

2015年12月18日 全8頁

# 2016年の欧州経済見通し

内需が牽引する景気回復が継続するものの、低インフレは脱せず

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

## [要約]

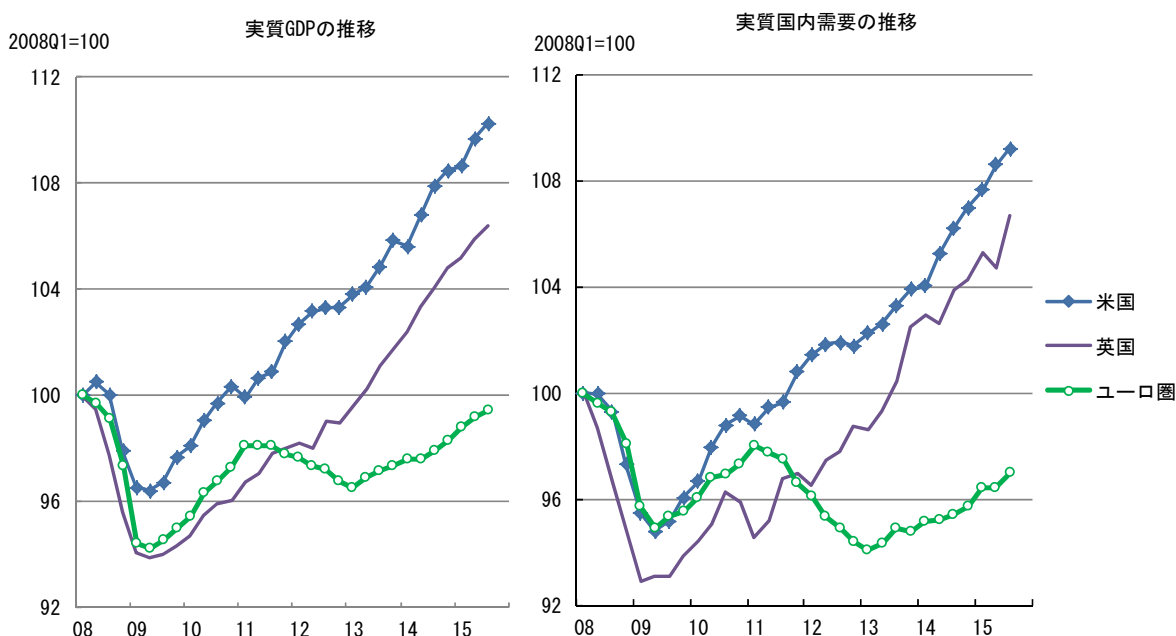
- ユーロ圏経済は金融・債務危機からの回復の途上にあり、2016年も内需主導の緩やかな景気回復が続くと見込まれる。債務危機以降、ユーロ圏加盟国は財政健全化に重きを置いてきたが、大半の国が財政健全化目標を達成しつつある中、難民急増問題への対処やテロ対策に伴う歳出増もあって、財政政策は経済成長の抑制要因から、若干の促進要因へと変わってくると予想する。とはいえ内外需とも急回復は見込まれず、ユーロ圏の消費者物価上昇率は2016年もECB（欧州中央銀行）が掲げる「+2%を若干下回る前年比伸び率」を達成する見通しはまだ立たず、ECBは金融緩和を継続することになる。ユーロ圏の経済成長率は2016年+1.4%、2017年+1.5%、消費者物価上昇率は2016年+0.8%、2017年+1.6%と予想する。
- 英国経済も2016年は個人消費と投資が牽引役となった景気回復が続くと見込まれる。英国は、金融危機後の景気回復でユーロ圏に先んじており、米国に次ぐ景気回復をみせている。ただ、英国の消費者物価上昇率はユーロ圏と同様に低迷し、米国と比べるとエネルギー等を除くコア物価の伸び悩みが目立つ。BOE（英中銀）は2016年年央に利上げへと踏み出すのではないかと予想するが、そのためには賃金上昇率の動向が注目ポイントとなろう。英国の経済成長率は2016年+2.4%、2017年+2.3%、消費者物価上昇率は2016年+0.8%、2017年+1.6%と予想する。
- 2016年の欧州経済のリスクは、中国経済が持ち直すことができるか、米国の利上げ開始が新興国からの急激なマネーの逆流につながるかという世界共通のリスクに加え、欧州の政治リスクが指摘される。すでに2015年にEUを目指す難民の急増問題、テロとの戦いが大きな政治課題となっているが、これに加えて英国でEU加盟継続の是非を問う国民投票が2016年に実施される可能性が高い。ここで問題となるのは、これまで統合推進で一致してきたEUが、域内の人やモノの移動の自由という基本原則を維持するのか、それとも修正してくるのか、それがEUの求心力を低下させることにつながるかということである。

