

欧州経済見通し

調査部

目 次

1. 欧州景気の現状

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

2. 欧州経済の先行きを展望するうえでのポイント

- (1) EU離脱派の勝利を受け、イギリス景気は大幅に減速へ
- (2) 政治に対する先行き不透明感の高まりがユーロ圏景気の重石に
- (3) 欧州債務危機の「負の遺産」が根強く残存
- (4) ECBの金融緩和策への期待と不安
- (5) ユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は大きく減速へ

3. 2016～2017年の欧州経済見通し

- (1) ユーロ圏
- (2) イギリス

4. リスク要因

要 約

1. ユーロ圏では、2014年半ば以降、個人消費を下支え役に緩やかな景気回復が続いているものの、その回復力は依然として力強さに欠ける状況にある。こうしたなか、今年6月に実施されたイギリスの国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、ユーロ圏でも景気に対する先行き懸念が急速に強まっている。
一方、イギリスでは、2015年末以降、EU離脱懸念の高まりを受け、企業・消費者マインドに弱含みの兆しがみられており、今回の国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、一段の景気の下振れが不可避な情勢にある。
2. 先行きを展望すると、イギリスでは、当面、政治・経済に対する先行き不透明感がくすぶり続けると見込まれる。企業部門では、設備投資に対する慎重姿勢の強まりや海外からの投資の減少、ロンドン・シティの国際金融センターとしての地位の低下などが懸念されるほか、家計部門でも、企業部門の新規採用や賃上げに対する慎重姿勢の強まりが雇用・所得環境の下押しに作用し、これまで堅調に推移してきた個人消費の伸びが大きく鈍化すると予想される。
3. 一方、ユーロ圏では、イギリスのEU離脱による貿易面を通じた負の影響は限られる見込みながら、これを契機に各国で台頭する反EUの動きが一段と勢いを増す恐れがある。こうしたなか、民間部門の過剰債務・不良債権など欧州債務危機の「負の遺産」や、ECBのマイナス金利政策の拡大を受けた銀行部門への懸念の高まりが景気の重石となる見込みである。さらに、政治・経済に対する先行き不透明感が急速に高まるなか、これまでユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は、大幅な減速を余儀なくされる公算が大きい。
4. 以上を踏まえ、2016～2017年のユーロ圏経済を展望すると、政治・経済に対する先行き不透明感の急速な高まりを背景に、2016年末にかけて1%を下回る成長ペースになると見込まれる。2017年入り後は、政府支出の拡大などとともに、個人消費や設備投資も緩やかに持ち直していくとみられるものの、2017年末にかけて1%台半ば前後の低成長が続く見通しである。
一方、イギリスでは、当面、企業・消費者マインドの大幅な悪化が避けられず、2016年末にかけて一時的な景気後退局面に陥ると予想される。その後は徐々に持ち直しに転じるものの、2017年末にかけて1%台半ばの成長ペースにとどまる見通しである。
5. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、欧州での政治不安の深刻化、および、新興国・資源国景気の一段の減速が想定される。

1. 欧州景気の現状

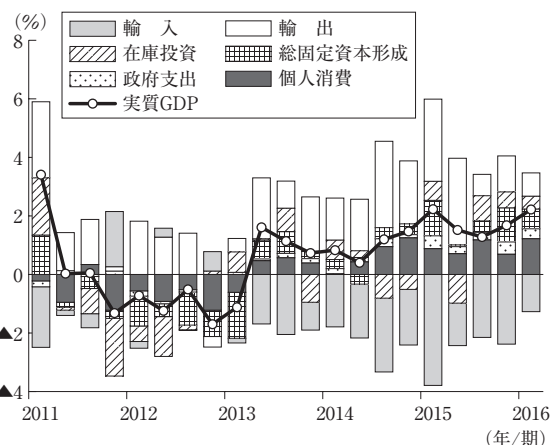
(1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、今春にかけて緩やかな回復が続いていたものの、足許で先行き懸念が強まっている。

ユーロ圏の実質GDPを需要項目別にみると、2015年半ば以降、新興国・資源国の減速を背景に輸出の伸びが鈍化する一方、2014年半ば以降に持ち直しの動きが本格化した個人消費が引き続き堅調に推移し、景気を下支えしている（図表1）。ユーロ圏では、2013年半ばにようやく失業率が低下傾向に転じ、雇用・所得環境の改善が進んだことに加え、2014年半ば以降の原油価格の下落による実質購買力の向上が、個人消費の回復に寄与してきた。

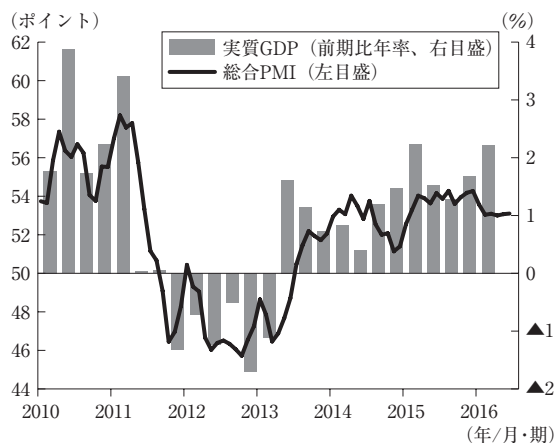
もっとも、ユーロ圏景気のリバウンド力は依然として力強さに欠け、足許ではむしろ頭打ち感が強まっている。2016年1～3月期の実質GDPこそ、前期比年率2.2%と高い伸びとなったものの、ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）は、2016年初めにやや水準を切り下げて以降、横ばい圏の動きが続いている（図表2）。加えて、6月23日に実施されたイギリスの国民投票でのEU離脱派の勝利は、ユーロ圏景気の先行き懸念を惹起している（図表3）。

