

2016 年 12 月 20 日 全 8 頁

2017 年の欧州経済見通し

景況感は改善傾向だが、「政治波乱」に対する耐性が試される

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 2016 年は英国の EU 離脱 (Brexit) 決定が象徴するように政治の不透明感が高まった。しかしながら、欧州経済は内需が牽引する堅調な成長が続き、2016 年の経済成長率は英国 +2.0%、ユーロ圏 +1.6% と推測される。英中銀 (BOE)、欧州中銀 (ECB) とともに緩和政策を継続しているものの、ECB は 12 月にデフレ懸念の後退を理由として 2017 年 4 月以降の資産買取額を月 800 億ユーロから 600 億ユーロに減額すると発表した。
- 2017 年の英国の経済成長率は +1.2% へ減速すると予想する。Brexit 実現に向けた交渉開始が見込まれる中、ポンド安による購買力低下が徐々に顕在化しよう。また、Brexit 決定を受けて在英の金融機関や事業会社は国外移転の検討に入っていたが、その一部が実行段階に入ると見込まれる。メイ政権も景気減速を予想し、インフラ投資や R&D 投資などへの予算増を盛り込んだ 2017 年度予算を発表したが、景気減速を押しとどめるには力不足となろう。消費者物価上昇率は 2016 年の +0.6% から 2017 年は +2.3% へ加速し、BOE のインフレ・ターゲットの中心値である +2.0% を上回ると予想する。
- 2017 年のユーロ圏の経済成長率は +1.4% と予想する。歴史的な低金利の下で消費者と企業の景況感が改善しており、緩やかな雇用改善が消費と投資の回復を後押ししよう。消費者物価上昇率は 2016 年の +0.2% から 2017 年は +1.3% へ緩やかに加速すると予想する。原油価格上昇で産油国の需要が持ち直し、またトランプ次期大統領の景気刺激策で米国の需要拡大が期待されることは、ユーロ圏の輸出回復の追い風である。ただし、急速なドル高が多くの新興国の通貨安を招いているように、「トランプ効果」は欧州経済にプラスと一概には言えない。2017 年は Brexit がどう実現されるのか、トランプ次期大統領がどのような政策を打ち出すのか、オランダ、フランス、ドイツの国政選挙で反主流派政党がどこまで台頭するかなど不透明要因が多い。さまざまに想定される政治波乱に対して、経済の耐性が試される年になるだろう。

2016 年の欧州経済：政治波乱にもかかわらず堅調維持

英国経済

英国の2016年のGDP成長率は+2.0%と、2015年の+2.2%とほぼ同水準になると推測される。金融危機に伴う景気後退から、2009年半ばに反転して以降の景気回復・拡大局面は8年目に入った。6月の国民投票でBrexitが決定される大きな番狂わせがあったが、懸念されたような急速な景気悪化は生じていない。第一の理由は、EU離脱という方針は決まったものの、その実現のための取り組みが進展していないことである。いつどのような形でBrexitが実現するのか判断する手がかりがほとんどないために、家計も企業もBrexitの影響を計りかねている。第二の理由は、Brexit決定を受けてポンドが急落し、これが英国経済にプラス効果を及ぼしていることである。まず、ポンド安は英国企業の輸出競争力を向上させる。Brexit懸念で急落した英国株は売上増を期待して7月以降は急反発し、輸出企業が多い鉱工業部門の企業景況感も年後半は改善傾向が鮮明である。次にポンド安は英国外から見た時の割安感を醸成するため、英国を訪れる海外旅行者の増加とその消費拡大が報告されている。また、Brexit決定で不動産市場では国外からの投資減少が懸念されたが、住宅価格は7月以降も軽微な調整にとどまり、ポンド安による割安感が相場を下支えしていると考えられる。ところで、ポンド安で輸入物価が上昇に転じ、英国の消費者の購買力低下が懸念されるが、11月の消費者物価上昇率は加速したとはいえ前年比+1.2%とBOEのインフレ・ターゲットの同+2.0%はまだ下回っている。