## ユーロ圏経済

### 2015年は緩やかな景気回復が継続

ユーロ圏は2008年以降、リーマン・ショックに伴う世界的な景気後退と、ユーロ圏債務危機によって引き起こされた景気後退の2度の不況期を経験した。2013年に入ってようやく前期比プラス成長に転じ、その後は2015年7-9月期まで10四半期連続でプラス成長となっている。ただ、ユーロ圏の景気回復は米英と比較するとかなり見劣りする。金融・債務危機前に景気がピークをつけた2008年1-3月期の実質GDPを100とすると、米国は2010年10-12月期に、英国も2013年4-6月期に100を上回ったのに対し、ユーロ圏は2015年7-9月期時点で99.5であり、依然として100を下回っている。

図表1 米英と比較して危機からの回復が遅いユーロ圏

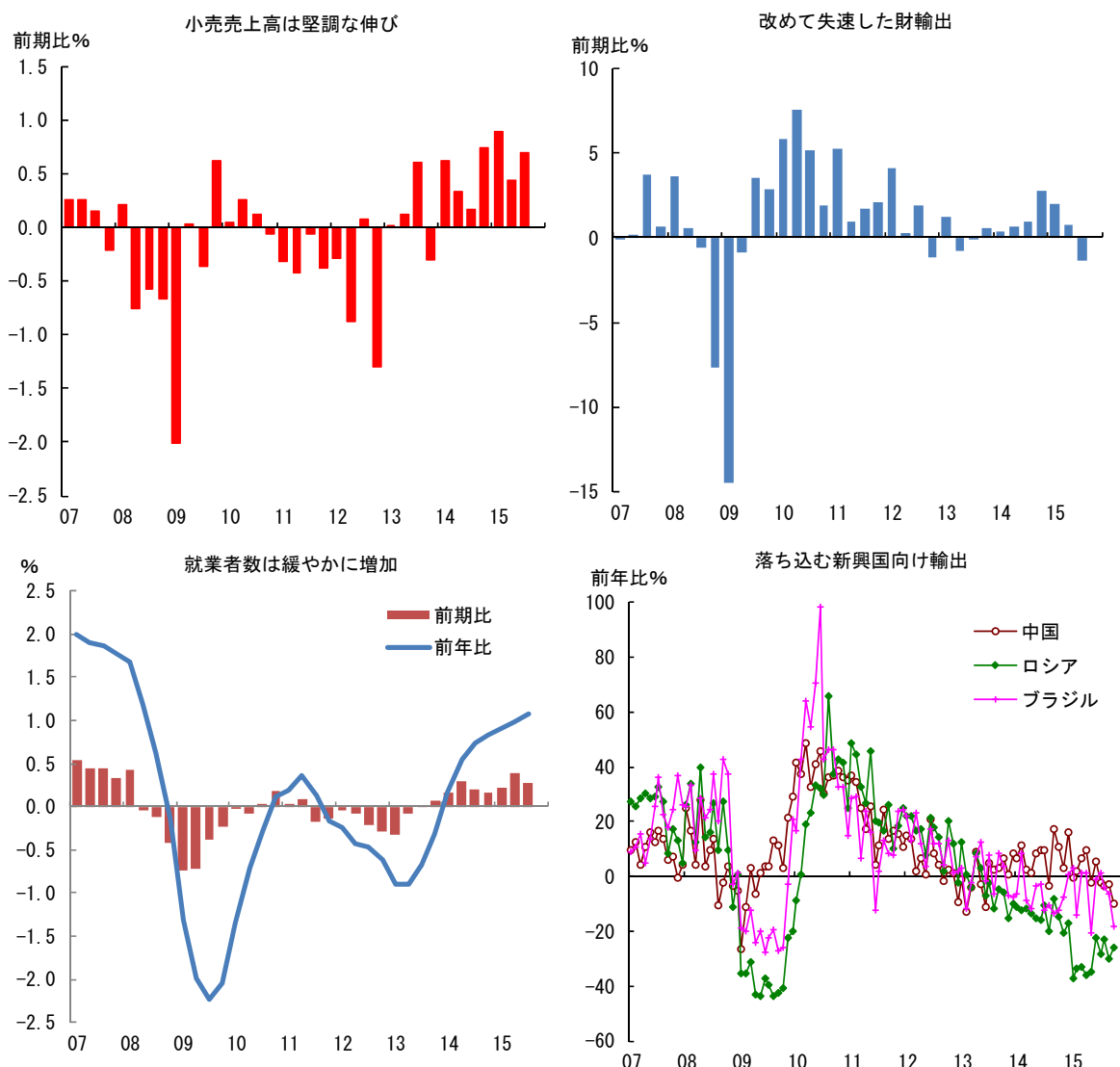


(注) 国内需要は個人消費、政府消費、固定資本形成、在庫投資の合計。直近データは2015年Q3  
(出所) Eurostat、各国統計局データより大和総研作成

### 景気回復の主役は消費

最近10四半期のユーロ圏の景気回復の主役は個人消費で、各国の財政緊縮政策が一段落したことが持ち直しの契機となった。ユーロ圏の財政赤字は2009年のGDP比6.3%から、2013年は同3.0%まで縮小し、EUで適正とされる水準に収まった。なお、個人消費の伸び率はここ1年余り加速しているが、これは原油価格急落で家計の購買力が向上したこと、金融緩和で金利が低下したこと、リストラ一巡で雇用者数が増加に転じ、失業率がピークの12.0%から10.7%まで低下していることなどが追い風となっている。他方で、金利が大幅に低下しているにもかかわらず、建設投資や設備投資の回復はまだ非常に限定的である。また、従来、ユーロ圏景気を牽引してきた輸出は、ユーロ安という追い風がある一方、新興国の需要の伸び悩みが重石となって、今回は成長のドライバーとなっていない。

