

《2017～18年欧州経済見通し》

2017年7月4日
No.2017-002

ユーロ圏経済に残る脆弱さと 混迷するBrexitの行方

～ ユーロ圏は低成長持続、英国は減速明確化 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

◆ユーロ圏景気は、足許で回復基調が強まっているものの、高成長の持続性には疑問符。失業率の低下が続くなかでも、労働市場に残る「スラック」の存在が賃金の伸びを抑制。物価上昇による実質所得に対する下押し圧力も相まって、個人消費は緩慢な回復が続く見込み。また、イタリアやフランスがユーロ圏景気の足かせに。労働市場改革への取り組みが遅れる両国では、外需回復の恩恵を十分に享受できないほか、失業率の低下ペースが緩慢にとどまり、内需回復の重石に。加えて、イタリアでは政治・金融面への懸念が企業活動を抑制。

◆EU統合をめぐるっては、ドイツ・フランスに「マルチスピードの統合深化」への気運が高まる状況。もっとも、主要国の間にも、経済環境や国民の意識の面で大きな隔たりがあり、議論が加速するかどうかは予断を許さず。

◆一方、英国では、個人消費の減速を主因に成長ペースが大きく鈍化。先行きも、賃金が伸び悩むなかでの大幅な物価上昇が、個人消費の重石となり続ける見込み。企業部門でも、Brexitをめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、設備投資の本格回復は期待薄。

◆Brexitをめぐる交渉では、メイ首相の政権基盤の弱体化や想定以上の景気減速などから、英国が柔軟姿勢に転じ、ハードBrexitは回避されると予想。ただし、Brexitをめぐる不透明感を払拭できない状況が長期化。加えて、Brexitによる移民の抑制や投資の低迷が、英国の中期的な成長力の低下を招く可能性。

◆以上を踏まえ景気の先行きを展望すると、ユーロ圏では、個人消費の伸び悩みやイタリア・フランス景気の回復の遅れなどから、1%半ばから後半を中心とした緩慢な成長が続く見込み。また、英国では、Brexitをめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資の低迷を背景に、1%台前半の成長ペースへ減速する見通し。

◆上記メインシナリオに対するリスクとしては、イタリア政治の混乱、英国のハードBrexit、海外景気の減速、の3つを想定。

< 目 次 >

| | |
|-----------------------------|---|
| 1. 景気の現状 | 1 |
| 2. 欧州経済のポイント | 2 |
| (1) ユーロ圏個人消費の伸び悩み | |
| (2) 足枷となるイタリアとフランス | |
| (3) 転換点を迎えるECBの金融政策 | |
| (4) EUの統合深化をめぐる期待と課題 | |
| (5) 英国内需は低迷が本格化 | |
| (6) ハードBrexitは回避も、英国の成長力は低下 | |
| 3. 見通し | 8 |
| 4. リスクシナリオ | 9 |

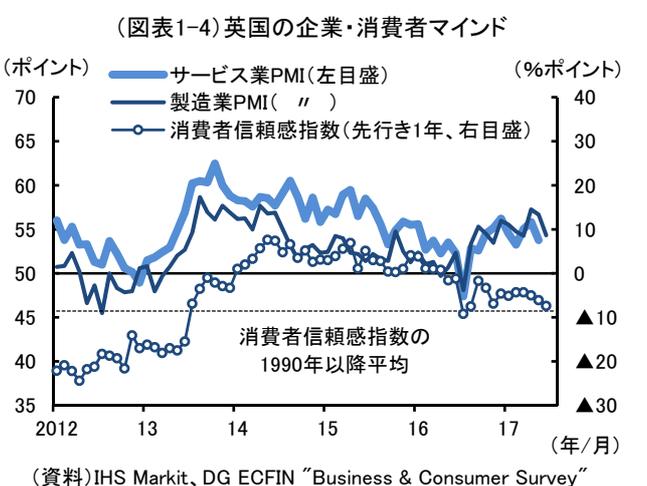
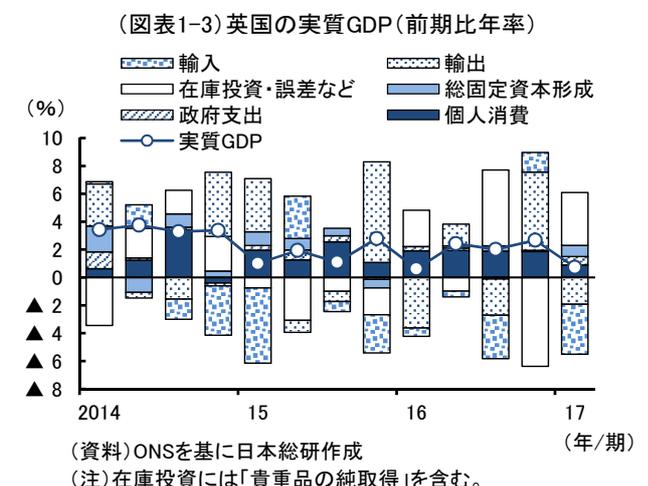
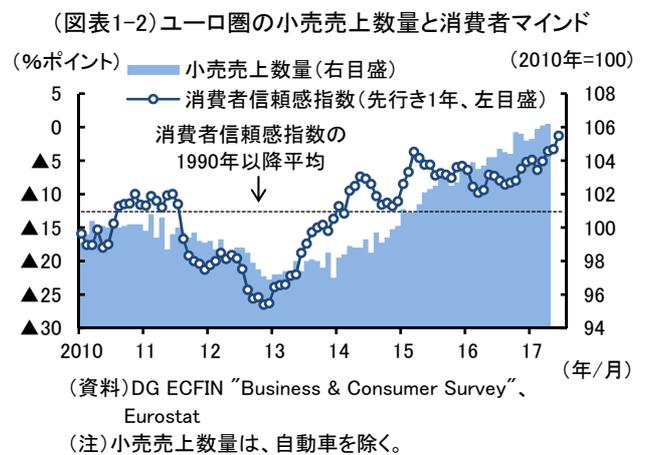
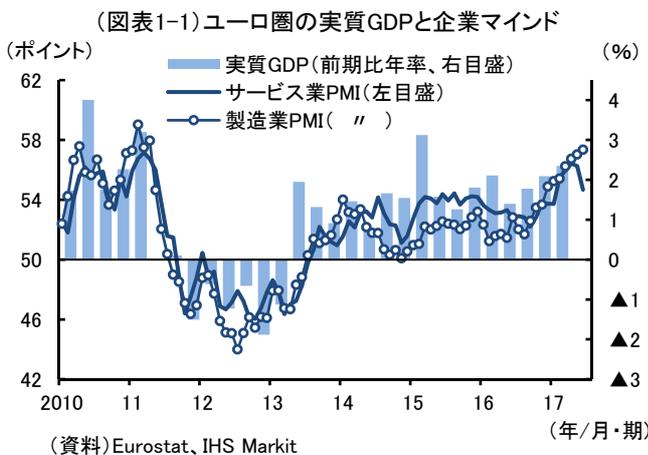
本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

