

2017年12月19日 全8頁

# 2018年の欧州経済見通し

## 景気好調が続くユーロ圏、Brexit 懸念が晴れず低成長継続の英国

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏では2017年に景気が加速し、デフレ懸念が後退した。景気の牽引役として、従来からの個人消費に、輸出と投資も加わり、バランスのとれた景気拡大となっている。需要拡大が生産と投資に加えて雇用も拡大させ、これがまた需要拡大につながるという好循環が続くと見込まれ、2018年も景気拡大が続くと予想される。ユーロ圏の成長率は2016年の+1.8%から2017年は+2.4%に加速し、2018年も+2.2%と高成長を予想する。消費者物価上昇率は2016年の+0.2%から2017年は+1.5%へ加速する見込みで、ECBは2014年6月に導入した「非伝統的な金融緩和」のうちまず資産買取の減額に動き出した。ただ、賃金上昇率はさほど加速せず、一方でユーロ高が輸入物価の抑制要因となるため、2018年の消費者上昇率は+1.4%にとどまり、ECBの利上げ開始は2019年になってからと予想される。
- 英国は2017年に景気減速とインフレ加速を経験した。世界的な好景気に英国が逆行したのは、Brexit（英国のEU離脱）の見通しがいつまでも不明瞭で、企業が新規投資に慎重だったことに加え、ポンド安がインフレ要因となって家計の購買力を損なったためである。Brexit交渉は2018年初めによく第二段階に入り、Brexit後の「移行期間」と、英国とEUの新たな通商関係の協議が開始されることになった。ただし、離脱期限は2019年3月と時間が限られているにもかかわらず、英国内でBrexitの方針がいまだに定まっていないと見受けられ、2018年もBrexitの見通しが晴れない可能性は高い。英国の成長率は2016年の+1.8%から2017年は+1.5%、2018年は+1.3%と低成長が続くと予想される。一方、消費者物価上昇率は2016年の+0.6%から2017年は+2.7%へ加速したあと、2018年は+2.4%とやや減速しよう。
- 2018年に注目される政治イベントはイタリア総選挙、ギリシャの第3次支援の期限到来などだが、それ以上に2019年に予定されているBrexit、欧州議会選挙、ECBの利上げ開始、ドラギ総裁の退任などが、先取りして注目されるのではないかと予想する。

## ユーロ圏経済

### 2017 年は成長加速&デフレ懸念後退

2017 年のユーロ圏経済は+2.4%と 10 年ぶりの高成長が見込まれる。リーマン・ショック後の 5 年間で 2 度の景気後退を経験したのち、2013 年 4-6 月期以降はプラス成長に転じたものの、その景気回復ペースは米国はもとより同じ欧州に位置する英国に比べても明らかに見劣りしてきた。しかしながら、2016 年 10-12 月期からの 4 四半期は平均で前期比+0.6%（年率換算では+2.6%）成長と、2013 年 4-6 月期以降の平均である同+0.4%（同+1.7%）と比べ明確に加速している。

2013 年以降の景気回復を牽引してきたのは、雇用回復、金利低下、ガソリン価格下落を追い風とした個人消費だが、最近 1 年は輸出と投資も牽引役に加わり、よりバランスのとれた経済成長となっている。なお、ユーロ圏では高成長が続くスペインとドイツ、低成長を脱することができないフランスとイタリアというように、加盟国の景気回復のばらつきの大きさが問題視されてきたが、フランスとイタリアの成長率もここ 1 年はそれまでと比べて加速している。

さらに 2017 年にはデフレ懸念の後退という変化があった。ユーロ圏の消費者物価上昇率は 2014 年+0.4%、2015 年 0.0%、2016 年+0.2%と 3 年にわたりほとんど上昇しなかったが、2017 年は+1.5%に加速すると見込まれる。2014 年半ばから 2016 年初めにかけて大幅に下落した原油価格が反発し、エネルギー価格が上昇した影響が大きい。エネルギーや食品など価格変動の大きい項目を除いたコアインフレ率も 2017 年は若干加速してきている。

