

2016年5月24日 全9頁

欧州経済見通し BREXIT に対する警戒続く

ユーロ圏、英国とも4-6月期は減速が見込まれる

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

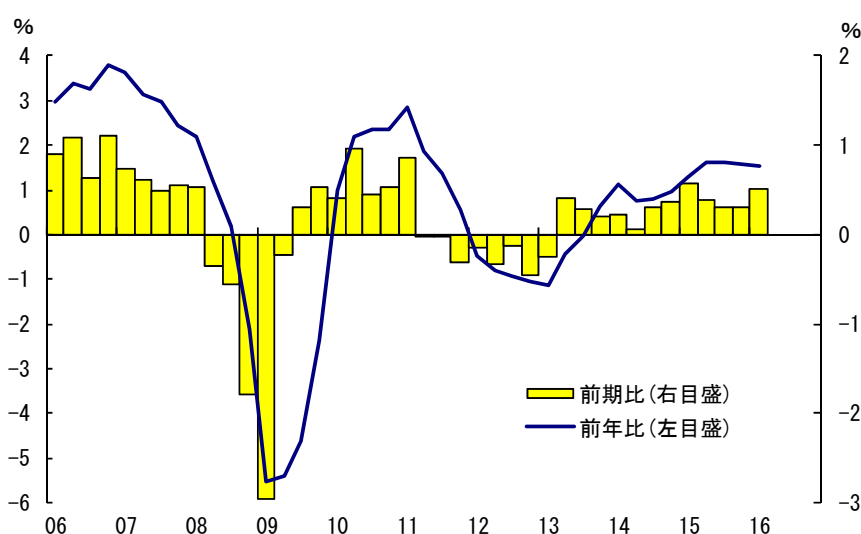
- ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.5%で、2015年10-12月期の同+0.3%から予想外に加速した。需要項目別の内訳は6月7日のGDP確報値の発表を待たなければならないが、内需が牽引役となって外需の不振を補ったと推測される。続く4-6月期は暖冬による建設投資拡大など一時的な押し上げ要因が剥落して減速が見込まれる。また、6月23日の英国の国民投票の行方が不透明であること、外需が伸び悩んでいることなど景気下振れリスクが存在する。ただ、雇用改善、低インフレなどユーロ圏の個人消費に対する追い風は継続しており、緩やかな景気回復の継続がメインシナリオである。1-3月期の成長率が予想を上回ったため、2016年通年のユーロ圏のGDP成長率の予想を先月の+1.2%から+1.5%へ上方修正した。ECBも景気には下振れリスクがあるとしつつ、緩やかな回復が継続し、インフレ率も年央には上昇に転じると予想している。その予想を現実のものとするために、ECBは3月に決定した社債購入プログラムなどの追加緩和策を含む金融緩和を計画通り実行してゆくと予想される。
- 英国の1-3月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と、2015年10-12月期の同+0.6%からやや減速した。6月23日の国民投票の行方が不透明なことが、英国景気の減速要因となりつつあると判断される。企業部門の景況感は製造業のみならず、建設業、小売業、サービス業もここ数カ月冴えない展開であり、英国経済は4-6月期に一段と減速すると見込まれる。この景気減速は、EU離脱のリスクを訴えるEU残留派にとって追い風となり、6月23日の国民投票ではEU残留が選択される可能性が高まるのではないかと予想するが、予断はできない。万一、EU離脱が選択された場合、英国経済の悪化が懸念されるが、他方でポンド急落がインフレ要因となる懸念も小さくない。BOEは景気対策として利下げすべきか、インフレ抑制のために利上げすべきか困難な選択を迫られる可能性がある。

ユーロ圏経済

2016年1-3月期は前期比+0.5%成長

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.5%となり、2015年10-12月期の同+0.3%から予想外に加速した。需要項目別の内訳は6月7日のGDP確報値の発表を待たなければならないが、個人消費、政府消費、固定資本形成という内需が牽引役となって、外需の不振を補ったと推測される。主要4カ国ではスペインが前期比+0.8%と高成長を維持し、暖冬で建設投資が活発だったドイツが同+0.7%で続いている。景気回復の出遅れ感が強いフランスとイタリアもそれぞれ同+0.5%、同+0.3%となり、1-3月期は共に加速した。