ユーロ圏経済

ユーロ圏の2016年のGDP成長率は+1.6%と、2015年の+2.0%からは減速するものの、堅調な伸びが続いたと考えられる。ユーロ圏は金融危機と債務危機の影響で景気後退局面が長引き、ようやく2013年半ばに回復に転じた。この回復局面が4年目に入ったところである。2016年の景気回復の牽引役は消費と投資で、ECBの金融緩和による金利低下、原油価格下落による購買力の向上、さらに緩やかながら雇用が改善していることが追い風となっている。また、加盟各国の財政健全化努力が実を結び、多くの国で財政政策が景気に対して「引き締め」から「中立」に転じつつある。一方、外需は伸び悩みが目立つ。原油価格下落が産油国の購買力を大きく損なったことに加え、原油価格下落の原因でもある中国の需要減速もユーロ圏の輸出伸び悩みをもたらしている。なお、Brexit決定がユーロ圏経済にとってプラスなのかマイナスなのかはまだはっきりしない。ポンドは急落したものの、ユーロ圏の財輸出に占める英国の割合は14%弱にとどまるため、ユーロの実効為替レートの上昇は限定されている。一方、米国の大統領選挙でトランプ氏が勝利し、米国の景気改善期待が高まったことを受けて、ユーロ圏の企業景況感も年末にかけて改善傾向にある。この状況下で12月のECB金融政策委員会では毎月の資産買取額を2017年4月以降は800億ユーロから600億ユーロに減額する一方、実施期限を「少なくとも2017年3月まで」から「少なくとも2017年12月まで」に延長することを決定した。デフレ懸念の後退を理由とした買取額圧縮だが、一方で2017年は英米の政治変化の波及効果、蘭仏独の国政選挙の行方など不透明要因が多いため、緩和拡大の可能性も残した決定と考えられる。

2017 年の英国経済見通し

ポンド安のマイナス効果が顕在化

英国の 2017 年の成長率は+1.2%へ減速すると予想する。第一の理由は、ポンド安のマイナス効果が徐々に顕在化すると見込まれることである。英国の輸入物価はポンド高と原油価格下落の効果により 3 年余り前年比マイナス圏で推移していたが、原油価格が下げ止まったタイミングで急激なポンド安となったため、6 月に前年比プラスの伸びに転じたあと 10 月には前年比+9.4%に加速した。同様に企業の仕入価格にも上昇圧力がかかり、11 月は同+12.9%に加速している。これに対して、11 月の企業の販売価格は加速したとはいえ同+2.3%にとどまり、企業のマージンが悪化していることが示唆される。

消費者物価への価格転嫁は、小売店の販売競争が厳しいためにまだ緩慢だが、消費者は先々の物価上昇への懸念を強めている。消費者信頼感 は国民投票直後の 7 月に急落したあと 9 月に急回復したが、10 月、11 月は再び悪化した。物価上昇懸念に加え、景気見通しが不透明になり、雇用不安が高まっている。対照的に 10 月、11 月の小売売上高は高い伸びを記録し、消費者信頼感との乖離が目立つ。食品以外の売上が伸びており、価格上昇懸念から耐久消費財などの購入が前倒しされていると考えられる。一過性の押し上げ効果が消えれば、個人消費は減速しよう。

