

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 欧州経済見通し

—17年は政治の年。緩やかな拡大続く  
が投資の加速は期待できず—

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏では著しく緩和的な金融政策とやや拡張的な財政政策に支えられた個人消費主導の成長が続いている。17年の実質GDPは1.4%と予測する。
2. 17年も個人消費の拡大は続くが、原油安効果の剥落で実質所得の押し上げ効果が鈍るため、拡大ペースはやや鈍化しよう。投資の加速は、需要不足の解消と潜在GDP回復の両面から期待されているが、不安定な政治・社会情勢も影響し、17年も低調に推移しそうだ。
3. 財政政策はやや拡張的なスタンスが継続、ECBは少なくとも17年12月まで国債等を買入れる量的緩和を継続する。超金融緩和策の長期化は、金融機関の収益を圧迫する副作用があり、その影響は時間の経過とともに拡大するが、金融緩和の出口戦略は慎重に進めざるを得ない。
4. 17年はユーロ圏主要国で選挙が相次ぐ。支持を広げる極右・ポピュリスト政党の大統領、単独政権の誕生はないと見ているが、可能性を排除することはできない。金融政策には、引き続きショックを吸収するバッファーとしての役割が求められる。

## &lt; ユーロ圏経済見通し &gt;

|             | 単位       | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2016年 |      |      |       | 2017年 |      |      |       | 2018年 |      |      |       |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|             |          | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | 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)   | (予)   | (予)   | (予)   | (実)   | (実)  | (実)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| 実質GDP       | 前年比%     | 2.0   | 1.6   | 1.4   | 1.4   | 1.7   | 1.7  | 1.7  | 1.5   | 1.4   | 1.4  | 1.4  | 1.4   | 1.5   | 1.5  | 1.4  | 1.4   |
|             | 前期比年率%   | 2.0   | 1.6   | 1.4   | 1.4   | 2.0   | 1.2  | 1.4  | 1.5   | 1.4   | 1.4  | 1.4  | 1.5   | 1.5   | 1.4  | 1.4  | 1.3   |
| 内需          | 前年比寄与度   | 1.7   | 1.8   | 1.5   | 1.4   | 2.0   | 2.1  | 1.8  | 1.5   | 1.5   | 1.6  | 1.5  | 1.4   | 1.5   | 1.4  | 1.4  | 1.3   |
|             | 民間最終消費支出 | 1.8   | 1.7   | 1.3   | 1.3   | 1.9   | 1.7  | 1.6  | 1.6   | 1.2   | 1.3  | 1.3  | 1.3   | 1.3   | 1.3  | 1.3  | 1.2   |
|             | 固定資本形成   | 3.2   | 2.7   | 2.0   | 2.2   | 2.4   | 3.6  | 3.0  | 2.1   | 2.2   | 1.6  | 1.9  | 2.1   | 2.2   | 2.2  | 2.2  | 2.1   |
| 外需          | 前年比寄与度   | 0.3   | ▲0.2  | ▲0.1  | 0.0   | ▲0.3  | ▲0.5 | ▲0.2 | 0.0   | ▲0.1  | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.0  | ▲0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.1   |
| 消費者物価(HICP) | 前年比%     | 0.0   | 0.2   | 1.3   | 1.5   | 0.1   | ▲0.1 | 0.3  | 0.6   | 1.1   | 1.3  | 1.5  | 1.4   | 1.4   | 1.4  | 1.5  | 1.6   |
| 失業率         | 平均、%     | 10.9  | 10.1  | 9.6   | 9.2   | 10.3  | 10.1 | 10.0 | 9.8   | 9.7   | 9.6  | 9.5  | 9.4   | 9.3   | 9.2  | 9.1  | 9.0   |
| ECB市場介入金利   | 期末、%     | 0.05  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  |
| ドイツ10年国債利回り | 平均、%     | 0.5   | 0.1   | 0.4   | 0.8   | 0.2   | 0.1  | ▲0.1 | 0.1   | 0.2   | 0.3  | 0.4  | 0.5   | 0.6   | 0.7  | 0.8  | 0.9   |
| 対ドル為替相場     | 平均、ドル    | 1.11  | 1.11  | 1.07  | 1.06  | 1.10  | 1.13 | 1.12 | 1.09  | 1.09  | 1.06 | 1.06 | 1.06  | 1.06  | 1.06 | 1.06 | 1.06  |
| 対円為替相場      | 平均、円     | 134   | 120   | 117   | 120   | 127   | 122  | 114  | 118   | 119   | 116  | 117  | 118   | 118   | 119  | 121  | 122   |

