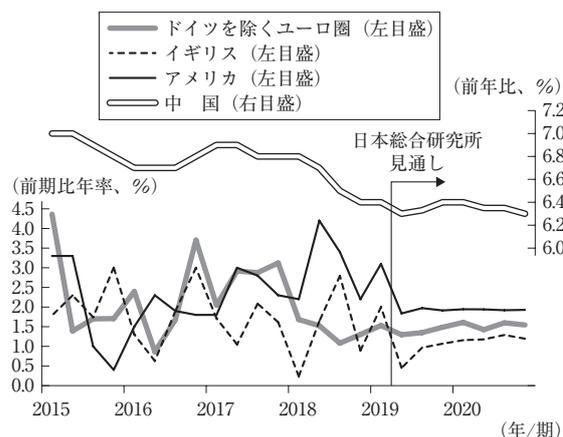
以上のようにドイツ景気は足許で減速感が強まっているものの、先行きを展望すると、早晚景気の減速には歯止めがかかり、緩やかな回復に向かう見通しである。

まず、低迷が続く輸出については、一段の落ち込みは回避されると見込まれる。主な輸出先の経済情勢を展望すると、米欧では内需が底堅さを維持するとみられるほか、中国では政府による下支え政策の効果で、景気の減速に歯止めがかかると予想している（図表9）。貿易摩擦やBrexitをめぐる不確実性が拭えないなか、2017年のような力強い輸出の拡大は期待できないものの、外需による景気下押し圧力は徐々に減衰していく見通しである。

一方、ドイツでは人手不足が企業活動の大きな制約となっている。欧州委員会によるアンケート調査によると、人手不足が事業活動の障害となっていると指摘する企業の割合が、製造業・サービス業ともに総じて高水準にある（図表10）。人手不足感の強まりを映じて、足許の失業率はすでに歴史的な低水準にあるほか、先行きも一段の低下が見込まれており、賃金は高めの伸びを維持すると見込まれる（図表11）。こうした良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費は今後も堅調に推移する公算が大きい。

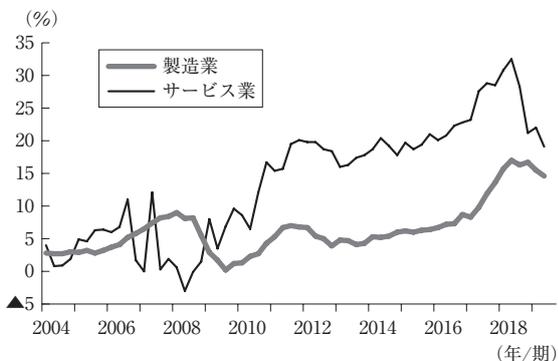
さらに、企業の人手不足感が強まるなか、省力化・合理化を目的とした設備投資が活発化すると予想される。実際、本年3・4月時点のドイツ企業の2019年の設備投資計画は、不確実性の高まりを受けて

（図表9）米中欧の実質GDP成長率



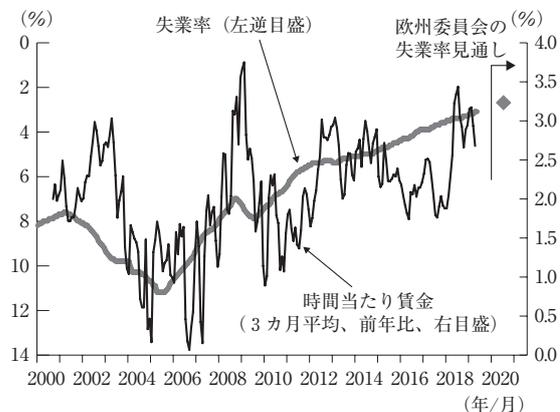
（資料）Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics、中国国家统计局、Eurostat、ONSを基に日本総合研究所作成

（図表10）ドイツ企業の人手不足度合い



（資料）DG ECFIN
（注）「生産/事業活動を妨げている最大の要因は何か」という質問に「人手不足」と回答した企業の割合。一部期間でマイナスの値になっているのは、季節調整の影響。

