

# 欧州経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター

## 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) ECBの金融政策
- (2) ドイツ景気の行方
- (3) フランス・南欧諸国の景気回復ペース
- (4) イギリスの賃金伸び悩み

### 3. 2015～2016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、低成長が続いている。雇用・所得環境の厳しさを背景に、個人消費の低迷が続いているほか、新興国景気の減速などにより、輸出の先行きに不透明感が高まっている。

2. ユーロ圏では、景気回復の原動力をECBの金融緩和に頼らざるを得ない状況にあるものの、追加緩和の効果は、想定通りに実体経済へ浸透していない。原油価格の下落により、インフレ率のさらなる低下が見込まれるなか、ECBは、2015年入り後、限定的な国債購入を含む更なる追加緩和に踏み切る公算が大きい。

3. ユーロ圏経済の先行きを展望するにあたっては、足許で減速しているドイツ景気の行方と、フランスや南欧諸国間の景気回復ペースの二極化が主要な論点となる。

ドイツでは、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の堅調さが景気を下支えする見込みながら、海外景気の弱さや地政学リスクの残存などから、輸出の回復ペースの加速は期待し難い。とりわけ、ロシア景気の悪化による中東欧諸国の景気減速が、中東欧向け輸出割合の高いドイツ景気の下押しに作用する可能性に注意が必要である。

フランス・南欧諸国のうち、スペインやポルトガルでは、労働コストの低下による輸出の拡大を起点とした景気回復が着実に進展し、輸出拡大による企業部門の回復が雇用の増加などを通じて内需にも波及しており、先行きもこうした好循環が続くと見込まれる。一方、労働市場改革の遅れが予想されるフランスやイタリアでは、企業・家計部門ともに弱含みが続き、フランス・南欧諸国間で成長ペースの二極化が一段と進む見込みである。

また、イギリスでは、失業率は低下傾向にあるものの、パートタイム比率の高まりや低賃金労働者の増加を背景に、当面、賃金の伸びは緩やかにとどまると予想される。

4. 以上を踏まえ、2015～2016年のユーロ圏経済を展望すると、ドイツでは、域内外景気の持ち直しが緩慢にとどまるなか、回復ペースは緩やかにとどまるとみられる。フランス・南欧諸国では、スペインやポルトガルで回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりを背景に、当面低成長から脱け出せない見込みである。ユーロ圏全体では、ドイツ以外の国では、内需が力強さを欠く一方、輸出の持ち直しも緩慢にとどまり、1%前後の低成長が続くだろう。

一方、2015～2016年のイギリス経済は、英中銀による住宅購入支援策の打ち切り等により、住宅価格の上昇ペースが鈍化し、資産効果が減衰すると予想され、個人消費を中心に成長ペースが鈍化する見通しである。もっとも、労働需給のひっ迫を受け、賃金の上昇ペースが徐々に高まるにつれて、2%台後半の成長ペースへ復帰すると予想される。

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が想定される。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、ロシア・ウクライナ問題が深刻化し、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。自律回復力の弱いユーロ圏では、こうしたリスクが顕在化した場合には、デフレに陥る可能性が高い。

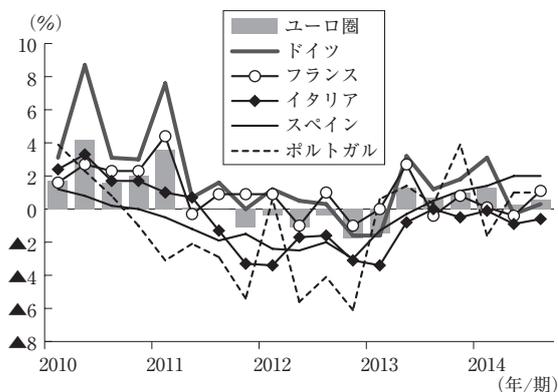
## 1. 欧州経済の現状

### (1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、総じて低成長が続いている。ドイツでは、新興国景気の減速やロシア・ウクライナ問題の長期化を受け、2014年4～6月期の実質GDPが前期比年率▲0.3%と5四半期ぶりのマイナス成長となり、7～9月期も同+0.3%と伸び悩んでいる（図表1）。足許にかけても、企業マインドの落ち込みが続いており、景気の動きに先行性を有する製造業受注が弱含んでいることなどから、これまで欧州景気の下支え役となってきた

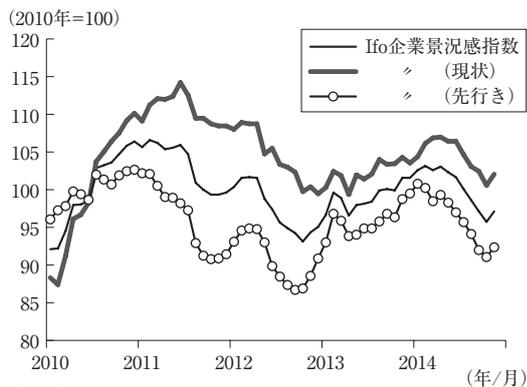
ドイツ景気の先行きに不透明感が強まっている（図表2）。ドイツ以外の国々に目を転じると、イタリアではマイナス成長が続いている一方、スペインやポルトガルでは労働市場改革の効果が顕在化し、2013年以降、回復の動きが強まる方向にあるなど、南欧諸国の間で景気の回復ペースに格差がみられる。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



