

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) ユーロ圏景気は緩やかな拡大が持続
- (2) ECBは金融政策の正常化を慎重に模索
- (3) イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず
- (4) 足並みの乱れが目立つ欧州統合深化への動き
- (5) イギリスではBrexitめぐる不透明感が拭えず

3. 景気の見通し

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

4. リスクシナリオ

要 約

1. ユーロ圏では、先行き、海外景気の減速が輸出の重石になると見込まれる。このため、2017年のような外需を牽引役とした高成長は期待し難い。もっとも、雇用環境の改善を背景とした個人消費が景気の下支えとなる。底堅い景気回復が続き、デフレリスクが大きく後退するなか、ECBは慎重ながらも金融政策の正常化に着手していく。ただし、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるため、利上げは2019年秋以降になると予想される。
2. ユーロ圏景気の底堅さが増す一方、国ごとの好不調は二極化している。とりわけ、主要国の一角を占めるイタリアの景気回復の遅れが目立つ。新たに誕生したポピュリズム政権の下では、労働市場改革や不良債権処理、財政再建などの構造改革の進展は期待し難い。イタリアは当面、政治と経済をめぐる悪循環から脱せないだろう。
3. イタリアでの反EU政権の誕生は、欧州統合深化の動きにも水を差すことになる。欧州統合深化をめぐる契機に、移民問題を契機に、主要国と中東欧諸国との対立が深刻化している。加えて、イタリアでの反EU政権の誕生を受け、「マルチスピードの統合深化」で先頭に立つことが期待される主要国間でも亀裂が深まっている。欧州域内での対立の構図が複雑化するなか、当面、統合深化の加速は期待し難い。
4. 一方、イギリスでは、2019年3月末のEU離脱に向けた協定や、移行期間入り後に本格化する新たな通商協定等の交渉は、難航する公算が大きい。Brexitをめぐる不確実性が根強く残るなか、内外からの投資や個人消費の低迷が続くと見込まれる。
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1%台後半の成長が続く見通しである。ただし、主要国のなかでは構造改革の遅れるイタリアで、相対的に景気回復の遅れが目立つ格好となる。また、イギリスでは1%台半ばの低成長が続く見通しである。
6. 上記メインシナリオに対する下振れリスクとして、アメリカの保護主義の強まりによる輸出の下振れと、難民問題の再燃を契機とした欧州政治不安の深刻化が想定される。

1. 景気の現状

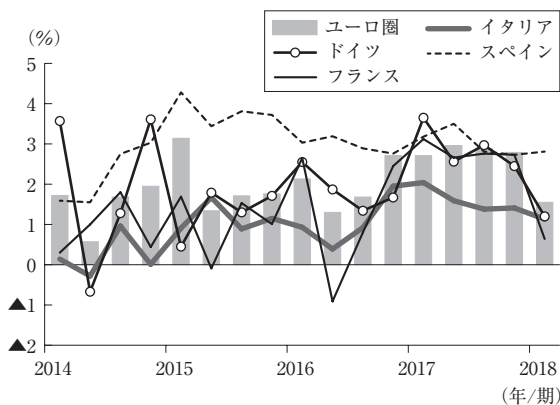
(1) ユーロ圏

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、足許で大きく減速している。昨年末にかけて前期比年率3%近い伸びが続いていた実質GDPは、2018年1～3月期に同1%台半ばへ鈍化した（図表1）。

景気減速の主因は、これまで牽引役となってきた輸出の弱含みにある。2017年春以降のユーロ高や海外景気の減速が、輸出の下押しに作用していると推測される（図表2）。一方、家計部門には底堅さがみられる。ユーロ圏の失業率は足許で2008年末以来の水準まで低下するなど、雇用情勢の改善を背景とした個人消費の回復が、景気の下支えに寄与している。

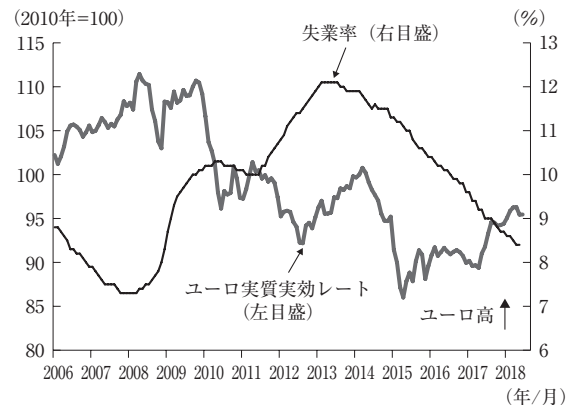
なお、国ごとにみると、2017年入り後にユーロ圏景気のリバウンドペースが加速するなかであっても、構造改革が遅れるイタリア経済のリバウンドは緩慢にとどまるなど、イタリアと他の主要国との差が際立つ状況にある（前掲図表1）。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