### 2018 年も高成長と低インフレが予想されるユーロ圏経済

ユーロ圏の潜在成長率は+1%台半ばとされるが、2018 年もこれを上回る+2.2%の成長が見込まれる。消費者と企業の景況感を統合した経済センチメント指数（ESI）は 2017 年後半に一段と改善し、リーマン・ショック前の好況時の水準を上回った。消費好調を受けて投資が一段と拡大し、投資比率（GDP に占める総固定資本形成の割合）は 1995 年以降の平均値である 21.3%を 9 年ぶりに上回ると予想される。需要拡大が生産と投資に加えて雇用も拡大させ、これがまた需要拡大につながるという好循環が続くと見込まれる。ただ、輸出の伸びは 2017 年と比べてやや鈍化しよう。ユーロ圏の主要な輸出相手国は、米国、英国、中国だが、このうち中国は投資の減速に伴って成長率は緩やかに減速すると予想されている。また、英国は EU との離脱交渉の難航が予想され、低成長を脱することは難しいだろう。残る米国は税制改革の行方次第で上振れ、下振れ双方の可能性がある。

一方、インフレ圧力はさほど高まらず、消費者物価上昇率は 2018 年も+1.4%にとどまると予想する。原油価格は 2016 年半ば以降は 1 バレルあたり 50 ドル前後で推移したのち、2017 年秋に同 60 ドル台へ上昇したが、これは OPEC と非 OPEC 諸国による協調減産合意が 2018 年末まで延長されることを織り込んだ価格で、地政学的なリスクの高まりなどで大規模な供給懸念が生じない限り、原油価格が一段と上昇する可能性は低いと予想される。また、ECB が 2014 年 6

月に導入し、その後も拡充を図ってきた「非伝統的な金融緩和」の軌道修正に動くとの期待からユーロ高が進んでおり、これが輸入物価を抑制すると見込まれる。国内のインフレ要因としては賃金上昇率が注目されるが、ユーロ圏全体ではまだ労働需給の逼迫が賃金上昇率の加速につながる段階ではないと判断される。ユーロ圏の平均の失業率はリーマン・ショック直前の7.3%から、2度の景気後退を経て2013年初めに12.1%まで上昇したあと、2017年10月によりやく9%を割り込んだところである。もっとも、加盟国ごとの失業率には大きなばらつきがあり、例えばドイツではリーマン・ショック前の水準をはるかに下回っている。インフレの先行指標として、ドイツの賃金上昇率の動向が注目される。

### ECB は金融緩和策の修正を慎重に進めると見込まれる

デフレ懸念の後退を受け、ECB は金融緩和の軌道修正に着手した。「非伝統的な金融緩和」はマイナス金利、量的緩和、金融機関に対する低金利での無制限の融資などで構成されるが、2017年10月のECB金融政策理事会では、量的緩和策の柱である資産買取プログラムについて毎月600億ユーロという買取額を2018年1月以降は同300億ユーロに減額し、9月までこれを継続することを決めた。

もっとも、ECBはこの軌道修正を必ずしも急いでいないことも同時に示そうとしている。2018年10月以降の方針については、買取額のさらなる減額だけでなく、買取期間の延長や増額の可能性もあるとしている。さらに、マイナス金利のマイナス幅縮小を含む「利上げ」に関しては、資産買取プログラムを停止させたあとしばらく時間をおいてから行うことが金融政策のフォワードガイダンスで示唆されている。

ECBが金融緩和の軌道修正を慎重に進めようとしているのは、ユーロ圏の消費者物価上昇率が、ECBが目指す「+2%をやや下回るインフレ率」に到達する見通しがなかなか立たないためである。同時に、「非伝統的な金融緩和」が過去に例のない政策で、当然ながらその修正がどのような影響を及ぼすかの前例もないため、性急な政策変更には慎重になっていると考えられる。