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

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

現状 ユーロ圏景気の回復ペースが加速する一方、英国景気は急減速

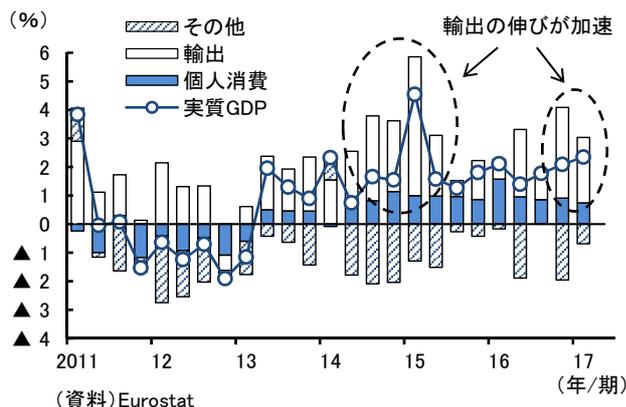
- (1) ユーロ圏景気は、2016年後半以降、回復基調が強まっている状況。輸出の拡大や個人消費の底堅さなどを背景に、2017年1～3月期にかけて2四半期連続で2%を上回る成長率に。企業部門では、2017年入り以降、製造業・サービス業ともに企業マインドが水準を切り上げ（図表1-1）。家計部門でも、雇用環境の改善が続くなか、消費者マインドが堅調に推移しており、小売売上上の増勢が持続（図表1-2）。
- (2) 一方、英国では、2017年入り後、個人消費の減速を主因に成長ペースが大きく鈍化（図表1-3）。企業部門では、製造業・サービス業PMIともに改善の動きに一服感（図表1-4）。また、家計部門では、物価上昇への警戒感やBrexitをめぐる不透明感の高まりなどから、消費者マインドが再び低下傾向に。総じてみると、Brexitによる負の影響が顕在化するなか、英国景気は減速感が強まっている状況。
- (3) 今後を展望すると、ユーロ圏景気は回復基調が強まりつつあるものの、高成長の持続性には疑問符。とりわけ、個人消費の先行きに懸念が残る点と、域内主要国の景気回復ペースに差異がある点に留意が必要。そこで以下では、これら2点の分析に重点を置いて、ユーロ圏景気の先行きを展望。そのうえで、ECBの金融政策の行方と、足許で再び気運が高まりつつあるEUの統合深化に向けた動きについて考察。一方、英国については、まず、Brexitへの懸念が強まるもとでの、家計・企業部門の先行きについて検討。そのうえで、Brexitをめぐる交渉の行方とBrexitが英国経済の中長期的な成長力に与える影響について分析。



ユーロ圏① 賃金伸び悩みと物価上昇が個人消費の重石に

- (1) 足許のユーロ圏景気の堅調な回復は、主に外需が牽引（図表2-1）。ユーロ圏の域外輸出は、中国景気の減速などにより、2015年半ばごろから低調な伸びが続いていたものの、新興国・資源国景気の持ち直しや米国景気の回復などから、16年後半以降、再び増勢が加速。
- (2) 一方、個人消費は雇用環境の改善を背景に底堅い伸びが続いてきたものの、足許ではむしろ減速傾向に。背景には、失業率の低下が続くなかでも、賃金が伸び悩んでいることが指摘可能（図表2-2）。ユーロ圏では、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や、働けるものの景気の低迷などから職探しを諦めた人が依然として多く、これらの人々を失業者とみなして算出した広義失業率が高止まり（図表2-3）。労働市場に残るこうした「スラック」の存在が、賃金の伸びの抑制要因に。広義失業率がリーマン・ショック前の水準まで低下し、賃金の伸びが高まりつつある米国とは状況が異なり、ユーロ圏の賃金が伸び悩みを脱するにはなお時間を要する見通し。
- (3) 加えて、2016年春以降、原油価格の下落による下押し圧力の剥落を主因に、物価が大きく上昇（図表2-4）。先行きも、消費者物価は前年比+1%台後半の伸びが続くと予想され、引き続き家計の実質所得の下押し圧力となる公算。
- (4) 以上を踏まえると、当面所得環境の大幅な改善は期待し難く、個人消費は緩慢な回復が続く見通し。

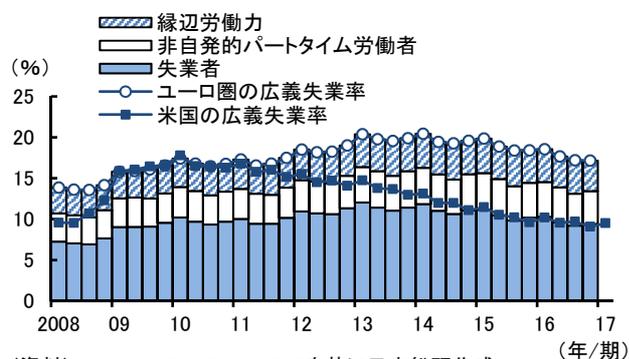
(図表2-1)ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