図表2 ユーロ圏の消費は堅調、輸出は新興国向けを中心に軟調

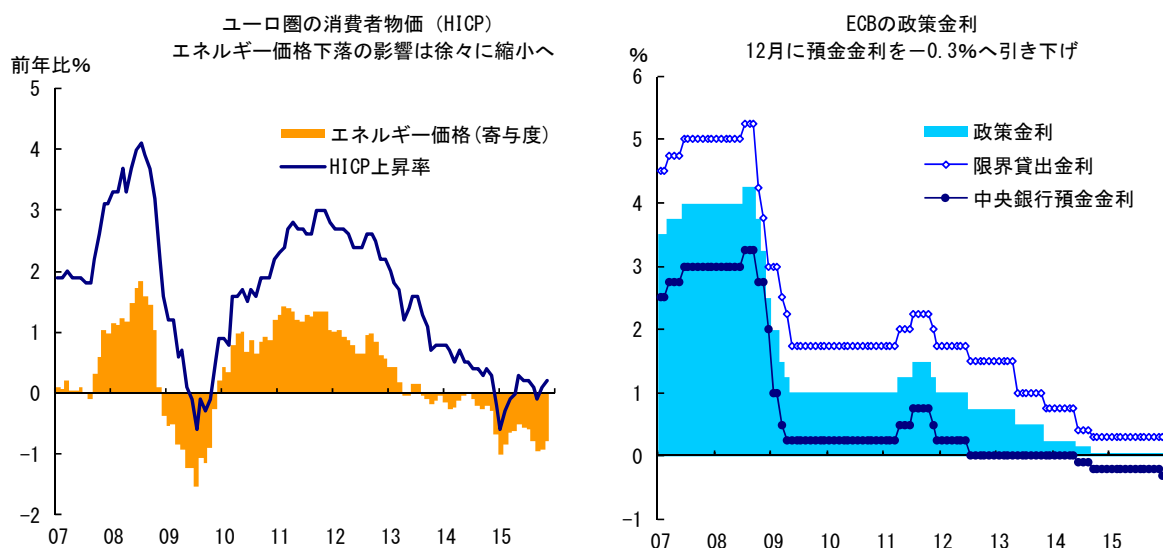


(出所) Eurostat データより大和総研作成

### 低インフレの長期化が ECB の悩みの種

このようにユーロ圏経済は金融・債務危機からの回復局面にあるが、「危機克服」とはまだ言えない状況にある。そのことを示唆するもう一つの材料は、消費者物価上昇率の低迷である。ECB（欧州中央銀行）は「非伝統的な金融緩和策」として 2014 年半ば以降、カバードボンドや ABS（資産担保証券）などの買取に着手し、2015 年 3 月からは異論が少なくなかったユーロ圏加盟国の国債買取にも踏み切った。市場金利は一段と低下したが、消費者物価上昇率は 2013 年 10 月以降、前年比+1%を下回り、2015 年には数カ月をわたってマイナス圏に沈んだ。物価下落の主因は、原油価格が 2014 年末に急落し、その後も低迷していることにあるが、エネルギー以外の財やサービスの物価上昇も低水準にとどまっている。ECB は低インフレ状態の長期化によってインフレ期待が一段と後退することを懸念しており、「前年比+2%をやや下回る」インフレ率達成を目指して、2016 年も金融緩和を継続すると見込まれる。

図表3 ユーロ圏のインフレ率と ECB の政策金利



(出所) Eurostat、ECB データより大和総研作成

### 難民急増と地政学的リスクの高まり

2015年のユーロ圏は中東、アフリカ、中央アジアなどからの難民の急増に翻弄されたが、難民の数は2016年も増加すると予想されている。欧州委員会は秋季経済見通し(2015年11月)でEUへの難民認定申請者数を2015年は100万人、2016年150万人、2017年50万人と予想した。難民申請者数は2012年33.6万人、2013年43.2万人、2014年62.8万人と既に増加傾向にあったが、2015年8月以降の増加ペースは桁違いである。欧州各地で難民受け入れ能力の限界に達していると悲鳴が上がり、また、難民受け入れ反対を主張する意見が勢いを増している。EUとしては難民受け入れの負担を加盟国で分担し、難民問題に一致して取り組もうとしているが、難民受け入れの義務化を嫌う東欧諸国、難民のみならずEU加盟国からの移民も規制したい英国などの足並みが揃っていない。

その状況下で11月13日にパリで「イスラム国(IS)」によるとされる無差別テロが発生し、地政学的リスクへの懸念が急速に高まった。フランスは非常事態を宣言し、ただちにシリアのISに対する空爆を開始し、他のEU諸国もフランスを全面的に支援すると決議した。もともとシリアでの空爆は、米国を中心とする有志連合と、ロシアがそれぞれで行ってきたが、パリでのテロをきっかけに「IS包囲網」が構築されつつある。

ところで、パリのテロ事件の実行犯には移民2世のフランス人、ベルギー人が加わっていた。テロに対する恐怖と、難民・移民受け入れに対する懸念とが容易に結びつきやすい状況となっており、フランスで12月に実施された地域圏議会選挙の第1回投票では、難民排斥、反イスラムを掲げる国民戦線(FN)が第1党に躍進した(第2回投票では共和党が逆転した)。EUにとって急増する難民への対応は2016年も喫緊の課題だが、テロ事件によってその解決が一段と難しくなっている。

## 2016年のユーロ圏経済

難民急増とテロとの戦いの強化は2016年のユーロ圏経済にどのような影響を及ぼすだろうか。難民急増によって安い労働力が大量に供給されることになり、職を失う、あるいは賃金が抑制されるとの懸念があり、それが消費者マインドに悪影響を及ぼす懸念がある。ただ、それよりも当面は難民受け入れに伴う歳出増の影響が大きいと予想される。難民申請者への衣食住の提供のみならず、難民認定手続き、語学教育や職業訓練、就職斡旋、あるいは難民収容施設の整備などに多くの人材が必要となる。また、テロを警戒し、IS 包囲網を構築することも防衛費の増大につながる。