## &lt; 英国経済見通し &gt;

|            | 単位     | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2017年 | 2016年 |      |      |       | 2017年 |      |      |       | 2018年 |      |      |       |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|            |        | (実)   | (予)   | (予)   | (予)   | 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)   | (予)   | (予)   | (予)   | (実)   | (実)  | (実)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| 実質GDP      | 前年比%   | 2.2   | 2.0   | 1.3   | 1.0   | 1.9   | 2.1  | 2.3  | 1.8   | 1.7   | 1.3  | 1.1  | 1.2   | 1.7   | 1.3  | 1.1  | 1.2   |
|            | 前期比年率% | 2.2   | 2.0   | 1.3   | 1.0   | 1.7   | 2.7  | 2.0  | 0.9   | 1.3   | 1.2  | 1.1  | 1.0   | 1.0   | 1.0  | 1.0  | 1.0   |
| 消費者物価(CPI) | "      | 0.0   | 0.8   | 2.8   | 2.5   | 0.3   | 0.4  | 0.7  | 1.9   | 2.6   | 2.9  | 2.8  | 2.8   | 2.7   | 2.5  | 2.4  | 2.4   |
| 失業率        | 平均、%   | 5.4   | 5.0   | 5.3   | 5.7   | 5.1   | 4.9  | 4.9  | 5.0   | 5.1   | 5.2  | 5.3  | 5.4   | 5.5   | 5.6  | 5.7  | 5.8   |
| BOE政策金利    | 期末、%   | 0.50  | 0.25  | 0.25  | 0.25  | 0.50  | 0.50 | 0.25 | 0.25  | 0.25  | 0.25 | 0.25 | 0.25  | 0.25  | 0.25 | 0.25 | 0.25  |

## （ 概況：個人消費主導の緩やかな拡大続く ）

ユーロ圏では著しく緩和的な金融政策とやや拡張的な財政政策に支えられた内需主導、とりわけ個人消費主導の成長が続いている。

12月6日公表の7～9月期のユーロ圏実質GDPは前期比0.3%、前期比年率1.4%だった。7～9月期は、世界貿易の不振を映して輸出入とも伸び悩み、外需の寄与度は同0.1%のマイナスとなり、内需主導の傾向が強まった（図表1）。

10～12月期も引き続き緩やかなペースながら、拡大のペースはやや加速している。実質GDPと連動性が高い総合PMIは、ユーロ圏全体では2カ月連続で改善、11月は54.1と、拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準で改善している。経済政策研究センター（CEPR）とイタリア中央銀行が作成するユーロ圏の景気一致指数（ユーロ・コイン指数）も11月まで6ヶ月連続で改善している。

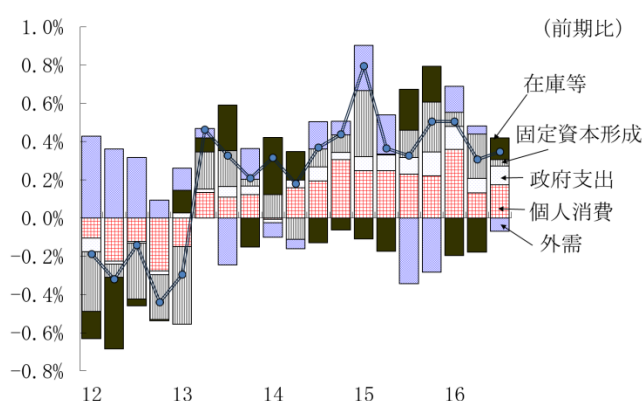
17年の実質GDPは前年比1.4%と予測する。15年の同2%、16年の年間の予測値の同1.6%から鈍化するが、潜在成長率を上回るペースは維持、GDPギャップの縮小も進む見通しだ。