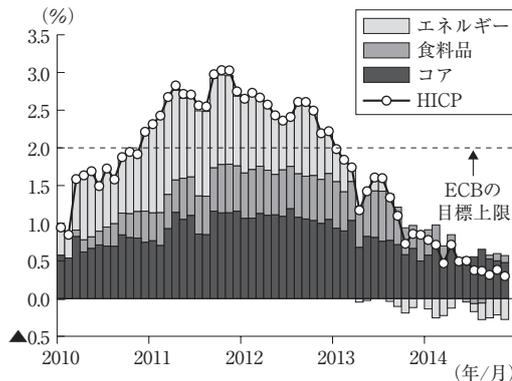
（資料）Eurostat

（図表2）ドイツの企業景況感



（資料）Ifo

（図表3）ユーロ圏のHICP（前年比寄与度）



（資料）Eurostat

物価面では、雇用・所得環境の厳しさを背景とした個人消費の低迷や、エネルギー・食品価格の下落を受け、インフレ率がゼロ%台前半まで低下するなど、デスインフレ傾向が長期化している（図表3）。

### (2) イギリス

一方、イギリスでは、堅調な個人消費をけん引役に、景気の回復が続いている。もっとも、賃金の伸び悩みが続くなか、2014年10月に導入

（図表4）イギリスの小売売上と住宅価格、消費者マインド



（資料）ONS, Halifax, GfK

された英中銀の住宅ローン規制などを背景に住宅価格の上昇ベースが鈍化しており、先行き、資産効果の減衰を背景に、個人消費の回復ペースはやや鈍化するとみられる（図表4）。

## 2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

以上のように、これまでユーロ圏経済をけん引してきたドイツ景気の先行きに不透明感が強まっている一方で、ユーロ圏第二・第三の経済大国であるフランス・イタリアで景気の低迷が続いており、ユーロ圏経済は下振れリスクを抱えた状態にある。こうした状況にもかかわらず、ユーロ圏各国では緊縮財政が続いており、景気回復の原動力をECBの金融緩和に頼らざるを得ない状況にある。こうしたなか、2014年6月以降、ECBは相次いで追加の緩和策を打ち出しており、足許でも更なる緩和に踏み切るとの見方が強まっている。以下では、まず、ECBの金融政策の行方について展望する。そのうえで、先行き不透明感が強まっているドイツ景気の行方と、国ごとに回復ペースに格差がみられるフランス・南欧諸国の景気行方について、それぞれ検討したい。

また、イギリスについては、資産効果の減衰が予想されるなか、今後の景気行方は、依然として伸び悩みが続く賃金の動向に大きく左右されるとみられる。そこで、賃金が伸び悩む背景を検討したうえで、その先行きを展望したい。

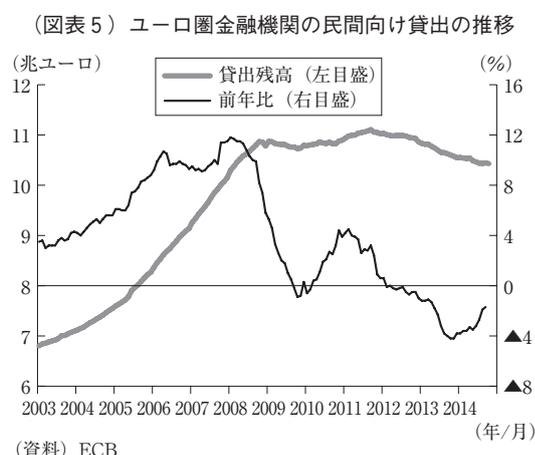
### (1) ECBの金融政策

ECBは、2014年6月の理事会で、超過準備預金などに対するマイナス金利の導入やTLTRO（的を絞った長期資金供給）の実施などの追加金融緩和を発表した。加えて、9月の理事会では、資産担保証券（ABS）・カバードボンドの購入を決定するなど、積極的に金融緩和を行っている。もっとも、ECBが6月以降に打ち出した追加緩和策は、為替市場でのユーロ安の流れを後押ししたものの、域内金融機関による民間向け貸出は前年割れが続くなど、緩和効果がECBの想定通りには实体经济に浸透していない（図表5）。

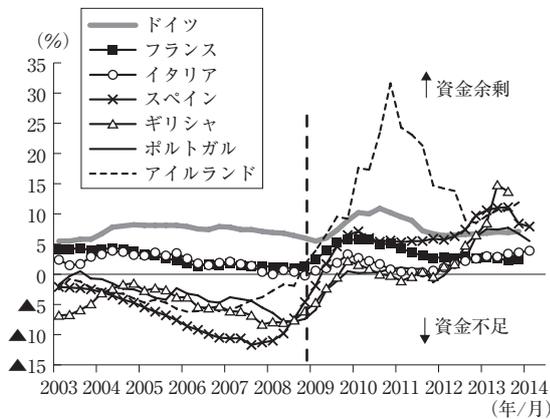
ユーロ圏主要国における民間部門の資金過不足の状況を見ると、債務危機に見舞われた周縁国では、2008年の金融危機前は資金不足が続いていたものの、金融危機後に資金余剰に転じ、足許にかけても余剰感の強い状態が続いている（図表6）。

すなわち、民間部門のバランスシート調整が依然として道半ばにあり、資金需要が乏しいことが看取される。このため、2014年10月にかけて実施された資産査定・ストレステストを経て、健全性が担保されたことから、金融機関は貸出姿勢を積極化していくと予想されるものの、当面、民間向け貸出の大幅な増加は期待し難い。

