

2016年4月20日 全8頁

欧州経済見通し 英国民投票という暗雲

BREXIT はユーロ圏景気にとっても下振れ要因

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の景況感指標は、世界経済の減速懸念、株安、テロに対する懸念などを背景に、2016年年初から3カ月連続で悪化した。ただし、原油価格と株価の反発、米中の景況感の持ち直しなどを受けて、ユーロ圏の景況感にも反転の兆しがある。なお、足元の新車販売や小売売上高などの消費関連指標は堅調な伸びを続けており、1-3月期のユーロ圏経済は緩やかながらプラス成長が継続したと推測される。
- とはいえ、ユーロ圏は「低成長、低インフレ」を克服することはまだできていない上に、6月23日の英国の国民投票はユーロ圏にも厄介な不透明要因である。万一、英国がEU（欧州連合）離脱を選択した場合、EUは経済規模と人口で2番目に大きな加盟国を失い、単一市場の規模縮小、対外的な競争力や魅力度の低下が懸念される。また、EUは最大の貿易相手国であり、直接投資の対象国でもある英国との通商関係を新たに構築しなければならないが、その交渉の行方も混沌としており、ユーロ安や株安の要因となる可能性が高い。国民投票でEU離脱が選択されないまでも、EU残留にも確信が持てない現状では、ユーロ圏でもこの国民投票が投資や雇用の手控えにつながる懸念がある。
- 英国ではEU残留を訴える勢力が巻き返しを図り、EU離脱のデメリットを指摘する声が英中銀（BOE）、英財務省、金融業界からだけでなく、IMF（国際通貨基金）などからも上がっている。英国がEUを離脱した場合には、成長率、雇用、所得などにマイナスの影響が大きいとの試算がさまざま出される中、最近の世論調査ではEU残留派がEU離脱派に対するリードを広げたとの報道もある。ただし、今回の国民投票はEU残留とEU離脱のどちらが英国にとってよりメリットが大きいかという判断軸とは別に、既成の権威に対する反発や不満の表明の場になるのではないかとの懸念がある。EUの官僚制度、英国の既成政党、金融業界などの権威者やエリート層に対する反発が、EU離脱を支持する動機になっていると見受けられるのである。となれば、英国のみならず国際機関が英国のEU離脱に伴う所得水準の低下や雇用喪失を警告しても、その情報発信者を信用しないと考えている人々には全くアピールせず、むしろ逆効果になってしまう。6月23日の国民投票ではEU残留が選択されると予想するが、予断はできない。