（図表11）ドイツの失業率と時間当たり賃金

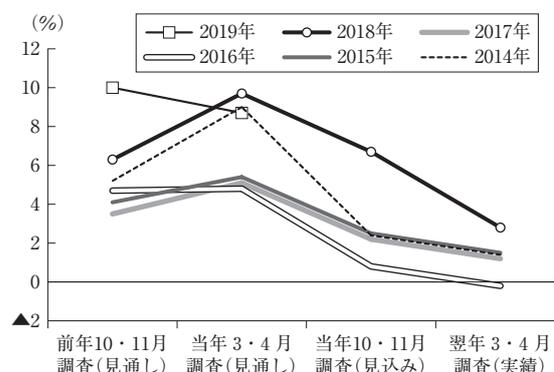


（資料）Eurostat、ドイツ中銀、DG ECFINより日本総合研究所作成

昨年10・11月時点から小幅下方修正されたものの、依然として高い伸びを維持している（図表12）。

以上をまとめると、ドイツ景気は、当面、製造業における在庫調整が重石となるものの、外需減速の一服とともに在庫の圧縮が進み、早晩減速に歯止めがかかると予想される。その後も輸出の伸びは緩慢にとどまるものの、これまで景気を下支えしてきた個人消費や設備投資などの内需が底堅さを維持することで、緩やかな回復が続く見通しである。

（図表12）ドイツ企業の設備投資計画（前年比）



（資料）DG ECFIN

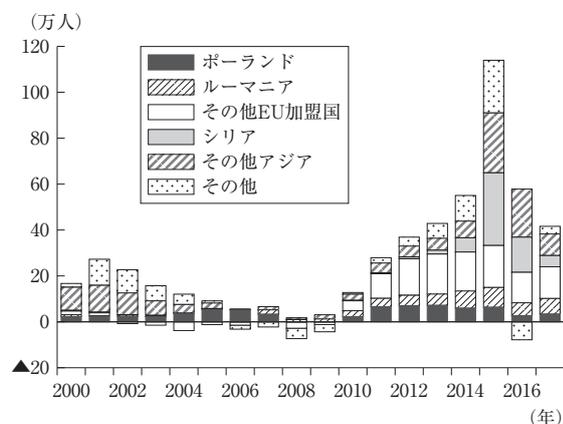
C. 長期的には移民減少による労働力不足が課題に

ドイツ景気は短期的には緩やかな回復が続くとみられるものの、その背景の一つとして指摘した人手不足は、やや長い目でみるとドイツ経済の成長力を阻害する要因となりかねない。とりわけ、移民の減少による労働力不足が、ドイツ経済の重石となる恐れがある。

ドイツでは、2010年以降、移民の流入が加速した。ポーランドやルーマニアなど2004年以降に新しくEUに加盟した中東欧諸国からの移民が大きく増加したほか、2015年には中東情勢の緊迫化を受け、シリアを中心に中東からの難民が急増した（図表13）。こうした移民のうち、主にEU域内からの移民は、労働力不足に悩むドイツで貴重な労働力となってきた。実際、ドイツの就業者数を出身別にみると、2010～2017年にかけての伸びの4割強を、EU域内からの移民が占めている（図表14）。

もっとも、近年、移民をめぐる二つの構造問題が顕在化している。第1に、中東欧からの移民の流入一服である。国連による人口推計では、ポーランドおよびルーマニアの移民純流出数はすでにピークを過ぎており、今後も減少が続くと見込まれている（図表15）。これらの中東欧諸国では、自国の急速な

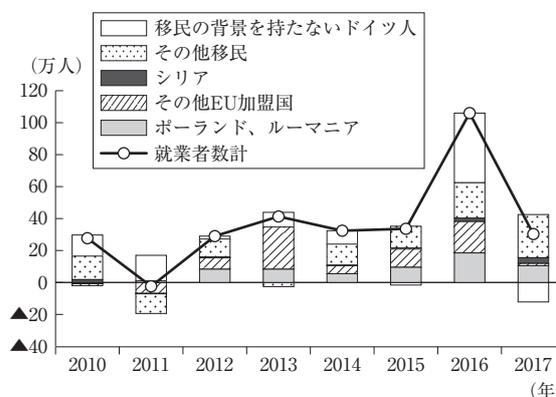
（図表13）ドイツへの移民の国・地域別純流入



（資料）ドイツ連邦統計局“Migration statistics”を基に日本総合研究所作成

（注）その他アジアには中東を含む。

（図表14）ドイツの出身別就業者数（前年差）



（資料）ドイツ連邦統計局“Statistisches Jahrbuch”、“Bevölkerung und Erwerbstätigkeit”を基に日本総合研究所作成

（注）移民は、「移民の背景を持つ人」（ドイツ国籍の有無を問わず、自身が移民または両親のいずれかが移民である人）を指す。

経済発展や少子化を受け、国外に職を求める人が減少傾向にある。第2に、難民の活用の難しさである。近年、多くの難民がドイツに流入したものの、教育水準の低さやドイツ国内における難民に対するネガティブな印象が、労働力化を阻む要因となっている。また、反難民気運が強まるなか、今後は数の面でも積極的な難民の受け入れが難しくなる見込みである。