一方、ECBの積極的な金融緩和は、米FRBの量的緩和の終了とあいまって、ユーロ安を招いている。今後は、ユーロ安による輸出競争力の改善を通じた



(図表6) ユーロ圏主要国の民間部門の資金過不足  
(名目GDP比)

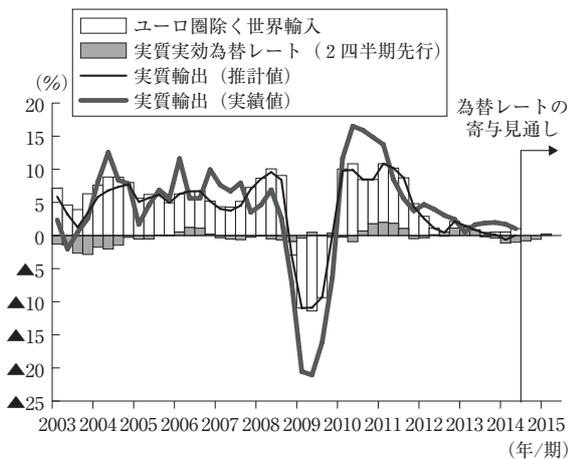


(資料) ECB

域外輸出の増加が期待されるものの、域外景気が減速するなか、輸出の大幅な増加は見込み難く、輸出拡大を起点に域内景気が本格回復していくシナリオも描きづらい(図表7)。

以上のように、金融緩和の効果が实体经济になかなか浸透してこない状況ではあるものの、ユーロ圏のインフレ率(HICP)は、ECBの政策目標である2%弱を大きく下回り、ゼロ%台まで低下している。今後は、ユーロ安による輸入物価の押し上げ効果が期待されるものの、エネルギー価格の低下により、2015年初にかけて、インフレ率はマイナス入りする見込みである。その後も、域内景気の低迷により、大幅な需給ギャップを抱えるなか、当面デフインフレ傾向が続く見通しであり、需給ギャップの解消に向け、政策を総動員していく必要に迫られている(図表8)。

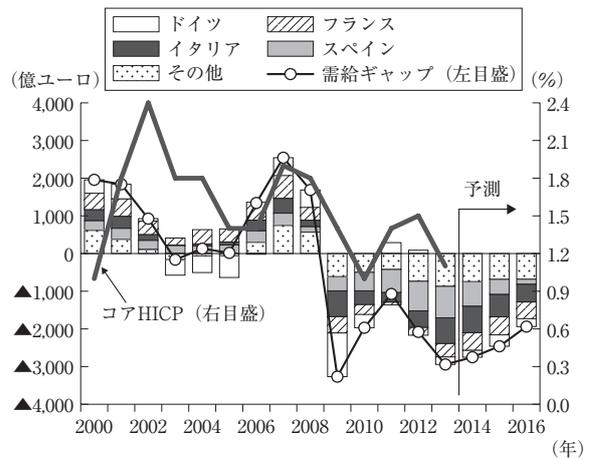
(図表7) ユーロ圏の域外向け輸出(前年比)



(資料) Eurostat, ECB, IMF

(注) 推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = 8.4 - 0.19 * \ln(\text{実質実効為替レート} < -2 \text{ 四半期先行} >) + 0.36 * \ln(\text{ユーロ圏除く世界輸入})$ 。R2=0.93。

(図表8) ユーロ圏の需給ギャップとインフレ率



(資料) DG ECFIN, Eurostat

(注) 需給ギャップの予測は、潜在GDPに欧州委員会予測、実績GDPに日本総合研究所予測を用いて算出。

政策のもう一つの柱である財政については、財政状況が相対的に健全なドイツが、大幅な財政出動に消極的な姿勢を堅持しているほか、債務危機への反省から各国に対して財政規律の堅持を要請していることから、財政支出拡大を起点とした域内需要の拡大も見込み難く、当面、景気・物価の押し上げに向けECB頼みの状況が続かざるを得ないと見込まれる。こうしたなか、2015年入り後、ECBは、TLTROの条件緩和や、社債など民間資産の購入対象拡大などの追加緩和を実施すると予想される。また、大規模な国債購入を伴う量的緩和については、ドイツの根強い反対など実施への高いハードルが存在するものの、ECBの既往の緩和策の限界が意識されるなかで、限定的な規模での国債購入に踏み切る公算が大きい。

(2) ドイツ景気の行方

2014年半ば以降、ECBが相次いで追加緩和策を打ち出したのは、これまでユーロ圏景気の下支え役となってきたドイツ景気の勢いに陰りが見え始めた影響も大きい。ドイツ景気の失速を機にユーロ圏景気が一段と下振れれば、ECBの国債買い入れに消極的な姿勢を堅持しているドイツが柔軟な姿勢に転じる可能性もあり、ドイツ景気の先行きは金融政策の先行きを見通すうえでもカギとなる。

ドイツでは、地政学リスクの高まりや域内景気の減速を背景に、足許で消費者マインドにやや弱含みがみられている。もっとも、失業率が低下傾向をたどり、前年比2%を上回る賃金の伸びが続くなど、雇用・所得環境が堅調に推移しており、家計部門の改善傾向は崩れていない(図表9)。加えて、2015年1月から導入される全国一律の最低賃金により、先行き、2000年代の労働市場改革で急増した低賃金労働者を中心に賃金への上昇圧力が高まるとみられており、当面、家計部門は堅調さを維持する見通しである(図表10)。