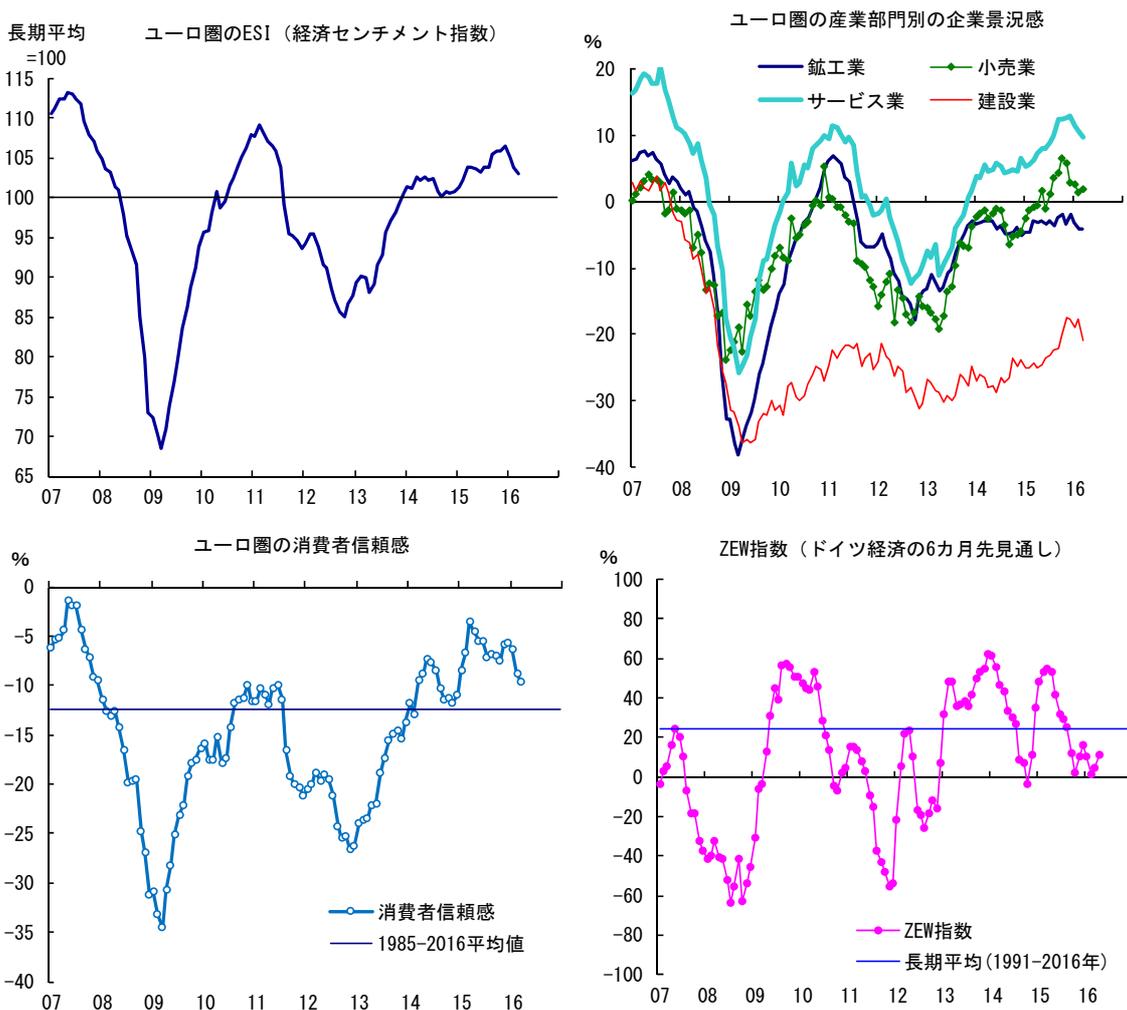
ユーロ圏経済

2016 年年初から悪化してきた景況感に反転の兆し

ユーロ圏では年初から消費者と企業の景況感が共に悪化傾向にある。もともと鉱工業部門の企業景況感はこちら 2 年近く一進一退だったが、それが 3 カ月連続で悪化したのに加え、強気を維持してきた消費者信頼感、小売業とサービス業の企業景況感が揃って悪化に転じてしまった。いずれも 1985 年以降の長期平均値はまだ上回っているが、外需のみならず、ユーロ圏の景気回復を牽引してきた内需に関する先行きの不透明感が増したことがうかがえる。

ただ、景況感悪化のきっかけであった中国や米国の景気悪化懸念はここ 2 カ月でかなり後退し、原油価格は底打ちして、世界の株価も総じて反発している。そして、米国と中国の 3 月の PMI 製造業指数は揃って景気分岐点である 50 ポイントを上回ってきた。この状況下で、ZEW 指数（市場関係者の 6 カ月先のドイツ経済見通し）も、1991 年以降の長期平均値はまだ下回ったままだが、2 月に底をつけて 3 月、4 月と 2 カ月連続で改善した。ZEW 指数は ifo 景況感指数など他の景況感指標の先駆けとなる傾向があり、今回もそうなるか注目される。