ユーロ圏では債務危機直後に歳出削減が最優先課題とされ、公共投資の抑制、公務員給与や年金の削減、付加価値税などの増税などが実施された。その後、大半の国で財政状況が改善に向かい、EU が定める「GDP 比 3%以内の財政赤字」基準を達成する国が増えたものの、各国は財政政策の方針転換に慎重姿勢であった。特にドイツは財政赤字国から財政黒字国へと転換し、欧州委員会からも歳出増を勧告されていたにもかかわらず、財政健全化に強くこだわっていた。この夏以降、急増した難民の大半がドイツを目指した結果、ドイツは歳出増を余儀なくされることになり、財政収支均衡を予定していた 2016 年予算は若干の赤字となる見通しである。ユーロ圏全体でも財政政策は 2016 年に歳出増へと転じることになろう。金融緩和と若干の歳出増の下でユーロ圏経済は 2016 年も緩やかな景気回復を続けると予想される。ユーロ圏の経済成長率は 2016 年+1.4%、2017 年+1.5%、消費者物価上昇率は 2016 年+0.8%、2017 年+1.6%と予想する。

残念ながら、このメインシナリオには下振れのリスクが少なからず存在する。まず、世界共通のリスクとして、中国経済が持ち直すことができるか、米国の利上げ開始が新興国からの急激なマネーの逆流につながらないかという懸念がある。加えて、政治リスクとして、シリア和平実現への道筋は不透明で、また、テロとの戦いが欧州内で新たな無差別テロを招く可能性は決して小さくない。これまで発表されている 11 月、12 月のユーロ圏内の景況感指数は、テロの影響で観光客が大幅に減ってしまったフランスのサービス業以外は比較的堅調だが、出口の見えない「非常事態」の長期化は、消費者や企業のマインド悪化要因となり得る。これに加えて、テロとの戦いで結束を強めたはずの欧州諸国が、難民問題を巡って改めて対立を強めることも想定される。後述するように、英国では EU 加盟継続の是非を問う国民投票が 2016 年に実施される可能性があるが、EU の難民対策が迷走すれば、英国の EU 離脱のリスクが高まり、ユーロ圏、英国双方の経済に対するダメージが懸念されることになろう。ここで問われるのは、これまで統合推進で一致してきた EU が、域内の人やモノの移動の自由という基本原則を維持するのか、それとも修正してくるのか、それが EU の求心力を低下させることにつながらないかということである。