内需の底堅さを反映し、非製造業は相対的に堅調に推移すると見込まれる一方、外需の先行き懸念を背景に、製造業では弱含みが続くともみられる。これまで、ドイツの輸出は、ユーロ圏内向けが低迷する一方、域外向けが拡大し、全体をけん引してきた。しかしながら、先行き、域外向け輸出にも減速感が強まる公算が大きい。今後、2014年夏以降進んでいるユーロ安による押し上げ効果が期待される一方、地政学リスクの残存や新興国景気の減速が域外向け輸出の下押しに作用するとみられる。とりわけ、欧州との緊張緩和の兆しがみられず、原油安のマイナス影響を受けているロシアの景気悪化を契機とした下振れリスクも無視できない。ドイツのロシア向け輸出は輸出全体の3%を占めるにすぎず、直接的な影響は小さいものの、貿易面でロシアとのつながりの深い中東欧向け輸出の割合は、約2割と大きい(図表11、12)。2014年前半は、中東欧景気の堅調さを背景に、ドイツから同地域への輸出は増勢を維持したものの、先行き、ロシア景気が一段と落ち込めば、ロシア向け輸出の減少により、中東欧諸国の景気回復ペースが鈍化し、ドイツの輸出が下押しされる公算が大きい(図表13、14)。

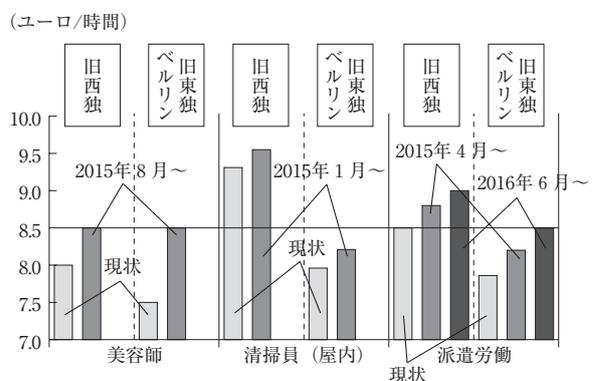
こうした外需をめぐる先行き不透明感の高まりは、企業の投資姿勢を慎重化させている。足許で、企

(図表9) ドイツの雇用所得環境と消費者マインド



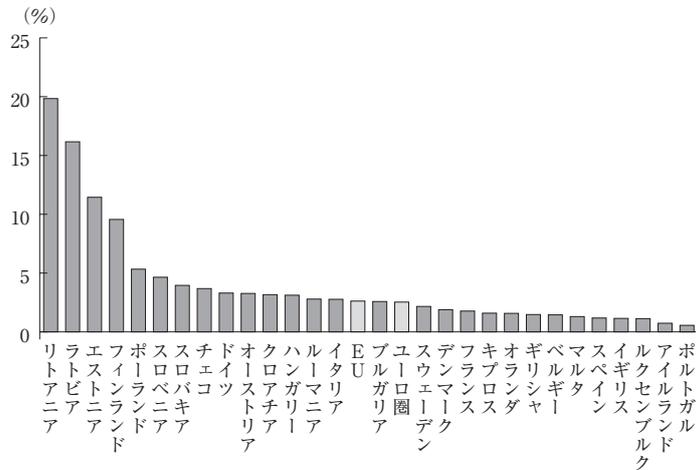
(資料) DG ECFIN, Eurostat, ドイツ統計局

(図表10) ドイツの業種別最低賃金の引き上げ見通し



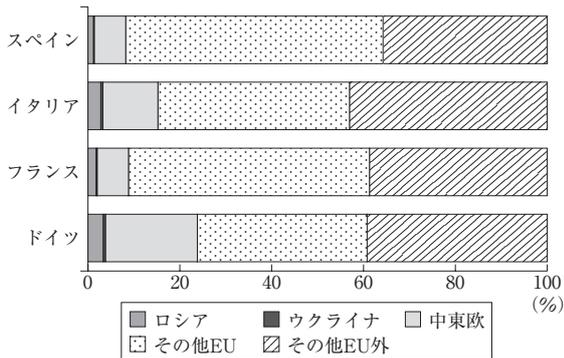
(資料) ドイツ統計局を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 全国一律最低賃金8.5ユーロ/時間は、2017年に完全実施予定。  
 (注2) 旧東独・ベルリンの清掃員(屋内)の最低賃金は、2017年1月までに8.5ユーロ/時間以上へ引き上げられる見込み。

(図表11) EU28カ国の輸出全体に占めるロシア向けの割合 (2013年)



(資料) Eurostat

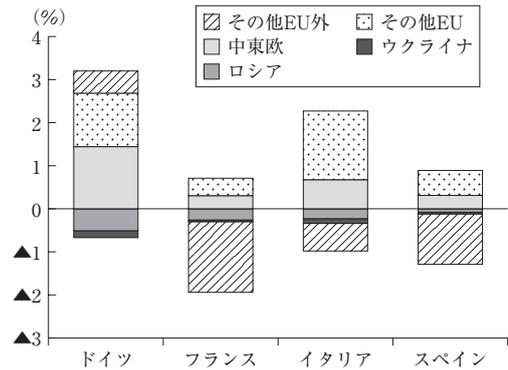
(図表12) ユーロ圏主要国の輸出仕向地別割合 (2013年)



(資料) Eurostat

(注) 中東欧は、リトアニア、ラトビア、エストニア、フィンランド、ポーランド、スロベニア、スロバキア、チェコ、オーストリア、クロアチア、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア。