図表 1 ユーロ圏とドイツの景況感指数



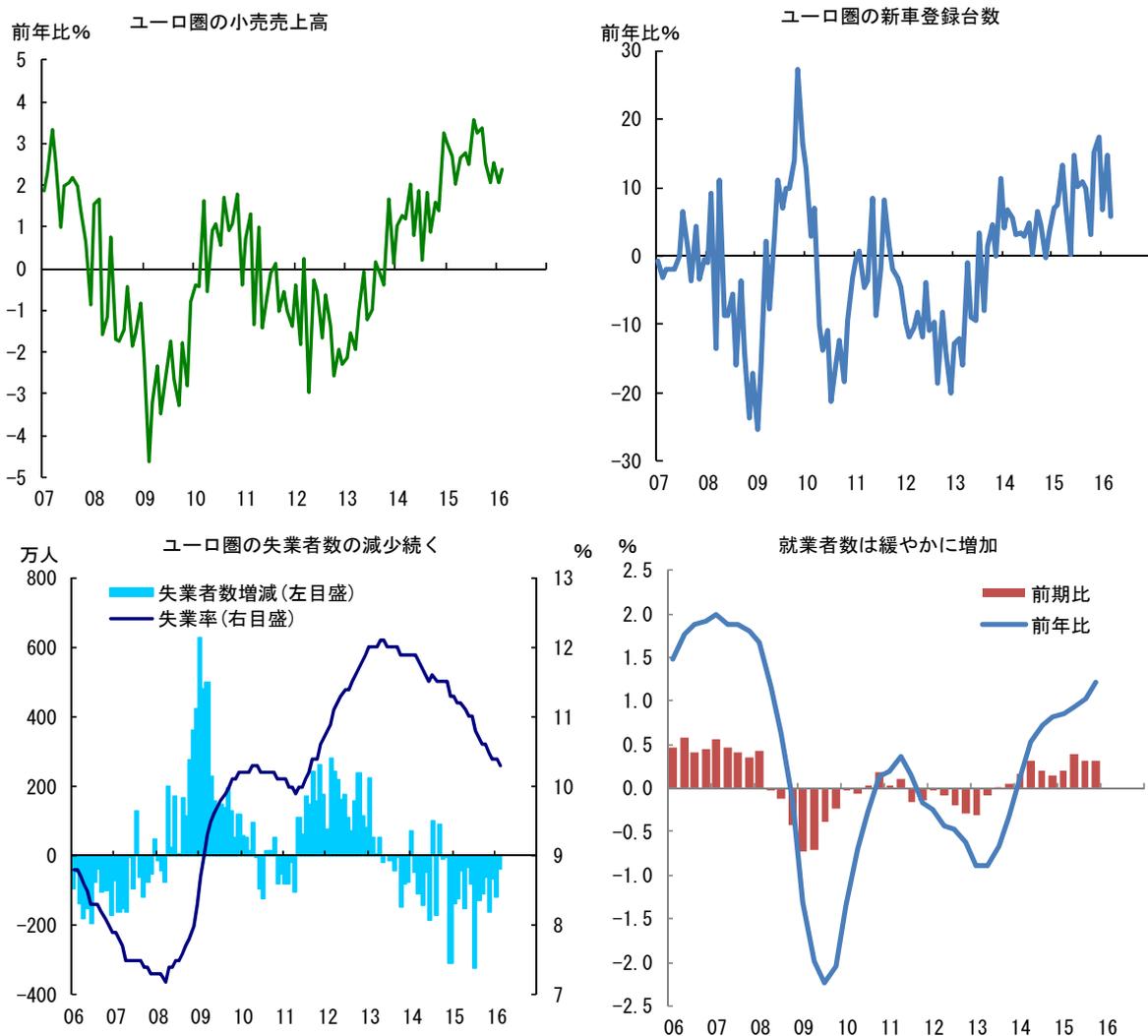
(出所) 欧州委員会、ZEW データより大和総研作成

消費関連指標は1-3月期も堅調

景況感指標が示唆しているような内需悪化の兆しがあるかという点、2015年後半と比べればやや減速感があるが、消費関連指標は堅調な伸びと判断される。新車登録台数は1-3月期に前年比+9.0%、小売売上高は1-2月に同+2.2%となった。就業者が増加傾向にあつて失業率は2月に10.3%まで低下したこと、家計所得が拡大傾向にあること、金利が低下傾向にあること、原油安でガソリン価格が一段と下落したことなどが追い風になっていると考えられる。

一方、輸出は引き続き振るわず、1-2月は前年比-0.4%と前年割れした。消費堅調、輸出不調の中で鉱工業生産は1-2月に同+1.8%とまずまずの伸びとなっている。また、建設業部門の生産は同+3.7%と高い伸びを記録した。欧州が暖冬だった影響も小さくないが、ECB（欧州中央銀行）の金融緩和政策で金利が低下し、家計向けの住宅ローンに続いて企業向けの貸出も伸びが加速してきたことも、建設業部門の生産加速の背景にあると考えられる。ユーロ圏経済は1-3月期も緩やかながらプラス成長が継続したと推測される。