（資料）Eurostat

（図表2）ユーロ相場とユーロ圏の失業率

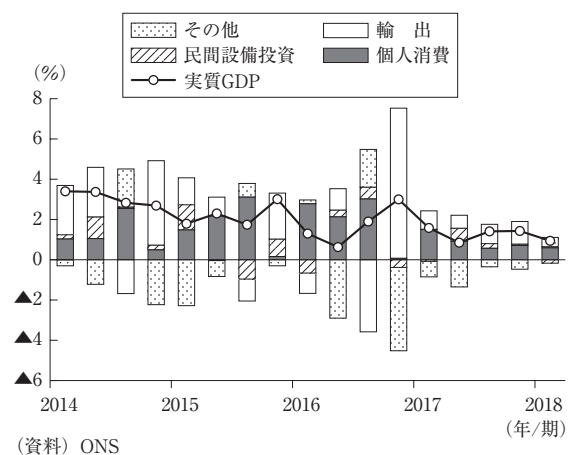


（資料）Eurostat, ECB

(2) イギリス

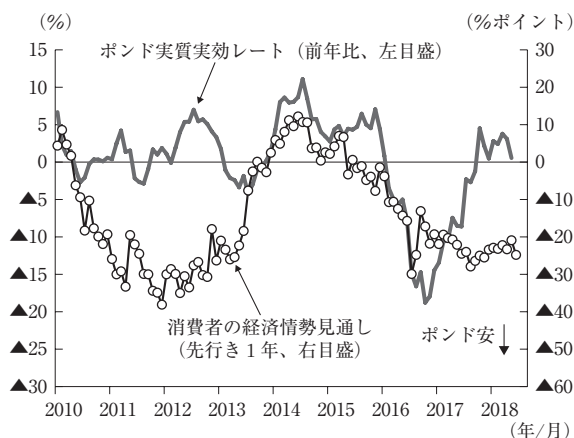
イギリス経済は、Brexitによる実体経済へのマイナス影響が顕在化するなか、成長ペースが鈍化している（図表3）。企業部門では、Brexitをめぐる不確実性の高まりを受け、投資行動が慎重化しているほか、ポンド安効果の剥落などから、足許で輸出の増勢にかけりがみられる（図表4）。家計部門でも、物価高による実質購買力の低下や、Brexitへの懸念を受けた消費者マインドの低迷などを背景に、個人消費の伸び悩みが続いている。

（図表3）イギリスの実質GDP（前期比年率）



（資料）ONS

(図表4) ボンド相場とイギリスの消費者マインド



(資料) DG ECFIN “Business and consumer surveys”、ONS

2. 欧州経済のポイント

今後を展望すると、ユーロ圏では、外需の牽引力が衰えるなか、内需の行方が景気回復の持続力を左右すると予想される。また、イタリアで反EU政権が誕生し、それとともに、ドイツ・フランスが主導する欧州の統合深化に暗雲が立ち込めるなかで、欧州の政治情勢が再度欧州経済の足かせになりかねない。そこで以下では、まず、ユーロ圏景気とECBの金融政策の先行きを展望する。そのうえで、イタリアの政治・経済情勢と、それを踏まえた欧州統合深化の行方を考察したい。

一方、イギリスについては、Brexitをめぐる交渉の行方が、引き続き景気を左右する見通しである。そこで、Brexitに向けた交渉の行方とその景気への影響を検討し、イギリス経済の先行きを展望する。

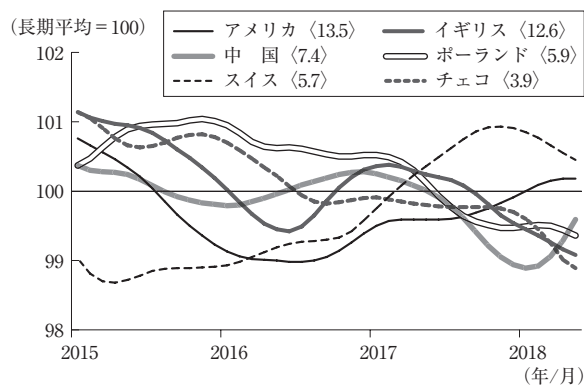
(1) ユーロ圏景気は緩やかな拡大が持続

ユーロ圏景気は、先行き、輸出の増勢鈍化から、2017年のような高成長は見込み難い。もっとも、底堅い個人消費に支えられて、1%台半ばとされる潜在成長率を上回る成長が続く見込みである。

まず、企業部門では、今春をピークにユーロ相場が下落に転じていることから、為替面からの輸出下押し圧力は徐々に減衰していくと予想される。もっとも、ユーロ圏の主要輸出先のOECD景気先行指数をみると、イギリスや中国、ポーランドやチェコなど中東欧で長期平均を下回る状況にあり、今後の景気減速が示唆される(図表5)。これらを踏まえると、先行き、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは2017年に比べて鈍化する公算が大きい。

一方、ユーロ圏製造業の設備稼働率は、足許で1990年、2000年前後や世界金融危機前と並ぶ

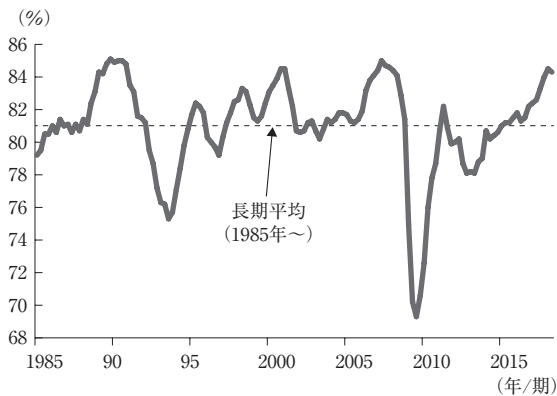
(図表5) ユーロ圏主要輸出先のOECD景気先行指数



(資料) OECD “Composite Leading Indicators”
 (注) ユーロ圏の域外輸出額上位6カ国を図示。凡例の〈 〉内は、域外輸出に占める割合(2017年)。

高水準まで上昇している（図表6）。輸出の減速が重石となるものの、内需の底堅さに加え、世界金融危機や欧州債務危機、その後の政治不安などで先送りされていた需要の顕在化などから、設備投資は緩やかな増勢が続くと見込まれる。