### 2018年の注目リスク

米英などに比べて景気回復が遅れてきたユーロ圏では、2018年もまだインフレ懸念を伴わない高成長が可能と考える。ただし、2017年は好調だった中国と米国の景気の変調を来すことになれば、ユーロ圏の外需は堅調というシナリオには黄色信号が灯る。中国の景気が想定以上に減速すれば、その影響は広範囲に及ぶだろう。

また、内部要因ではECBの金融政策が鍵を握りそうである。デフレ懸念が強かった時期のECBの最大の課題は、いかに追加緩和を実施するかであった。それが今後は、超低金利局面が長期化することで株式、不動産、低格付け債などの資産バブルを助長しないように、しかしながら、ECBの政策転換が金利急上昇の原因となって資産価格の急落や、あるいはユーロの急上昇を招かないようにという二つのリスクに対する警戒が必要になると予想される。

主要国の選挙が続いた 2017 年とは異なり、2018 年に予定されているユーロ圏が主役の政治イベントは少ない。注目されるのは春に実施予定のイタリア議会選挙で、ポピュリスト政党の「五つ星運動」が第 1 党になる可能性が高い。ただし、単独で過半数の議席は獲得できず、他党と連立しない方針であるため、与党になる可能性は低いとみられる。なお、8 月にはギリシャに対する第 3 次支援が期限を迎える。ギリシャの財政収支は 2018 年に黒字化することが見込まれているが、GDP 対比の公的債務残高はユーロ圏で飛び抜けて高水準であり、持続的な景気回復と財政健全化をどう実現するか、追加の支援が必要かどうか改めて議論されると予想される。ギリシャの財政と経済状況が改善してきているため、過去 3 回の支援協議のように金融市場の波乱要因になる可能性は低いと予想されるが、ユーロ圏の結束が試されるイベントの一つと言えるだろう。

### イベントの多い 2019 年

続く 2019 年はさまざまな「節目」が訪れることが予想されるため、2018 年はそれらの節目が徐々に意識され、またその節目に向けた備えが問われる年になると予想される。

英国の EU 離脱期限は 2019 年 3 月 29 日に設定されている。この 12 月の EU 首脳会議では離脱交渉の第一段階において「進展があった」とようやく認められ、2018 年 1 月から第二段階の交渉に入ることが決まった。ただし、まずは英国が EU を離脱したあとの「移行期間」に関する協議が行われ、3 月 22-23 日の EU 首脳会議で英国と EU の新たな通商条約に関する話し合いを始めるかどうか協議される運びである。EU と英国とが正式に承認した離脱協定に則った Brexit (英国の EU 離脱) を実現するには、離脱協定の協議を 2018 年 10 月ごろまでに終わらせ、批准手続きに入る必要があり、時間は非常に限られている。しかも、英国内では依然として、どのような離脱を目指すのか、EU を離脱することと EU と良好な通商関係を維持することのどちらを優先するのかなどで意見の相違が大きいと見受けられる。進展ありと判断された第一段階の交渉についても、例えば英国とアイルランドの国境問題のように、詳細を詰める過程で解決策が見いだせるのか危ぶまれる問題も存在するため、まだ紆余曲折が予想される。

EU サイドでは 2019 年 5 月か 6 月に欧州議会選挙が行われる。前回の 2014 年の欧州議会選挙では反 EU を掲げる政党の台頭が目立った。EU 内には難民問題を巡る東西問題、域内の所得分配や財政規律を巡る南北問題など、対立の火種はくすぶっている。現在、EU はさまざまな批判に応えるべく EU の構造改革に着手しており、2019 年の欧州議会選挙をにらんで結論を出そうとしているが、EU に対する信頼を取り戻せるのかが注目される選挙となろう。

2018 年のユーロ圏経済が好調に推移すれば、ECB は 2019 年に最初の利上げを実施すると予想される。そして 2019 年 10 月末にはドラギ総裁の任期が終了する。危機の最中に就任し、一貫して金融緩和を進めてきたドラギ総裁の退任はやはり大きな節目と意識されよう。米国に続いてユーロ圏も金融政策の「正常化」に動くことができるのか、それが資産価格の急落など急激な調整の原因にならないか注目される。