図表2 ユーロ圏の実体経済：堅調な消費とそれを支える雇用改善

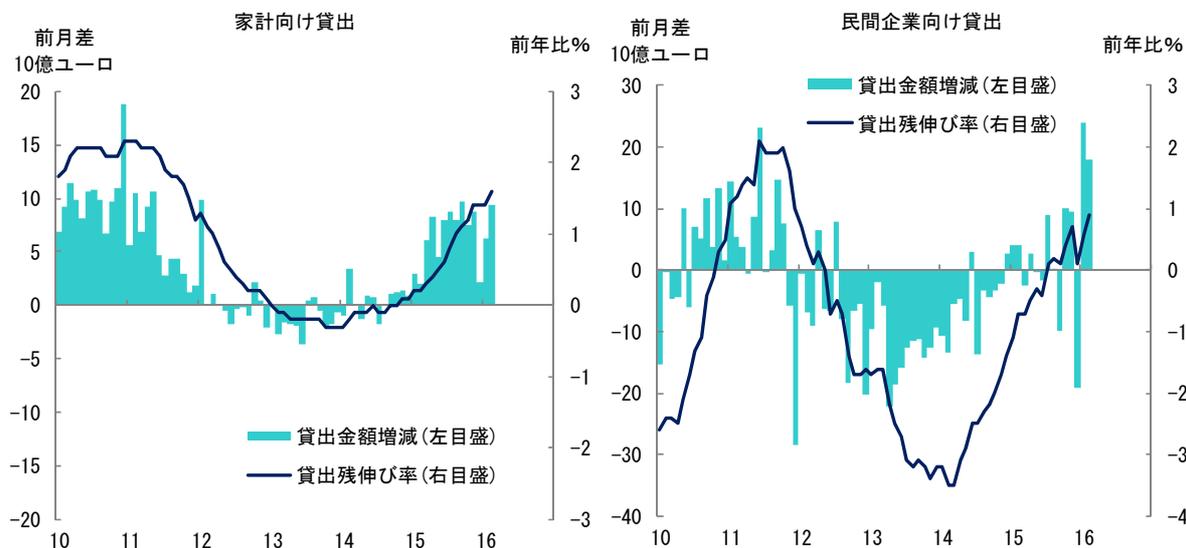


(出所) Eurostat、AECA データより大和総研作成

「低成長、低インフレ」の克服にはまだ遠い

ECBの「非伝統的な」金融緩和を背景に、ユーロ圏の家計向けの銀行貸出は2014年末からの拡大傾向がこの2月まで継続している。一方、民間企業向けの貸出は2015年半ばまで縮小傾向が続いたが、ここ半年はようやく拡大に転じた。

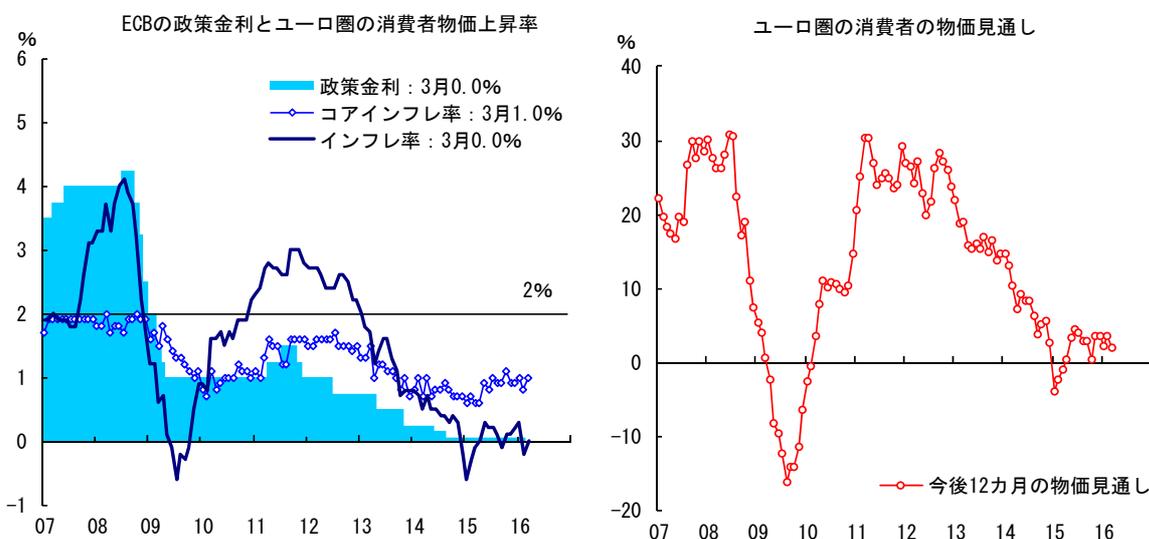
図表3 ユーロ圏の銀行貸出：家計向けと企業向けが共に拡大



(出所) ECB データより大和総研作成

もともと ECB の金融緩和は、ユーロ圏の「低成長、低インフレ」という課題の克服にはまだ十分な効果をもたらしていない。3月の消費者物価上昇率は前年比0%とマイナス圏は脱したが、これはイースターが昨年は4月、今年は3月と移動したために、航空運賃やホテル代の値上げ時期が前倒しされたことが一因で、消費者は低インフレの長期化を予想している。ECB自身も低インフレの長期化を懸念して、3月10日に追加利下げと量的緩和措置の拡大を決定した。