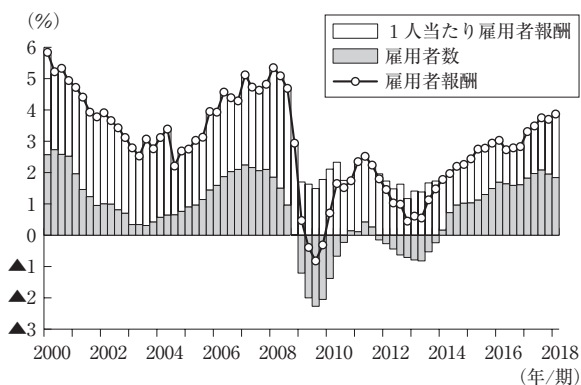
（図表6）ユーロ圏製造業の設備稼働率



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

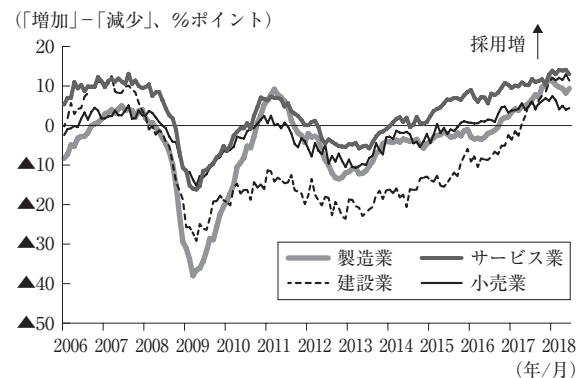
次に、家計部門では、これまで一人当たりの賃金が伸び悩むなかでも、雇用者数の増加がマクロでみた所得の押し上げに寄与してきた（図表7）。この結果、雇用者報酬の前年比伸び率は、足許で世界金融危機前以来の水準まで上昇している。ユーロ圏企業の採用見通しは業種にかかわらず、依然として世界金融危機前と並ぶ、あるいは上回る水準で推移しており（図表8）、先行きも雇用環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移する見通しである。

（図表7）ユーロ圏の雇用者報酬（前年比）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表8）ユーロ圏企業の採用見通し



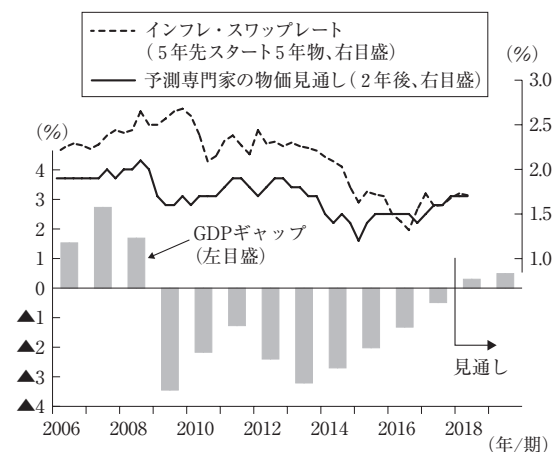
（資料）DG ECFIN “Business and consumer surveys”

（2）ECBは金融政策の正常化を慎重に模索

ユーロ圏景気の回復が続くなか、インフレ率が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払拭されつつある。実際、2018年にはユーロ圏のGDPギャップがプラス圏に

浮上すると予想されるなか、インフレ期待を示唆するインフレ・スワップレートや予測専門家調査の物価見通しも、持ち直しの動きが続いている（図表9）。

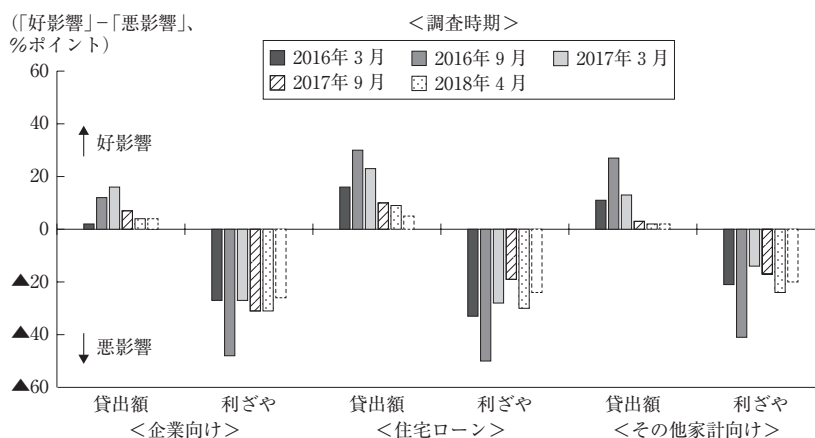
（図表9）ユーロ圏のGDPギャップとインフレ期待



（資料）欧州委員会「2018年春季経済予測」、ECB “Survey of Professional Forecasters”、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

一方、ECBの大規模な金融緩和が長期化するなかで、その副作用への懸念が高まっている。例えば、ドイツなど相対的に景気が堅調に推移している国では資産バブルへの警戒感が強まっているほか、域内全般において大規模な国債等の買い入れが市場機能の低下や財政規律の緩みを招くリスクもある。また、超低金利政策の長期化が銀行の収益環境の悪化に作用している。実際、ECBのアンケート調査によると、金利低下による貸出増加というプラスの効果を指摘する銀行が大きく減少する一方、利ざや縮小による負の影響を指摘する銀行が引き続き高水準で推移している（図表10）。