## 英国経済

### 2017 年は成長減速&インフレ加速

2017 年の英国では景気が減速した一方、インフレ率は加速した。2017 年の成長率は+1.5%と推測され、6年ぶりにユーロ圏を下回る見込みである。英国の人口増加率は EU が東方に拡大した 2004 年以降は一貫してユーロ圏の人口増加率を上回っており、経済成長率も英国がユーロ圏を上回ることが多かった。しかも、2017 年はユーロ圏のみならず、世界的に景気が好調に推移している。その中で英国景気が減速したのは、2016 年 6 月の国民投票で Brexit を選択したものの、それがどのように実現されるのかいまだに不明瞭なためである。

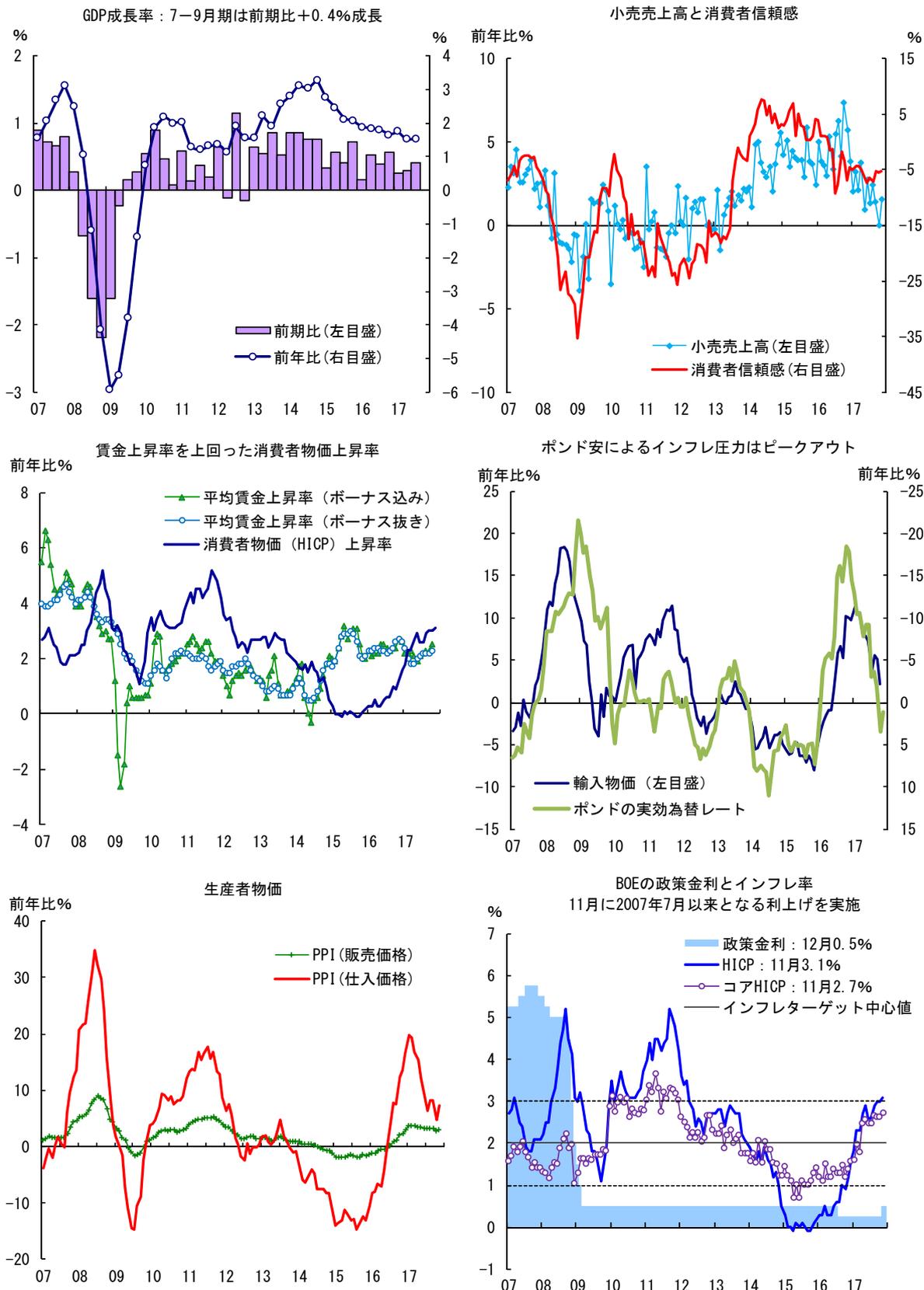
実のところ、国民投票直後の 2016 年下半期の英国景気は減速ではなく、むしろ加速した。Brexit を懸念したポンドの急落が、輸出比率の高い企業の業績改善要因と評価されて株価が上昇し、また、海外から買い物に来る観光客の増加要因ともなった。加えて消費が活発だったが、この背景には輸入価格上昇を見越した駆け込み消費があったと考えられる。ただし、2017 年に入ると原油価格上昇も相まって、ポンド安によるインフレ圧力が高まった。消費者物価上昇率が賃金上昇率を上回ったため、家計の購買力は目減りした。消費者物価上昇率は 2017 年を通じて加速傾向にあり、11 月には前年比+3.1%と BOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの上限である同+3.0%を上回った。インフレ加速を理由に BOE は 11 月に 10 年ぶりとなる利上げを決め、政策金利を 0.25%から 0.50%へ引き上げた。