（図表1）ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



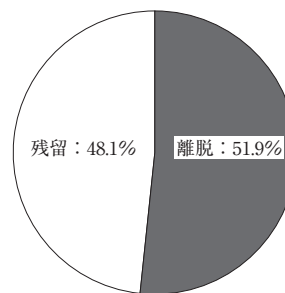
（資料）Eurostat

（図表2）ユーロ圏の実質GDPとPMI



（資料）Eurostat, Markit

（図表3）イギリスのEU離脱・残留を問う国民投票の結果（6月23日実施）

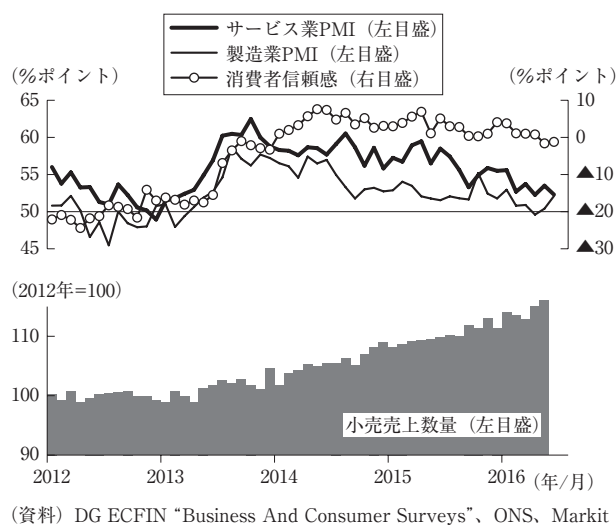


（資料）UK Electoral Commission “EU referendum results” を基に日本総合研究所作成

(2) イギリス

一方、イギリスでも、小売売上数量が堅調に推移するなど、家計部門が景気のリバウンドを牽引してきた。もっとも、2015年末以降、EU離脱派の優勢を伝える世論調査の結果などから、政治・経済に対する先行き不透明感が高まり、企業・消費者マインドともに弱含みの兆しがみられていた（図表4）。さらに、

(図表4) イギリスの小売売上数量と企業・消費者マインド



6月23日に実施された国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、景気の下振れ懸念が急速に強まっている。

2. 欧州経済の先行きを展望するうえでのポイント

欧州経済の先行きを展望するにあたり、まず、国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、大幅な景気の下振れが予想されるイギリス景気の先行きを展望したい。そのうえで、反緊縮・反移民を掲げる政治勢力の台頭などからユーロ圏各国で政治不安が高まるなか、イギリスのEU離脱がユーロ圏の政治不安をさらに助長するリスクを指摘する。

続いて、イギリスのEU離脱以外にユーロ圏が抱えていた景気の重石、すなわち、企業・家計部門の過剰債務や銀行部門の不良債権など欧州債務危機の「負の遺産」の存在や、ECBのマイナス金利政策の拡大による銀行部門への懸念の高まりについて詳しく考察する。そのうえで、最後に、これまでユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費の増勢が大きく鈍化するリスクについて言及する。

(1) EU離脱派の勝利を受け、イギリス景気は大幅に減速へ

イギリスでは、EU離脱の是非を問う国民投票での離脱派の勝利を受け、政治や経済の先行きに対する懸念が強まっており、景気的大幅な減速が避けられない情勢にある。

政治面では、キャメロン首相が辞意を表明し、今後はメイ内相が新保守党党首ならびに新首相に就くことが決まったものの、EU離脱派と残留派に分裂した与党保守党の今後の政権運営に不安が高まっている。また、残留を支持していた労働党でも、国民投票でのEU残留に向けた働きかけが不十分であったとしてコービン党首の不信任動議が可決されるなど、政党内での混乱が表面化している。経済面でも、実際にイギリスがEUを離脱するのは、イギリスが正式にEUに離脱を通告してから早くとも2年後となるものの、通商関係や各種規制などをめぐる新たなEUとの協定がどのような内容となるのかが見通せないなか、極めて先行き不透明感の強い状況に陥っている。

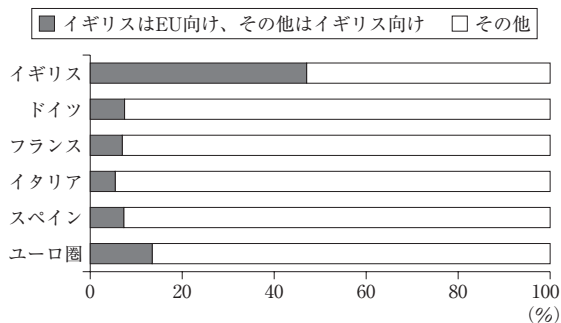
こうした状況下、企業部門では、設備投資の先送りや、新規採用・賃上げ姿勢の慎重化が進むと見込

まれるほか、海外からイギリスへの投資の減少も避けられない。とりわけ、製造業では、イギリスの輸出全体に占めるEU向けの割合は5割弱と大きく、EUとの貿易協定をめぐる先行き不透明感の高まりや、関税・事務コスト面での負担拡大懸念などが、新規投資の抑制につながるほか、他のEU諸国への工場の移転などを招く恐れがある（図表5）。