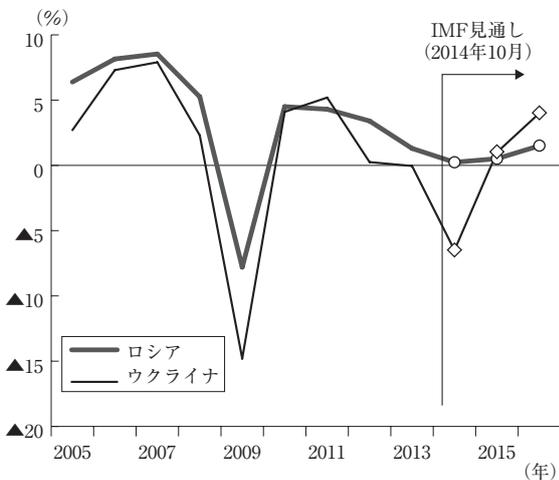
(図表13) ユーロ圏主要国の名目輸出 (2014年1～6月期の前年比寄与度)



(資料) Eurostat

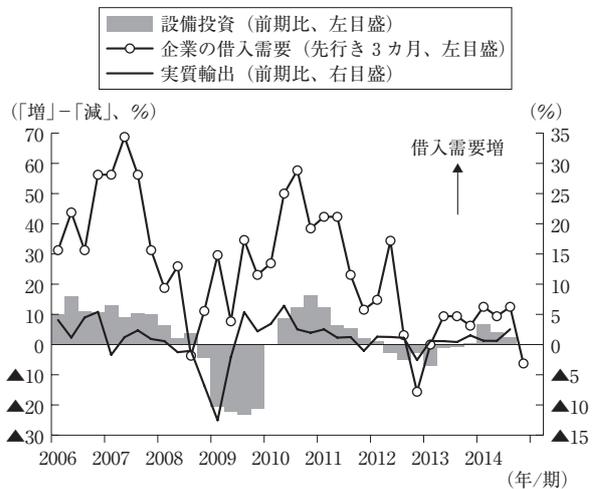
(注) 中東欧該当国は、(図表12)と同じ。

(図表14) ロシア・ウクライナの実質GDP (前年比)



(資料) IMF

(図表15) ドイツの設備投資、実質輸出、企業の借入需要



(資料) ECB

業の借入需要に弱含みの兆しがみられていることから、先行き、設備投資は力強さを欠く状態が続く見込みである（図表15）。こうした設備投資の弱含みが長期化すれば、生産性の伸び鈍化は避けられず、労働力人口の減少とあいまって、ドイツの潜在成長率を押し下げることになるだろう。

以上を踏まえると、ドイツでは、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の堅調さが景気を下支えするとみられるものの、輸出を起点とした企業部門の持ち直しが緩慢にとどまるため、景気回復ペースの大幅な加速は期待し難いと見込まれる。むしろ、輸出が大幅に減少すれば、企業部門の悪化が、雇用・所得環境の下押しを通じて家計部門に波及する可能性も否定できず、留意が必要である。

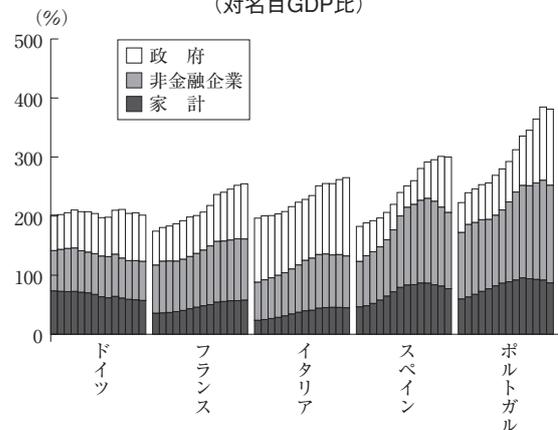
### (3) フランス・南欧諸国の景気回復ペース

ドイツ景気の回復が力強さを欠くと見込まれるなか、ドイツによるユーロ圏景気のけん引を過度に期待できる状況にない。したがって、ドイツに次ぐ経済大国であるフランスやイタリアがユーロ圏経済を下支えする必要がある。そこで、フランスや南欧諸国の景気回復力について詳しく見ていくと、いずれの国も、家計・企業・政府ともにバランスシート調整が道半ばの状態にあるなか、政府部門の緊縮財政や企業の消極的な投資姿勢が続いており、ドイツに代わる牽引役を期待できない状況にある（図表16）。

もっとも、景気回復ペースは、国ごとに格差がみられる。まず、スペインやポルトガルでは、労働市場改革の進展による対外競争力の高まりを背景に、2011年の欧州債務危機後も輸出が増加しており、景気は緩やかながらも回復傾向にある（図表17）。足許では、域内景気の低迷や新興国景気の減速を受け、輸出の先行きに不透明感が高まっているものの、労働コストの低下や法人税減税に向けた取り組みが進むなど、企業を取り巻く環境が改善しており、輸出は相対的に底堅く推移する見通しである。また、労働市場改革による企業部門の業績改善が、雇用の増加などを通じて内需にも波及しており、個人消費は緩やかな持ち直し傾向にある（図表18）。ちなみに、両国では、GDPに占める旅行輸出（インバウンド需要）のウエートが大きく、近年の観光客の増加も景気の押し上げに寄与している（図表19）。