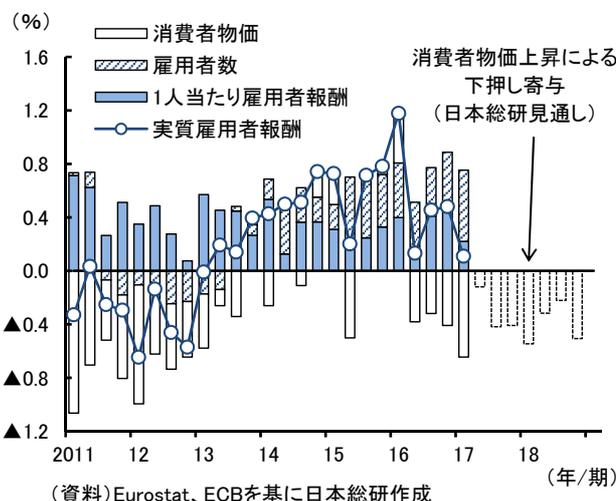
(図表2-2)ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



(図表2-3)ユーロ圏と米国の広義失業率



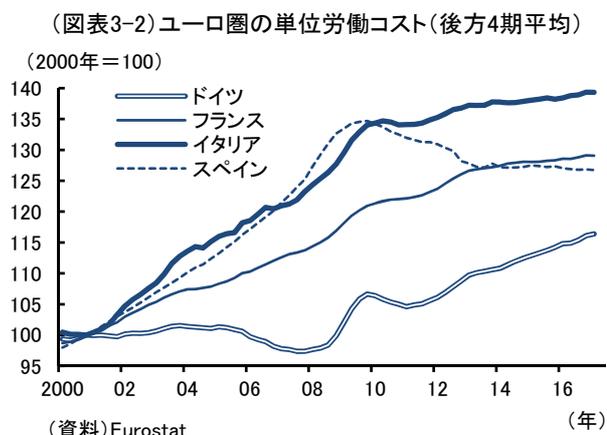
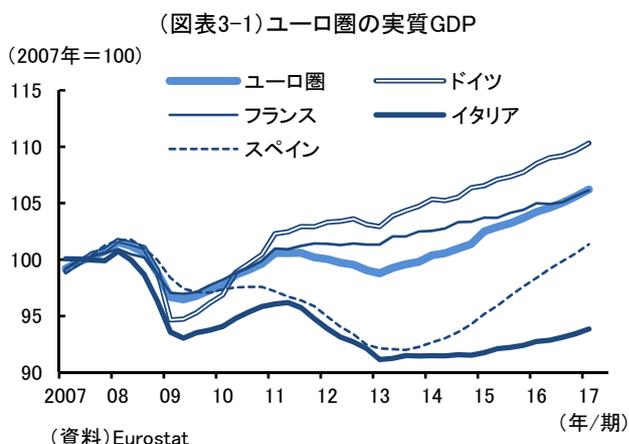
(図表2-4)ユーロ圏の実質雇用者報酬(前期比)



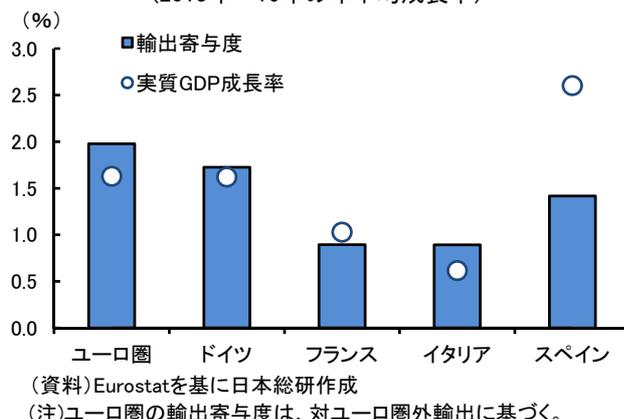
(資料) Eurostat、OECD、U.S.BLSを基に日本総研作成
 (注) 広義失業率=(失業者+非自発的パートタイム労働者+縁辺労働力)/(労働力人口+縁辺労働力)。非自発的パートタイム労働者は、フルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイムに従事している人を指し、縁辺労働力は、働ける状態にあるものの、景気低迷などを理由に職探しを諦め、非労働力人口に分類されている人を指す。なお、ユーロ圏と米国の統計では、各指標の定義が細部で異なる。