### 2018 年はいよいよ Brexit 交渉の正念場

英国経済は 2018 年も+1.3%と低成長が続くと予想される。失業率は 42 年ぶりの低水準にあるが、Brexit 交渉の行方が見通せない中、企業は新規の投資や雇用に一段と消極的になると考えられる。同様に消費者も景気の先行きに不透明感を抱いており、消費の伸びは鈍いと予想される。なお、インフレ率は 2017 年の+2.7%から 2018 年は+2.4%と若干ながら減速すると予想する。ポンド安と原油高に伴うインフレ圧力は 2017 年半ばにピークアウトしたと考えられる一方、先行き不透明感が根強いために賃金上昇率はなかなか加速しないと見込まれるためである。BOE が 2018 年に追加利上げに動く可能性は低いだらう。

2018 年の最大の注目材料は、当然ながら Brexit 交渉の行方である。先述したように 12 月の EU 首脳会議で離脱交渉の第二段階の開始が承認されたことを受けて、英国と EU とが離脱協定に合意し、移行期間を設定して新たな FTA 協定の締結に動くシナリオの実現性が高まったと受け止められている。しかしながら、なんら合意なしに英国が EU を離脱するシナリオ、英国が土壇場で EU 離脱をやめるシナリオについてもまだ可能性なしと断定することは到底できない状況であると考えられる。英国にとって 2018 年は Brexit 交渉の正念場となるが、Brexit を「成功させること」のハードルは非常に高いと見受けられる。

図表2 英国の景気指標



(注) コア HICP はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く消費者物価上昇率  
 (出所) 英国統計局 (ONS)、BOE、欧州委員会の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