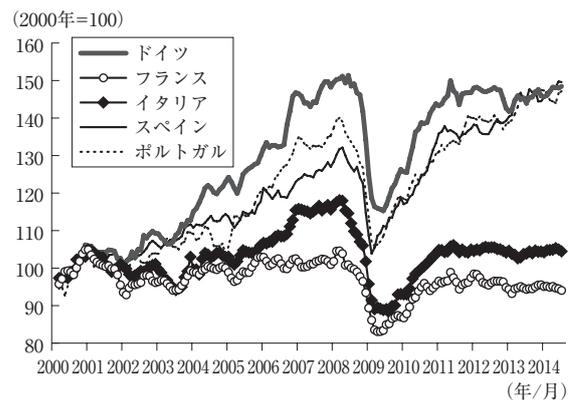
一方、労働市場改革に顕著な進展がみられないフランスやイタリアでは、対外競争力が高まらず、ス

(図表16) ユーロ圏各国の政府・民間債務 (対名目GDP比)



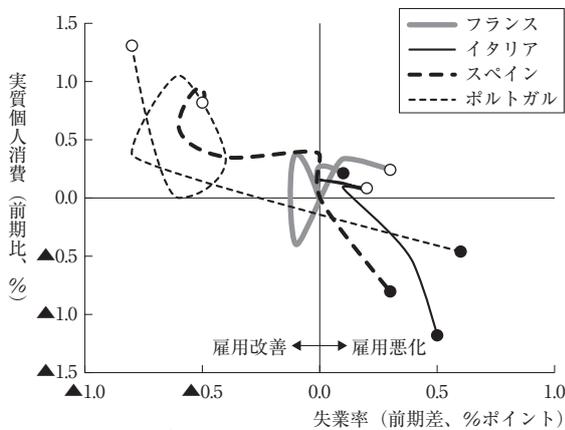
(資料) ECB  
(注) 左から、2000年→2013年。

(図表17) ユーロ圏各国の実質輸出 (後方3カ月平均)



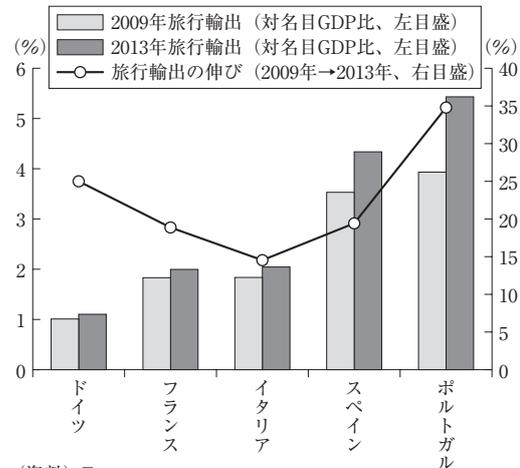
(資料) Eurostat

(図表18) ユーロ圏各国の雇用環境と個人消費



(資料) Eurostat、各国統計局  
 (注) ●始点(2013年1～3月期) →○終点(2014年7～9月期)。

(図表19) ユーロ圏各国の旅行輸出(対名目GDP比)



(資料) Eurostat

スペインやポルトガルで見られるような、輸出の増加などを通じた企業部門の回復と、それを受けた家計部門の持ち直しという好循環はみられていない。

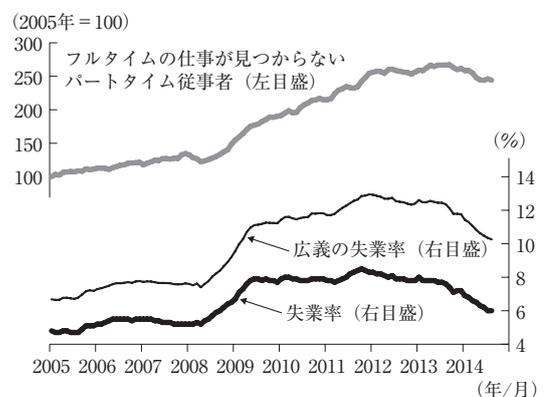
先行き、南欧諸国全体では、バランスシート調整の長期化や高失業が景気下押しに作用し、総じて低成長が続くとみられる。ただし、労働市場改革を断行したスペインやポルトガルでは、着実な景気の持ち直しが期待される一方、先行きも改革の遅れが予想されるフランスやイタリアでは、企業・家計部門ともに弱含み傾向が続くとみられ、フランス・南欧諸国間の成長ペースの二極化が一段と進む見込みである。

#### (4) イギリスの賃金伸び悩み

低成長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、2013年後半以降、失業率が急速に低下しており、雇用環境の改善傾向が鮮明となっている(図表20)。一方、所得環境は、依然として厳しく、リーマン・ショック以降、物価上昇ペースに比べ、賃金の伸びが緩慢にとどまっており、家計の実質賃金の伸びはマイナス傾向が続いている(図表21)。