これらを踏まえると、ドイツ経済は、先行き移民による労働力の拡大が期待しにくい局面に入ると予想される。ドイツ連銀は、2017～2025年の移民の純流入を計250万人（単純平均で年28万人）とした場合でも、少子高齢化による人口の減少を受け、2021～2025年の潜在成長率に対する労働投入の寄与は▲0.2%ポイントと、マイナスに転じると試算している（図表16）。さらに、中東欧からの移民の流入が一服し、かつ難民の受け入れが近年の急増前の水準である数万人規模となった場合、全体として移民の流入ペースは2010年以前並みの年10～20万人程度にとどまる公算が大きい。結果として、労働投入のマイナス幅は一段と拡大する恐れがある。

(2) ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

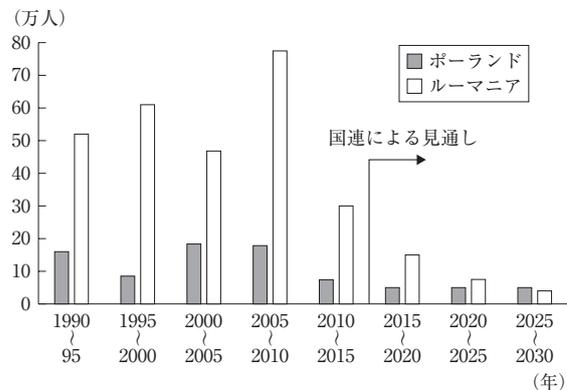
A. 内需を下支えに持ち直すものの、イタリアは低迷から脱せず

次に、ユーロ圏全体の景気動向に目を転じると、経済情勢はおおむねドイツと同様の構図になると見込まれる。すなわち、外需の減速が一服するなか、良好な雇用・所得環境を背景に、これまでユーロ圏景気を下支えしてきた個人消費が今後も底堅く推移し、ユーロ圏景気は緩やかに持ち直す見通しである。

ユーロ圏では、2013年4～6月期をピークに失業率の低下が続いており、2017年初め以降、賃金の伸びは失業率の低下に伴い着実に高まってきている（図表17）。また、企業の採用見通しをみると、製造業では、米中貿易摩擦やBrexitなどへの懸念から大きく低下しているものの、そうした不確実性が徐々に後退するとの前提のもと、見通しの悪化に歯止めがかかると予想している（図表18）。一方、サービス業や小売業の採用見通しは、引き続き高水準で推移しており、外需減速の影響は軽微にとどまっている。外需減速の一服とともに、今後も失業率は低下傾向をたどり、賃金の伸びの拡大が個人消費の押し上げに寄与すると見込まれる。

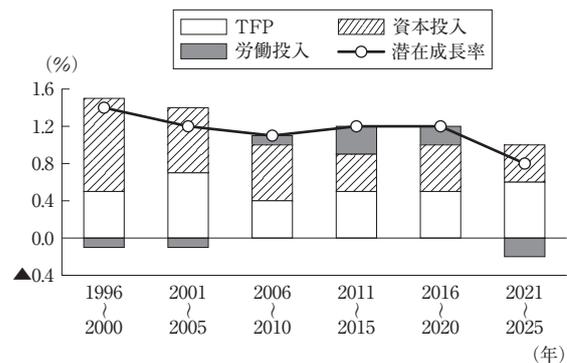
ただし、主要国のなかでもイタリアについては、内外需ともに低迷が続く可能性が高い。この背景に

(図表15) ポーランド、ルーマニアの移民の純流出



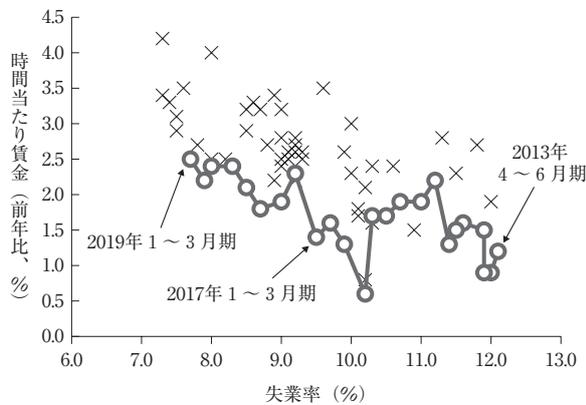
(資料) United Nations "World Population Prospects 2017"

(図表16) ドイツの潜在成長率
 (2017年以降の移民の純流入を年平均28万人と想定)



(資料) Deutsche Bundesbank "Monthly Report April 2017" を基に日本総合研究所作成

(図表17) ユーロ圏の失業率と賃金の伸びの関係 (2002年～)