図表4 ユーロ圏の物価低迷は長期化する見通し



(出所) ECB、Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

BREXIT はユーロ圏経済にとっても懸念材料

ECB は 3 月 10 日の金融政策理事会で追加利下げと資産買取プログラム (APP) の規模拡大を決めたばかりであるため、次回の 4 月 21 日の金融政策理事会で新たな緩和措置が発表されることはないと予想される。あるとすれば、3 月に導入を決めた企業向けの貸出促進のための長期オペである TLTRO II の具体的な実施方法に関する発表となろう。

4 月 21 日の金融政策理事会後の記者会見で注目されるのは、一つには、ECB の追加利下げの可能性についてのコメントである。3 月 10 日の記者会見でドラギ総裁は追加利下げの可能性を原則として否定したのだが、その後の ECB 理事の講演では追加利下げの可能性があるという意見とないという意見が併存しているためである。

とはいえ、より大きな関心を集めると予想されるのは、やはり英国の国民投票の影響に関する ECB の見解となろう。すでに民間エコノミストや学者だけでなく、英財務省や IMF などが英国が EU 離脱を決定した場合の経済的なインパクトに関してさまざまな分析を発表している。ドイツでも ifo 経済研究所が、英国が EU 離脱を決定した場合、英国以外ではドイツが最大のダメージを受ける可能性があるとコメントしている。そのダメージとは、英国が貿易相手国として重要であることに加え、EU の金融センターであって EU 内でも有数の雇用創出国であることを考慮しての結論である。また、ドイツは EU への拠出金負担が現状でも最大であるが、第 2 の負担国である英国が EU を離脱してしまえば、その分の負担がさらに増えることになることも懸念されている。

万一、英国が EU 離脱を選択した場合、EU は経済規模と人口で 2 番目に大きな加盟国を失い、単一市場の規模縮小、対外的な競争力や魅力度の低下が懸念される。また、EU は最大の貿易相手国であり、直接投資の対象国でもある英国との通商関係を新たに構築しなければならなくなるが、その交渉の行方も混沌としており、ユーロ安や株安の要因となる可能性が高い。国民投票で EU 離脱が選択されないまでも、EU 残留にも確信が持てない現状では、ユーロ圏でもこの国民投票が投資や雇用の手控えにつながる懸念がある。

英国経済

国民投票実施まであと2カ月

6月23日の英国のEU加盟継続の是非を問う国民投票まであと2カ月余りとなる中で、英国ではEU離脱支持派、EU残留支持派の両陣営の舌戦が一段と加熱している。日程決定直後にはEU離脱派に勢いがあったが、このところEU残留を訴える勢力が巻き返しを図っている。EU離脱のデメリットを指摘する声は、英中銀(BOE)、英財務省、金融業界からだけでなく、IMF(国際通貨基金)などからも上がっており、英国がEUを離脱した場合には、成長率、雇用、所得などにマイナスの影響が大きいとの試算がさまざま出されている。この中で、最近の世論調査ではEU残留派がEU離脱派に対するリードを広げるものも出てきている。