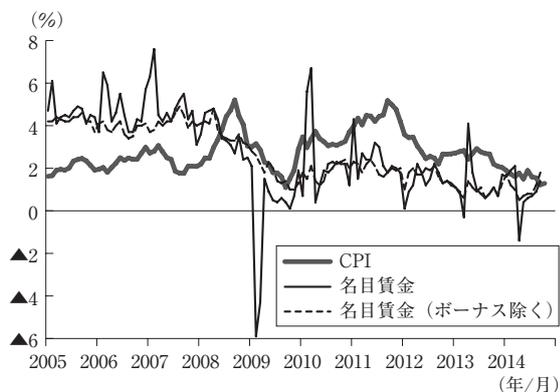
賃金伸び悩みの背景の一つとして、パートタイム比率の高止まりが指摘できる(図表22)。パートタイム従事者の時間当たり賃金は平均10ポンドと、フルタイム従事者の同14ポンドに比べ3割程度低いため、パートタイム比率の上昇により、全体の賃金の伸びが抑制されている。なお、パートタイム従事者のうち、フルタイムの仕事が見つからずやむを得ずパートタイムに従事している人の数が高止まりしており、こうした人々を失業者に加えた場合の「広義の失業率」は10%超となっている。通常の失業率は

(図表20) イギリスの雇用環境



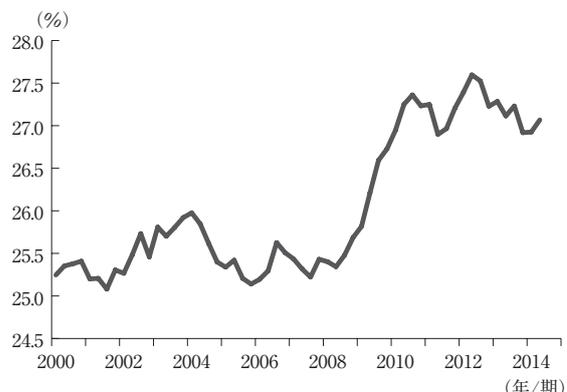
(資料) ONSを基に日本総合研究所作成  
 (注) 広義の失業率は、失業者にフルタイムの仕事が見つからないパートタイム従事者を含めた場合。

(図表21) イギリスの名目賃金とインフレ率 (前年比)



(資料) ONS

(図表22) イギリスのパートタイム比率



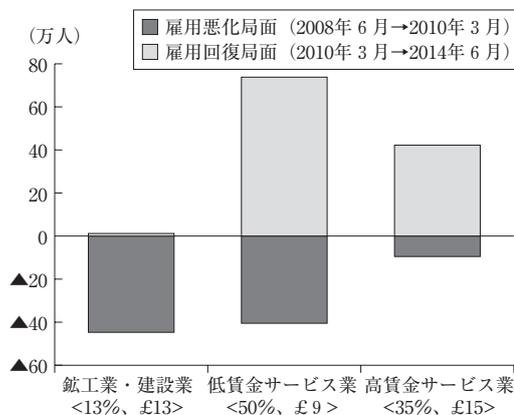
(資料) ONS

リーマン・ショック前の水準まで低下しているものの、「広義の失業率」は依然として、リーマン・ショック時を上回る水準にあり、実際の雇用環境は、統計で示される以上に厳しい状況にあることが推測される(再掲図表20)。

また、低賃金労働者の増加も、賃金の伸びの鈍化に作用している。全体の雇用者数が減少し始めたリーマン・ショック直前から、減少が底打ちするまでの雇用悪化局面では、賃金水準が相対的に高い鉱業や製造業、建設業で雇用者数が大幅に減少したのに対し、その後の回復局面では、低賃金のサービス業の雇用者数が大幅に増加した(図表23)。この結果、リーマン・ショック前と比べ、足許では、雇用者全体に占める低賃金の雇用者の割合が高まっている。

先行き、景気の回復に伴い、幅広い業種で労働需要が増え、賃金への上昇圧力が高まっていくと見込まれるものの、フルタイムの仕事が見つからないパートタイム従事者がリーマン・ショック前の水準近くまで減少するには、なお時間を要するとみられる。このため、当面、賃金の伸びは緩やかな上昇にとどまる公算が大きい。

(図表23) イギリスの業種別雇用者数の増減



(資料) BLS, ONS

(注) 凡例内は、<非農業部門雇用者に占める割合、時間当たり平均賃金(英ポンド)>。非農業部門雇用者全体の時間当たり平均賃金は£12。低賃金サービス業は、小売・外食・福祉。高賃金サービス業は、金融・情報・専門・教育・卸売・運輸・公益・行政。

### 3. 2015～2016年の欧州経済見通し

以上の分析を踏まえたうえで、2015～2016年の欧州経済を展望する。

#### (1) ユーロ圏

ドイツでは、個人消費が底堅さを維持するほか、先行きユーロ安などを背景とした輸出の持ち直しにより、再び回復基調に復帰すると見込まれる。もっとも、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、輸出の

増加ペースの加速は限定的で、回復ペースは緩やかにとどまるとみられる。一方、ドイツ以外では、労働市場改革が進展したスペインやポルトガルで、回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりが引き続き景気抑制に作用し、当面低成長から脱け出せない見込みである。この結果、ユーロ圏全体では、ドイツ以外の国では内需が力強さを欠く一方、輸出の持ち直しも緩慢にとどまり、1%前後の低成長が続くと見込まれる（図表24、25）。

（図表24）ユーロ圏経済見通し

（前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%）

	2014年			2015年				2016年				2014年 (予測)	2015年	2016年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(予測)													
実質GDP	0.3	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	0.8	0.9	1.3
個人消費	1.1	2.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.9	1.3	1.3
政府消費	1.2	1.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	0.3	0.1
総固定資本形成	▲2.5	▲0.9	▲1.0	0.8	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	0.5	0.3	1.4
在庫投資	▲0.4	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1
純輸出	0.4	▲0.5	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2
輸出	5.6	3.1	2.8	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.5	3.7	3.9	3.5	3.1	3.3
輸入	5.3	4.7	2.1	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	3.2	3.5	3.6	3.6	3.1	3.1