ユーロ圏② ユーロ圏景気の足枷となるイタリアとフランス

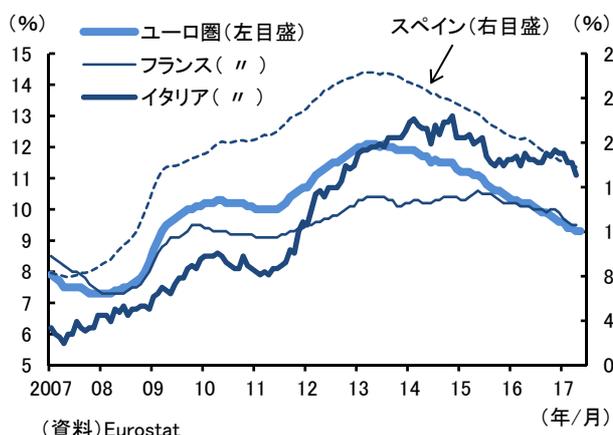
- (1) 欧州債務危機以降、外需による押し上げや個人消費の緩やかな持ち直しを背景に、ユーロ圏景気は底堅い回復が続いているものの、そのペースは国ごとに差異。実質GDPの推移をみると、とりわけ、欧州債務危機以降の回復ペースが鈍いフランスや、依然として世界金融危機前の水準を大きく下回るイタリアの不振が目立つ状況（図表3-1）。
- (2) こうした差異が生じた背景として、まず、外需の取り込み度合いの違いが指摘可能。この違いは、労働市場改革を通じたコスト競争力の変化に起因。2000年代前半に労働市場改革に取り組み、その後の労働コストの上昇が抑制されてきたドイツや、世界金融危機後に労働市場改革などを通じて労働コストの削減を進めたスペインでは、対外競争力の向上で輸出増加を実現。一方、労働市場改革への取り組みが遅れ、労働コストの高止まりが続くフランスやイタリアでは、外需回復の恩恵を十分に享受できず（図表3-2、3-3）。
- (3) また、労働市場改革の遅れは内需の回復にも大きく影響。雇用規制の強いフランスやイタリアでは、新規雇用に伴う企業負担が大きく、失業率の低下ペースが緩慢（図表3-4）。雇用環境の改善の遅れが、個人消費回復の重石に。
- (4) 加えて、イタリアでは政治・金融面への懸念が企業活動の抑制要因に。政治面では、反EU政党の「五つ星運動」が高い支持率を有しており、来年春までに予定される総選挙での反EU政権誕生への警戒感が拭えない状況。また、金融面では、巨額の不良債権の存在が金融機関の貸出姿勢の慎重化を招いており、政府主導の不良債権処理や銀行部門の再建が急務。もっとも、公的資金注入時に株主や債権者へ損失負担を求めるEUのバイルイン規則に対して、世論や反EU政党が強く反発しており、抜本的な取り組みは期待し難い状況。政治を巡る先行き不透明感や金融環境の厳しさが残るなか、当面、イタリア企業の設備投資の力強い



(図表3-3) ユーロ圏主要国の実質GDP成長率と輸出寄与度
(2013年～16年の年平均成長率)



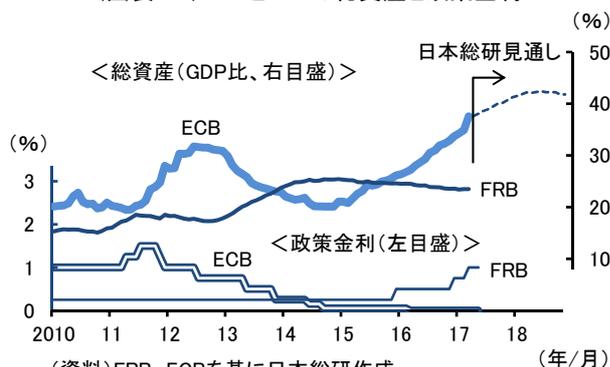
(図表3-4) ユーロ圏主要国の失業率



ユーロ圏③ ECBはテーパリングに着手も、当面は利上げ見送り

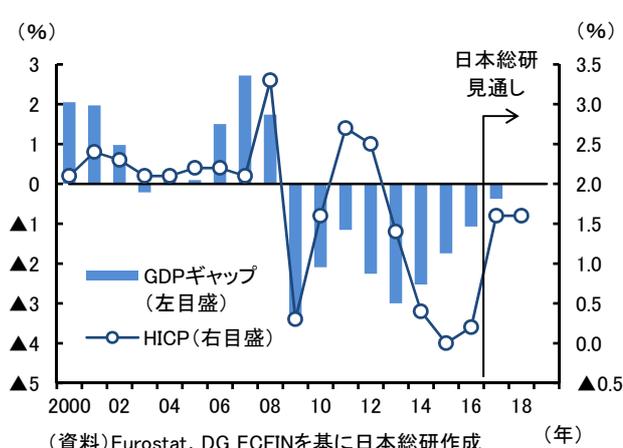
- (1) ECBは、デフレ懸念の強まりを受け、2015年3月に国債を含む本格的な資産買入を開始。その後、買入規模の拡大などを経て、ECBのバランスシート規模は、足許でFRBを大きく上回る名目GDP比40%弱まで拡大（図表4-1）。
- (2) こうしたECBの政策は早晚転換点に。ユーロ圏景気の緩やかな回復が続くなか、先行き、GDPギャップが着実に縮小していくとともに、消費者物価もエネルギー価格の下落による大幅な下押し圧力の剥落により、2015～16年のゼロ%近傍の伸びから大きく持ち直し見込み（図表4-2）。こうしたなか、ECBは政治リスクの高まりやBrexitをめぐる交渉の行方などに配慮しながらも、デフレリスクが後退したとの認識のもと、資産買入規模の縮小（テーパリング）に向けた議論を本格化させつつあり、18年初めにもテーパリングに踏み切る見通し。
- (3) もっとも、本格的な利上げ局面に入る公算は小。ユーロ圏のインフレ期待は盛り上がりは欠き、2017年初めに持ち直しの動きが一服。原油価格の持ち直しによる物価押し上げ圧力が徐々に減衰するなか、足許では再び低下傾向に（図表4-3）。加えて、消費者物価のコア指数の伸びは、依然として横ばい圏での推移が持続。賃金面からの物価押し上げ圧力が緩慢にとどまる状況下、先行きも消費者物価の伸びはECBの目標を下回る1%台後半にとどまる見込み（図表4-4）。以上を踏まえると、テーパリング終了後も、利上げをはじめとした本格的な金融政策の正常化は、当面見通せず。