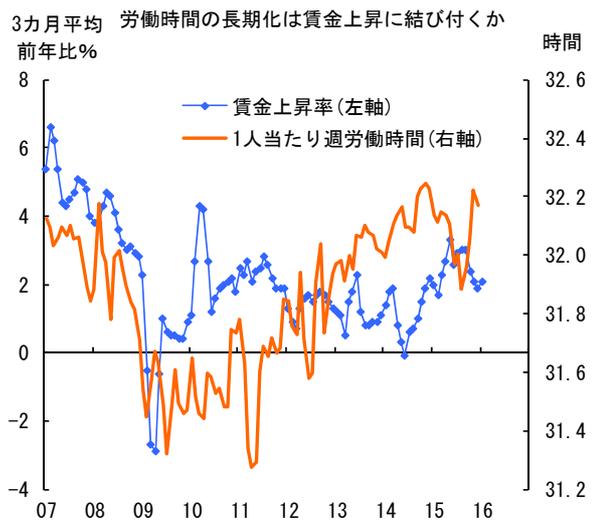
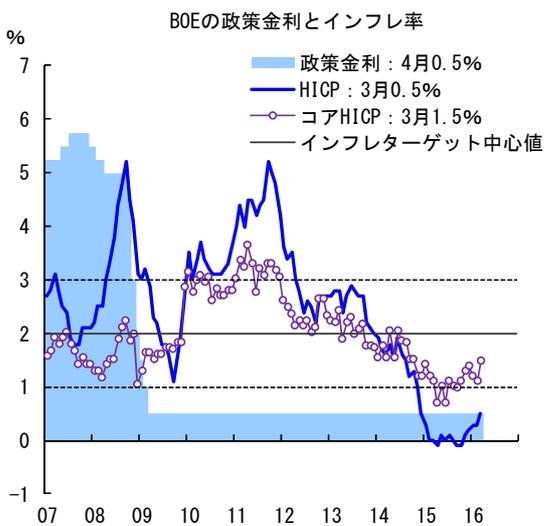
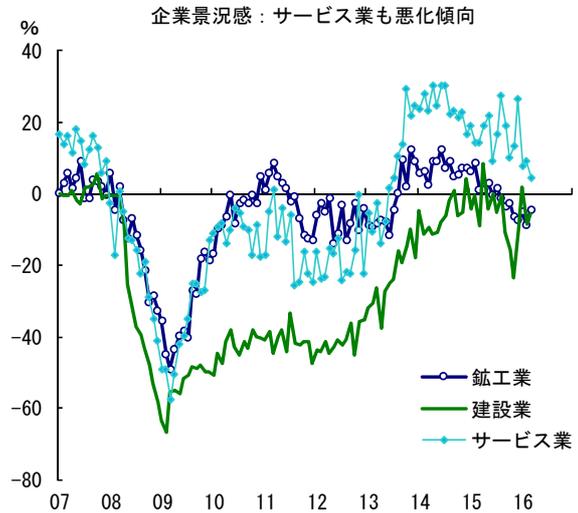
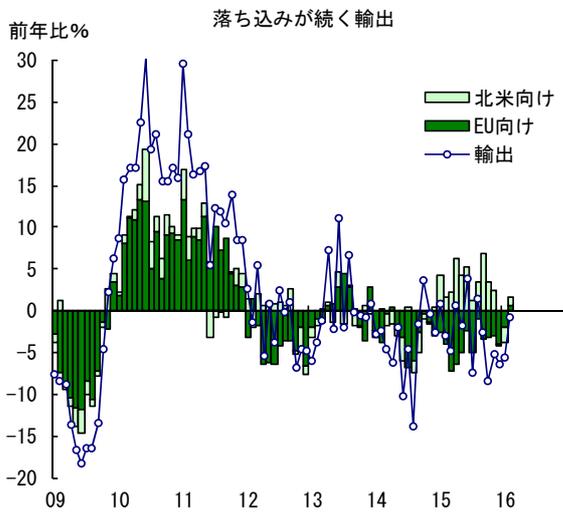
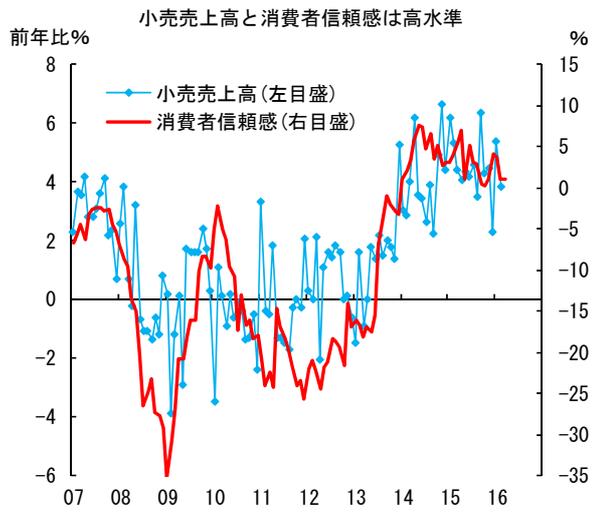
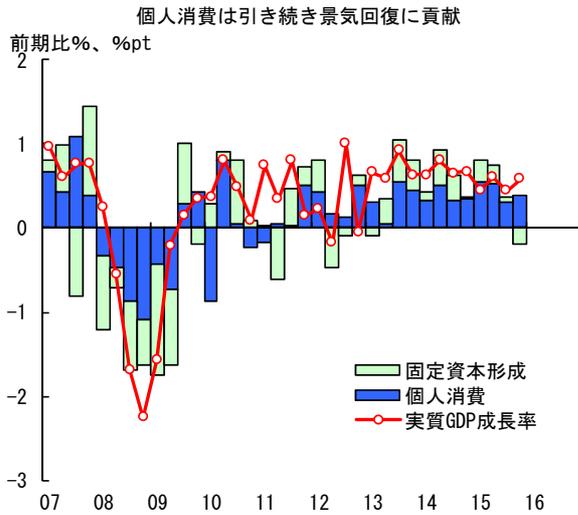
ただし、世論調査は必ずしも実際の投票行動を予見できないことに加え、今回の国民投票には結果予測を難しくするもう一つの要因があると見受けられる。それは、EU残留とEU離脱のどちらが英国にとってよりメリットが大きいかという判断軸とは無関係に、既成の権威に対する反発や不満が表明される場になる可能性があることである。EUの官僚制度、英国の既成政党、金融業界などの権威者やエリート層に対する反発が、EU離脱を支持する動機になっている側面がある。となれば、英国のみならず国際機関が英国のEU離脱に伴う所得水準の低下や雇用喪失を警告しても、その情報発信者を信用しないと考えている人々には全くアピールせず、むしろ逆効果になってしまうことが懸念される。このような「不満表明」が、国民投票の参加者のどの程度を占めるのかの見極めが難しいことが、今回の国民投票の厄介な点である。6月23日の国民投票ではEU残留が選択されると予想するが、予断は禁物である。