## （ 個人消費：雇用・所得環境の改善により拡大。17年は原油安効果剥落でやや鈍化 ）

個人消費は、ユーロ圏で景気の緩やかな拡大基調が定着するようになった13年半ば以降、雇用・所得環境の改善と原油安を背景とする低インフレが実質所得を押し上げる効果に支えられてきた（図表2）。7～9月期も個人消費が最大の需要項目だった。

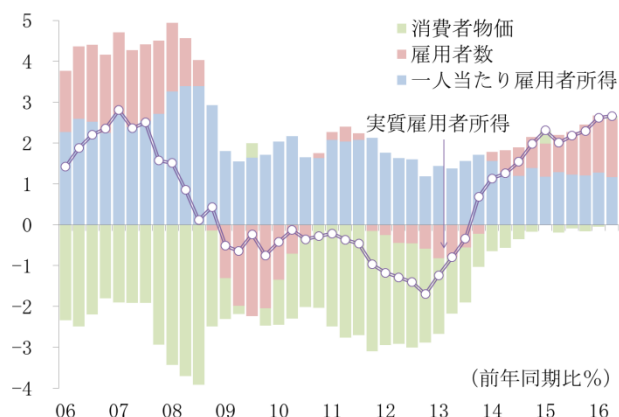
17年も雇用・所得要因による個人消費の拡大は続く見通しだ。しかし、原油安効果の剥落で実質所得の押し上げ効果が鈍るため、拡大のペースはやや鈍化しよう。

図表1 実質GDP



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表2 実質雇用者所得



（資料）欧州中央銀行（ECB）

## （ 投資：16年も期待外れ。17年も力強い回復は期待できず ）

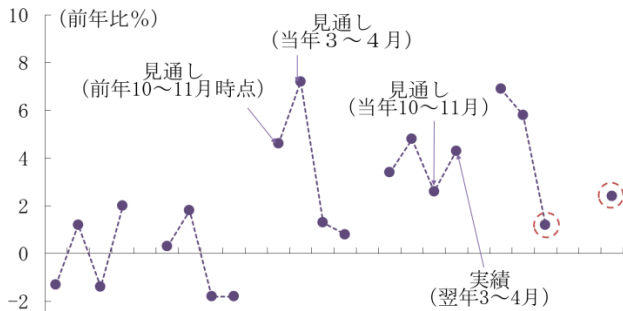
固定資本投資は、4～6月期の前期比1.2%から7～9月期は同0.2%に失速、16年年間の伸びは15年の前年比3.2%を下回る見通しだ。欧州連合（以下、EU）の欧州委員会の調査では16年の設備投資は15年10～11月調査の段階では実質前年比7%という強気の計画だったが、今年10～11月調査では同1%まで大きく下方修正された（図表3）。

投資の加速は需要不足の解消と潜在GDP回復の両面から期待されている。世界金融危機以降、ユーロ圏では需要不足が恒常化しており、潜在GDPの回復も遅れているからだ。

投資拡大の環境は整いつつある。設備稼働率は長期平均を上回る水準にあり（図表3）、14年6月以降の欧州中央銀行（ECB）の緩和強化によって、長期の年限までの金利も異例の低水準にある（図表4）。

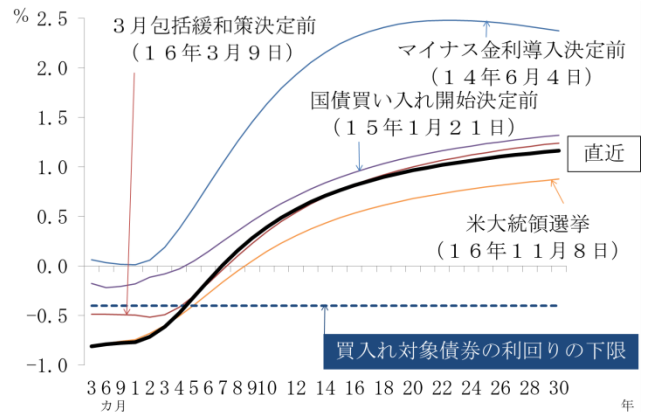
しかし、投資は17年も低調に推移しそうだ。欧州委員会の調査では、17年は、当初計画の段階から、14年～16年よりも低い実質2%と弱気だ（図表5）。期待される成長率の低さに加えて、不安定な政治・社会情勢が、企業の投資意欲に影響している可能性がある。