## 英国経済

### 消費主導の景気回復が 2016 年も継続

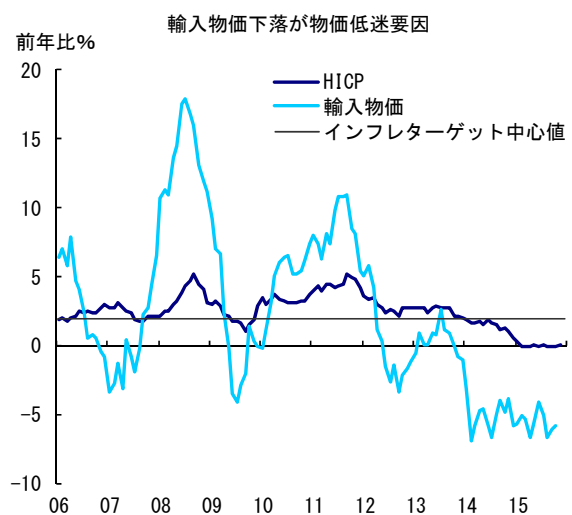
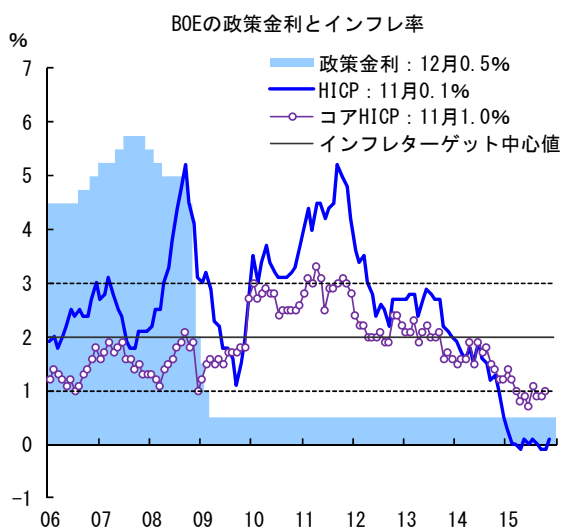
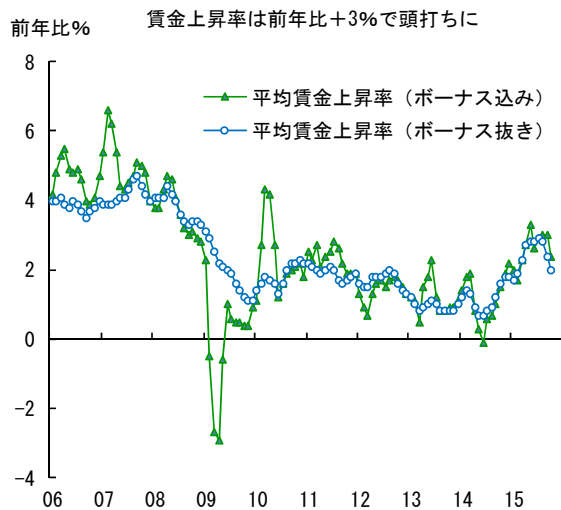
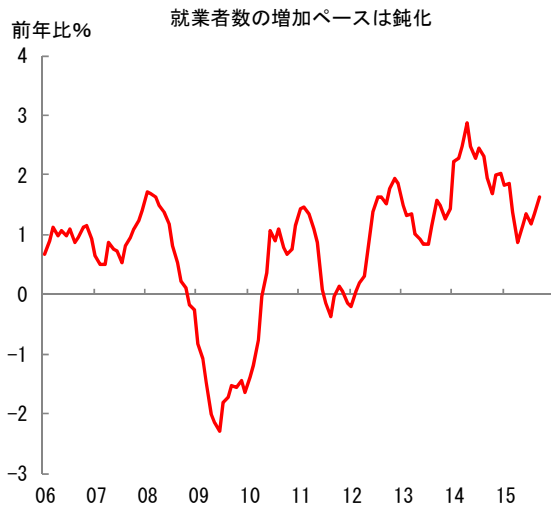
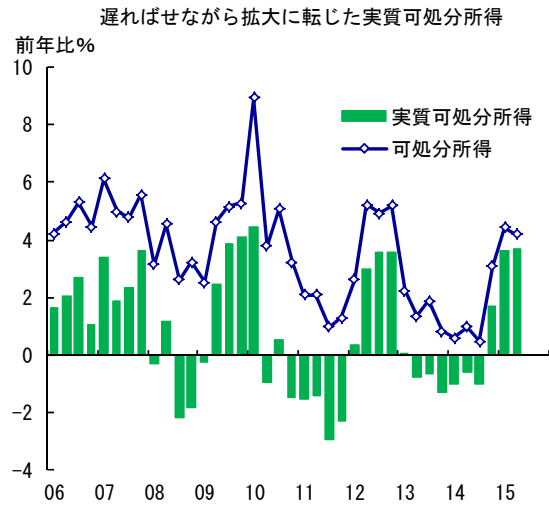