Brexit を見据えた企業の投資・雇用手控え、一部拠点の移転

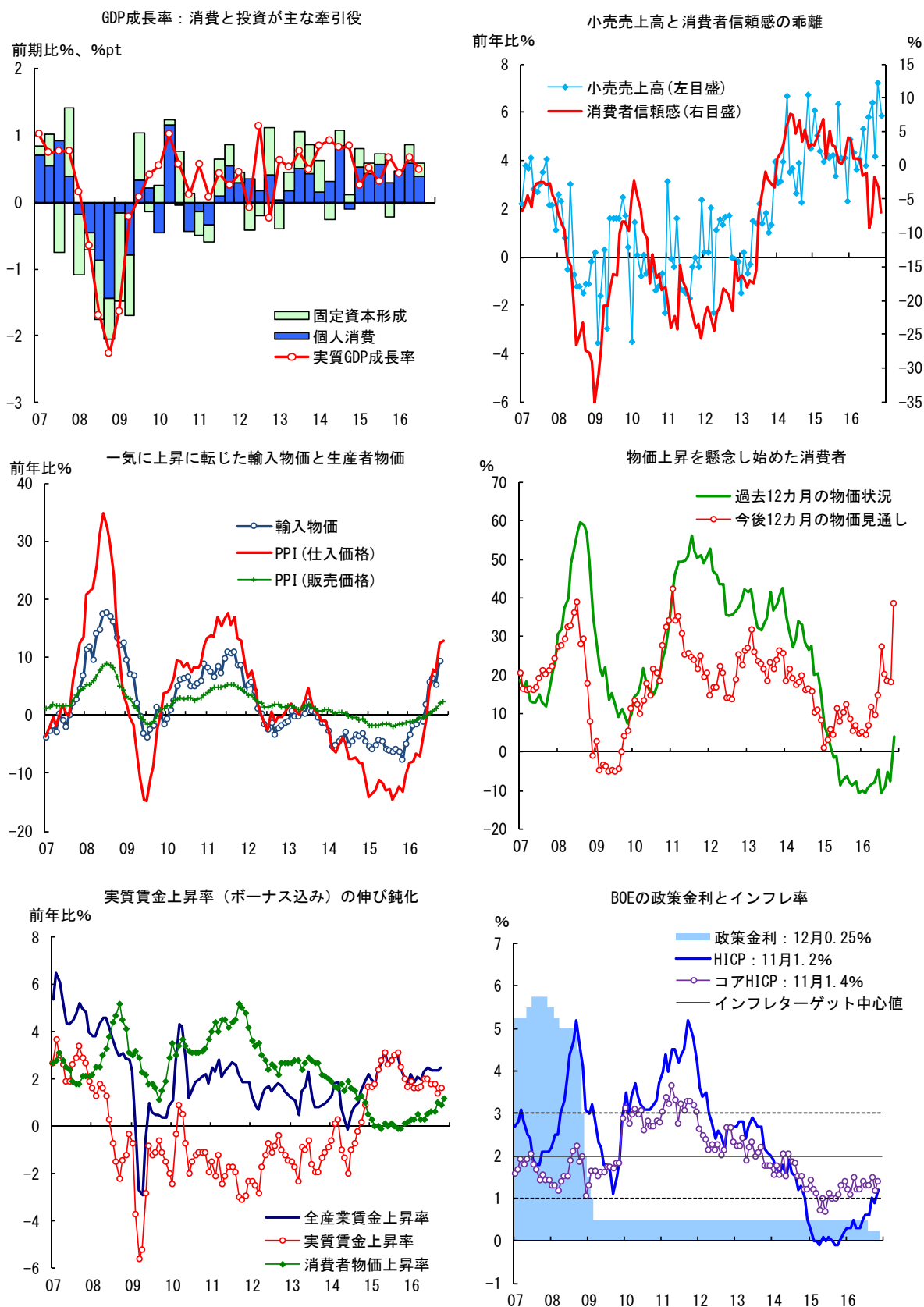
英国の景気減速を予想する第二の理由は、Brexit を見据えた在英企業の拠点移転が一部動き出すと予想されることである。Brexit 決定後、企業は英国での新規投資や新規雇用に非常に慎重になり、拠点移転を含めた Brexit 後の選択肢の検討に入っている。メイ政権が 2017 年 3 月末という自ら設定した離脱通告期限を守ることができるのか、離脱通告した場合に英国と EU の離脱交渉がどのように進むのかなど不透明材料は多いが、政府の方針が Brexit である以上、その後をにらんだ企業戦略を検討せざるを得ない。英国拠点をすべて国外に移すといった大胆な決断をする企業はまだ出ないだろうが、事業の一部移転や、小規模の拠点新設に動く企業が出てくると予想される。