図表3 ユーロ圏設備投資計画



(資料) 欧州委員会「企業サーベイ（四半期）」

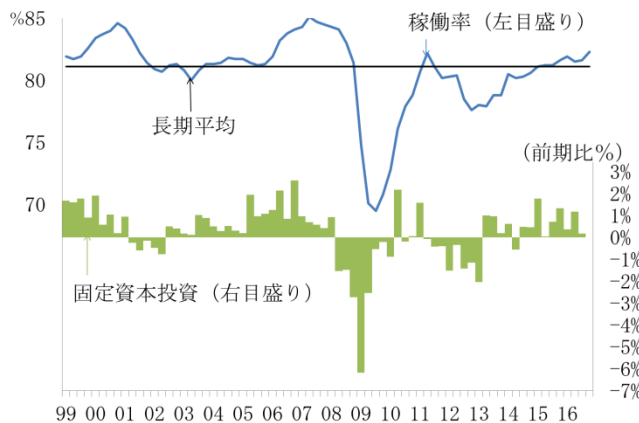
図表4 ユーロ圏の最高格付け国のイールドカーブ



(注) 直近は16年12月7日

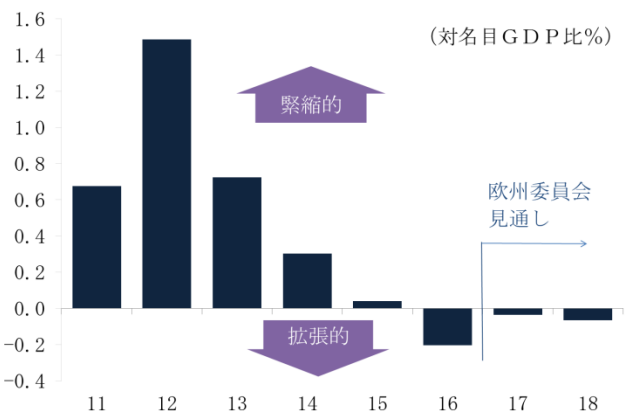
(資料) 欧州中央銀行（ECB）

図表5 ユーロ圏の稼働率と固定資本投資の伸び率



(資料) 欧州委員会「設備投資サーベイ（半期）」

図表6 ユーロ圏構造的財政収支対名目GDP比前年差



(資料) 欧州委員会AMECOデータベース（16年11月9日更新版）

### （ 財政政策：やや拡張的なスタンス続く ）

投資の不安定な推移に比べ、政府支出は安定的に成長に貢献している。7～9月期は前期比0.5%増で実質GDPを0.1%押し上げた。ユーロ参加国全体では2014年には財政赤字は過剰の目安である対名目GDP比3%を下回るようになってきている。政府債務残高の対名目GDP比も15年は90%と14年の92%から低下した。財政健全化が一定程度進展し、成長に配慮したやや拡張的なスタンスとなっている。さらに難民対策費、テロ対策費なども上乗せされている。

17年も財政のやや拡張的なスタンスは続く見通しだ。欧州委員会がユーロ圏参加各国の予算

案などをベースに算出した構造的財政収支対名目GDP比の前年差は、財政政策が拡張的か緊縮的かを判断する目安となる。「秋季見通し」で示された最新の試算値によれば16年に比べれば縮小するものの、17～18年も拡張的な運営が続く（図表6）。