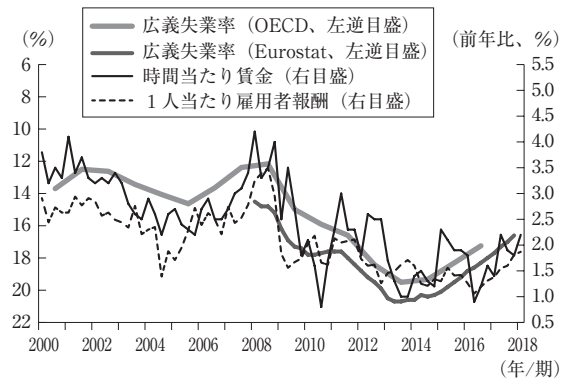
（図表10）マイナス金利政策の銀行経営への影響



（資料）ECB “Bank lending survey”を基に日本総合研究所作成
（注）各項目右端の点線棒グラフは2018年4月時点の6カ月先見通し。

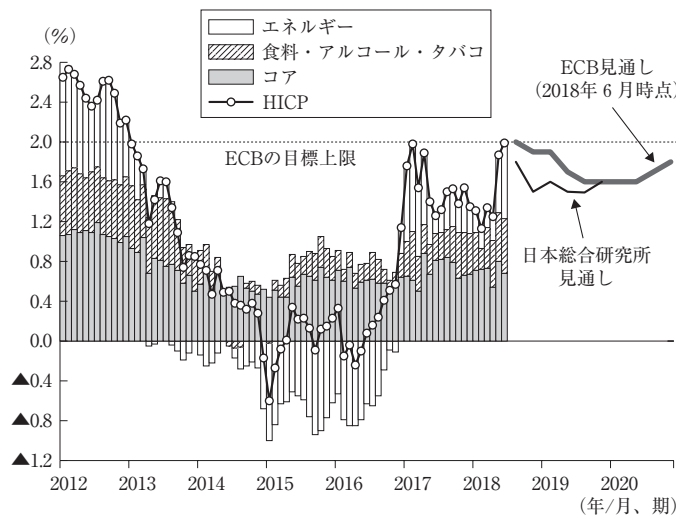
こうしたなか、ECBは、6月の理事会で本年末に資産買入を終了する方針を決定する一方、利上げには慎重姿勢を維持するなど、金融政策の正常化を慎重に模索している。ユーロ圏では、非自発的パートタイム労働者などを失業者とみなして算出した広義失業率が低下基調にあるものの、いまだリーマン・ショック前の水準に届いておらず、なお改善の余地が大きい(図表11)。賃金がようやく上向きに転じ、デフレ懸念は後退したとはいえ、依然として労働市場に「スラック」が残るなか、賃金面からの物価押し上げ圧力は緩慢にとどまっている。こうした状況下、インフレ率は、足許のエネルギー価格の上昇による上振れが一巡した後は、当面ECBの目標である2%弱を下回る水準で推移すると見込まれる(図表12)。ECBの目標に向けてインフレ率が本格的に上昇していくかどうかを見極めるにはなお時間を要し、利上げは2019年秋以降となる見通しである。

(図表11) ユーロ圏の広義失業率と賃金指標



(資料) Eurostat、OECDを基に日本総合研究所作成
 (注1) 広義失業率は、非自発的パートタイム労働者や求職意欲喪失者などを失業者とみなして算出。
 (注2) OECDとEurostatで広義失業率の算出方法が一部相違。

(図表12) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料) Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成

(3) イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず

ユーロ圏景気の底堅さが総じて増す一方、域内第3位の経済規模を持つイタリアで、相対的に景気回復の遅れが目立つ。実際、イタリアの実質GDPは依然として世界金融危機前を下回っているほか、失業率は10%を超える水準で高止まっている(図表13)。加えて、政府債務残高の対GDP比がユーロ圏でギリシャに次ぐ高水準にあるなど、財政面でも脆弱さが際立っている。

イタリアでは、①過剰な雇用コスト負担による企業の国際競争力の低下、②大量の不良債権を抱える

(図表13) ユーロ圏主要国の経済・政治に関する指標

(%, 実質GDP水準を除く)

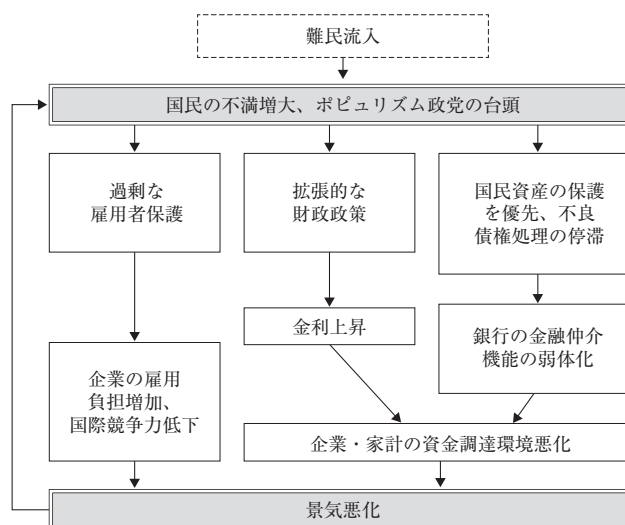
	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン
実質GDP水準 (2018年1～3月期、2008年=100)	112.8	109.1	96.4	103.5
実質GDP成長率(2017年)	2.2	2.2	1.5	3.1
失業率(2018年4月)	3.4	9.2	10.7	15.8
政府債務残高 (GDP比、2017年10～12月期)	64.1	97.0	131.8	98.3
銀行の不良債権比率 (ドイツは2016年末、イタリアは2017年6月末、その他は2017年末)	1.7	3.1	16.4	4.5
反EU・反移民政党の獲得議席 (直近選挙での下院議席割合)	23	6	58	20

(資料) Eurostat, ECB, IMFなどを基に日本総合研究所作成

銀行の貸し出し姿勢の慎重化、③財政不安による金利の高止まり、などが景気回復の重石となっている。これらの課題の解決には、労働市場改革や銀行への公的資金の注入、増税や歳出削減など、政治主導の抜本的な取り組みが求められ、本来なら強い政府が不可欠となる。しかし、景気の低迷や難民問題などから、むしろ既存体制への反発が拡大した。