また、世界的な金融センターを有するというイギリス経済の強みも失われかねない。イギリスで銀行免許を取得すればEU全域で営業できるという「シングル・パスポート」を失う事態となれば、先行きロンドン・シティの国際金融センターとしての地位の低下が避けられず、金融関連サービスにかかわる企業活動の縮小がイギリス経済に無視できない影響を及ぼすだろう。とりわけ、国際的な金利の店頭デリバティブ取引や外国為替取引では、イギリスが4～5割のシェアを占めており、先行き、欧州を代表する金融市場としての地位が危ぶまれることとなれば、こうした取引の他のEU加盟国への流出が加速する恐れがある（図表6）。

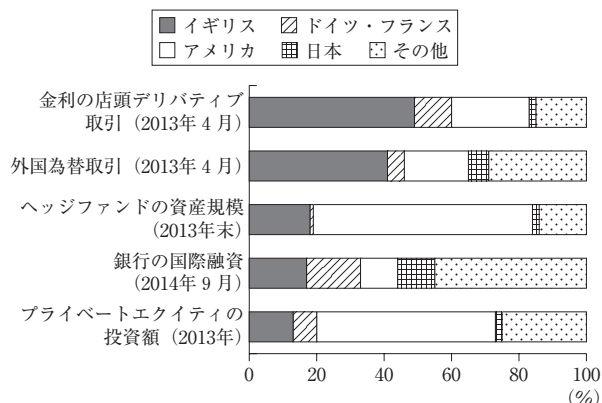
家計部門では、企業活動の落ち込みを受け、これまで個人消費の押し上げに寄与してきた雇用・所得環境の改善に急ブレーキがかかると予想される。イギリスの消費者マインドを詳しくみると、2015年半ば以降、EU離脱懸念の高まりなどから経済情勢や失業者数に対する見方が悪化する一方で、所得環境の改善や住宅価格の上昇などを背景に家計の財政状況や貯蓄余力に対する見方が底堅く推移することで、消費者マインドの悪化が回避されてきた（図表7）。今後はこれらの下支えを失うことで、消費者マインドが大きく悪化する恐れがある。さらに、これまでイギリスに流入していた海外からの投資資金の逆流を受けた住宅価格や株価の下落が、逆資産効果として消費抑制に作用するほか、ポンド安に伴う物価上昇が実質購買力の低下を招き、個人消費の伸びは大きく鈍化すると見込まれる。

（図表5）イギリスのEU向け、ユーロ圏主要国のイギリス向け輸出のウエート（2015年）



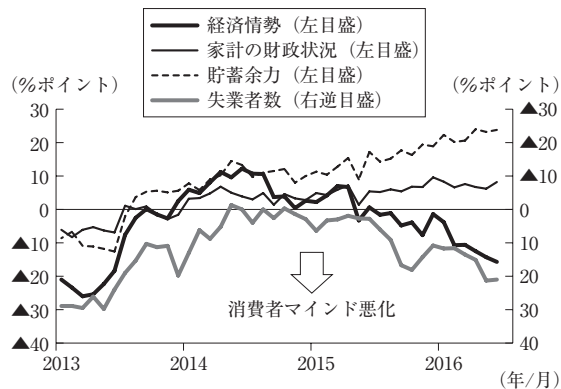
（資料）Eurostat、各国統計局を基に日本総合研究所作成
（注）ユーロ圏は、ユーロ圏外向け輸出に占めるイギリスの割合。

（図表6）国際金融取引におけるイギリスのシェア



（資料）TheCityUK “KEY FACTS about the UK as an international financial center” (2015年7月)

（図表7）イギリスの消費者マインド

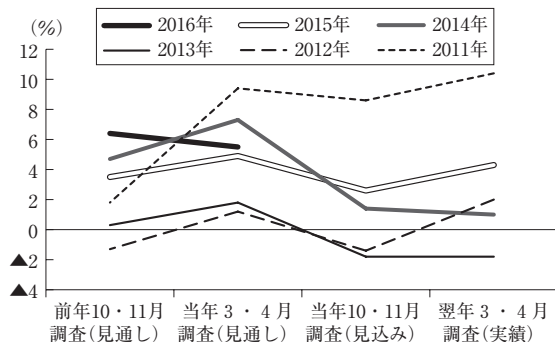


（資料）DG ECFIN “Business And Consumer Surveys”
（注）いずれも先行き1年間の見通し。

おり、年初以降の金融市場の混乱に加え、政治不安の高まりがその一因になっていると推測される（図表10）。

ユーロ圏各国では、今後も総選挙などの重要な政治イベントが予定されている。極右・極左政党台頭への警戒感が強まるなか、当面、政治に対する先行き不透明感の高まりがユーロ圏景気の重石となり続ける見通しである（図表11）。

（図表10）ユーロ圏企業の設備投資計画（前年比）



（資料）DG ECFIN “Business And Consumer Surveys” を基に日本総合研究所作成

（図表11）ユーロ圏の主な政治日程

日程	イベント	争点・展望
2016年	10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進める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
	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
	8～10月	ドイツ：総選挙 反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択肢」の台頭
2018年	2月	イタリア：議会選挙 反EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等の台頭