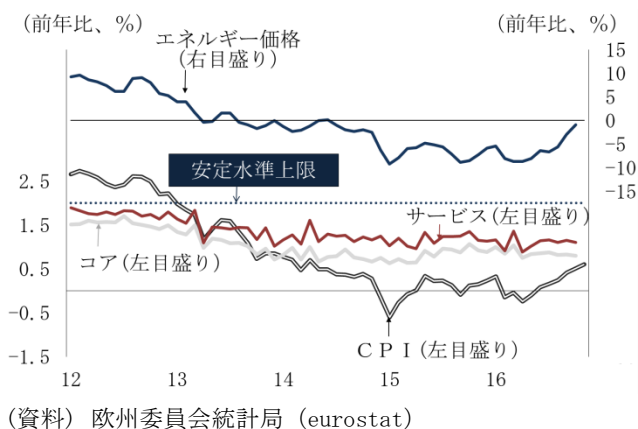
### （インフレ率：3年にわたる1%割れ脱却。17年は1.3%に）

ゼロ近辺で推移してきたインフレ率（CPI）は、9月前年同月比0.4%、10月同0.5%、11月同0.6%と、エネルギー価格の押し下げ効果の縮小と連動する形で上向きつつある（図表7）。

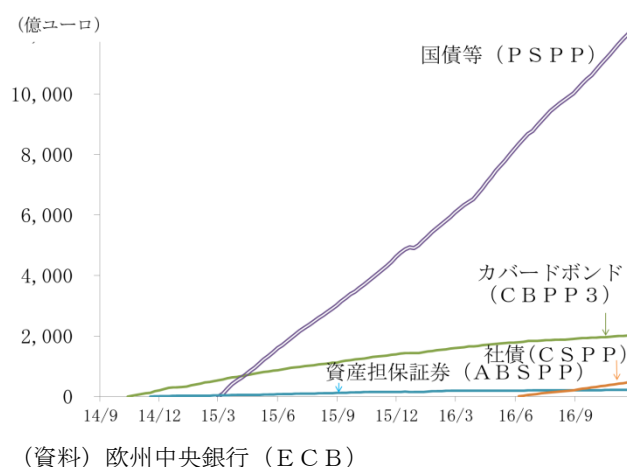
足もとの原油価格は、トランプ政権の経済政策による米国経済の成長加速への期待とOPECの減産合意による押し上げ効果が加わり1バレル＝50ドル近辺で推移している。16年初には、一時1バレル＝30ドル台を割込む水準にあったことから、17年初にかけては、原油価格による物価押し上げ圧力はかなり強く働くことになる。但し、振れ幅の大きい食品とエネルギーを除くコア・インフレ率は前年同月比0.8%と低めの水準で推移している。デフレの脅威は後退したものの、欧州中央銀行（ECB）が物価安定の目安とする「2%とその近辺」への軌道に乗りつつあるとは判断できない。

インフレ率は、15年の前年比ゼロ、16年の同0.2%から17年は1.3%に上向くが、主な要因はエネルギー価格にあり、コア・インフレ率の回復は緩慢なペースと見ている。18年も年間で同1.5%と安定水準を下回る推移が続くと予測する。

図表7 インフレ率



図表8 資産買入れ残高の推移



### （金融政策：ECBは量的緩和を17年12月まで継続）

ECBは、12月の政策理事会で、政策金利を16年3月以来の主要レポ金利ゼロ、中銀預金金利マイナス0.4%の水準での据え置き、国債等を買入れる量的緩和を17年12月まで延長することを決めた。

17年3月までは、今年3月に引き上げた現在の月800億ユーロのペースの買入れを継続（図表8）、同年4月以降は、15年3月のプログラム開始時の600億ユーロに戻す。

超金融緩和策の長期化は、金融機関の収益を圧迫する副作用があり、リスクは時間の経過とともに拡大する。とは言え、現在のユーロ圏は、失業率の水準が示すとおり、なおかなりの余剰を残している。17年12月に量的緩和の期限が到来した後も、テーパリングのプロセスを経るなど、金融緩和の出口戦略は慎重に進めざるを得ない。今回の予測期間である18年末までに追加利下げ