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

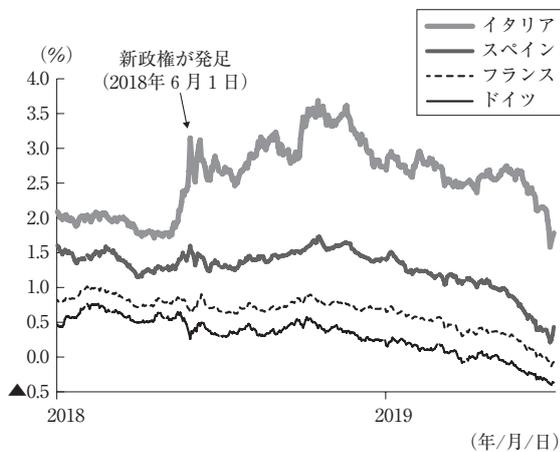
(図表18) ユーロ圏企業の採用見通し



(資料) DG ECFIN “Business and consumer surveys” を基に日本総合研究所作成

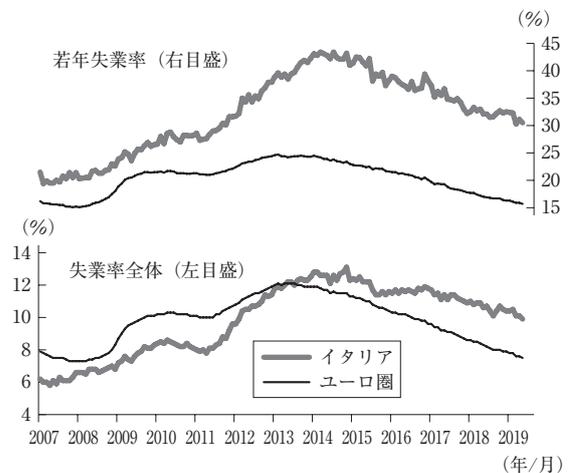
は二つの要因が指摘できる。第1に、財政見通しの悪化による金利の高止まりである。同国の10年債利回りは、財政拡張路線を打ち出すポピュリズム政権の誕生により、2018年半ばに急騰した(図表19)。イタリア政府による財政赤字削減措置の公表やECBの利下げ観測の高まりなどから、10年債利回りは足許で大きく低下しているものの、他の主要国対比でみた水準は依然として高い。さらに、連立政権内で存在感を高めている同盟のサルビーニ党首は、当初予定されていた付加価値税率引き上げの撤回や大衆迎合的な減税を目指す姿勢を依然として崩していない。先行き、財政再建を求めるEUとの対立が深まる局面では、再び金利が上昇し、企業や個人の資金調達が悪化が経済活動の抑制に作用すると見込まれる。第2に、雇用環境の改善の遅れである。イタリアでは、欧州債務危機時に、若年層を中心に失業率が大きく上昇した(図表20)。雇用環境の本質的な改善には、対外競争力の向上に資する労働市場改革が不可欠ながら、ポピュリズム政権のもとでは、痛みを伴う改革は期待し難い。当面、失業率の高止まりが続き、個人消費の重石となる見通しである。

(図表19) ユーロ圏主要国の10年債利回り



(資料) Bloomberg L.P.、各種資料を基に日本総合研究所作成

(図表20) ユーロ圏とイタリアの失業率



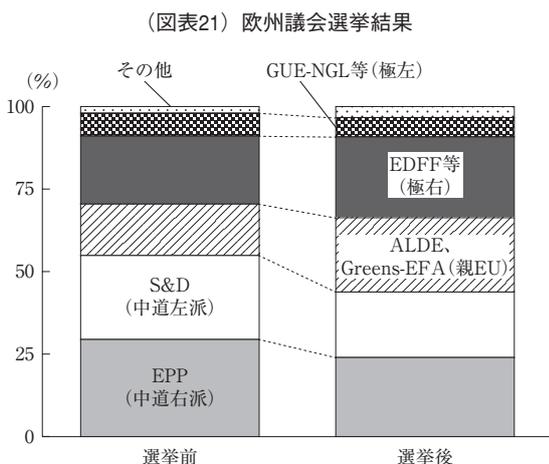
(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

B. 政治不安は晴れず

以上のように、経済的なファンダメンタルズの面では、ユーロ圏景気は底堅さを維持すると見込まれる。一方、政治面では先行き不透明感が拭えず、折に触れて景気の重石として意識される公算が大きい。