（資料）各種報道を基に日本総合研究所作成

（3）欧州債務危機の「負の遺産」が根強く残存

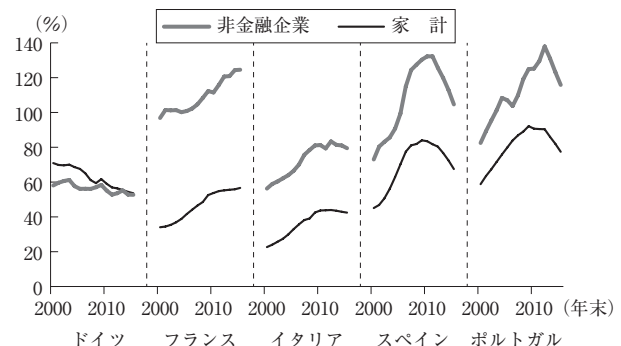
ユーロ圏では、足許で急速に高まる政治不安に加え、2010年前後に起こった欧州債務危機の「負の遺産」が、依然として景気の重石となっている。

危機に見舞われた一部の国では、民間部門の過剰債務に削減の動きがみられるものの、総じてみれば各部門で積み上がった過剰債務の削減や銀行の不良債権処理に遅れがみられる。

家計部門や非金融企業の抱える債務残高の推移をみると、2010年前後にかけて債務残高の対GDP比が急速に上昇していたスペインやポルトガルで徐々に調整が進展している一方、フランスやイタリアでは、家計部門・非金融企業ともに依然として債務残高の高止まりが続いており、バランスシート調整圧力が根強く残る状況にある（図表12）。

銀行部門では、後述するECBのマイナス金利政策による収益環境の悪化などもあり、足許で不良債権処理の遅れへの懸念が再び強まっている。主要国の銀行の不良債権比率をみると、イタリアやポルトガルで高止まりが続いているほか、低下傾向にあるスペインでも依然として債務危機前を上回る水準にある（図表13）。政治的不安定さや、投資家に損失を負担させるというEUのルールなどから、公的資金

（図表12）ユーロ圏主要国の家計・非金融企業の債務残高（対GDP比）



（資料）ECB “Quarterly Sector Accounts” を基に日本総合研究所作成
（注）家計債務は借入、企業債務は借入+債券。

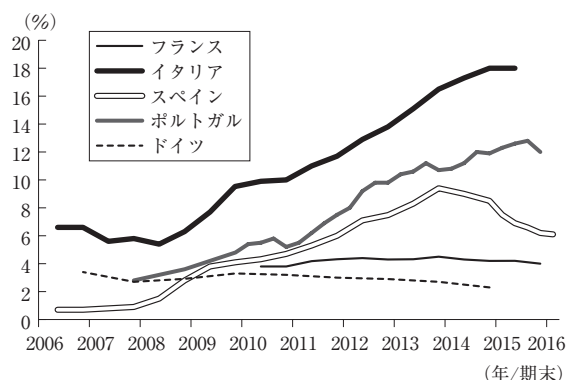
投入などの政府主導の抜本的な不良債権処理や問題銀行の再編・統合の加速は期待し難く、当面、銀行部門に対する懸念がくすぶり続けると見込まれる。

過剰債務の調整圧力や銀行部門の脆弱さは、債務危機後のユーロ圏の住宅投資や設備投資の低迷の一因となってきた。実際、ユーロ圏の実質GDPを需要項目別にみると、個人消費が世界金融危機前（2008年1～3月期）の水準を回復する一方、住宅投資や設備投資は依然として金融危機前を1～2割程度下回る水準にある（図表14）。

先行きも、こうした欧州債務危機の「負の遺産」が重石となり、住宅投資や設備投資の回復は力強さを欠く状態が続く見通しである。

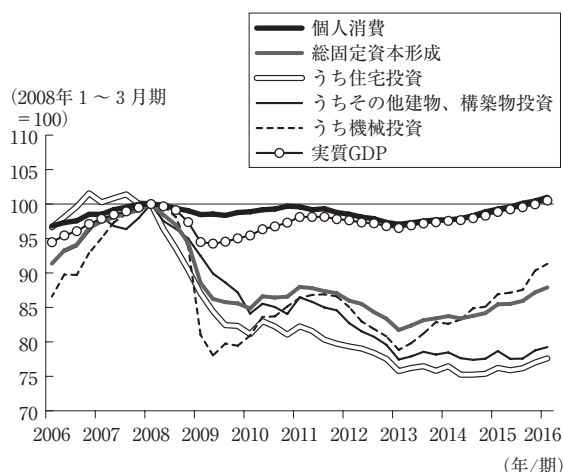
一方、民間部門がバランスシート調整を余儀なくされると同時に、欧州債務危機を契機に各国政府が財政緊縮を強化したことが、デフレ圧力の強まり等を通じて、民間部門の調整を困難化させる一因となってきた。ただし、2015年以降、欧州委員会が緊縮一辺倒ではなく、成長にも配慮した財政運営を許容する方針に転じたことなどから、重債務国を含め緊縮圧力は緩和方向にある（図表15）。各国とも財政健全化を目指す方向に変わりはないものの、先行き過度な財政緊縮が景気の下押し圧力となる状況は回避され、民間部門の調整を促進させると期待される。

（図表13）ユーロ圏主要国の銀行の不良債権比率



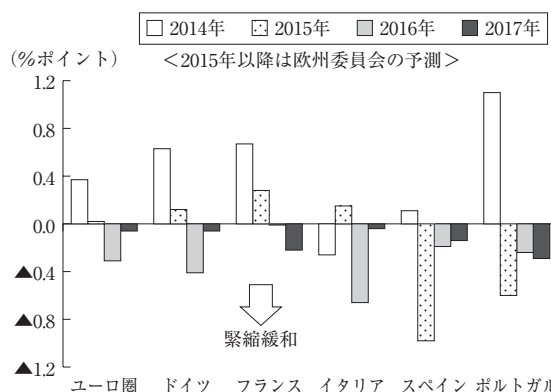
（資料）IMF “Financial Soundness Indicators”