図表1 ユーロ圏のGDP成長率：12四半期連続で前期比プラス成長



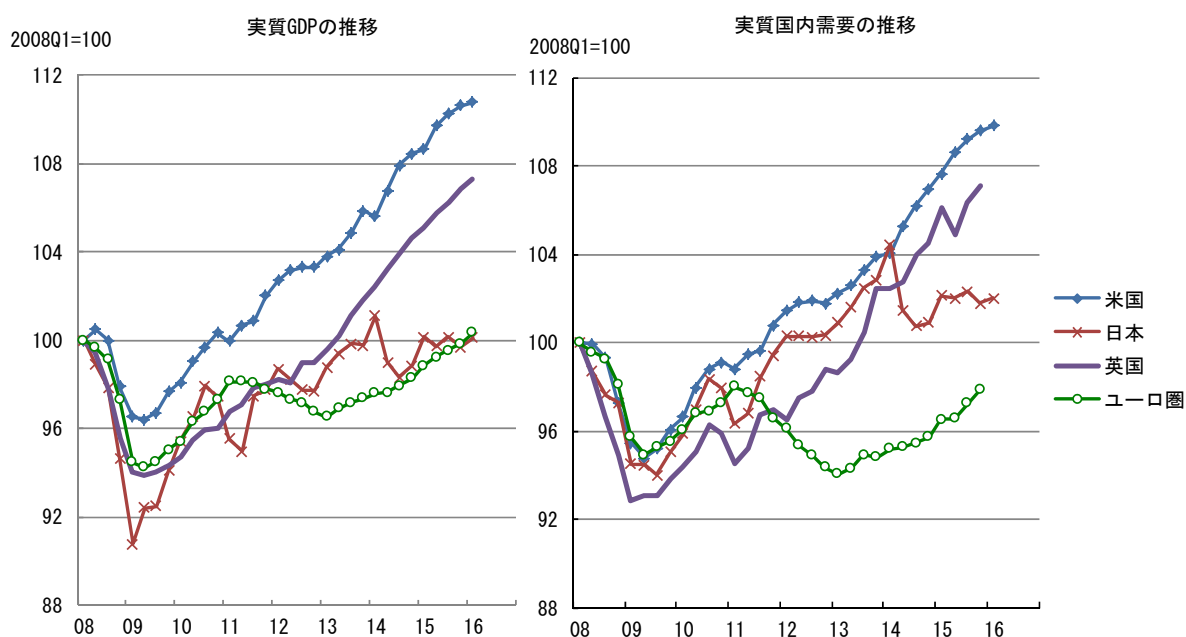
ユーロ圏加盟国（19カ国ベース）の実質GDP成長率

	ユーロ圏 GDP比% 2015	前期比%				前年比%			
		2015			2016	2015			2016
		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
ユーロ圏19カ国	100.0	0.4	0.3	0.3	0.5	1.6	1.6	1.6	1.5
ドイツ	29.1	0.4	0.3	0.3	0.7	1.6	1.7	1.3	1.6
フランス	21.0	0.0	0.4	0.3	0.5	1.1	1.2	1.4	1.3
イタリア	15.7	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	1.1	1.0
スペイン	10.4	1.0	0.8	0.8	0.8	3.2	3.4	3.5	3.4
オランダ	6.5	0.2	0.2	0.3	0.5	2.2	1.9	1.2	1.1
ベルギー	3.9	0.3	0.5	0.2	0.3	1.3	1.5	1.3	1.4
オーストリア	3.2	0.4	-0.2	0.2	0.6	1.1	0.7	1.1	1.0
アイルランド	2.1	2.1	1.5	2.7	#N/A	7.8	7.1	9.3	#N/A
フィンランド	2.0	0.5	-0.2	0.2	0.4	0.7	0.3	0.8	0.9
ポルトガル	1.7	0.4	0.1	0.2	0.1	1.5	1.4	1.3	0.8
ギリシャ	1.7	0.3	-1.2	0.1	-0.4	0.9	-1.7	-0.8	-1.3
スロバキア	0.8	0.9	1.0	1.0	1.7	3.5	3.8	3.9	3.6
ルクセンブルク	0.5	1.8	1.2	1.1	#N/A	6.0	5.7	3.0	#N/A
スロベニア	0.4	0.8	0.4	0.6	#N/A	2.6	2.2	2.6	#N/A
リトアニア	0.4	0.6	0.5	0.5	0.8	1.4	1.7	2.0	2.4
ラトビア	0.2	1.0	0.8	-0.4	-0.1	2.8	3.3	2.2	1.3
エストニア	0.2	0.5	0.1	0.9	0.0	1.4	1.1	0.8	1.8
キプロス	0.2	0.8	0.5	0.4	0.9	1.2	2.3	2.8	2.7
マルタ	0.1	2.0	1.4	1.1	#N/A	6.7	7.1	5.8	#N/A