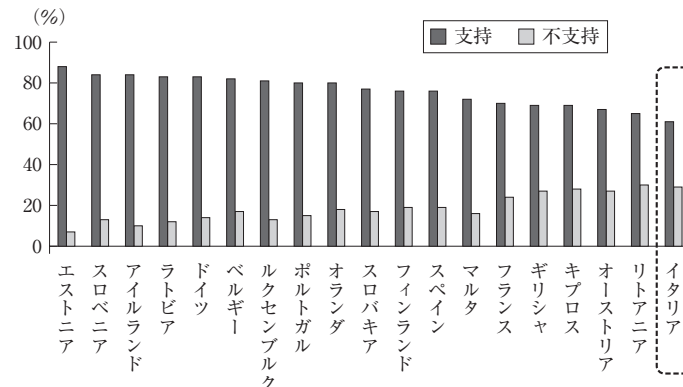
結果として、政治と経済の悪循環が深刻化し、2018年6月には反EU・反移民を掲げるポピュリズム政権が誕生した(図表14)。欧州委員会による世論調査によると、イタリア国民のユーロへの支持は域内で最も低いものの、水準は6割超と不支持の3割弱を大きく上回る(図表15)。このため、新政権の下でも、ユーロからの離脱といった事態は回避されるとみられるものの、政策の遂行にあたって国民受けの良さを重視するポピュリズム政権の下では、一時的にせよ痛みを伴う労働市場改革や不良債権処理の進展は期待し難い。

(図表14) 政治と経済をめぐる悪循環



(資料) 日本総合研究所作成

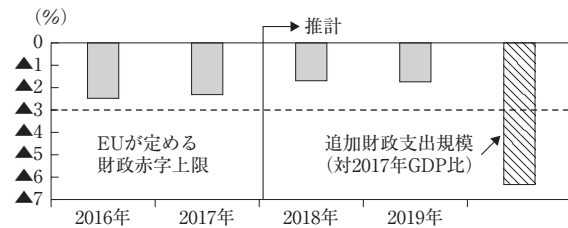
(図表15) ユーロへの支持意見割合 (2018年3月)



(資料) 欧州委員会 “Standard Eurobarometer 89”
 (注) 「ユーロを単一通貨とする欧州経済通貨同盟を支持するか」について聞いたもの。

加えて、新政権は大幅な減税や最低所得補償などの大規模な財政拡大を主張している。この公約の実現にはGDP比6%強の追加的な財政支出が必要とされており(図表16)、新政権が公約の実現に固執すれば、財政規律をめぐるEUとの対立の激化や財政不安などから金利が急騰し、深刻な金融システム不安を招く恐れがある。先行き、EUや金融市場からの圧力により、公約に掲げられていた拡張的な財政政策は規模の縮小を余儀なくされると見込まれるものの、いずれにしても新政権の財政政策はバラマキ色の強いものとなり、イタリアの中長期的な成長力強化に貢献しない公算が大きい。

(図表16) イタリアの財政赤字(対GDP比)



(資料) DG ECFIN、Osservatorio conti pubblici italianiを基に日本総合研究所作成
 (注1) 財政赤字は、2018年5月3日時点の欧州委員会の推計値。
 (注2) 追加財政支出規模は、政権公約をすべて実現した場合のOsservatorio conti pubblici italianiの推計値。

当面、イタリアは政治と経済をめぐる悪循環から脱せず、景気低迷が続く見通しである。

(4) 足並みの乱れが目立つ欧州統合深化への動き

イタリアでの反EU政権の誕生は、機運が高まりつつあった欧州統合深化の動きにも水を差すことになる。

世界金融危機、欧州債務危機から脱し、底堅い景気回復が続く現局面は、2度の危機を経て改めて重要性が認識されるようになった財政統合や銀行同盟などについて、各国の経済的な負担を抑制しつつ統合深化を進める好機といえる。実際、2017年3月には欧州委員会が、統合を進める国や分野のばらつきを一定程度許容する「マルチスピードの統合深化」を提起した。これを受けた主要国では、同シナリオを現実的かつ最善のシナリオとして位置付け、2018年以降の更なる統合深化へ向けた機運が高まっていた(図表17)。

(図表17) EU統合深化をめぐる最近の動向

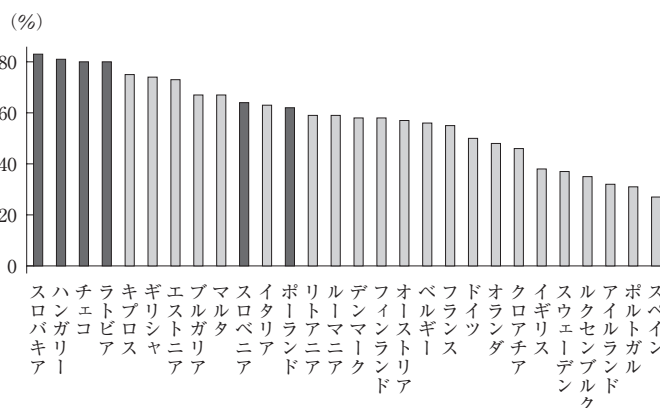
2017年	3月	EU	「欧州の将来に関する白書」を公表。一部の国で先行して統合を進める「マルチスピードの統合」を提起。
	9月	フランス	マクロン大統領がソルボンヌ大学で行った演説のなかで、投資や経済危機対応のためのユーロ圏共通予算や財務相の新設を提案（マクロン構想）。
	12月	EU	首脳会議にて、「欧州経済通貨同盟の深化に向けたロードマップ」を公表。欧州通貨基金や構造改革推進への予算措置の新設などを掲げる。
2018年	4月	ハンガリー	総選挙にて、反EU政党の「フィデス・ハンガリー市民連盟」が圧勝。6月に移民支援の罰則化法案を可決。
	6月	イタリア	五つ星運動と同盟が連立政権を樹立。財政規律や移民政策などをめぐってEUと対立する構え。
		ドイツ フランス	両首脳が会談し、ユーロ圏共通予算の創設などで合意。ただし、独世論では南欧への財政移転に反対する声が根強く、予算は小規模にとどまる可能性も。
		EU	首脳会議にて難民対策などを協議したものの、各国の対立は根深く、根本的な解決には至らず。