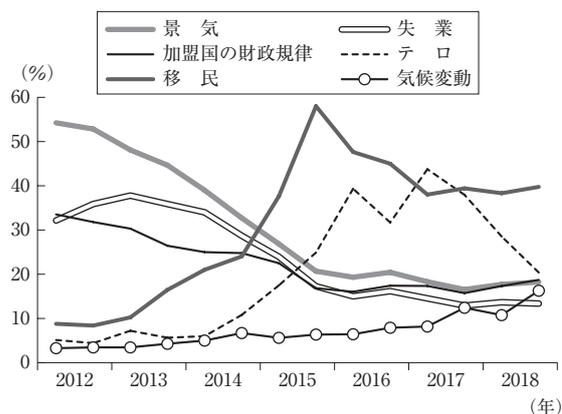
欧州では、2019年5月に5年に1度の欧州議会選挙が実施され、親EUを掲げるリベラル会派や環境保護会派が躍進したほか、欧州統合に懐疑的な極右会派が議席を伸ばした（図表21）。一方、これまで過半数を握っていたEPPとS&Dの中道二大会派は過半数を割り込み、議会の分断が進む結果となった。

欧州議会選挙の結果に表れているように、近年、欧州では、EUが抱える問題をめぐる意見が多様化している。欧州委員会による世論調査をみると、EUが直面する課題について、2014年以前は景気や失業、財政規律といった経済的な課題を指摘する声が大きかった。もっとも、近年は移民やテロへの関心が大きく高まっているほか、気候変動を重要な課題としてあげる人々が着実に増加している（図表22）。今後、欧州議会には、こうした新しい課題への対処のほか、銀行同盟やユーロ圏共通予算の実現といった欧州統合深化に向けて積み残された懸案への取り組みが求められるものの、リベラル会派や環境保護会派、極右会派の発言力が強まることで議論が混迷し、改革が停滞する恐れがある。



(資料) 欧州議会

(図表22) EUが直面する重要な課題（世論調査、二択）



(資料) 欧州委員会“Eurobarometer”

(注) 「EUが直面する重要な課題を二つ答えよ」という質問に対する回答。2018年11月調査結果における上位6項目を図示。

他方、欧州議会選挙の結果は、ユーロ圏主要国の政治情勢にも大きく影響する。ドイツでは、CDU/CSUと連立を組むSPDが大敗し、SPDの連立政権離脱による総選挙観測が台頭している。総選挙となれば、欧州の実質的なリーダーでもあるメルケル首相が早期に退任を余儀なくされる可能性があり、欧州・ドイツ双方で政治が不安定化する恐れがある。また、フランスでは、マクロン大統領の共和国前進を抑え、極右政党の国民連合が第一党となった。マクロン大統領の構造改革は痛みが先行しているものの、成果が次第に顕在化している。例えば、労働市場では、解雇規制の緩和など過剰な労働者保護の是正により、正社員にあたる無期雇用者の比率が上昇傾向にある（図表23）。もっとも、選挙結果を受けてマクロン大統領の改革路線が後退すれば、フランス経済の持続的な成長軌道への復帰が遠のきかねない。イタリアでも、極右政党である同盟への支持が拡大している。ポピュリズム政権下で財政再建の道

筋が遠のくなか、国内の支持拡大を背景に同政権が拡張的な財政政策や反移民政策で強硬姿勢を強めれば、先行き、EUとの対立が一段と深刻化する恐れがある。

(図表23) フランスの失業率と無期雇用者比率



(資料) Eurostat, INSEE
 (注) 無期雇用者比率は、労働力人口に占める無期労働契約による雇用者の割合。

(3) Brexitをめぐる混乱が続くイギリス

イギリス経済の先行きは、Brexitをめぐる交渉の行方に大きく左右される。メイ首相は2018年11月に離脱協定案でEUと合意したものの、イギリス議会の賛同を得られずに辞任に追い込まれた。後任には強硬離脱派の首相が選出されるとみられるものの、メインシナリオでは、新たな貿易協定などがないままイギリスがEUから離脱する「合意なし離脱」は回避され、離脱期限である2019年10月末、あるいは短期間の離脱期限の再延期後に、「合意あり離脱」に至ると予想している（図表24）。