（出所）Eurostat データより大和総研作成

ユーロ圏経済は 2008 年半ば以降、金融危機と債務危機に伴って 2 度の景気後退を経験した。ようやく 2013 年 4-6 月期に景気は回復に転じ、その後は 2016 年 1-3 月期まで 12 四半期連続で前期比プラス成長となっている。とはいえ、米国はもとより同じ欧州の英国に比べても、ユーロ圏の景気回復ペースは鈍く、やっこの 1-3 月期の実質 GDP が、金融危機前にピークをつけた 2008 年 1-3 月期の水準を上回ったばかりである。なお、国内需要に注目すると、ユーロ圏では GDP に比べても回復に時間がかかっており、この 1-3 月期にはまだ 2008 年 1-3 月期の水準を回復できていないと推測される。

図表 2 ユーロ圏と米、英、日の GDP 比較



(注 1) 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

(注 2) 直近データは 2016 年 Q1 (ユーロ圏と英国の国内需要のみ 2015 年 Q4)

(出所) Eurostat、ONS、BEA、内閣府データより大和総研作成

ユーロ圏の 1-3 月期の前期比+0.5%成長には、暖冬による建設投資拡大など一時的な押し上げ要因が含まれており、これが剥落する 4-6 月期の成長率は同+0.3%へ減速すると見込まれる。また、6 月 23 日の英国の国民投票の行方が不透明であること、新興国のみならず先進国も含めて外需の伸び悩みが続いていることが景気の下振れリスクである。これらはユーロ圏の投資回復の足取りを鈍らせる可能性がある。他方で、雇用改善、低インフレなどユーロ圏の個人消費に対する追い風は継続しているとみている。

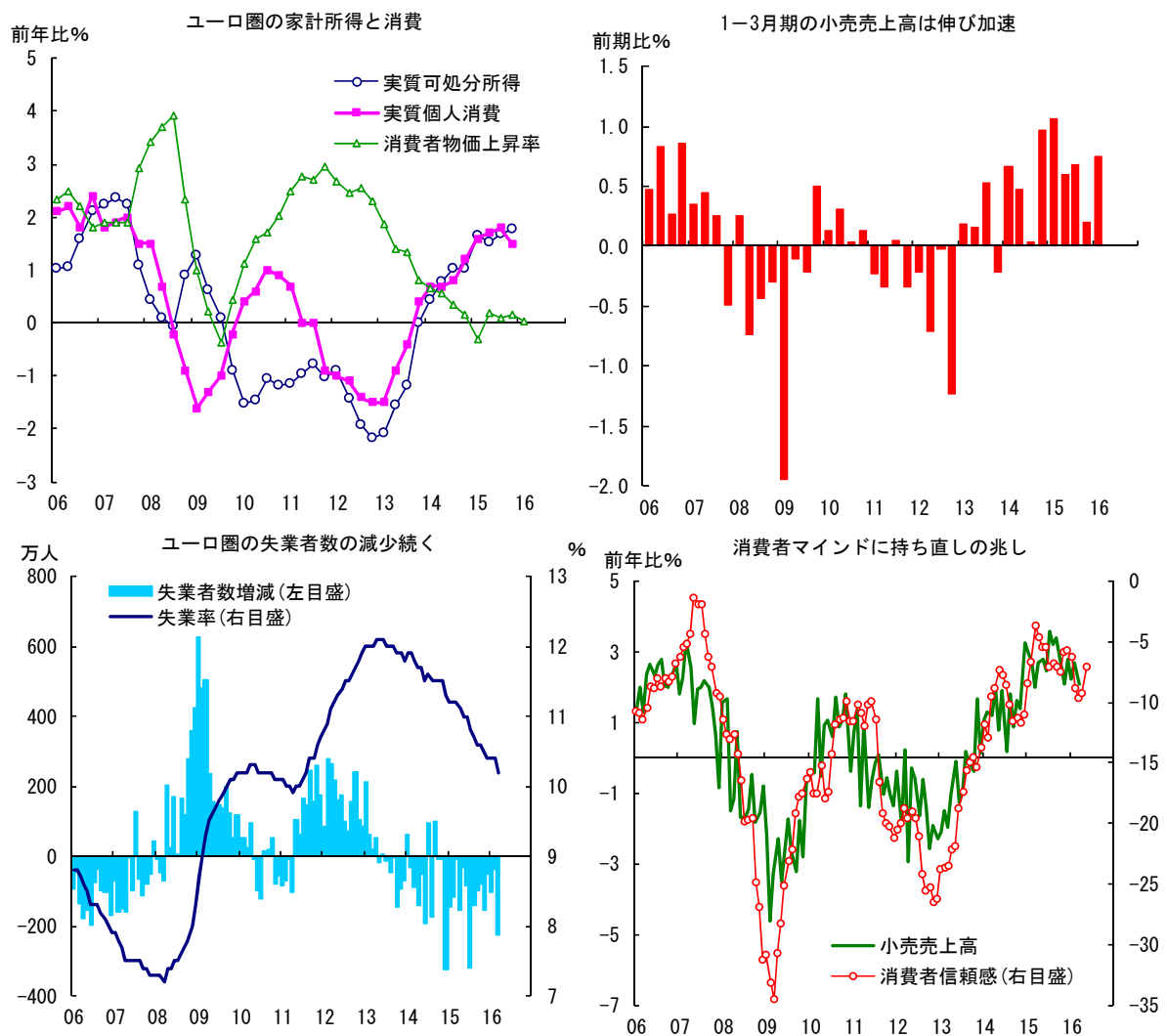
1-3 月期の成長率が予想を上回ったため、2016 年通年のユーロ圏の GDP 成長率の予想を先月の+1.2%から+1.5%へ上方修正したが、4-6 月期以降の景気回復は緩やかなペースに戻り、通年で 2015 年の+1.6%には届かないと予想する。