	2016	2017					2018					2019
	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	1.8%	2.2%	2.6%	2.5%	2.2%	2.4%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	1.9%
民間消費支出	2.0%	1.5%	2.1%	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.6%
政府消費支出	1.7%	0.7%	2.0%	1.2%	1.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	-0.9%	8.3%	6.6%	5.3%	4.1%	3.2%	4.9%	4.5%	4.1%	4.5%	3.6%
輸出等	3.3%	5.4%	3.7%	4.1%	4.5%	4.8%	4.9%	4.3%	3.2%	3.2%	4.3%	4.1%
輸入等	4.7%	1.7%	6.0%	3.6%	5.3%	4.7%	4.9%	4.3%	3.2%	3.2%	4.5%	4.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	1.9%
民間消費支出	2.0%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	4.1%	3.5%	4.2%	4.4%	4.1%	5.3%	4.3%	4.4%	4.2%	4.5%	3.6%
輸出等	3.3%	4.8%	4.5%	5.2%	4.7%	4.8%	4.6%	4.6%	4.2%	3.9%	4.3%	4.1%
輸入等	4.7%	4.8%	4.4%	5.1%	4.4%	4.7%	5.3%	4.6%	4.3%	3.9%	4.5%	4.1%
鉱工業生産（除建設）	1.5%	1.3%	2.6%	3.6%	3.2%	2.7%	3.5%	2.7%	2.1%	2.1%	2.6%	2.0%
実質小売売上高	1.5%	2.2%	2.8%	2.8%	1.9%	2.4%	2.4%	2.2%	2.3%	2.2%	2.3%	2.0%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.7%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.2%	2.1%	2.9%	1.7%	2.1%	2.2%	1.9%	2.0%	1.5%
失業率	10.0%	9.5%	9.1%	9.0%	8.8%	9.1%	8.7%	8.5%	8.4%	8.2%	8.5%	7.9%
10億ユーロ												
貿易収支	375.0	79.1	81.5	90.9	86.0	337.5	83.0	79.0	76.0	75.0	313.0	292.0
経常収支	359.0	84.1	74.1	102.8	85.8	346.9	79.5	77.2	71.9	68.5	297.0	262.7
財政収支	-118					-123					-104	-96
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.37%	0.37%	0.36%	0.40%	0.45%	0.50%	0.43%	0.60%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.69%	-0.72%	-0.72%	-0.71%	-0.70%	-0.68%	-0.64%	-0.68%	-0.50%
欧 政策金利(末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2017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

	2016	2017					2018					2019
	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	1.8%	1.0%	1.2%	1.6%	1.1%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.8%	1.4%	0.9%	2.5%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
政府消費支出	1.1%	0.9%	0.5%	1.0%	1.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	2.2%	2.3%	0.9%	0.4%	2.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
輸出等	1.1%	-1.0%	7.1%	-2.9%	4.5%	4.6%	4.1%	4.1%	3.2%	2.8%	3.3%	3.0%
輸入等	4.3%	4.2%	0.8%	4.3%	1.6%	2.9%	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%	2.8%	3.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.8%	2.2%	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
政府消費支出	1.1%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.3%
総固定資本形成	1.3%	3.7%	2.4%	1.8%	1.5%	2.3%	1.1%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
輸出等	1.1%	5.6%	4.9%	6.2%	1.8%	4.6%	3.1%	2.4%	4.0%	3.5%	3.3%	3.0%
輸入等	4.3%	4.1%	3.4%	1.5%	2.7%	2.9%	2.5%	3.1%	2.6%	2.8%	2.8%	3.0%
鉱工業生産	1.3%	2.6%	0.2%	1.8%	2.0%	1.6%	1.4%	1.5%	0.9%	0.5%	1.1%	0.9%
実質小売売上高	4.8%	2.5%	2.5%	1.7%	1.4%	2.0%	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	2.2%	1.8%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.9%	2.4%	2.2%	2.1%	2.4%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.7%	3.5%	3.3%	2.9%	3.3%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.4%	2.2%
失業率	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
10億英ポンド												
貿易収支	-135.5	-34.3	-32.3	-33.6	-34.6	-134.9	-34.3	-33.3	-35.5	-35.0	-138.2	-142.4
経常収支	-115.5	-22.3	-23.2	-24.3	-27.9	-97.6	-27.6	-26.7	-29.0	-28.5	-111.8	-117.0
財政収支	-49.4	12.5	-20.4	-6.6		-41.9					-39.3	-32.1
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.30%	1.21%	1.20%	1.20%	1.10%	1.20%	1.18%	1.25%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.28%	0.47%	0.25%	0.50%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

(注) 2017年Q3まで実績値（経常収支のみ同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