(図表4-1) ECBとFRBの総資産と政策金利



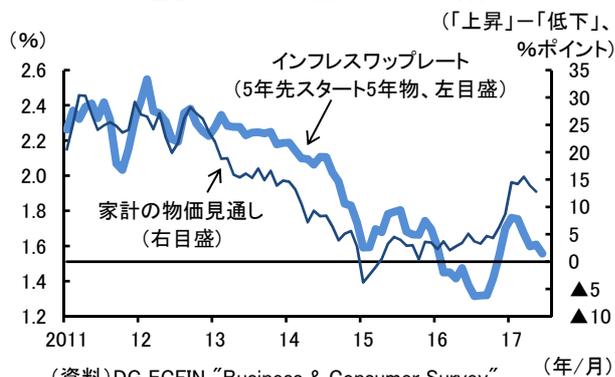
(資料)FRB、ECBを基に日本総研作成
 (注1)政策金利は、FRBがFF金利誘導レンジの上限、ECBが主要リファイナンス金利。
 (注2)ECBのテーパリングは、2017年12月以降、理事会毎に資産買入規模を100億ユーロ縮小する(翌月買入分より)と想定。

(図表4-2) ユーロ圏のGDPギャップと消費者物価指数



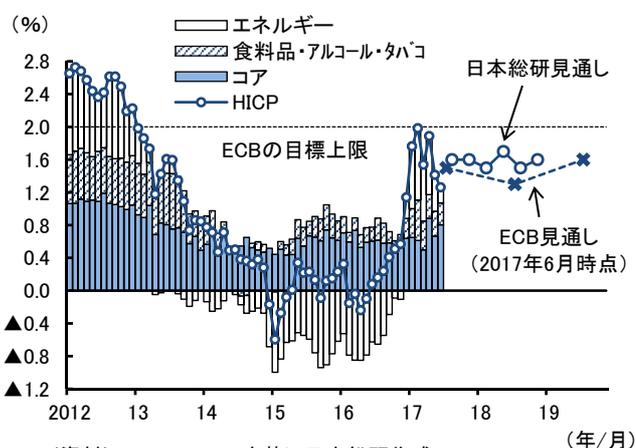
(資料)Eurostat、DG ECFINを基に日本総研作成

(図表4-3) ユーロ圏のインフレ期待



(資料)DG ECFIN "Business & Consumer Survey"、Bloomberg L.P.

(図表4-4) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料)Eurostat、ECBを基に日本総研作成

ユーロ圏④ EUの統合深化をめぐる期待と課題

- (1) 2016年末以降、オーストリアやオランダ、フランスの大統領選・総選挙で極右政党が敗れるなど、反EUを掲げる勢力の躍進に歯止め（図表5-1）。とりわけ、フランスでは、ユーロ圏共通予算の創設を主張するなどEUの統合深化に積極的なマクロン大統領が誕生し、ドイツ・フランスを中心としたEUの統合深化に向けた気運が高まる格好に。
- (2) 一方、欧州委員会は3月に、EUが将来的に目指す方向として5つのシナリオを提示（図表5-2）。ユーロ圏主要国の間では、現実的かつ最善のシナリオとして、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」（シナリオ③または④）が意識されている模様。
- (3) もっとも、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ユーロ圏主要国のなかでも、ドイツ・スペインとフランス・イタリアの間には、足許の経済環境や国民のEUに対する意識の面で大きな隔たり（図表5-3）。
- (4) まず、イタリアでは、景気回復が他のユーロ圏主要国に比べて遅れているほか、依然として反EU政権誕生への懸念が拭えない状況（3頁参照）。また、フランスでは、大統領・議会選を経て反EU勢力の勢いにかげりがみられるものの、今後の情勢は、マクロン大統領が推進する労働市場改革の舵取り次第。労働市場改革は、成長力の押し上げに不可欠ながら、ドイツやスペインの経験を踏まえると、改革の実行から1～2年半程度は失業率の上昇など国民への負担が先行する可能性が大（図表5-4）。失業者への適切なサポート等がなければ、国民の不満が一段と高まり、再びポピュリズム勢力が勢いを増す恐れ。以上を踏まえると、EU統合深化に向けた議論が加速するかどうかは、なお予断を許さない状況。

（図表5-1）欧州の主な政治日程

| 日程 | イベント | 争点・展望 |
|-------|------------|--|
| 2016年 | 12月 | オーストリア：大統領選挙 「緑の党」のベレン氏が、極右政党「自由党」のホーファー氏に勝利 |
| 2017年 | 3月 | オランダ：総選挙 ルッテ首相の「自由民主党」が第一党を維持し、極右政党「自由党」は伸び悩み |
| | 4月23日・5月7日 | フランス：大統領選挙 マクロン氏が、極右政党「国民戦線」のルペン党首に勝利 |
| | 6月8日 | 英国：総選挙 メイ首相の保守党が過半数割れ |
| | 6月11・18日 | フランス：総選挙 マクロン新大統領の「共和国前進」が過半数を獲得 |
| | 9月24日 | ドイツ：総選挙 極右政党「ドイツの為の選択枝」が台頭 |
| 2018年 | 春 | イタリア：総選挙 反EUを掲げる「五つ星運動」等が台頭。前倒し実施の可能性も |

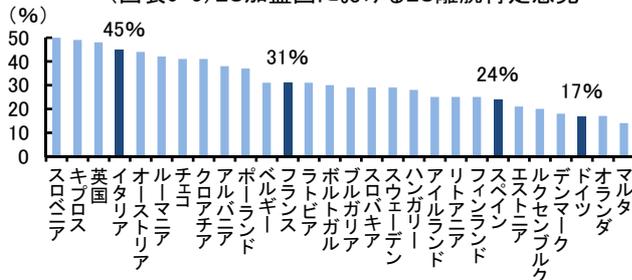
（資料）各種報道等を基に日本総研作成

（図表5-2）EU統合に関する5つのシナリオ

| シナリオ | 概要 | 課題 |
|-----------------|---|--------------------|
| ①既存のアジェンダに沿った統合 | 単一市場の強化、ユーロ圏としての金融・経済システムの機能拡充、移民・難民政策での協力などを推進 | アジェンダの目標が世論と乖離する恐れ |
| ②単一市場に専念 | 財と資本に関する単一市場の範囲拡充に専念。ただし、金融面や移民・難民対応などでの協調は限定的に | 単一市場以外への統合の恩恵が少 |
| ③一部加盟国による統合の加速 | シナリオ①に準ずるものの、意欲のある国同士は特定領域で統合を加速 | 加盟国間の意思統一が困難に |
| ④選択と集中 | EUとして統合を優先させる分野を決め、効率的な統合を推進 | 優先分野の決定が困難 |
| ⑤更なる統合 | 全ての分野で統合を進め、EUの権限を強化・集中 | 反EU感情を高める恐れ |