(図表24) Brexitをめぐるシナリオ

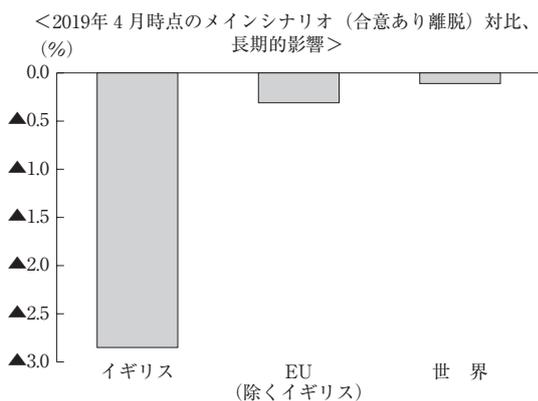
①合意あり離脱（メインシナリオ）
・世論や議会の圧力を受け、新首相が態度を軟化
②総選挙
・現状打開のため議会が解散される、あるいは内閣不信任案が可決されれば、総選挙へ
・強硬離脱派が勝利すれば、合意なし離脱の可能性が上昇
・労働党などの穏健離脱派、残留派が勝利すれば、離脱条件の見直しや離脱撤回、再国民投票が検討される可能性
③再国民投票
・実施されれば、合意あり離脱、合意なし離脱、離脱撤回のすべてに可能性
④合意なし離脱
・世論や議会の反対などから、政府主導の実現は困難と想定
・ただし、EUが離脱期限の再延期を拒否すれば、実現する恐れ

(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

IMFの試算によると、万が一、合意なし離脱となった場合、イギリスの実質GDPは合意あり離脱に比べ、長期的に3%近く落ち込む恐れがある（図表25）。こうした経済的な混乱などへの懸念から、イギリス国民の多くは、合意なし離脱を望んでいない。また、欧州議会選挙では、合意なし離脱を主張す

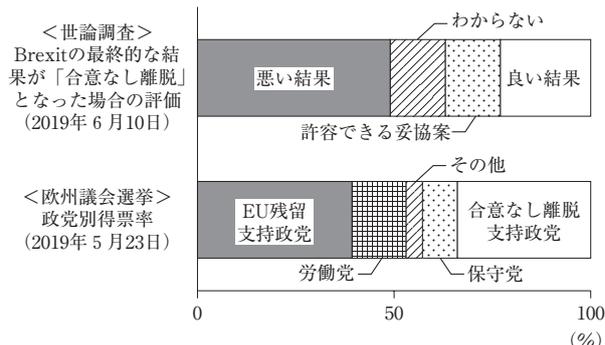
るブレグジット党の躍進が目立ったものの、自由民主党や緑の党などEU残留を支持する政党の得票率を足し合わせると、合意なし離脱を支持する政党の得票率を上回る結果となった（図表26）。これらを踏まえると、新首相が合意なし離脱を強硬に推し進めたとしても、世論や議会が歯止めとなる公算が大きい。

（図表25）イギリスの「合意なし離脱」によるGDPの下振れ幅



（資料）IMF “World Economic Outlook, April 2019”

（図表26）「合意なし離脱」に対するイギリス国民の意識



（資料）YouGov “Brexit Results 190611”、欧州議会を基に日本総合研究所作成

（注）EU残留支持政党は自由民主党や緑の党など、合意なし離脱支持政党はブレグジット党など。

ただし、合意あり離脱となった場合も、EUや第三国との貿易交渉等の早期決着は期待し難い。そのため、Brexitをめぐる先行き不透明感が、企業・消費者マインドの重石となり続けると見込まれる。加えて、イギリスでは、労働を目的とした移民や直接投資の流入がすでに大きく減速している（図表27）。Brexitが撤回されない限り、海外からのヒトやカネの流入縮小が、イギリス経済の成長力を削ぐ要因となる。

一方、新首相とEUやイギリス議会の交渉が難航・決裂すれば、総選挙や再国民投票となるシナリオも現実味を帯びてくる（前掲図表24）。これらの結果次第では、より穏健な離脱や離脱撤回も選択肢として浮上する可能性がある。いずれにしても、当面、Brexitをめぐる予断を許さない状況が続く見通しである。

なお、合意なし離脱となった場合、イギリス以外にも、金融市場の混乱や企業・消費者マインドの悪化などから、一時的に景気下押し圧力が強まる恐れがある。もっとも、イギリスを除くEUや世界経済への長期的な負の影響は軽微にとどまると見込まれる（前掲図表25）。

（図表27）イギリスへの労働を目的とした移民と海外直接投資（純流入）



（資料）ONS “Balance of Payments”、“Long-Term International Migration”を基に日本総合研究所作成

3. まとめ

(1) ユーロ圏

これまでの検討をもとに景気の先行きをまとめると、ユーロ圏では早晚、外需の減速に歯止めがかかり、製造業を中心とした企業部門の深刻な低迷は回避される見通しである。一方、これまでユーロ圏景気を下支えしてきた個人消費は、良好な雇用・所得環境を背景に、先行きも底堅さを維持すると見込まれる。これらを受け、ユーロ圏景気は持ち直しに向かうと予想される。ただし、貿易摩擦やBrexitへの懸念などから外需の力強い回復は期待し難いほか、主要国ではイタリアの景気低迷が長期化する公算が大きい。また、政治をめぐる先行き不透明感が根強く残るため、総じてみると1%台半ばとされる潜在成長率並みの成長となる見通しである（図表28、29）。