（図表14）ユーロ圏の実質GDP（需要項目別）



（資料）Eurostatを基に日本総合研究所作成

（図表15）ユーロ圏主要国の財政緊縮度合い



（資料）欧州委員会 “Spring 2016 Economic Forecast”を基に日本総合研究所作成

（注）各国の構造的財政収支（対GDP比）の前年差を图示。プラスの場合は「緊縮強化」、マイナスの場合は「緊縮緩和」と想定。

（4）ECBの金融緩和策への期待と不安

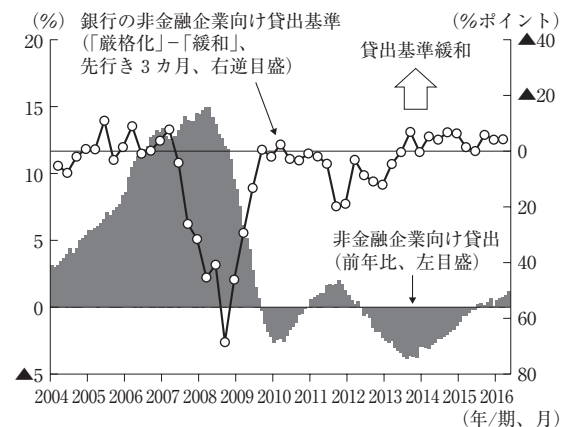
以上のような欧州債務危機の「負の遺産」や、新興国景気の減速などがユーロ圏景気の重石となるなか、ECBはデフレ回避に向け、積極的な金融緩和策を講じてきた。具体的には、2014年6月に預金フ

ァシリティ金利を▲0.1%に引き下げマイナス金利政策を導入し、2015年3月には国債の買入を開始した。その後も、マイナス金利や資産買入規模の拡大、長期資金供給オペの拡充に踏み切るなど、相次いで金融緩和策の強化に動いている。ユーロ圏各国が総じて財政健全化を求められ、財政面からの景気の押し上げが期待し難い状況下、ユーロ圏ではECBの金融政策への期待が従来以上に高まっている。もっとも足許では、そうした期待の一方、一部でECBの積極的な金融緩和の副作用も顕在化しつつある。

間接金融のウエートの大きいユーロ圏では、ECBの金融緩和は主に銀行融資の拡大を通じて景気・物価に影響を及ぼすことになる。そこで、銀行貸出をめぐる状況を確認すると、2015年半ば以降、新興国景気の減速やそれを受けた金融市場の混乱などが懸念されながらも、銀行の非金融企業向け貸出基準は「緩和」超で推移している（図表16）。2015年半ばにかけて減少が続いていた貸出残高も、ようやく前年比プラスに転じており、ECBの金融緩和策の効果が徐々に顕在化し始めていると評価できる。

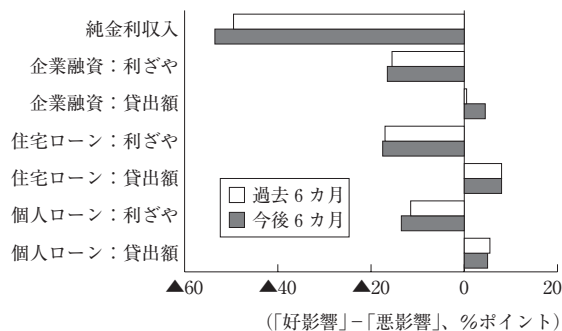
もっとも、貸出残高の増加幅は、依然として過去に比べて極めて小幅にとどまっており、足許では、むしろマイナス金利政策の拡大が銀行の収益環境の悪化を招くとの懸念が急速に高まっている。実際、マイナス金利政策の導入に関する銀行を対象としたアンケート調査では、「金利の低下が貸出額に好影響を与える」と見込む銀行よりも、「利ざやの縮小を懸念する」銀行が目立つ（図表17）。こうした状況下、かねてよりくすぶっていた不良債権問題に、マイナス金利政策の拡大による銀行経営への圧迫懸念が加わり、昨年末以降、銀行株が大きく低下している（図表18）。銀行株の低迷は、昨年末以降の欧州株の大幅な下落とその後の緩慢な持ち直しの主因となっており、消費者マインドを押し下げる一因となっている。

(図表16) ユーロ圏の非金融企業向け貸出と銀行の貸出基準



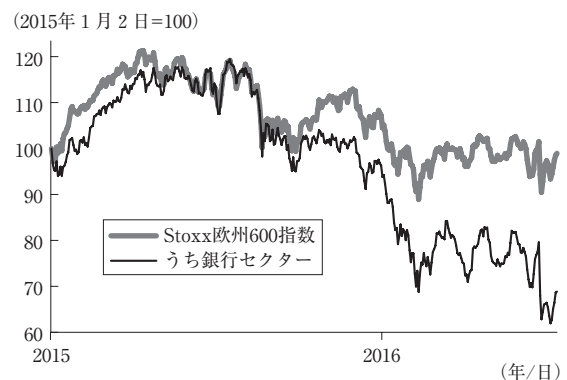
(資料) ECB “Bank lending survey”, “Monetary aggregates”を基に日本総合研究所作成

(図表17) ECBのマイナス金利政策による銀行への影響



(資料) ECB “Bank lending survey”を基に日本総合研究所作成
(注) 2016年3月調査。

(図表18) Stoxx欧州600指数



(資料) Bloomberg L.P.