財政政策はやや拡張的、金融政策は緩和継続

メイ政権も景気減速を予想しており、2017 年度予算の発表に際して、キャメロン政権が掲げてきた「2019 年度の財政収支均衡」という目標を撤回した。加えて、交通や住宅などのインフラ投資、R&D 投資などへの予算増を盛り込んだが、景気減速を押しとどめるには力不足となろう。

英国の消費者物価上昇率は 2016 年の+0.6%から 2017 年は+2.3%へ加速すると見込まれる。BOE は 12 月の金融政策委員会で政策金利を 0.25%に据え置き、資産買取プログラムの規模維持を決めた。BOE も 2017 年は景気減速と物価上昇を見込んでおり、金融政策の方向は上にも下にも可能性があるとしている。政策面での不透明感が強い中で、BOE の金融政策は緩和姿勢が継続されると予想する。

図表1 英国の景気指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、欧州委員会データより大和総研作成

2017 年のユーロ圏経済見通し

内需主導の緩やかな景気回復が続く

ユーロ圏の 2017 年の成長率は+1.4%と予想する。牽引役は引き続き個人消費を中心とした内需となろう。原油価格下落による購買力押し上げ効果はなくなるが、歴史的な低金利の下で消費者と企業の景況感は概ね改善傾向にあり、緩やかな雇用改善が続くと見込まれる。

なお、低金利と消費拡大は投資回復の追い風だが、外需見通しに不透明感が残ることが投資の回復ペースの加速を阻むと予想される。ユーロ圏の投資比率（固定資本形成の GDP に占める割合）は、金融危機以降、低水準に甘んじており、これがユーロ圏の成長率が「緩やかな」回復にとどまっている大きな理由である。