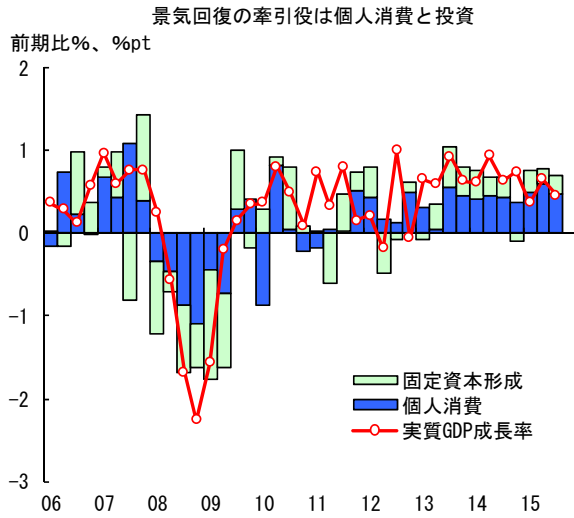
英国は 2013 年年初から個人消費を牽引役とする景気回復局面に入り、2015 年 7-9 月期まで 11 四半期連続で前期比プラス成長が続いている。個人消費のほか、建設投資や設備投資も拡大傾向にあり、内需は総じて強い。一方で外需は、最大の貿易相手である EU 加盟国向けの輸出の伸び悩みが長期化しているところに、中国を筆頭とする新興国需要が落ち込み、ポンド高も加わって、景気回復の足を引っ張っている。