も回避するが、利上げに着手することもないと見ている。

### （ 政治の年に期待されるECBのバッファーとしての役割 ）

とりわけ、17年は3月15日のオランダの総選挙を皮切りに、フランスの大統領選挙、国民議会選挙、秋にドイツの総選挙と統合の現加盟国での選挙が続く。国民投票の結果を受けてレンツィ首相が辞任したイタリアでも、18年5月の現議会の任期を待たず、17年中に総選挙が実施される可能性が高い（図表9）。

図表9 主要な政治日程

| 時期                | 国名   | 内容           | 選挙制度など   |
|-------------------|------|--------------|--|
| 17年3月15日          | オランダ | 総選挙          | 下院は比例代表制、上院は間接選挙   |
| 17年3月末            | 英国   | EU離脱告知（政府方針） | 16年11月の「離脱手続き開始に議会承認が必要」とする高等法院判決に対する政府上訴を受けた12月の最高裁審理の結果次第で後連れも |
| 17年4月23日、5月7日     | フランス | 大統領選挙        | 直接選挙（第1回投票で過半数を獲得した候補がない場合、上位2名で決戦投票）                            |
| 17年6月11日、18日      | フランス | 議会選挙         | 下院は小選挙区2回投票制、上院は間接選挙   |
| 17年8月27日～10月22日の間 | ドイツ  | 総選挙          | 下院は小選挙区比例代表併用制（議席獲得には一定の基準を満たす必要）<br>上院は任命制                      |
| 18年5月23日以前        | イタリア | 総選挙          | 上下両院とも比例代表制（下院はプレミアム付きで実施の可能性も）                                  |
| 18年10月            | 英国   | EU離脱協議期限     | 告知から2年後の離脱を想定した場合の合意期限（EU側首席交渉官ミシェル・バルニエ氏の見解）                    |
| 19年春              | 英国   | EU離脱         | 17年3月告知から2年目（27カ国の全会一致による期限延長なしの場合）                              |
| 19年春              | EU   | 欧州議会         | 選挙   |
| 20年5月7日           | 英国   | 総選挙          | 下院は単純小選挙区制、上院は任命制+世襲制  |

（資料）各種資料より作成

ユーロ参加国の世論調査では中道左派・中道右派など主流派の政党への支持の低下と極右・ポピュリスト政党への支持の拡大という傾向がはっきりと表れている。景気・雇用の回復の遅れ、財政緊縮策や構造改革への不満、さらに難民危機やテロの脅威がある。

欧州の政治リスクと経済、金融システムの関係は、制度面での説明などが欠かせないため、別項で改めて論じるが、今回の見通しでは17年の各国選挙で、極右・ポピュリスト政党が躍進することはあっても、極右の大統領誕生、極右・ポピュリスト政権の単独政権の誕生はないことを前提としている。また、政治リスクが金融システムを通じてユーロ圏全域へと拡大するような展開、ましてユーロ離脱、EU離脱へと動くこともないと見ている。市場に一時的な動揺をもたらすことはあったとしても、ユーロ圏の景気や世界の市場に持続的な影響を及ぼす事態に発展するリスクは、ごく限定的というのが基本認識だ。

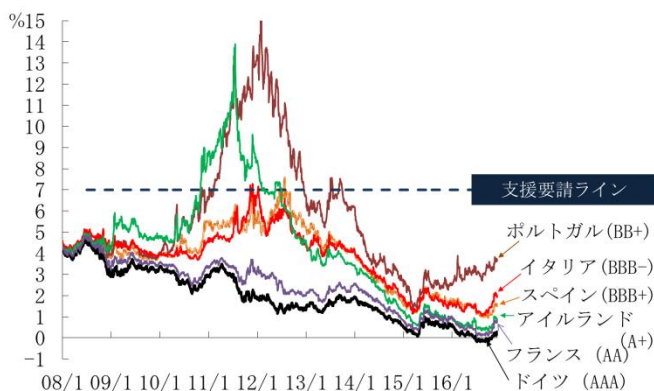
しかし、英国の国民投票、米国の大統領選挙における国民の選択が専門家の予測を覆す結果となったことから、予想外の結果となる可能性を排除することはできない。