外需にはプラス材料とマイナス材料が混在

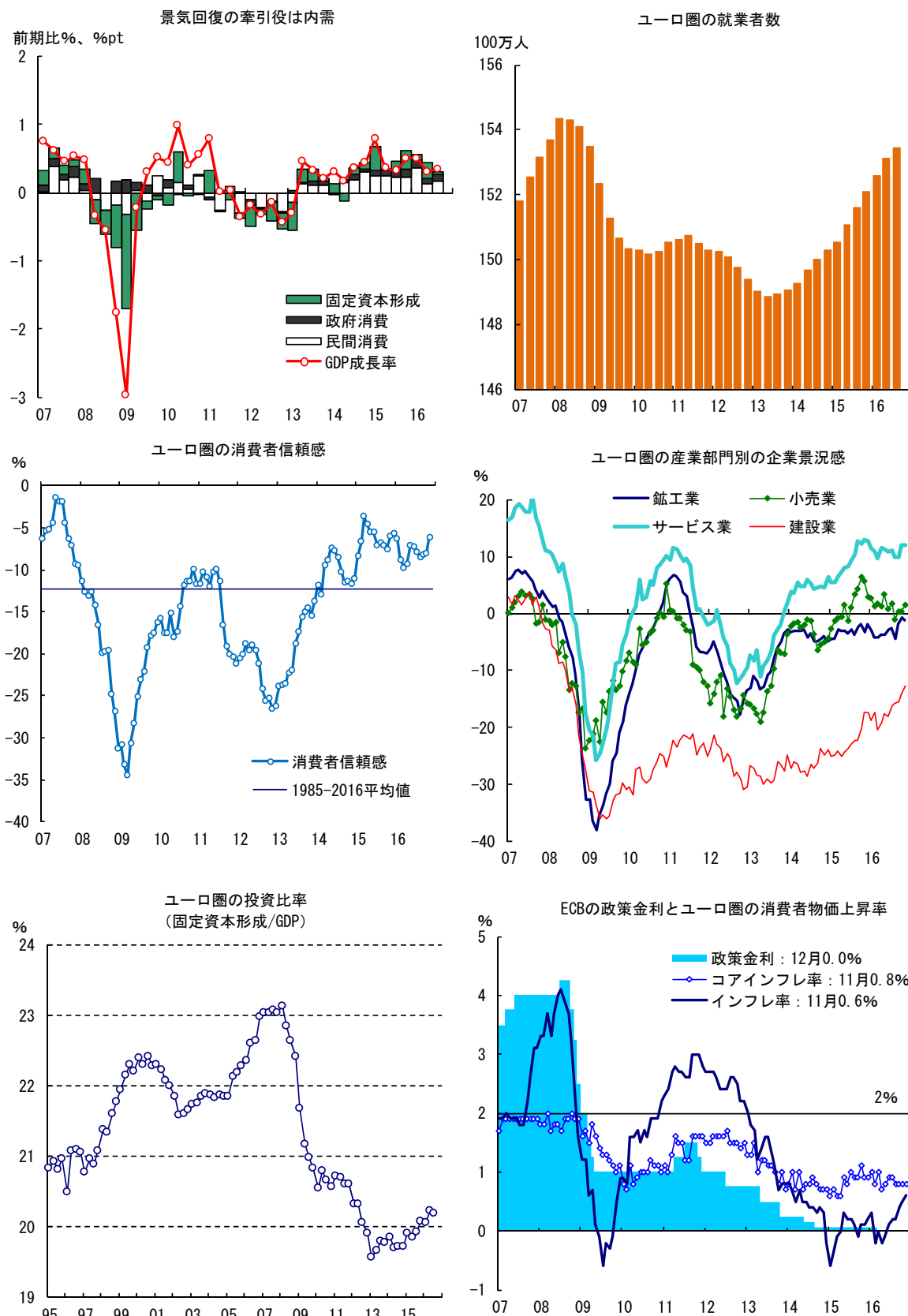
外需に関しては上振れと下振れの両方が考えられる。プラス材料としては、原油価格上昇で OPEC 諸国やロシアなど産油国の需要が持ち直すと見込まれることがある。また、トランプ次期大統領の景気刺激策で米国の需要が拡大することへの期待も急浮上している。もっとも、「トランプ効果」は欧州経済にプラスと一概には言えない。まず、急速なドル高が多くの新興国の通貨安を招いており、これらの国々の購買力を低下させている。ユーロ圏の輸出という観点からは中国やトルコの通貨安が特に気がかりである。

また、トランプ氏の政策の基本理念は「米国第一主義」であり、大統領選挙期間中に提示された政策には保護主義的な傾向が少なからず見られた。1 月 20 日に就任予定のトランプ次期大統領がどのような政策を打ち出すのか、それが果たして欧州経済にプラスに作用するのかは大きな不透明材料である。そして、これまでの通商関係に大きな変更を及ぼす可能性としては、もちろん英国の EU 離脱問題が控えている。産業界にとっては、EU と英国との通商関係が現状と比較して大きなコスト増要因とならないことがベストだが、オランダ、フランス、ドイツで国政選挙が予定され、そのいずれでも EU に懐疑的な政党の台頭が予想される中で、英国との離脱交渉に EU 側は強面で臨むことになる可能性が高い。

ポリシー・ミックスの変更はじわじわと

ユーロ圏の消費者物価上昇率は 2016 年の+0.2%から 2017 年は+1.3%へ緩やかに加速しよう。ECB が目指している「+2%をやや下回るインフレ率」には 2017 年中には届かない見込みである。ECB は 2017 年 12 月まで月額 600 億ユーロの資産買取の継続をすでに決めており、金融政策の基本スタンスは緩和継続となる。ただし、金融政策の限界や、超低金利政策の副作用を指摘する意見はますます増えている。代わって財政政策の役割拡大が求められており、欧州委員会や南欧の EU 加盟国もこれに前向きである。とはいえ、財政規律を非常に重視するドイツが、総選挙の直前に態度を 180 度変えるとは予想しがたい。2017 年は歳入拡大に合わせた歳出拡大の範囲内で、成長促進を工夫することになると予想される。