2016 年以降も英国では内需が牽引する経済成長が継続すると見込まれる。実質可処分所得の拡大や、低金利が引き続き消費と投資の追い風となろう。ただし、個人消費の伸び率は+3.0%と推測される 2015 年の高水準から、2016 年は+2.7%、2017 年は+2.4%へ徐々に減速するとみている。就業者数の増加は続いているが、労働参加率がすでに過去最高水準に達しており、今後、増加ペースは鈍化しよう。ところで、英国の景気回復はユーロ圏に先行し、米国に追従する形で進んでいる。このため、12 月に利上げに転じた米国に続くのは英国と以前から予想されているのだが、英国の利上げ時期の予想は、物価上昇率が前年比ゼロ近辺での推移を続ける中で 2015 年内から 2016 年初め、2016 年後半と先送りが続いている。物価低迷の直接の原因は原油安とポンド高だが、米国と比べるとエネルギー等を除くコア物価の伸び悩みが目立っており、その一因は賃金上昇率が金融危機前の水準と比べ停滞していることにあると考えられる。堅調な景気回復を続ける英国は 2016 年年央には利上げへと踏み出すことが予想されるが、賃金上昇率の動向が注目ポイントとなろう。英国の経済成長率は 2016 年+2.4%、2017 年+2.3%、消費者物価上昇率は 2016 年+0.8%、2017 年+1.6%と予想する。

### 波乱要因は EU 加盟継続の是非を問う国民投票

なお、2016 年の最大の波乱要因は、キャメロン首相が「2017 年末までの実施」を選挙公約に掲げた「英国の EU 加盟継続の是非を問う国民投票」となろう。同首相自身は EU 加盟継続が英国の利益に適うとの立場だが、EU に懐疑的な UKIP（英国独立党）の台頭に対抗するために国民投票の実施を約束したとされる。キャメロン首相はドイツとフランスの国政選挙が予定されている 2017 年を避け、2016 年中に国民投票を実施したい意向で、その準備としてこの 11 月に EU に 4 項目の改革要求を送付した。その要求内容は、英国がユーロ圏諸国の揉め事に巻き込まれず、しかしながら EU 内でユーロ圏諸国に比べて不利に扱われることのない立場を保証することである。加えて、EU からの移民流入の制限を意図して、EU からの移民を英国の社会保障制度の対象とするまで 4 年の猶予期間を求めている。他の EU 加盟国は英国を EU の一員に留めておきたい意向はあるものの、とりわけ移民規制に関しては域内の労働力の自由な移動を保証した EU の基本理念との整合性を問題視している。また、移民の送り出し国となるポーランドなどは英国の首相を強く批判している。キャメロン首相の思惑通りに、EU が部分的にでも英国の主張を聞き入れ、それを国民投票で EU 加盟存続に対する賛成票積み増しの材料にできるのかどうか、見通しは不透明である。

図表4 英国経済指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、欧州委員会データより大和総研作成

## <欧州経済・金利見通し>

### ユーロ圏経済見通し

	2014 通年	2015					2016					2017 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	0.8%	2.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.8%	1.3%	1.7%	1.4%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
政府消費支出	0.6%	2.0%	1.1%	2.4%	2.0%	1.5%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.7%	1.3%
総固定資本形成	1.2%	6.2%	0.3%	-0.0%	0.8%	2.1%	2.0%	2.8%	3.2%	2.8%	1.8%	2.1%
輸出等	3.8%	5.4%	6.5%	0.8%	1.6%	4.7%	3.2%	4.5%	4.9%	4.5%	3.3%	4.5%
輸入等	4.1%	7.7%	3.5%	3.7%	1.6%	5.0%	4.5%	5.7%	6.1%	5.7%	4.3%	5.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.8%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%
政府消費支出	0.6%	1.3%	1.3%	1.6%	1.9%	1.5%	1.8%	1.9%	1.6%	1.4%	1.7%	1.3%
総固定資本形成	1.2%	2.0%	2.6%	2.2%	1.8%	2.1%	0.8%	1.4%	2.2%	2.7%	1.8%	2.1%
輸出等	3.8%	5.2%	5.8%	4.4%	3.6%	4.7%	3.0%	2.5%	3.5%	4.3%	3.3%	4.5%
輸入等	4.1%	5.8%	5.5%	4.9%	4.1%	5.0%	3.3%	3.9%	4.5%	5.5%	4.3%	5.2%
鉱工業生産（除建設）	0.8%	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.1%
実質小売売上高	1.2%	2.1%	2.3%	2.8%	2.0%	2.3%	1.7%	1.6%	1.6%	2.0%	1.7%	1.5%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	0.8%	1.6%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-2.2%	-1.8%	-1.2%	-1.7%	-0.6%	0.7%	-0.7%	1.4%
失業率	11.6%	11.2%	11.0%	10.8%	10.7%	10.9%	10.7%	10.5%	10.4%	10.3%	10.5%	10.2%
10億ユーロ												
貿易収支	252.8	76.0	82.3	79.6	75.0	312.9	73.0	70.0	68.0	68.0	279.0	250.0
経常収支	245.6	81.1	79.0	73.5	68.5	302.2	67.0	64.5	63.1	63.6	258.2	237.9
財政収支	-254					-219					-183	-157
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.57%	0.54%	0.52%	0.55%	0.60%	0.65%	0.58%	0.70%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.37%	-0.35%	-0.35%	-0.35%	-0.36%	-0.28%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%