BOEは慎重に見守る姿勢

4月13日の金融政策委員会で、BOEは予想された通りに政策金利を0.5%、資産購入額を3,750億ポンドで共に据え置くことを全会一致で決めた。

BOEは国民投票が英国経済に及ぼす影響として、国民投票を目前にして投資や雇用が手控えられ、懸念している。英国経済は消費が牽引して+2%程度のまですべて堅調な成長を続けているが、このところサービス業の企業景況感の悪化が目立っている。サービス業の主力である金融、不動産、さらには流通部門などでそれぞれに景気見通しの不透明感が高まっていると見受けられる。国民投票でEU残留が決まれば、景況感は改善に転じると予想されるが、もしEU離脱となった場合は、EUとの通商、外交、安全保障など多分野にわたる関係を新たに構築する必要があり、不透明感は一段と高まる。経済的に最重要となるのは通商関係だが、EEA(欧州経済領域)に加盟する「ノルウェー型」は手続きが一番簡素と見込まれる一方、人の自由移動を受け入れ、またEU予算への拠出も必要になるなど、EU離脱派のそもそもの目的達成に適さない。では、EUと新たにFTA(自由貿易協定)を締結する「カナダ型」はといえば、交渉締結まで数年単位の時間がかかる可能性があり、その移行期間は英国経済にとって大いに不安定な時期となってしまうだろう。BOEは国民投票の結果が出るまで慎重に見守る姿勢を表明しているが、EU離脱が決まってしまった場合、追加緩和措置を迫られる可能性が高いだろう。