消費への追い風

ユーロ圏の個人消費の回復に最も貢献しているのは、雇用改善と物価低下による実質所得の拡大である。雇用者増を背景に2015年10-12月期の雇用者所得は前年比+2.6%に加速した一方、消費者物価上昇率はエネルギー価格下落を主因として同+0.2%の伸びにとどまった。消費者物価上昇率で実質化した10-12月期の可処分所得は同+1.8%と、2007年7-9月期以来の高い伸びとなっている。

3月の失業率は10.2%とほぼ5年半ぶりの水準に低下しており、2016年に入ってから雇用改善が続いていると判断される。一方、消費者物価上昇率は2月に続いて4月も前年比-0.2%と下落した。原油価格は1月下旬に底打ちしたものの、その後の上昇ペースはごく緩やかであるため、消費者物価上昇率は2016年半ばまではほぼ横ばいで推移しよう。2、3月は軟調に推移していた消費者信頼感が4、5月は持ち直しており、個人消費は引き続きユーロ圏の景気回復の牽引役を務めると予想される。

図表3 実質所得の拡大が消費回復に貢献



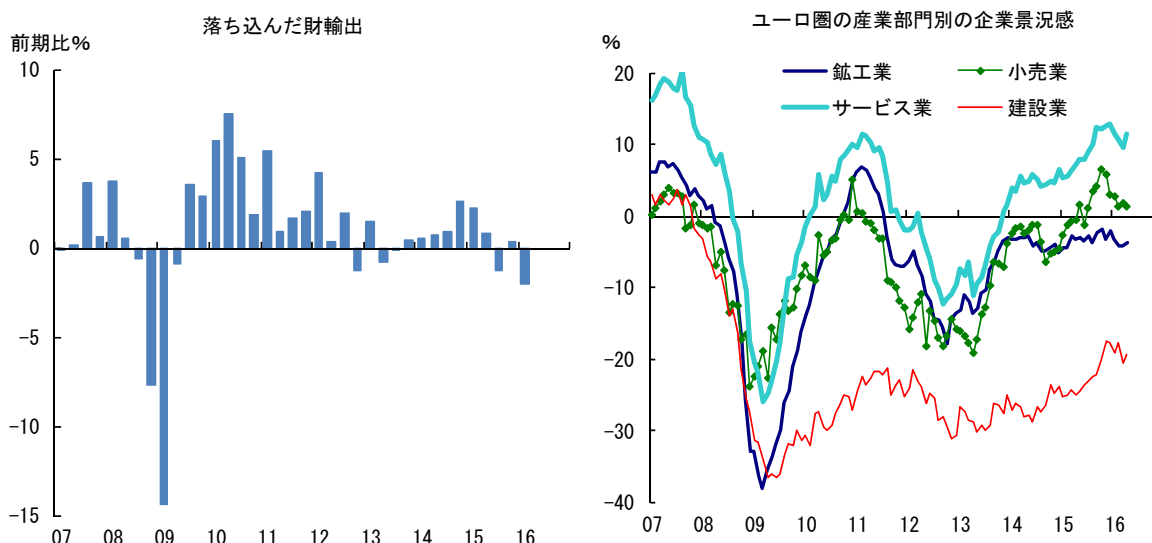
(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