ちなみに、家計の物価見通しや市場に織り込まれた期待インフレ率は、ECBが相次いで金融緩和策を拡大するなかでも、依然として明確な持ち直しの動きがみられない（図表19）。デイスインフレが続くなか、今後もECBに対する追加緩和期待が高まる可能性があるものの、マイナス金利政策の負の影響等を踏まえると、ECBは一段の利下げに慎重にならざるを得ない状況にある。ECBの金融緩和による景気や物価の押し上げ効果を高めるうえでも、銀行の不良債権処理の迅速化など政策面での対応が不可欠といえる。

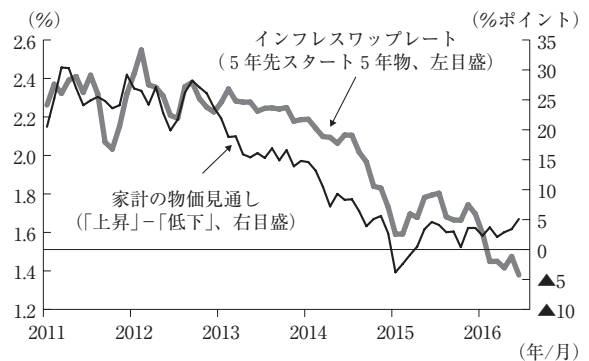
(5) ユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は大きく減速へ

ユーロ圏では、新興国景気の減速などから外需が伸び悩むなか、個人消費が景気の下支え役を担ってきた。もっとも、2015年末以降、小売売上数量の増勢に鈍化の動きがみられる（図表20）。今後は、これまでにみえてきた政治不安の高まりや株価の低迷による消費者マインドの下振れを通じて、個人消費への下押し圧力が徐々に強まっていく見通しである。

これまでのユーロ圏の個人消費の回復は、雇用・所得環境の改善と、原油価格の下落に伴うインフレ率の低下を受けた実質購買力の向上を背景としたものであった。実際、ユーロ圏の実質雇用者報酬を要因分解すると、一人当たり雇用者報酬が小幅な伸びにとどまるなか、雇用者数の伸びの拡大や物価上昇による購買力低下圧力の減衰が、実質的な所得環境の改善に寄与している（図表21）。もっとも、この両者の所得押し上げ効果は、今後弱まっていく公算が大きい。

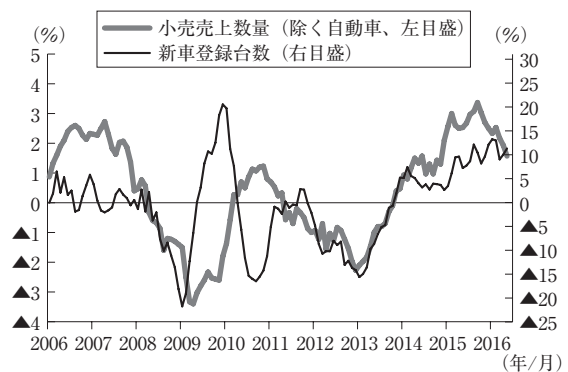
まず、雇用者数の伸びをめぐっては、2015年末以降、企業の採用見通しの「増加」超幅が縮

(図表19) ユーロ圏の家計の物価見通しと期待インフレ率



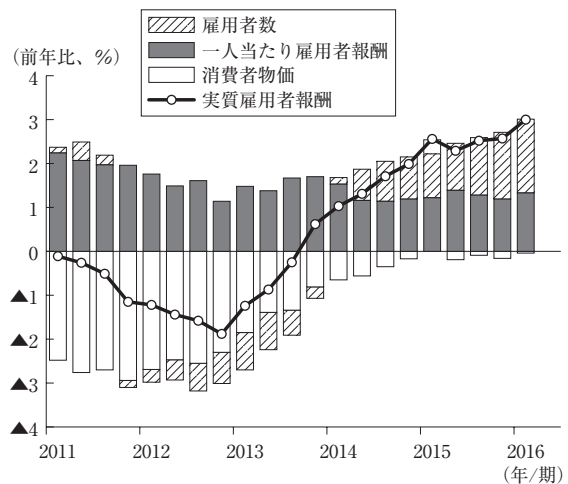
(資料) DG ECFIN “Business & Consumer Survey”, Bloomberg L.P.

(図表20) ユーロ圏の小売売上数量と新車登録台数 (3カ月移動平均、前年比)



(資料) Eurostat, ACEA (欧州自動車工業会)

(図表21) ユーロ圏の実質雇用者報酬



(資料) Eurostatを基に日本総合研究所作成

小に転じている（図表22）。足許にかけて失業者数は順調に減少しているものの、今後はイギリスのEU離脱をめぐる先行き不透明感の高まりによるユーロ圏企業の採用姿勢の慎重化も予想され、失業者数の減少幅の縮小や雇用者数の伸びの鈍化が懸念される。また、物価については、2016年初めを底に原油価格が上昇傾向にあり、コアインフレ率が伸び悩むなかでも、エネルギー価格の持ち直しを背景に消費者物価の上昇率は徐々に高まってくると見込まれる。