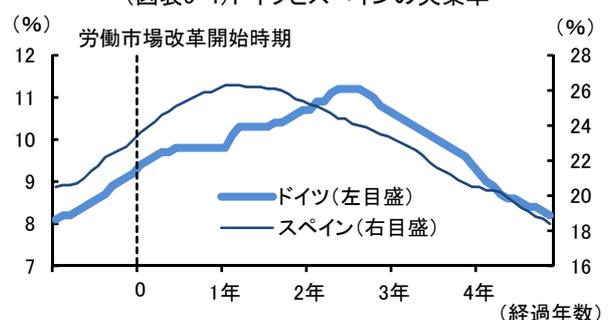
（資料）欧州委員会“White Paper On The Future Of Europe”を基に日本総研作成

（図表5-3）EU加盟国におけるEU離脱肯定意見



（資料）欧州委員会“Standard Eurobarometer”を基に日本総研作成
（注）「自国は将来的にEUの外部にいた方がよいと思うか」について聞いたもの。質問に対する肯定的な回答（「大いによいと思う」「どちらかというよいと思う」）の割合を合計。2016年11月調査。

（図表5-4）ドイツとスペインの失業率

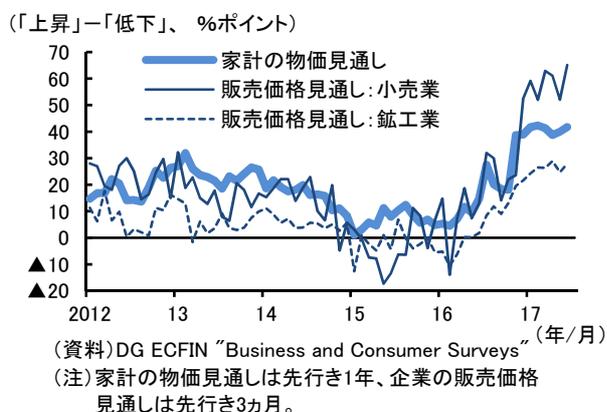


（資料）Eurostatを基に日本総研作成
（注）ドイツはハルツ第1法が施行された2003年1月、スペインは労働市場改革法が暫定施行された2012年2月を起点として図示。

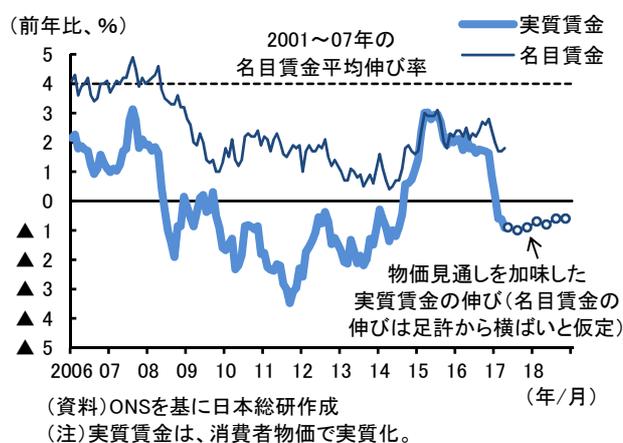
英国① 個人消費や設備投資の低迷が本格化

- (1) 英国では、2016年半ば以降、原油価格の持ち直しや、Brexitをめぐる不透明感の高まりを受けたポンド安の進行などから、物価上昇ペースが加速。先行き、大幅な物価押し上げ圧力は減衰していくと見込まれるものの、ラグを伴って進むと予想される最終製品への価格転嫁の動きなどが、当面、家計負担の増加に作用。実際、企業の販売価格見通しや家計の物価見通しは、依然として高水準で推移（図表6-1）。加えて、Brexitをめぐる不透明感がくすぶり続けるなか、先行きもポンド相場の反転は期待し難く、消費者物価は2018年末にかけて2%台半ば前後の高い伸びが続く見通し。
- (2) 一方、名目賃金の伸びは、世界金融危機前を大きく下回る推移が長期化（図表6-2）。英国の労働市場では、失業率が金融危機前を下回る水準まで低下しているものの、不本意なパートタイム労働者が一定割合を占めるなど、依然として労働市場に「スラック」が残存（図表6-3）。Brexitをめぐる先行き不透明感を背景とした企業の賃上げ姿勢の慎重化なども相まって、賃金の伸びは当面、緩慢にとどまる見込み。
- (3) 賃金が伸び悩むなかでの物価上昇が実質所得の下押しに作用するなか、当面、実質賃金の伸びは前年比マイナス圏での推移が続き、個人消費の重石となる見通し（前掲図表6-2）。
- (4) 企業部門では、Brexitをめぐる国民投票後に大きく落ち込んでいた設備投資マインドに持ち直しの動き（図表6-4）。もっとも、EU離脱に伴うビジネス環境の変化に不確実性が残るなか、依然として国民投票前を大きく下回る水準にあり、設備投資の本格回復は期待薄。