企業景況感は小幅反発したが、外需見通しは不透明

1-3月期の財の輸出は前期比-2.1%と落ち込みが目立った。ブラジル、ロシア、アフリカなど新興国向けの輸出低迷が目立つが、実は米国向けの輸出が落ち込んだ影響が大きい。ただ、米国の景気指標は年初に落ち込んだあと、消費、生産とも拡大に転じており、輸出の大幅な落ち込みは一時的な動きと考えられる。ユーロ圏の企業景況感は4月に小幅改善したが、サービス部門に加えて、輸出依存度の高い鉱工業部門の景況感にも持ち直しの兆しが見られる。

もっとも、外需が力強く回復する可能性は低く、さらに少なくとも短期的に大きな不透明要因であるのが、6月23日に実施される英国の国民投票である。ユーロ圏にとって英国は最大の貿易相手国であり、また直接投資でも重要な相手国であるため、ユーロ圏各国は英国がEUに残留することを望んでいる。国民投票実施まであと1カ月弱となって、世論調査では「EU残留」がやや優勢になっているとされるが、「EU離脱」の可能性を明確に否定するような差はついていない。国民投票の結果が判明するまで、ユーロ圏においても経営判断の先送り、新規投資の手控えなどが生じると予想される。

図表4 輸出が大きく落ち込んだ一方、企業景況感は若干持ち直し

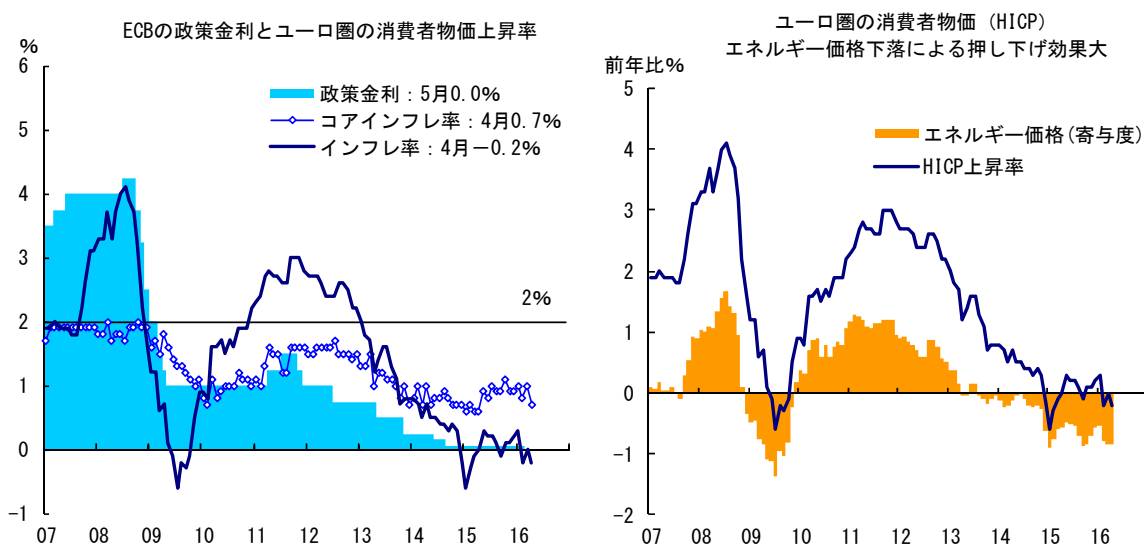


(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

ECBは慎重な楽観

ECBの4月20-21日の金融政策理事会の議事録では、ユーロ圏経済には下振れリスクがあるとしつつも、内需が牽引する緩やかな景気回復の継続を予想しており、慎重ながら楽観視していると見受けられる。これに対してインフレ見通しは年半ば以降、昨年の原油価格下落の影響が剥落して緩やかに上昇してくるとの予想だが、力強さに欠けると懸念している。この判断の下、ECBは3月に決定したCSPP(社債買取プログラム)や、TLTRO II(民間向け貸出拡大を狙った長期オペ)などの追加緩和策を含む金融緩和を計画通り遂行していくと予想される。一方で、英国のEU離脱(BREXIT)決定、中国あるいは米国経済の腰折れ、原油価格の急落などのリスクシナリオが現実化した場合には、さらに踏み込んだ緩和策の実施に動く予想される。