図表2 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース

(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会データより大和総研作成

重要な政治日程が目白押し

欧州では 2016 年に続いて 2017 年も政治波乱が起こる可能性がある。すでに触れたように、英政府は 2017 年 3 月末までに EU に離脱通告を行うとしており、そうなれば具体的な離脱交渉がついに開始される。また、オランダでは議会選挙、フランスでは大統領選挙と議会選挙、ドイツでも議会選挙が予定されている。なお、イタリアでは 12 月の国民投票で“No”を突き付けられたレンツィ首相が辞任し、ジェンティローニ前外相を新首相とする政権が誕生したばかりだが、反主流派政党の「五つ星運動」は国民投票の否決は与党に対する不信任であるとして、早期の解散・総選挙を要求している。新政権は五つ星運動の 1 党独裁に道を開く可能性のある選挙制度を改正することを最優先事項としているが、それが実現したあとは 2018 年春の任期切れを待たずに解散・総選挙となる可能性がある。

もし 2017 年にイタリアの総選挙が前倒しされた場合は、EU の前身である EEC（欧州経済共同体）の原初加盟国 6 カ国のうち 4 カ国の総選挙が集中することになる。2017 年 3 月には EEC の設立条約となったローマ条約の調印から 60 周年を迎えるが、記念式典は欧州統合の成功を祝う場ではなく、転機を迎えた欧州統合の将来像について再考する区切りとなると考えられる。

図表 3 2017 年の欧州のイベントスケジュール

1月19日	ECB金融政策委員会
2月2日	BOE金融政策委員会（インフレーション・レポートも公表）
2月3日	EU27首脳会議（英国を除く）
3月9日	ECB金融政策委員会（スタッフによる景気見通し公表）
3月9－10日	EU首脳会議
3月15日	オランダ議会選挙
3月16日	BOE金融政策委員会
3月末までに	英国政府がEUに離脱を通告？
4月23日	フランス大統領選挙（第一回投票）
4月27日	ECB金融政策委員会
5月7日	フランス大統領選挙（第二回投票）
5月11日	BOE金融政策委員会（インフレーション・レポートも公表）
5月26－27日	G7首脳会議（議長国：イタリア）
6月8日	ECB金融政策委員会（スタッフによる景気見通し公表）
6月11日	フランス国民議会選挙（第一回投票）
6月15日	BOE金融政策委員会
6月18日	フランス国民議会選挙（第二回投票）
6月22－23日	EU首脳会議
7月20日	ECB金融政策委員会
8月3日	BOE金融政策委員会（インフレーション・レポートも公表）
9月7日	ECB金融政策委員会（スタッフによる景気見通し公表）
9月14日	BOE金融政策委員会
9月（17日か24日）	ドイツ連邦議会選挙
10月19－20日	EU首脳会議
10月26日	ECB金融政策委員会
11月2日	BOE金融政策委員会（インフレーション・レポートも公表）
12月14日	ECB金融政策委員会（スタッフによる景気見通し公表）
12月14日	BOE金融政策委員会
12月14－15日	EU首脳会議