(資料) 各種報道等を基に日本総合研究所作成

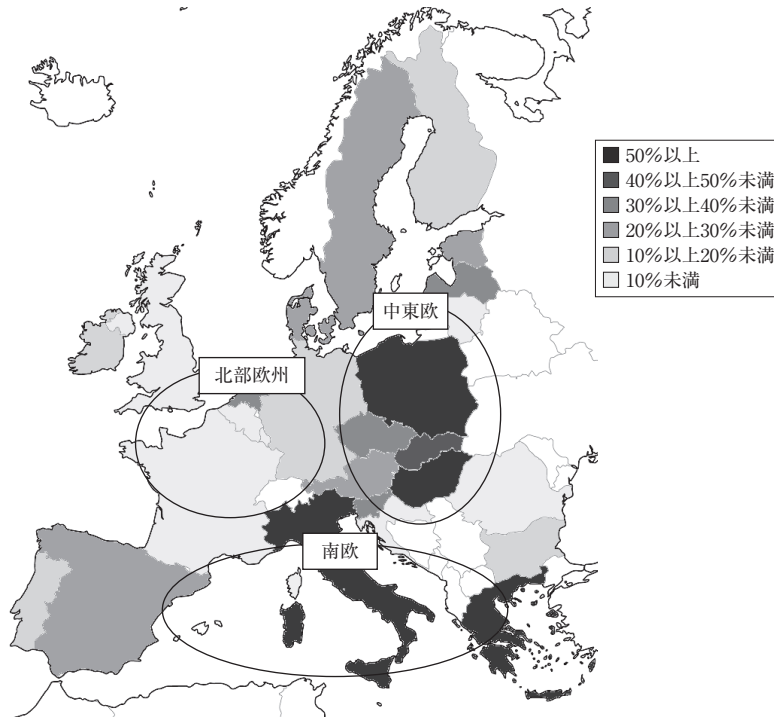
もともと、足許では、むしろ逆風が強まる状況にある。ハンガリーやポーランドといった中東欧諸国では、主要国が一方的に議論を主導することに警戒感を強めているほか、反移民感情の高まりを背景に反EU政党が勢力を拡大している（図表18、19）。加えて、マルチスピードの統合深化で先頭に立つことが期待される主要国でも、前述の通りイタリアで反EU政権が誕生した。この結果、EUの統合深化をめぐるのは、従来の「主要国」対「中東欧」の対立が一段と深まるとともに、新たに主要国間でも、ドイツ・フランスを中心とした「北部欧州」とイタリアを中心とした「南欧」の間に亀裂が生じている。欧州域内での対立の構図が複雑化するなか、当面、欧州統合深化の加速は困難になったといわざるを得ない。

統合が不完全な状態では、ユーロ圏経済は構造的な脆弱性を抱え続けることになり、何らかのきっかけで再び域内不均衡が問題化する恐れがある。例えば、ECBが金融政策の正常化を進めるなか、ユー

(図表18) EU圏外からの移民への拒絶意見（2018年3月）



(図表19) 各国の反EU政党の下院議席獲得割合



(資料) Sara B. Hobolt, "The 2014 European Parliament Elections: Divided in Unity?", 各種報道を基に日本総合研究所作成

口圏全体にとっては適切なスピードの正常化プロセスであっても、財政基盤や金融システムに脆弱さを抱える国にとっては荷が重く、景気への負の影響が大きくなる可能性がある。

(5) イギリスではBrexitめぐる不透明感が拭えず

イギリスとEUは2018年3月、2019年3月末にイギリスがEUを離脱した後も、2020年末まで移行期間を設けることで合意した。もっとも、依然としてBrexitをめぐる不確実性は払拭されておらず、そもそもイギリス政府のスタンスがいまだ定まっていない。イギリス議会では、早期の完全離脱を主張する強硬離脱派と、関税同盟への事実上の残留を模索する穏健離脱派の対立が先鋭化している。このため、政権基盤が脆弱なメイ政権がEU側と離脱協定で合意に達した場合でも、強硬派・穏健派双方からの圧力を受け、2019年3月末にかけての批准手続きは難航する公算が大きい。さらに、移行期間入り後の貿易協定等の交渉や締結も難航が不可避な情勢にある(図表20)。

(図表20) イギリス・EUのBrexit関連政治日程

日程		イベント等
2018年	3月22・23日 (EU首脳会議)	<ul style="list-style-type: none"> 移行期間をめぐる暫定合意を承認 EUが通商協議入りに向けた指針を採択
	10月18・19日 (EU首脳会議)	<ul style="list-style-type: none"> EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な「離脱協定」合意期限 Brexit後の通商関係の大枠を定めた「政治宣言」の策定
2018年11月～2019年3月		<ul style="list-style-type: none"> 欧州議会、イギリス議会での離脱協定の批准
2019年	3月29日	<ul style="list-style-type: none"> イギリスがEUから離脱
(移行期間：1年9カ月)		<ul style="list-style-type: none"> EUおよび第三国との貿易協定等の交渉・締結
2020年	12月末	<ul style="list-style-type: none"> 移行期間終了(貿易協定等の発効)

(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

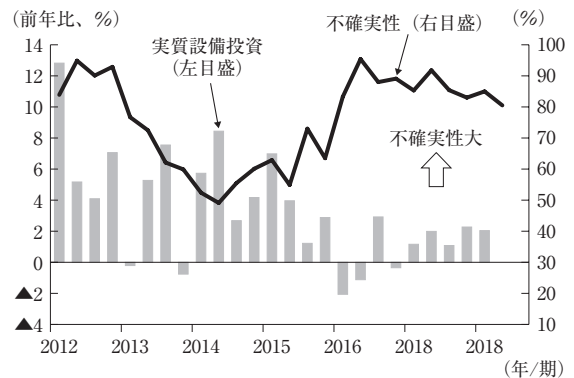
Brexitへの懸念を背景に景気の低迷が長

期化するなか、最終的には景気の底割れ回避に向けたメイ政権や強硬離脱派の譲歩により、新たな貿易協定を締結できないままEUからの離脱（クリフ・エッジ型のBrexit）を余儀なくされるといふ事態は回避されると見込まれる。もっとも、EUや第三国との交渉の早期決着は期待し難く、先行き不透明感がくすぶり続ける見通しである。