(図表28) ユーロ圏の経済見通し

	(季調済前期比年率、%)												(前年比、%)		
	2018年				2019年				2020年				2018年	2019年	2020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)
実質GDP	1.6	1.6	0.5	1.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5	1.9	1.2	1.5
個人消費	1.9	0.6	0.5	1.3	2.1	1.6	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.5
政府消費	0.2	1.5	0.2	2.5	0.3	2.0	1.2	1.6	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.3	1.2
総固定資本形成	0.1	6.6	2.2	5.9	4.5	2.3	2.4	2.7	3.3	3.1	3.2	3.2	3.3	3.8	3.0
在庫投資(寄与度)	1.3	▲0.6	1.5	▲1.6	▲1.0	▲0.6	▲0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	▲0.5	▲0.1
純輸出(寄与度)	▲0.8	0.3	▲1.7	0.1	0.4	0.1	0.0	▲0.3	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1
輸出	▲2.2	4.8	0.9	4.7	2.5	1.5	2.1	1.8	2.5	2.7	2.9	2.7	3.2	2.5	2.4
輸入	▲0.7	4.6	4.8	4.9	1.7	1.4	2.2	2.5	2.9	3.4	3.4	3.2	3.2	2.9	2.8

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(図表29) 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、%)		
		2018年				2019年				2020年				2018年	2019年	2020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)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.6	0.5	1.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5	1.9	1.2	1.5
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.4	1.4	1.2	1.3	1.6	1.4	1.5	1.6	1.8	1.3	1.5
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲0.8	0.1	1.7	1.2	1.5	1.5	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	0.9	1.5
	消費者物価指数	1.5	2.0	2.1	2.1	1.6	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.9	1.5	1.7
フランス	実質GDP	1.3	0.6	1.0	1.7	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.4	1.6
	消費者物価指数	1.5	2.1	2.6	2.2	1.4	1.3	1.2	1.5	1.5	1.3	1.6	1.6	2.1	1.4	1.5
イギリス	実質GDP	0.2	1.6	2.8	0.9	2.0	0.5	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4	1.1
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.5	2.3	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.5	2.0	2.0

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

インフレ率については、景気の回復ペースが緩やかにとどまるなか、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。ただし、ユーロ圏景気が緩やかな回復に向かい、物価の下振れリスクが徐々に後退するなか、ECBの利下げは見送られると想定している。一方、貿易摩擦や政治をめぐる不確実性の高まりに対する警戒感から、ECBは利上げにも慎重な姿勢を維持する見通しである。

(2) イギリス

イギリスでは、「合意なし離脱」は回避される見込みながら、新たな通商協定等の協議は難航する公算が大きい。Brexitをめぐる不確実性が、引き続き個人消費や内外企業の投資の重石となり、1%強の緩慢な成長が続く見通しである（前掲図表29）。

物価面では、景気の低迷が抑制要因として働くものの、Brexitをめぐる懸念が拭えないなか、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残る。このため、インフレ率は2020年末にかけても2%を下回る公算は小さい。BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、2020年春に利上げに踏み切ると予想される。

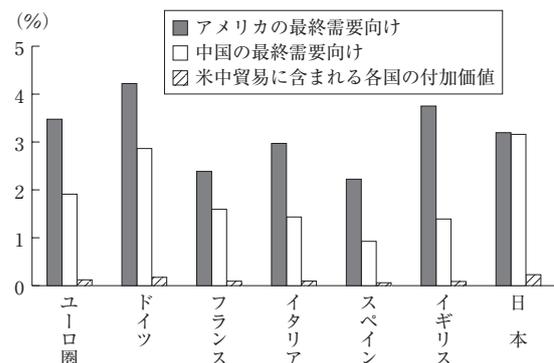
4. リスクシナリオ

以上のように、政治不安やイタリア経済の脆弱さなどを抱えながらも、ユーロ圏景気は緩やかに持ち直していくというのがメインシナリオである。このシナリオに対する下振れリスクとしては、米中・米欧貿易摩擦の深刻化と、トルコ経済の混乱があげられる。