（出所）各種報道より大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2015	2016					2017					2018
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	2.0%	2.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.8%	2.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.3%	1.5%	1.9%	1.6%	2.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	3.2%	1.5%	4.7%	0.7%	2.4%	2.8%	2.8%	3.2%	3.2%	2.4%	2.7%	2.9%
輸出等	6.5%	0.8%	4.8%	0.2%	2.8%	2.3%	3.2%	2.8%	3.2%	3.6%	2.8%	3.8%
輸入等	6.4%	-0.4%	4.8%	0.9%	3.2%	3.0%	3.2%	3.6%	3.9%	4.1%	3.4%	4.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.8%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	3.2%	2.4%	3.6%	3.0%	2.3%	2.8%	2.6%	2.3%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%
輸出等	6.5%	2.4%	2.5%	2.2%	2.1%	2.3%	2.8%	2.3%	3.0%	3.2%	2.8%	3.8%
輸入等	6.4%	3.4%	3.8%	2.9%	2.1%	3.0%	3.2%	2.9%	3.7%	3.9%	3.4%	4.3%
鉱工業生産（除建設）	2.0%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
実質小売売上高	2.7%	2.2%	1.7%	1.5%	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%	1.6%	1.8%	1.7%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.6%	0.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.6%	-1.8%	0.4%	-2.1%	1.9%	2.4%	2.7%	2.6%	2.4%	2.4%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	10.0%	9.8%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%	9.7%	9.5%
10億ユーロ												
貿易収支	352.3	89.4	97.9	89.5	84.0	360.8	81.0	78.0	75.0	70.0	304.0	260.0
経常収支	326.2	85.8	94.0	81.7	78.3	339.7	76.6	77.9	72.2	67.6	294.3	253.8
財政収支	-211					-184					-157	-162
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.07%	0.20%	0.14%	0.35%	0.35%	0.40%	0.45%	0.39%	0.50%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.70%	-0.59%	-0.75%	-0.70%	-0.65%	-0.65%	-0.69%	-0.60%
欧 政策金利(未値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016 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

	2015	2016					2017					2018
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	2.2%	1.7%	2.7%	2.0%	1.5%	2.0%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	2.5%	2.9%	3.7%	2.4%	2.8%	2.8%	2.2%	1.8%	1.6%	1.4%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.5%	1.8%	-0.0%	1.6%	0.8%	1.3%	1.2%	1.6%	2.8%	3.2%	1.5%	2.5%
総固定資本形成	3.4%	-0.5%	6.4%	4.6%	-2.0%	1.2%	-4.7%	-3.9%	-3.2%	-1.6%	-1.9%	-0.8%
輸出等	4.5%	0.5%	-4.1%	3.0%	3.6%	2.7%	4.1%	3.2%	2.4%	2.4%	2.9%	3.2%
輸入等	5.4%	0.8%	5.3%	-5.8%	2.8%	2.4%	3.2%	2.4%	2.0%	2.4%	1.8%	3.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.2%	1.9%	2.1%	2.3%	2.0%	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%	0.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	2.5%	2.7%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.3%	2.1%	1.8%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.5%	2.1%	1.1%	0.8%	1.0%	1.3%	0.9%	1.3%	1.6%	2.2%	1.5%	2.5%
総固定資本形成	3.4%	0.3%	1.0%	1.2%	2.1%	1.2%	1.0%	-1.6%	-3.5%	-3.4%	-1.9%	-0.8%
輸出等	4.5%	3.0%	3.1%	4.1%	0.7%	2.7%	1.6%	3.5%	3.3%	3.0%	2.9%	3.2%
輸入等	5.4%	1.6%	4.7%	2.6%	0.7%	2.4%	1.3%	0.6%	2.6%	2.5%	1.8%	3.3%
鉱工業生産	1.2%	0.1%	1.6%	1.1%	0.1%	0.7%	1.0%	0.1%	-0.1%	0.6%	0.4%	0.3%
実質小売売上高	4.3%	4.3%	4.4%	5.4%	6.6%	5.2%	5.6%	4.9%	3.6%	2.0%	4.0%	1.7%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.1%	0.6%	1.8%	2.3%	2.4%	2.6%	2.3%	2.5%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	2.2%	0.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	5.4%
10億英ポンド												
貿易収支	-119.7	-32.2	-30.2	-38.7	-30.5	-131.5	-33.4	-31.3	-39.8	-31.3	-135.8	-34.6
経常収支	-93.4	-26.4	-25.9	-31.4	-25.0	-108.7	-27.0	-27.0	-34.5	-24.1	-112.7	-27.6
財政収支	-74.8	-0.3	-24.0	-16.9		-71.0					-85.4	-88.7
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.72%	1.25%	1.22%	1.35%	1.30%	1.20%	1.20%	1.26%	1.38%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.14%	0.18%	0.29%	0.15%	0.13%	0.11%	0.11%	0.13%	0.18%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2016 年 Q3 まで実績値（経常収支は同 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