こうしたなか、イギリス経済は低成長が長期化すると予想される。企業部門では、不確実性の高まりを訴える企業が高水準で推移するなか、設備投資が伸び悩んでいる（図表21）。また、グローバル企業や投資家へのアンケート調査によると、近年、イギリスやロンドンの投資先としての魅力度は総じて低下傾向にある（図表22）。先行きも、Brexitをめぐる懸念が内外企業による投資の重石となる可能性が高い。

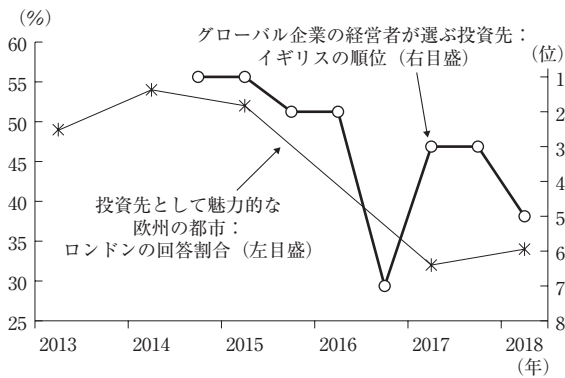
一方、家計部門では、労働需給の逼迫を受けた賃金の伸びの拡大や、ポンド安を主因とした物価高の一服などから、足許で実質賃金の伸びがプラス圏に浮上している（図表23）。このため、個人消費の一段の落ち込みは回避される見込みである。もっとも、Brexitへの懸念が消費者マインドの下押しに作用するため、力強い回復は期待できない。

（図表21）イギリス企業の不確実性と設備投資



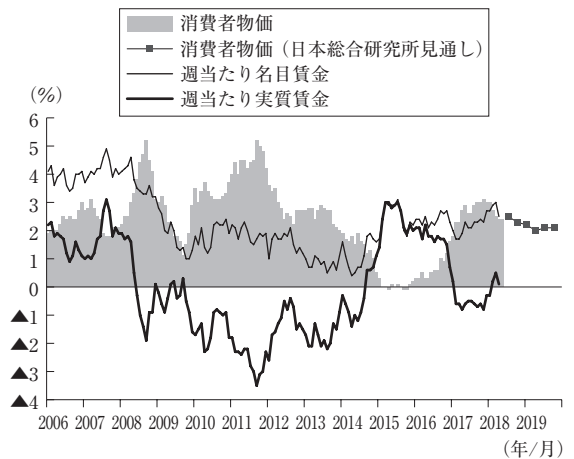
（資料）Deloitte “CFO Survey”、ONSを基に日本総合研究所作成
 （注）不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前3者の回答割合を合計。

（図表22）イギリス・ロンドンの投資先としての魅力度



（資料）Ernst & Young “Attractiveness Survey Europe”、“Global Capital Confidence Barometer”を基に日本総合研究所作成
 （注）魅力的な欧州の都市は、上位3都市を回答。

（図表23）イギリスの週当たり賃金と消費者物価（前年比）



（資料）ONSを基に日本総合研究所作成
 （注）賃金は賞与を除くベース。実質賃金は消費者物価で実質化。

3. 景気の見通し

(1) ユーロ圏

以上を踏まえ、2018～2019年の欧州経済を展望すると、ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、2017年のような輸出の大幅な伸びは期待し難い。一方、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は引

き続き底堅く推移すると見込まれる。これらの結果、ユーロ圏経済は、2017年の3%近い成長ペースからは減速するものの、1%台半ばとされる潜在成長率を上回る1%台後半の成長が続く見通しである(図表24、25)。ただし、主要国のなかでは構造改革が遅れるイタリアで、相対的に景気回復の遅れが目立つ格好となる。

(図表24) 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				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)	(予測)
実質GDP	2.7	3.0	2.9	2.8	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	2.4	2.1	1.7
個人消費	1.5	1.9	1.5	0.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
政府消費	0.5	1.9	1.8	1.1	0.1	1.4	1.3	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.2	1.1	1.3
総固定資本形成	0.5	8.3	▲1.2	5.5	2.0	3.5	3.4	3.2	3.0	3.1	3.3	2.7	3.2	3.2	3.2
在庫投資(寄与度)	▲0.3	0.5	▲0.2	▲0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
純輸出(寄与度)	1.9	▲0.7	2.1	1.6	▲0.6	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.6	0.3	▲0.1
輸出	6.6	4.6	6.3	9.1	▲1.6	2.7	3.3	3.0	3.0	2.8	2.8	2.6	5.3	3.4	2.9
輸入	2.6	6.6	2.0	6.2	▲0.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.2	4.3	3.0	3.4

(資料) Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

(図表25) 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				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)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.7	3.0	2.9	2.8	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	2.4	2.1	1.7
	消費者物価指数	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.7	1.8	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6	1.5
ドイツ	実質GDP	3.6	2.6	3.0	2.4	1.2	1.6	1.9	1.8	1.9	1.6	1.7	1.6	2.2	1.9	1.8
	消費者物価指数	1.9	1.6	1.7	1.7	1.4	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
フランス	実質GDP	3.1	2.7	2.8	2.7	0.6	1.4	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	2.2	1.8	1.5
	消費者物価指数	1.5	1.0	1.0	1.2	1.5	2.2	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.2	1.7	1.5
イギリス	実質GDP	1.6	0.9	1.4	1.4	0.9	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.8	1.3	1.5
	消費者物価指数	2.1	2.7	2.8	3.0	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	2.1	2.1	2.7	2.5	2.1