（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25）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済前期比年率、%）

		2014年			2015年				2016年				2014年 (予測)	2015年	2016年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
		(予測)													
ユーロ圏	実質GDP	0.3	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	0.8	0.9	1.3
	消費者物価指数	0.6	0.3	0.2	▲0.1	0.1	0.3	0.7	0.9	0.8	1.2	1.4	0.4	0.2	1.1
ドイツ	実質GDP	▲0.3	0.3	0.6	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	1.7	1.7	1.4	0.9	1.7
	消費者物価指数	1.0	0.8	0.5	0.2	0.4	0.6	0.9	1.3	1.1	1.3	1.5	0.8	0.5	1.3
フランス	実質GDP	▲0.4	1.0	0.5	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	0.4	0.8	1.2
	消費者物価指数	0.7	0.5	0.4	0.0	0.0	0.2	0.4	0.8	0.7	0.9	1.1	0.6	0.1	0.9
イギリス	実質GDP	3.3	3.0	2.8	2.4	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.4	2.6	2.7	2.6
	消費者物価指数	1.7	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.4	1.5	1.8	2.0	1.5	1.1	1.7

（資料）Eurostat、ONSなどをもとに日本総合研究所作成

ユーロ圏のインフレ率は、原油価格の下落や、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷により、当面、ゼロ%台での推移が続くと見込まれる。2015年末以降、原油価格下落の影響が一巡することで、上昇傾向が明確化するとみられるものの、低成長が続くなか、目標とされる2%の水準を大きく下回る状況が長期化する見通しである。

## （2）イギリス

イギリス景気は、英中銀による住宅購入支援策の打ち切りにより、住宅価格の上昇ペースが鈍化し始めるなか、当面、個人消費を中心に成長ペースは鈍化すると見込まれる。もっとも、労働需給のひっ迫を受け、賃金の上昇ペースが徐々に高まると見込まれ、それに伴い、2%台後半の成長ペースへ復帰す

ると予想される。

イギリスのインフレ率は、エネルギー価格の低下や賃金の上昇ペースの緩慢さを背景に、2015年末にかけて、1%程度での推移が続くと見込まれる。その後は、エネルギー価格低下の影響一巡や賃金の上昇に伴い、2%に向けて緩やかに上昇する見込みである。

#### 4. リスクシナリオ

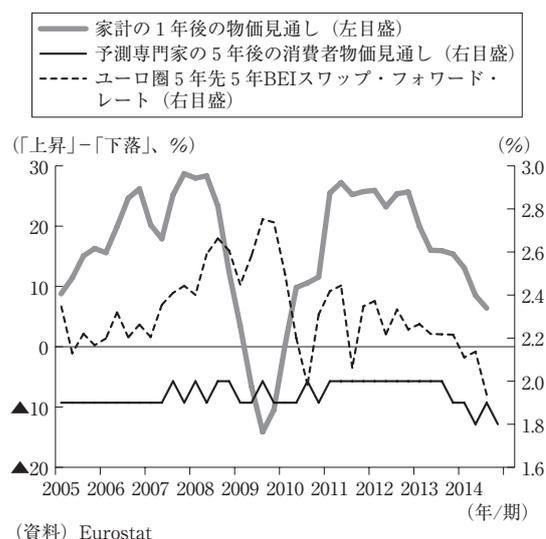
以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、新興国の下振れと地政学リスクの顕在化を指摘したい。

中国やブラジルなどの主要な新興国では、総じて成長ペースが鈍化している。中国では、中央政府が構造調整スタンスを堅持するなか、景気減速の長期化が懸念されているほか、ブラジルでは、インフレ抑制を目的とした利上げが景気の足かせとなっている。加えて、2015年半ばに向けて、米FRBの利上げが現実味を帯びるなか、新興国からの資金流出や通貨安が加速する恐れもある。先行き、新興国景気が一段と減速すれば、欧州の新興国向け輸出が減速し、欧州景気を大きく下押しする可能性がある。

また、地政学リスクの顕在化が欧州景気を下押しする懸念もある。とりわけ、ロシア・ウクライナ問題に関しては、現在もウクライナ東部を巡るウクライナとロシアの緊張関係に改善の兆しは見られておらず、早期の欧州・ロシア相互の制裁解除は見通し難い状況にある。EUは、天然ガス消費の約3割をロシアからの輸入に依存しており、ロシアからの天然ガスの供給が途絶あるいは縮小した場合、欧州の経済活動に甚大な影響が及ぶ。EUは、不測の事態に備え、天然ガスの調達先の多角化を模索しているものの、抜本的な対応には数年単位の時間を要するため、当面、ロシアからの天然ガス供給をめぐる懸念が熾り続けるとみられる。

ユーロ圏経済は、依然として自律回復力に脆弱さを抱えており、これらのリスクが顕在化した場合には、デフレに陥る可能性が高い。ユーロ圏では、2014年入り以降、家計の当面の物価見通しや、市場の中期的な物価見通しの低下ペースが加速しており、域内のインフレ期待の下振れが示唆される(図表26)。先行き、内外需要が想定以上に落ち込んだ場合には、インフレ期待の一段の低下が消費や投資の先送りを招き、それが更なるインフレ期待の低下につながるという悪循環に陥る恐れがある。

(図表26) ユーロ圏の期待インフレ率



研究員 井上 恵理菜

(2014. 12. 5)