図表5 物価低迷が続くユーロ圏



(出所) ECB、Eurostat データより大和総研作成

ドイツが財政出動に慎重な理由

ところで、日本で開催される G7 サミットでは財政政策の協調が目指されているが、ドイツはこの方針に対して慎重な姿勢を崩していないと報じられている。ドイツが日本の呼びかけに応じない第一の理由は、景気の現状は緊急の財政出動による協調的な景気対策が必要なほど危機的な状況にはないと判断がある。ドイツが前回、緊急の財政出動に動いたのは、リーマン・ショックで世界経済が急速に悪化した 2008 年末で、例えば新車買い替え奨励の補助金制度を導入し、前年比二桁減となっていた自動車市場の下支えを図った。ところが、ここ 1 年の自動車販売は前年比 5% 増と堅調な推移である。ドイツの GDP 成長率は 2009 年に -5.6% と大きく落ち込んだが、2015 年は +1.7% まで回復し、2016 年も前年並みの成長が見込まれている。

加えて、EU には「財政赤字を GDP 比 3% 以内に維持する」という財政規律のルールが存在し、ユーロ圏債務危機以降、その順守がより厳格に求められるようになってきている。ドイツの 2015 年の財政収支は GDP 比 0.7% の黒字で財政規律を十分以上に順守しているように見えるが、実はドイツはさらに厳格な独自の財政規律を採用し、「財政収支は原則として均衡しているべき」との方針である。フランスやイタリアはドイツの厳格な財政基準に本音ベースでは不満を抱いている。しかしながら、ドイツは過大な財政赤字が国債利回りの高騰に直結することはイタリアやスペインの例で実証済みと考え、これを回避するには常日頃から健全財政を維持するべきとの自説にあくまでこだわっているのである。

他方で、ドイツは 2015 年に EU に殺到したシリア等からの難民を最も多く受け入れている国である。難民に対する衣食住の提供、ドイツ語コースや職業訓練、就職斡旋などの費用は政府が負担している。2016 年予算でも難民対策費用として 161 億ユーロが計上されたが、この費用は今後拡大する可能性があり、これもドイツが「協調的な財政出動」に慎重になっている一因と考えられる。

英国経済

景気減速の兆候

英国の1-3月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.4%と2015年10-12月期の同+0.6%からやや減速した。1-3月期GDPの需要項目別の内訳は5月26日に発表予定だが、同期の小売売上高は堅調に拡大しているため、個人消費は引き続き英国経済の牽引役を務めたと推測される。一方、10-12月期に前期比-1.1%と落ち込んだ固定資本形成は、1-3月期も軟調だったと見込まれる。製造業稼働率は1985年以降の長期平均を割り込んでおり、また鉱工業部門の企業景況感はほぼ3年ぶりの水準まで悪化している。

ところで、6月23日の国民投票の行方が不透明なことが、英国景気の減速要因となりつつあると判断される。企業景況感は製造業のみならず、建設業、小売業、サービス業もここ数カ月冴えない展開であり、英国経済が4-6月期に一段と減速する可能性を示唆している。このうち建設業では、4月に2軒目の住宅購入に対する印紙税が引き上げられたため、その前の駆け込み需要による反動減が4-6月期には予想される。これ自体は国民投票絡みの不透明感とは無関係だが、英国、特にロンドンの住宅市場の買い手は非居住者が多く、それゆえロンドンの住宅価格は英国内で際立って高い。英国がEU離脱を選択した場合、ロンドンの住宅市場の魅力が低下するのか、それとも維持されるのかの見極めが難しい中で投資手控えが予想される。

この景気減速は、EU離脱は英国にとって大きなリスクと訴えるEU残留派にとって追い風となり、EU残留が選択される可能性が高まると予想される。とはいえ、6月23日までの間に、EU離脱派を勢いづかせるような材料が新たに出現する可能性は排除できず、予断はできない。