(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、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、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。こうした状況下、ECBの金融政策正常化は、緩やかなペースにとどまる見通しである。

(2) イギリス

一方、イギリスでは、2019年3月末のEU離脱に向けた協定や、移行期間入り後に本格化する新たな通商協定等の交渉は難航が予想され、Brexitをめぐる不確実性が根強く残ると予想される。それに根差した内外企業の投資や個人消費の低迷などから、景気回復ペースは緩慢にとどまり、1%台半ばの低成長が続く見通しである(前掲図表25)。

物価面では、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、Brexitをめぐる懸念が拭えないなか、ポンド相場の反転は想定し難い。先行きも、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残存し、インフレ率は2019年末にかけて2%前後への低下にとどまる見込みである。景気に力強さはないものの、BOEは物価高への警戒感を緩めておらず、今夏にも追加利上げに踏み切ると予想される。

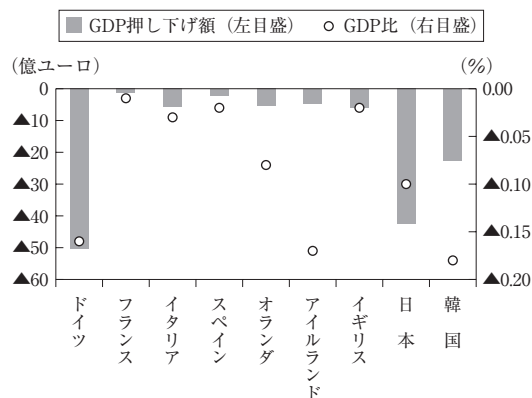
4. リスクシナリオ

以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、アメリカの保護主義の強まりと、欧州の政治不安の深刻化が想定される。

アメリカトランプ政権の保護主義の矛先は、中国だけでなく欧州にも向かいつつある。6月には、一時猶予されていた鉄鋼・アルミニウムの追加関税がEUにも適用されたほか、トランプ政権は新たに自動車や同部品の関税引き上げに向けた検討を開始している。とりわけ、自動車関税の引き上げはドイツの輸出に与える影響が大きい。ドイツのIfo経済研究所は、自動車・同部品の関税が25%引き上げられた場合、ドイツのGDPは約50億ユーロ押し下げられると試算している（図表26）。他のユーロ圏主要国への直接的な影響は相対的に小さいものの、ドイツ経済が減速すれば、同国と結びつきの深い周辺国への間接的なマイナス影響も無視できない。

また、欧州の政治不安も依然として払拭できていない。とりわけ、難民問題が政治不安再燃の引き金となるリスクがある。イタリアや中東欧では、難民に厳しい姿勢を示すポピュリズム政権が台頭しており、EU内での秩序立った難民対応が困難となりつつある。シリアやイラクなどの中東情勢の緊迫化や、エルドアン大統領が独裁色を強めるトルコとの関係悪化などを背景に、再び難民の流入が拡大すれば、イタリアや中東欧以外でも反EU・反移民を訴える勢力が勢いを取り戻す恐れがある。ちなみに、難民問題などを背景に、政治をめぐる先行き不透明感がイギリスのBrexitをめぐる国民投票前後や極右候補の躍進が懸念されたフランス大統領選前と同程度まで再び増大した場合、ユーロ圏の設備投資はメインシナリオ対比2~3%程度下押しされると試算される（図表27、28）。加えて、政治不安が深刻化すれば、消費者

（図表26）アメリカの自動車関税25%引き上げによる欧州主要国および日韓への影響



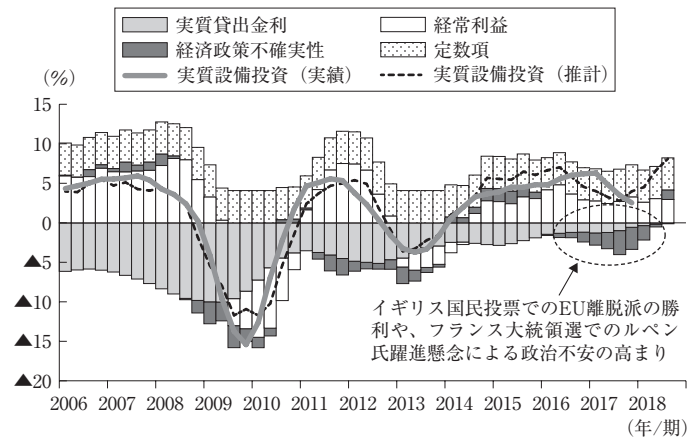
（資料）ifo Institute “US Tariffs on Cars would cost Germany Five Billion Euros”（2018年5月24日）

（図表27）欧州の経済政策不確実性指数



（資料）Economic Policy Uncertainty
 （注）経済政策不確実性指数は、経済政策の不確実性に関する新聞記事の数を基に算出された指数。

(図表28) ユーロ圏の実質設備投資の要因分解 (前年比)



(資料) Eurostat, ECB, Bloomberg L.P., Economic Policy Uncertaintyを基に日本総合研究所作成

(注1) 推計式は、 $\ln(\text{実質設備投資}) = 4.08(5.25) - 3.43 * \text{実質貸出金利}(-7.69) + 0.82 * \ln(\text{経常利益})(9.42) - 0.06 * \ln(\text{欧州の経済政策不確実性指数})(-3.46)$ $R^2=0.91$ 。〈 〉内はt値。推計期間は2005年1～3月期から2017年10～12月期。変数はすべて後方4四半期平均、ラグを3期に設定。Newey-West修正済。

(注2) 実質設備投資=企業部門名目総固定資本形成/設備投資デフレーター。実質貸出金利=100万ユーロ超・期間5年超の非金融企業向け最適優遇金利-5年先スタート5年物インフレスワップレート。

マインドの下振れによる個人消費の腰折れや、欧州の統合深化に向けた動きの大幅な後退も避けられなくなつてこよう。

(2018. 7. 9)