加えて、先行き消費者マインドの悪化も懸念される。2016年初め以降、消費者の経済情勢に対する慎重な見方が増しており、銀行株の低迷を主因とした株価の回復の遅れや、ポピュリズム政党の台頭を受けた政治に対する先行き不透明感の高まりが、すでに消費者マインドの下押しに作用し始めている様子がうかがわれる（図表23）。さらに今後は、イギリスの国民投票でのEU離脱派の勝利を受けた金融市場の混乱や政治不安の一段の高まりが、消費者マインドの新たな下押し圧力になると見込まれる。足許の政治・経済情勢を踏まえると、株価の大幅な持ち直しや政治不安の早期払拭は期待し難く、当面、株価の低迷や政治情勢への懸念が消費者マインドの重石となり続ける可能性が高い。

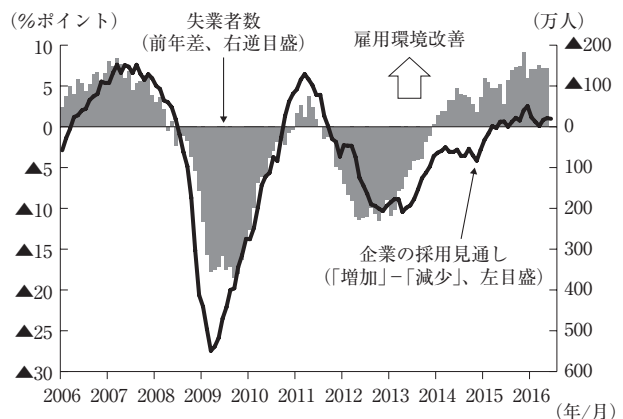
以上のように懸念材料が少なくないなか、ユーロ圏の個人消費がこれまでのような増勢を維持するのは困難と予想される。すなわち、これまでユーロ圏景気の下支え役を担ってきた個人消費の増勢の鈍化を受け、ユーロ圏景気の低迷は一段と長期化する公算が大きい。

3. 2016～2017年の欧州経済見通し

(1) ユーロ圏

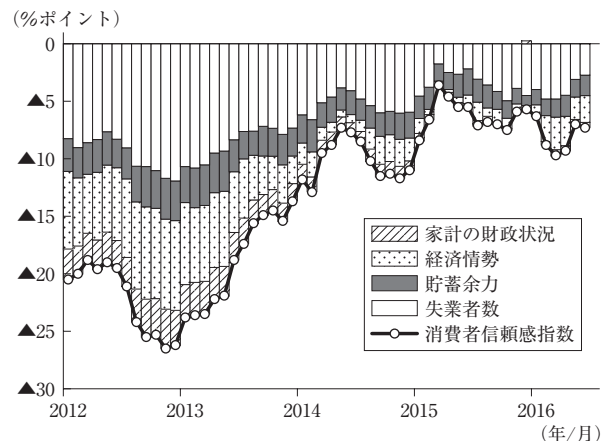
以上を踏まえ、2016～2017年の欧州経済を展望すると、ユーロ圏景気は、ECBの積極的な金融緩和や原油価格の低位安定、海外景気の持ち直しなどが下支えに作用すると見込まれる。もっとも、イギリスの国民投票でのEU離脱派の勝利を受けた金融市場の混乱や、政治に対する先行き不透明感の一段の

（図表22）ユーロ圏の失業者数と企業の採用見通し



（資料）Eurostat, DG ECFIN “Business & Consumer Survey”を基に日本総合研究所作成
 （注）採用見通しは、鉱工業・サービス業・建設業・小売業の各数値を経済センチメント指数のウェイトに基づいて合成。

（図表23）ユーロ圏の消費者マインド



（資料）DG ECFIN “Business & Consumer Survey”を基に日本総合研究所作成
 （注）いずれも、先行き12カ月の見通し。

高まりが、企業・消費者マインドの下押し要因となる。加えて、欧州債務危機の「負の遺産」である南欧諸国を中心とした過剰債務の調整圧力が引き続き景気の下押しに作用するほか、不良債権問題やECBのマイナス金利政策の拡大による銀行部門の収益環境の悪化等を受けた金融セクターの脆弱性が景気の重石となる。

こうした状況下、実質所得の伸び悩みやマインドの悪化を受け、これまで景気のけん引役となってきた個人消費の増勢が大きく鈍化するほか、企業の投資に対する慎重姿勢が強まるなか、2016年末にかけては1%を下回る成長ペースになると見込まれる。2017年入り以降は、金融市場の混乱の一服や政府支出の拡大とともに、個人消費や設備投資も緩やかに持ち直していくとみられるものの、ユーロ圏全体では、2017年末にかけて1%台半ば前後の低成長が続く見通しである（図表24、25）。

（図表24）ユーロ圏経済見通し

	（季調済前期比年率、%）								（前年比、%）		
	2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(実績)	(予測)							(実績)	(予測)	
実質GDP	2.2	0.6	▲0.1	0.8	1.2	1.3	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
個人消費	2.2	0.8	▲0.4	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	1.7	1.3	0.6
政府消費	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0	1.8	2.2	2.0	1.3	1.7	1.9
総固定資本形成	3.4	2.7	0.8	1.2	1.7	1.8	2.0	1.9	2.9	2.8	1.6
在庫投資（寄与度）	0.4	▲0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	0.2	▲0.0
純輸出（寄与度）	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.1	▲0.5	▲0.0
輸出	1.7	2.0	2.2	2.7	3.3	3.2	3.4	3.4	5.3	2.4	3.0
輸入	3.0	2.9	3.2	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	6.1	3.8	3.3