(図表6-1) 英国の家計の物価見通しと企業の販売価格見通し



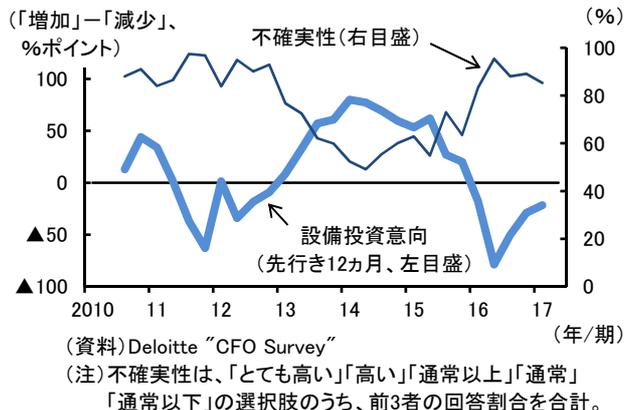
(図表6-2) 英国の週当たり平均賃金(除く賞与)



(図表6-3) 英国の失業率とパートタイム比率



(図表6-4) 英国企業の設備投資関連マインド



英国②

ハードBrexitは回避も、中長期的な成長力は低下

- (1) Brexitをめぐるのは、英国のEUに対する交渉姿勢が焦点に。保守党は6月8日の総選挙で過半数を確保できず、メイ首相の政権基盤が弱体化。メイ首相は、移民制限などの主権の回復を優先し、単一市場から完全に脱退するハードBrexitも辞さない姿勢を示唆してきたものの、円滑な政権運営のため、ソフトBrexitを求める労働党などの主張に配慮せざるを得ない状況に。さらに、想定以上の景気の減速も、メイ首相に柔軟姿勢への転換を促す圧力となる見込み。足許、英国政府やBOEは比較的強気な景気見通しを示しているものの、今後、実態の下振れとともに、英国国民の間でハードBrexitを忌避する世論が一段と強まっていく見通し(図表7-1)。
- (2) 以上を踏まえ、メインシナリオとして、新たな貿易協定を締結できないまま英国がEU単一市場から離脱するハードBrexitは回避され、英国経済が大きく混乱することはないと想定。例えば、EU離脱期限である2019年3月末以降、英国がEU加盟国としての義務を実質的に負いながら交渉を続ける移行期間が設けられる可能性(図表7-2)。ただし、新たな貿易協定の早期締結は期待し難く、Brexitをめぐる不透明感を払拭できない状況が長期化するほか、新たな貿易協定はEUに加盟する現状に比べ不利な内容とならざるを得ない見通し。
- (3) 加えて、Brexitによる移民の抑制や投資の低迷が、英国経済にもたらす中長期的な負の影響も無視できず。英国では、1990年代半ば以降、均してみると人口の伸びの5割程度が移民によるもの(図表7-3)。Brexitにより移民の流入は少なからず抑制されると予想され、英国の人的資本の下振れにつながる可能性。また、欧州市場の開拓拠点や国際金融センターとしての位置付けが英国経済の強みとなっており、英国の対内直接投資残高(対GDP比)は主要国のなかでも突出(図表7-4)。もともと、Brexitにより、EU加盟国や国際金融市場へのアクセスに障壁が生じれば、そうした強みが薄れてしまい、海外からの投資という成長ドライバーを失う恐れ。

(図表7-1)英国の実質GDP見通し(前年比)

| 予測機関等 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---------------|-------|-------|-------|
| 英予算責任局(3月8日) | 2.0 | 1.6 | 1.7 |
| BOE(5月11日) | 1.9 | 1.7 | 1.8 |
| 欧州委員会(5月11日) | 1.8 | 1.3 | - |
| IMF(4月12日) | 2.0 | 1.5 | 1.6 |
| コンセンサス(6月20日) | 1.6 | 1.3 | 1.6 |
| 日本総研(6月30日) | 1.5 | 1.3 | - |

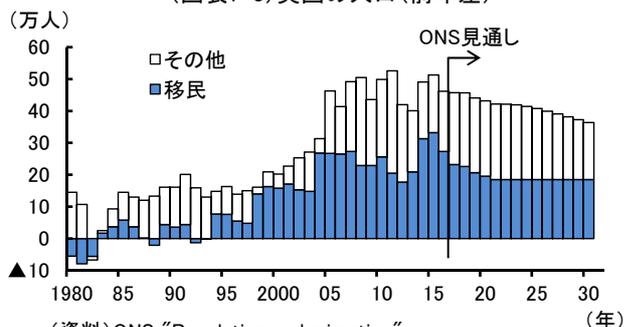
(資料)英予算責任局“Economic and fiscal outlook”、BOE“Inflation Report”、欧州委員会“Economic Forecast”、IMF“World Economic Outlook”、Bloomberg L.P.
(注1)カッコ内の日付は、見通し公表日(全て2017年)。
(注2)コンセンサスは、Bloomberg L.P.による予測機関に対する調査結果。

(図表7-2)英国のEU離脱関連政治日程

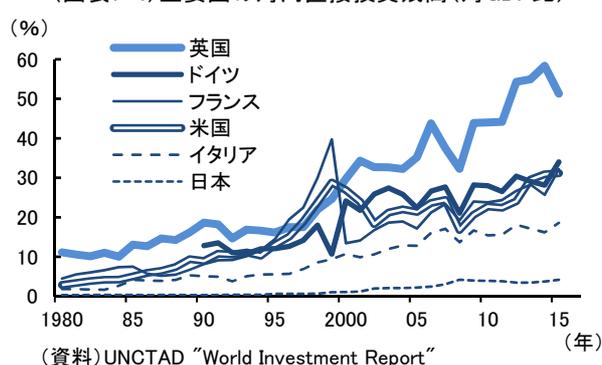
| 日程 | イベント |
|-------------|---------------------------------|
| 2016年 6月23日 | 国民投票でEU離脱派が勝利 |
| 2017年 | 3月29日 EUへ離脱を通知 |
| | 6月8日 下院総選挙 |
| | 6月19日 離脱協定の交渉開始 |
| 2018年 秋 | EU各国の議会承認等を踏まえた実質的なEU離脱をめぐる交渉期限 |
| 2019年 3月末 | EU離脱期限(離脱通知から2年) |
| (3年程度?) | 新たな貿易協定等を結ぶまでの移行期間 |
| 2022年 6月 | 下院総選挙 |