まず、米中貿易摩擦をめぐっては、米中間の貿易に含まれる欧州主要国による付加価値は小さく、米中間の貿易の減少がサプライチェーンを通じて欧州経済に及ぼす影響は限定的といえる（図表30）。一方、米中両国を最終需要地とする付加価値輸出額は、ユーロ圏で合わせてGDP比5%強、ドイツで同7%強に上るため、摩擦激化を受けて米中の国内需要が落ち込む展開となれば、欧州にも大きな影響が及ぶ。また、アメリカが自動車関税の引き上げに踏み切った場合、とりわけ欧州主要国のなかではドイツへの影響が大きい（図表31）。加えて、EU加盟国のアメリカ向け自動車輸出で1割のシェアを持つイタリアへの影響も無視できず、すでに低調なイタリア経済が一段と悪化する恐れがある。これらの結果、外需の大幅な下振れを受けた製造業の低迷がサービス業などにも波及し、幅広い業種で雇用・所得環境が悪化すれば、メインシナリオで景気の下支え役を担うと想定している個人消費が腰折れするリスクがある。

さらに、アメリカとの関係悪化や政情不安を抱え、景気的大幅な悪化が見込まれるトルコに対する懸念が強まっている（図表32）。欧州銀行のト

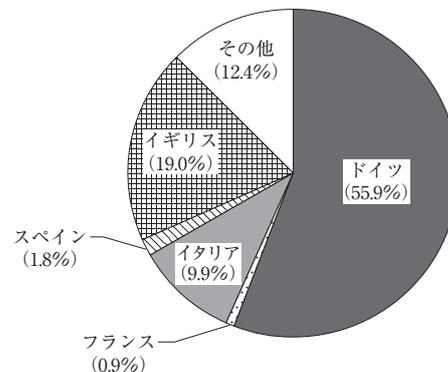
(図表30) 欧州主要国と日本の付加価値輸出 (2015年、GDP比)



(資料) OECDを基に日本総合研究所作成

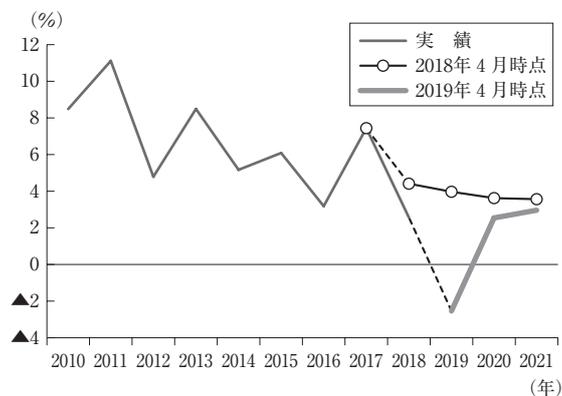
(注) 付加価値貿易統計とは、貿易取引額に含まれる付加価値がどの国に由来するのかわかる指標。

(図表31) EU加盟国の対米自動車輸出割合 (2018年)



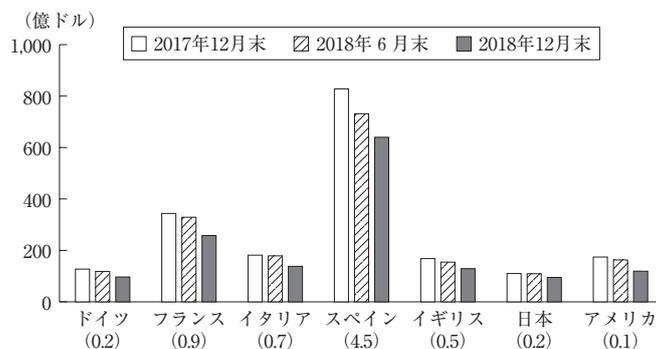
(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

(図表32) トルコの実質GDP見通し (IMF、前年比)



(資料) IMF “World Economic Outlook”

(図表33) 主要国銀行のトルコ向け与信残高



(資料) BIS “Consolidated banking statistics”、IMF “World Economic Outlook” を基に日本総合研究所作成

(注1) 国名のカッコ内は、2018年末の与信残高の対名目GDP比。

(注2) 最終リスクベース。

トルコ向け与信残高は、2018年8月のトルコリラの急落（トルコ・ショック）もあり、減少傾向にあるものの、日米に比べ依然として高水準にある（図表33）。このため、トルコ経済の混乱が続けば、スペインなど南欧諸国を中心に金融システムへの不安が強まる可能性がある。また、現在、EUとトルコの合意を受け、トルコを経由して欧州に流入する中東からの難民が大幅に抑制されている。トルコの政情不安により、この難民抑制策が機能不全に陥れば、再び欧州に多くの難民が流入し、各国で反難民・反EUを訴える勢力が一段と勢いを増す恐れがある。

(2019. 7. 12)