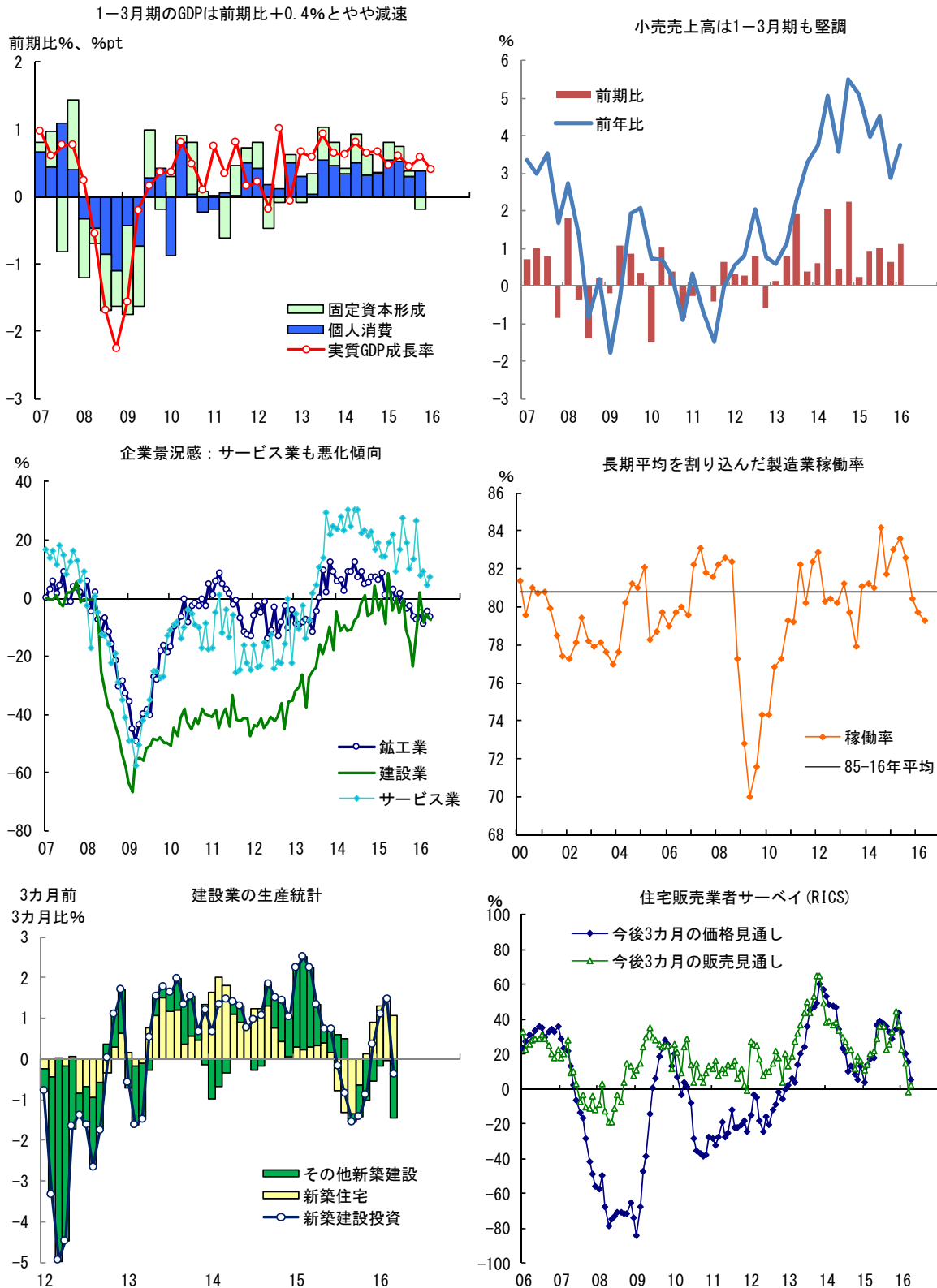
BOEの次の一手は利上げ？利下げ？

BOEは5月11日の金融政策委員会で政策金利を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。なお、BOEも今後は金融政策理事会を年12回ではなく、年8回の開催とすることが決定され、今年11月以降新方式に移行することになった。

国民投票が英国経済に及ぼす影響として、BOEも国民投票を目前にして投資や雇用が手控えられることを懸念し、またもしEU離脱となった場合は、緊急流動性供給などを実施する用意を整えているとしつつ、英国にとって大きなリスクと警告している。