(資料)日本総研作成

(図表7-3)英国の人口(前年差)



(図表7-4)主要国の対内直接投資残高(対GDP比)



見通し

ユーロ圏は低成長持続、英国は減速明確化

- (1) ユーロ圏では、ECBの金融緩和や新興国・資源国景気の持ち直しなどが、景気の下支えに作用。もっとも、賃金の伸び悩みや物価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。また、主要国のなかでも、イタリアでは政治リスクや銀行部門の信用不安が根強く残るほか、フランスでは労働市場改革への取り組みが短期的な景気下押し圧力に。以上を踏まえると、ユーロ圏景気は当面目立って加速することなく、1%半ばから後半を中心とした緩やかな成長が続く見通し（図表8-1、8-2）。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、緩やかに上昇していくとみられるものの、景気回復が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準が長期化する見込み。こうした状況下、ECBは資産買入の終了後も当面利上げには着手せず、金融緩和姿勢を維持する見通し。
- (3) 英国景気は、EU離脱に伴う政治・経済をめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資の低迷を背景に、当面1%前後の成長ペースに減速。2018年入り後は、ハードBrexitへの過度な懸念が後退するにつれ、徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、Brexitのプロセスや着地をめぐる不確実性が払拭されないなか、回復ペースは緩慢にとどまる見通し（前掲図表8-2）。中長期的には、趨勢的に成長率が低下する可能性。
- (4) 英国のインフレ率は、原油価格の持ち直しやポンド安などによる物価押し上げ圧力により、BOEの目標である2%を大きく上回る水準が続く見込み。BOEはインフレ高進を懸念しつつも、それを受けた景気の下振れを警戒し、様子見姿勢を維持する見通し。

(図表8-1)ユーロ圏経済見通し

| | (季調済前期比年率、%) | | | | | | | | | | | | (前年比、%) | | |
|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-------|-------|-----|-----|-------|---------|-------|-------|
| | 2016年 | | | | 2017年 | | | | 2018年 | | | | 2016年 | 2017年 | 2018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 | 2.1 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.6 |
| 個人消費 | 2.9 | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 2.0 | 1.5 | 1.5 |
| 政府消費 | 3.0 | 1.1 | 0.4 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.7 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.8 | 1.2 | 1.3 |
| 総固定資本形成 | 1.9 | 4.8 | ▲ 0.1 | 14.3 | 5.3 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 3.4 | 5.0 | 2.3 |
| 在庫投資(寄与度) | ▲ 1.2 | ▲ 0.4 | 0.5 | 1.6 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.4 | 0.0 |
| 純輸出(寄与度) | 0.8 | ▲ 0.3 | 0.3 | ▲ 3.4 | ▲ 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | ▲ 0.4 | ▲ 0.6 | 0.1 |
| 輸出 | 1.5 | 5.1 | 1.8 | 6.8 | 4.8 | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.1 | 2.9 | 4.4 | 3.9 |
| 輸入 | ▲ 0.2 | 6.4 | 1.1 | 16.1 | 5.3 | 3.5 | 3.8 | 3.7 | 4.0 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 6.1 | 4.0 |

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(図表8-2)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 | | | | 2018年 | | | | 2016年 | 2017年 | 2018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 | 2.1 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.6 |
| 消費者物価指数 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.7 | 1.8 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 0.2 | 1.6 | 1.6 |
| ドイツ | 2.9 | 1.9 | 0.7 | 1.7 | 2.4 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| 消費者物価指数 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 1.0 | 1.9 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 0.4 | 1.7 | 1.6 |
| フランス | 2.2 | ▲ 0.3 | 0.7 | 2.1 | 1.9 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.1 | 1.4 | 1.4 |
| 消費者物価指数 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.6 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 0.3 | 1.3 | 1.3 |
| 英国 | 0.6 | 2.4 | 2.0 | 2.7 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 消費者物価指数 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 1.2 | 2.1 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 0.7 | 2.6 | 2.5 |

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

リスク イタリア政治の混乱などに留意

- (1) リスクとしては下振れ方向の要因として、イタリア政治の混乱、英国のハードBrexit、海外景気の減速、の3つを指摘可能。
- (2) まず、イタリアでは、反EUを掲げるポピュリズム政党「五つ星運動」が、与党民主党と並ぶ支持を得るなか、10年債利回りの対独スプレッドが従来同水準にあったスペインに比べ大きく上振れて推移するなど、政治リスクが強く意識される状況(図表9-1、9-2)。来春までに予定される総選挙の行方は予断を許さず、五つ星運動が政権を握れば、再び欧州で反EU勢力が盛り返す恐れ。イタリア国内でも、労働市場改革や銀行の不良債権処理が進まず、景気低迷からの脱却が一段と遠のくリスク。
- (3) また、足許でハードBrexitへの懸念はやや和らいでいるものの、新たな貿易協定を結べないまま英国がEUから離脱する可能性は残存。ドイツやフランスなどユーロ圏主要国の英国向け輸出のウェイトは1割に満たない一方、英国では輸出全体の5割弱をEU向けが占めているため、EU向け輸出の下振れが英国景気に与える影響は大。ハードBrexitが現実味を帯び始めれば、英国の企業・消費者マインドの悪化が加速する恐れ。
- (4) 最後に、海外景気の先行きについて、中国や中欧諸国のOECD景気先行指数は依然として長期平均を下回っており、新興国景気には脆弱さが残存(図表9-4)。また、米国ではランプ政権の政策運営に不透明感が強まるなか、減税やインフラ投資の拡大による景気押し上げシナリオが実現しない可能性も排除できず。先行き、ユーロ圏では内需回復が緩やかにとどまると見込まれるため、海外景気が再び減速に転じれば、景気の下支え役を失う恐れ。