(注) 2015年Q3まで実績値。それ以降は大和総研予想

(出所) EU統計局 (Eurostat)、欧州中央銀行 (ECB)、大和総研

### 英国経済見通し

	2014 通年	2015					2016					2017 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.9%	1.5%	2.6%	1.9%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.3%	2.4%	2.3%
民間消費支出	2.6%	3.1%	3.7%	3.0%	2.8%	3.0%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%	2.7%	2.4%
政府消費支出	1.9%	4.4%	1.6%	5.3%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.8%	2.3%
総固定資本形成	7.5%	6.3%	4.2%	5.4%	-1.6%	3.5%	2.8%	2.4%	2.8%	2.8%	2.3%	2.4%
輸出等	1.8%	-4.7%	7.8%	3.6%	1.6%	3.4%	2.4%	3.2%	3.2%	2.8%	3.0%	3.4%
輸入等	2.8%	2.5%	-10.4%	23.8%	-2.0%	3.1%	3.2%	3.2%	2.8%	3.2%	3.6%	3.5%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.9%	2.7%	2.4%	2.3%	2.1%	2.4%	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
民間消費支出	2.6%	2.8%	3.0%	3.0%	3.2%	3.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.7%	2.4%
政府消費支出	1.9%	2.6%	1.6%	2.4%	3.5%	2.5%	3.0%	3.2%	2.5%	2.4%	2.8%	2.3%
総固定資本形成	7.5%	3.8%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	2.7%	2.2%	1.6%	2.7%	2.3%	2.4%
輸出等	1.8%	3.5%	2.9%	5.5%	2.0%	3.4%	3.8%	2.7%	2.6%	2.9%	3.0%	3.4%
輸入等	2.8%	2.3%	1.4%	6.1%	2.8%	3.1%	2.9%	6.7%	1.8%	3.1%	3.6%	3.5%
鉱工業生産	1.3%	1.0%	1.5%	1.4%	1.8%	1.4%	1.5%	1.2%	1.3%	1.1%	1.3%	1.1%
実質小売売上高	4.0%	5.4%	4.3%	4.9%	4.6%	4.8%	4.7%	4.0%	3.4%	2.8%	3.7%	2.8%
消費者物価	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	1.3%	0.8%	1.6%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.2%	-1.6%	-0.7%	-0.6%	0.1%	0.6%	-0.1%	0.7%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
10億英ポンド												
貿易収支	-123.7	-34.0	-26.3	-31.5	-35.1	-126.9	-33.1	-26.3	-32.4	-36.8	-128.6	-147.0
経常収支	-92.9	-24.0	-16.8	-26.1	-31.4	-98.3	-28.5	-21.8	-28.0	-32.4	-110.7	-129.5
財政収支	-89.5	-2.1	-24.9	-16.8		-69.9					-66.7	-69.3
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.90%	1.94%	2.00%	2.04%	1.97%	2.18%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.60%	0.54%	0.60%	0.65%	0.80%	0.90%	0.74%	1.15%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	1.25%

(注) 2015年Q3まで実績値（経常収支はQ2まで実績値）。それ以降は大和総研予想

(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、大和総研