ところで、英国の金融政策の次の一手は利上げで、米国に続いて利上げに踏み切る中央銀行はBOEとの予想が長くコンセンサスであったが、国民投票が実施されることになり、BREXITの可能性が否定できない中で、BOEの次の一手が利下げとなる可能性が浮上している。英国民がEU離脱を選択した場合には先行き不透明感が一気に高まり、景気が落ち込む可能性が高いためである。ただし、BREXITは急激なポンド安要因となると見込まれており、これは輸入物価上昇を通じて英国のインフレ要因となり得る。景気対策のための利下げか、インフレ抑制のための利上げかという選択をBOEが迫られるシナリオも想定される。

図表6 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

	2015 通年	2016					2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.6%	2.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.7%	1.6%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.3%	2.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.9%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%
総固定資本形成	2.7%	5.7%	0.8%	2.8%	2.8%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%	1.2%	2.1%
輸出等	5.0%	-0.8%	2.4%	3.6%	3.6%	1.6%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	3.6%
輸入等	5.7%	-0.8%	2.0%	4.5%	4.5%	2.5%	3.6%	3.6%	4.5%	4.1%	3.9%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
民間消費支出	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%
政府消費支出	1.3%	1.8%	1.9%	2.0%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	1.5%	1.4%	1.5%
総固定資本形成	2.7%	3.3%	3.4%	3.7%	3.0%	3.4%	1.2%	1.6%	2.4%	2.6%	2.1%
輸出等	5.0%	1.9%	0.9%	1.5%	2.2%	1.6%	2.9%	2.4%	3.4%	4.3%	3.6%
輸入等	5.7%	2.9%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%	3.1%	3.7%	4.3%	5.5%	3.9%
鉱工業生産（除建設）	1.5%	1.6%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	0.9%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
実質小売売上高	2.8%	2.2%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.1%
生産者物価	-1.9%	-3.3%	-3.8%	-2.6%	-1.1%	-2.7%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
失業率	10.9%	10.3%	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	10.0%	9.8%	9.7%	9.6%	9.8%
10億ユーロ											
貿易収支	319.6	84.1	84.0	80.0	75.0	323.1	72.0	70.0	65.0	66.0	273.0
経常収支	333.6	72.7	73.6	69.1	65.5	280.9	61.9	64.4	54.8	56.3	237.3
財政収支	-209					-192					-166
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.18%	0.24%	0.30%	0.26%	0.35%	0.40%	0.50%	0.60%	0.46%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.45%	-0.45%	-0.40%	-0.40%	-0.43%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016年Q1まで実績値（GDP内訳は2015年Q4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 通年	2016					2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	2.3%	1.6%	1.4%	1.8%	2.0%	1.8%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
民間消費支出	2.7%	2.6%	2.2%	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
政府消費支出	1.5%	2.8%	3.2%	2.4%	2.0%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	4.1%	3.6%	-2.4%	3.2%	3.6%	0.7%	2.4%	2.0%	1.6%	1.6%	2.2%
輸出等	5.1%	1.2%	1.6%	3.2%	2.8%	1.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.3%
輸入等	6.3%	1.6%	0.8%	4.1%	2.8%	2.7%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.2%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	2.3%	2.1%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%
民間消費支出	2.7%	2.6%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
政府消費支出	1.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	4.1%	1.5%	-0.5%	-0.0%	2.0%	0.7%	1.7%	2.8%	2.4%	1.9%	2.2%
輸出等	5.1%	2.6%	0.3%	1.6%	2.2%	1.7%	2.8%	3.3%	3.4%	3.6%	3.3%
輸入等	6.3%	1.6%	4.4%	2.5%	2.3%	2.7%	2.7%	3.4%	3.2%	3.4%	3.2%
鉱工業生産	1.0%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.1%	0.7%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
実質小売売上高	4.5%	4.0%	3.9%	3.4%	3.2%	3.6%	3.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	1.0%	0.6%	1.3%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.6%	-0.1%	0.7%	-0.3%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
失業率	5.4%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
10億英ポンド											
貿易収支	-125.4	-34.7	-30.9	-33.4	-34.7	-133.7	-36.0	-32.0	-34.3	-35.7	-138.0
経常収支	-96.2	-29.7	-22.4	-29.0	-30.4	-111.4	-30.7	-23.7	-28.2	-30.6	-113.3
財政収支	-54.6	2.7				-51.7					-53.5
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.42%	1.50%	1.55%	1.51%	1.65%	1.70%	1.75%	1.70%	1.70%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.40%	0.45%	0.50%	0.45%	0.60%	0.65%	0.70%	0.70%	0.66%
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%

(注) 2016年Q1まで実績値（GDP内訳と経常収支は2015年Q4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