図表5 英国主要経済指標



(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	0.9%	2.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.6%	0.9%	1.3%	1.6%	1.5%	1.2%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.8%	1.2%	2.0%	0.9%	1.7%	1.4%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
政府消費支出	0.8%	1.8%	1.1%	1.3%	2.2%	1.3%	2.0%	2.0%	1.6%	1.6%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	1.3%	5.9%	0.4%	1.7%	5.4%	2.7%	0.4%	1.6%	3.2%	2.8%	2.2%	2.2%
輸出等	4.1%	5.7%	6.8%	0.9%	0.9%	5.0%	1.6%	2.8%	3.6%	3.6%	2.3%	3.6%
輸入等	4.5%	8.7%	3.9%	4.7%	3.8%	5.7%	1.6%	3.2%	4.5%	4.5%	3.4%	4.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	0.9%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.5%
民間消費支出	0.8%	1.6%	1.7%	1.8%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
政府消費支出	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.6%	1.3%	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.5%
総固定資本形成	1.3%	2.0%	2.6%	2.5%	3.4%	2.7%	2.0%	2.3%	2.7%	2.0%	2.2%	2.2%
輸出等	4.1%	5.3%	6.0%	4.6%	3.6%	5.0%	2.5%	1.6%	2.2%	2.9%	2.3%	3.6%
輸入等	4.5%	6.0%	5.8%	5.5%	5.3%	5.7%	3.5%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	4.0%
鉱工業生産（除建設）	0.9%	1.5%	1.4%	1.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.1%	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%
実質小売売上高	1.4%	2.6%	2.7%	3.3%	2.4%	2.8%	2.5%	2.2%	2.3%	2.1%	2.2%	2.0%
消費者物価	0.4%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.2%	1.2%
生産者物価	-1.3%	-2.1%	-1.1%	-1.9%	-2.4%	-1.9%	-3.1%	-3.5%	-3.2%	-2.2%	-3.0%	0.0%
失業率	11.6%	11.2%	11.0%	10.7%	10.5%	10.9%	10.3%	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	9.8%
10億ユーロ												
貿易収支	248.5	75.7	80.5	79.6	83.9	319.6	76.0	75.0	71.0	72.0	294.0	268.0
経常収支	253.7	84.3	82.8	82.3	84.3	333.6	73.0	73.5	64.9	66.4	277.7	255.4
財政収支	-255					-219					-192	-166
独 国債10年物(期中平均)	1.23%	0.35%	0.53%	0.70%	0.56%	0.54%	0.31%	0.25%	0.30%	0.40%	0.32%	0.53%
独 国債2年物(期中平均)	0.05%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.33%	-0.25%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.43%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2015年Q4まで実績値（消費者物価と金利は2016年Q1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%	1.8%	2.4%	1.8%	2.4%	2.3%	1.5%	1.5%	1.9%	2.0%	1.8%	2.0%
民間消費支出	2.5%	3.4%	3.3%	1.9%	2.4%	2.7%	3.0%	2.4%	2.8%	2.4%	2.6%	2.5%
政府消費支出	2.5%	1.7%	3.0%	2.7%	1.3%	1.5%	3.2%	3.2%	2.0%	2.0%	2.6%	2.1%
総固定資本形成	7.3%	6.2%	5.5%	1.5%	-4.4%	4.1%	2.8%	-2.4%	3.2%	3.6%	0.5%	2.2%
輸出等	1.2%	-0.5%	11.5%	-1.9%	0.2%	5.1%	1.2%	1.6%	3.2%	2.8%	1.7%	3.3%
輸入等	2.4%	14.6%	-9.6%	12.1%	3.6%	6.3%	2.0%	1.2%	4.1%	2.8%	2.9%	3.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.1%	2.3%	2.0%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%
民間消費支出	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
政府消費支出	2.5%	1.1%	1.1%	1.5%	2.2%	1.5%	2.5%	2.6%	2.4%	2.6%	2.6%	2.1%
総固定資本形成	7.3%	6.2%	4.9%	3.4%	2.1%	4.1%	1.3%	-0.7%	-0.2%	1.8%	0.5%	2.2%
輸出等	1.2%	5.3%	6.9%	6.0%	2.2%	5.1%	2.6%	0.3%	1.6%	2.2%	1.7%	3.3%
輸入等	2.4%	8.0%	5.8%	6.7%	4.7%	6.3%	1.7%	4.6%	2.7%	2.5%	2.9%	3.2%
鉱工業生産	1.3%	0.8%	1.3%	1.2%	0.8%	1.0%	-0.6%	-1.2%	-0.9%	-0.6%	-0.8%	0.4%
実質小売売上高	4.0%	5.3%	4.2%	4.8%	3.7%	4.5%	4.7%	3.7%	3.3%	3.1%	3.7%	2.3%
消費者物価	1.5%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.2%	0.7%	1.5%
生産者物価（出荷価格）	-0.0%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.5%	-1.7%	-1.0%	-0.9%	-0.3%	0.4%	-0.5%	0.6%
失業率	6.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.1%	5.4%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
10億英ポンド												
貿易収支	-123.1	-33.6	-26.7	-31.8	-33.3	-125.4	-33.1	-30.9	-33.4	-34.7	-132.1	-136.3
経常収支	-92.5	-24.5	-19.0	-20.1	-32.7	-96.2	-20.1	-16.4	-17.6	-20.4	-74.4	-80.2
財政収支	-92.1	-3.0	-26.9	-18.3		-54.6					-51.8	-53.6
国債10年物(期中平均)	2.51%	1.64%	1.87%	1.91%	1.87%	1.82%	1.55%	1.45%	1.50%	1.60%	1.53%	1.73%
国債2年物(期中平均)	0.68%	0.43%	0.53%	0.61%	0.61%	0.54%	0.44%	0.40%	0.45%	0.50%	0.45%	0.84%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	1.00%

2015年Q4まで実績値（物価と金利は2016年Q1まで実績値）。それ以降は大和総研予想(4/15作成)。

(注) 2015年Q4まで実績値（物価と金利は2016年Q1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