12月4日のイタリアの国民投票はレンツィ首相への不信認に意味合いを持つ反対多数という結果にも終わったが、市場はおおむね平静を保った。否決が広く予想されていたことに加えて、否決イコールポピュリスト政権の誕生でもないということもあろうが、ECBが量的緩和、さらにターゲット型資金供給（TLTRO）という形で分厚いバッファーを提供している安心感も大きい。

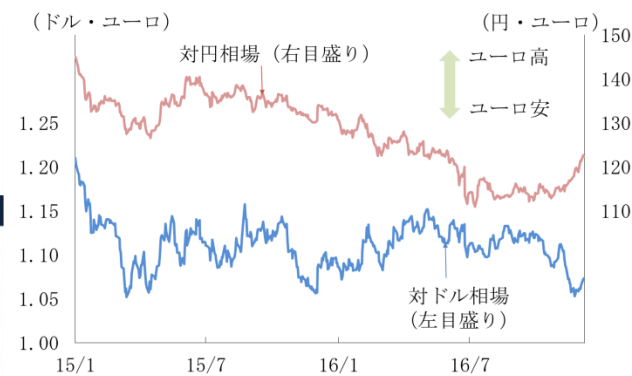
ECBの金融政策には、引き続きショックを吸収するバッファーとしての役割が期待される。

図表10 10年国債利回りの推移



(資料)ロイター

図表11 ユーロ相場



(資料)ロイター

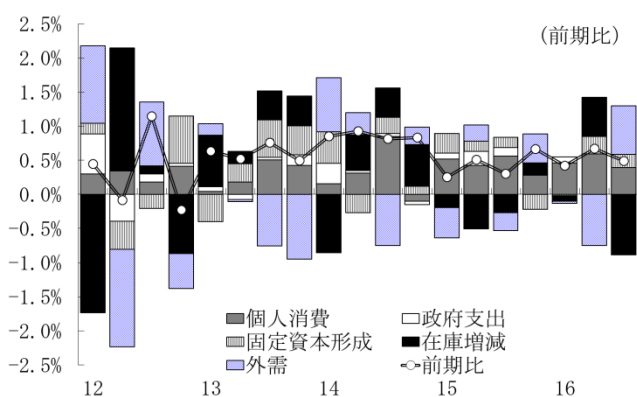
**( 英国経済：17年はポンド安と離脱選択の副作用で1%台に減速 )**

16年の英国経済は、離脱選択後のポンドの大幅安がバッファーとなり、景気失速を免れたが(図表12)、17年にはポンド安の副作用である輸入インフレが明確化し(図表13)、個人消費への影響が拡大すると見ている。

17年には英国がEU離脱の意志の告知に動くと思われる。EU側は、厳しい政治の年であって、英国との協議に厳しい姿勢で望むと思われる。ビジネス環境がEUとの協議次第で変わる状況では設備投資、雇用の伸びも限られよう。

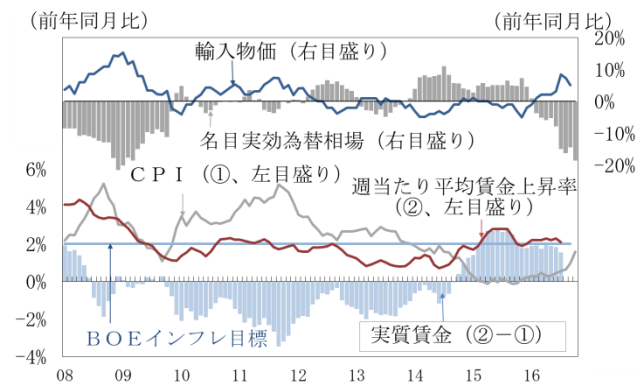
17年、18年の実質GDPは前年比1%台と低い伸びになると予測する。

図表12 英国実質GDP



(資料)英国国家統計局 (ONS)

図表13 英ポンド名目実効為替相場変動率と物価、賃金の動向



(資料)ロイター

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。