（資料）Eurostatなどを基に日本総合研究所作成

（図表25）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、%）		
		2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
		(実績)	(予測)							(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.2	0.6	▲0.1	0.8	1.2	1.3	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
	消費者物価指数	0.0	▲0.1	0.4	0.7	1.3	1.1	1.2	1.3	0.0	0.3	1.2
ドイツ	実質GDP	2.7	0.6	0.1	1.0	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.3	1.1
	消費者物価指数	0.1	0.0	0.5	0.8	1.4	1.0	1.3	1.3	0.1	0.4	1.3
フランス	実質GDP	2.6	0.5	▲0.0	0.5	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	0.7
	消費者物価指数	0.0	0.1	0.4	0.7	1.2	0.9	1.2	1.2	0.1	0.3	1.1
イギリス	実質GDP	1.8	1.6	▲0.6	▲0.4	0.3	1.2	1.5	1.5	2.2	1.5	0.5
	消費者物価指数	0.3	0.2	0.4	0.9	1.6	1.4	1.9	2.1	0.0	0.5	1.8

（資料）Eurostat、ONSなどを基に日本総合研究所作成

ユーロ圏のインフレ率は、原油価格下落の影響が一巡するにつれて、プラス幅が拡大していくと予想される。もっとも、景気の回復力が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を大きく下回る水準での推移が長期化すると見込まれる。

(2) イギリス

イギリスでは、国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、政治・経済をめぐる先行き不透明感が大きく高まる状況下、当面、企業・消費者マインドの大幅な悪化が避けられず、2016年末にかけて一時的な景気後退局面に陥ると予想される。その後は、金融市場の混乱の一服やEUとの離脱交渉の進展に伴う先行き不透明感の緩和などから、徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、2017年末にかけて1%台半ばの成長ペースにとどまる見通しである（前掲図表25）。

イギリスのインフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安の進行による物価押し上げ圧力が徐々に高まっていくと見込まれる。

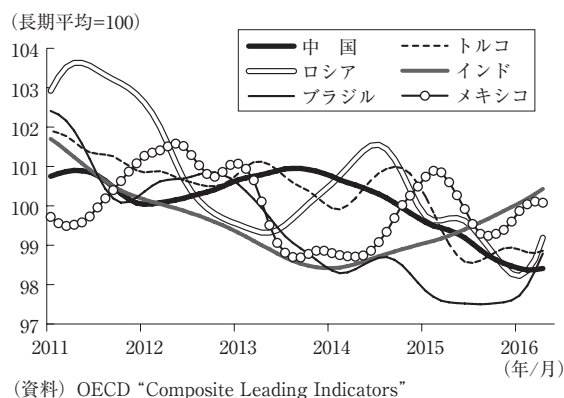
4. リスク要因

以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクとして、欧州での政治不安の深刻化、および、新興国・資源国景気の一段の減速を指摘したい。

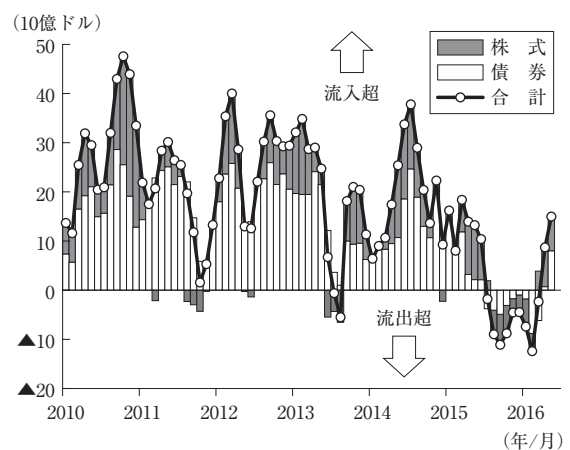
欧州では、今後予定される国政選挙で、反EUを掲げる政党が伸長し、政治の主導権を握る可能性がある。こうした状況下、他のEU加盟国でも、イギリスと同様にEU離脱の是非を問う国民投票が実施されることとなれば、欧州における政治不安が深刻化する恐れがある。また、イギリスとEUとの離脱交渉の過程で、EU側が金融市場の混乱や景気の下振れ圧力に配慮するあまり、新たな貿易協定の内容などをめぐってイギリスに譲歩する姿勢を示した場合、むしろ他のEU加盟国の反EU勢力を勢いづかせるリスクがある点には留意が必要である。

一方、2015年半ば以降、減速傾向が続いていた新興国・資源国景気をめぐっては、足許で景気の一段の下振れ懸念は和らぎつつある。実際、主な新興国・資源国のOECD景気先行指数に底入れの動きがみられるほか、2016年春先以降、新興国からの投資資金の流出にも歯止めがかかっている（図表26、27）。もっとも、中国やブラジルなどでは、OECD景気先行指数が依然として長期平均を大きく下回るなど、脆弱性が残る。こうした状況下、イギリスのEU離脱をめぐる混乱による投資家のリスク回避姿勢の強まりや、FRBの追加利上げなどを契機に、新興国・資源国からの投資資金の流出や原油安が想定以上

(図表26) 主な新興国・資源国のOECD景気先行指数



(図表27) 新興国の投資資金流出入（3カ月平均）



に進み、再び新興国・資源国景気が大きく減速する懸念は払拭されていない。メインシナリオでは、新興国・資源国景気の減速による欧州の輸出に対する下押し圧力は徐々に減衰していくと見込んでいるものの、新興国・資源国景気が再び下振れば、輸出の低迷が長期化する恐れがある。

副主任研究員 藤山 光雄

(2016. 7. 13)