

2016年6月22日 全8頁

欧州経済見通し 雇用改善が消費を下支え

英国民投票の結果如何にかかわらず政治リスクは残る

経済調査部

シニアエコノミスト 山崎 加津子

[要約]

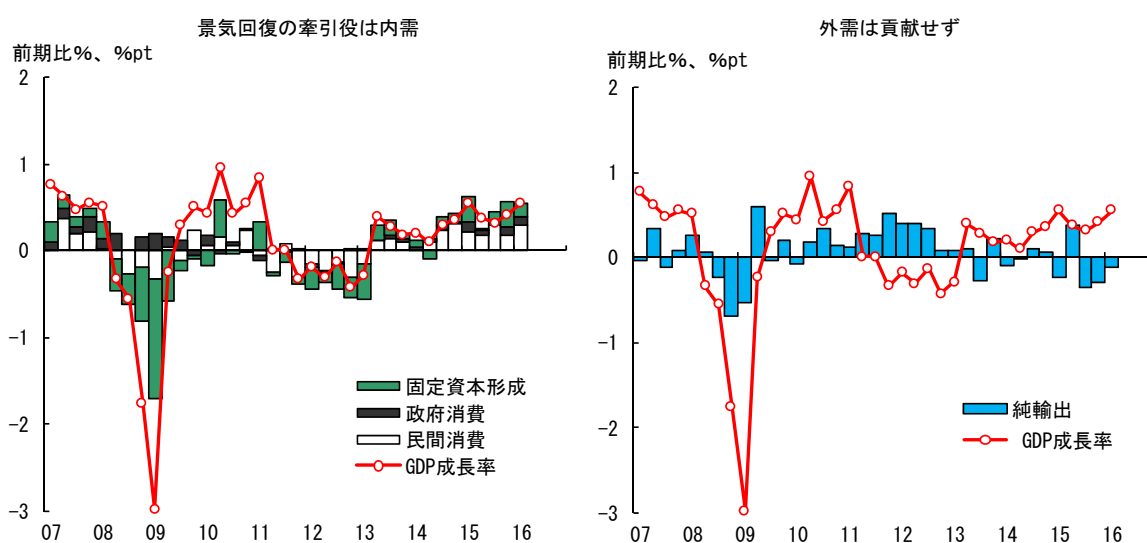
- ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.6%で4四半期ぶりの高い伸びとなった。個人消費、政府消費、固定資本形成という内需項目がそろってプラス成長に貢献した。他方で、純輸出は3四半期連続で前期比寄与度がマイナスとなっている。一過性の要因が消える4-6月期以降はやや減速するものの、雇用改善を追い風とする個人消費が引き続き牽引役となって2016年は+1.5%成長を見込む。原油価格が1月半ばに底打ちして、安値のほぼ2倍の水準まで上昇してきたことで、ユーロ圏の消費者物価上昇率は5月の前年比-0.1%から年後半は上昇に転じると予想される。とはいえ、賃金上昇率は伸び悩んでおり、消費者物価上昇率もごく低い伸びにとどまると予想される。
- 英国の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.4%となり、2015年10-12月期の同+0.6%から減速したが、個人消費と固定資本形成の寄与度はどちらも1-3月期が10-12月期を上回った。EU離脱の是非を問う国民投票の行方に対する不透明感が晴れない中で、企業景況感の悪化や投資の落ち込みが見られるが、BREXIT懸念は個人消費には目立った悪影響を及ぼしておらず、5月の小売売上高は前年比+6.0%へ加速した。5月の消費者物価上昇率は同+0.3%と低水準にとどまったが、年後半は原油価格の上昇になどを受けて、緩やかながら加速すると予想される。
- 6月23日の国民投票の行方を決するのは投票率の高低となろう。投票率が低い場合はEU離脱が、投票率が上がった場合はEU残留が決まると予想される。離脱派ほど投票意欲が強くないと考えられる残留派が、6月半ばの株価急落、ポンド安、さらにEU残留を訴えていた労働党議員の殺害事件で危機意識を高めたとみられ、EU残留の可能性が高まったと考えられる。ただ、残留が決まった場合でも、英国ではEU残留派とEU離脱派に明確に分裂した与党保守党の立て直しという課題が残されることになる。また、他のEU加盟国の政治リスクを高め得ることに注意が必要であろう。相次いだ金融危機、債務危機を経て、各国でEUに懐疑的、批判的、あるいは否定的な人々が増加傾向にある。英国の国民投票の結果如何にかかわらず、EU内で反EUと親EUの対立が政治不安を招くと懸念されるイベントが繰り返される可能性はかなり高い。

ユーロ圏経済

1-3 月期 GDP の牽引役は内需

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は、速報値の前期比+0.5%（前期比年率+2.1%）から確報値で同+0.6%（同+2.2%）にわずかながら上方修正され、4四半期ぶりの高い伸びとなった。需要項目別の寄与度に注目すると、予想した通り、個人消費が前期比+0.3%ポイントと最大の牽引役である。また、政府消費の寄与度は同+0.1%ポイント、固定資本形成は同+0.2%ポイントと内需項目がそろってプラス成長に寄与した。他方で輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことで、純輸出は3四半期連続で前期比寄与度がマイナスとなっている。

図表1 ユーロ圏は12四半期連続で前期比プラス成長



(出所) Eurostat データより大和総研作成

2016年の成長率予想は+1.5%で据え置き

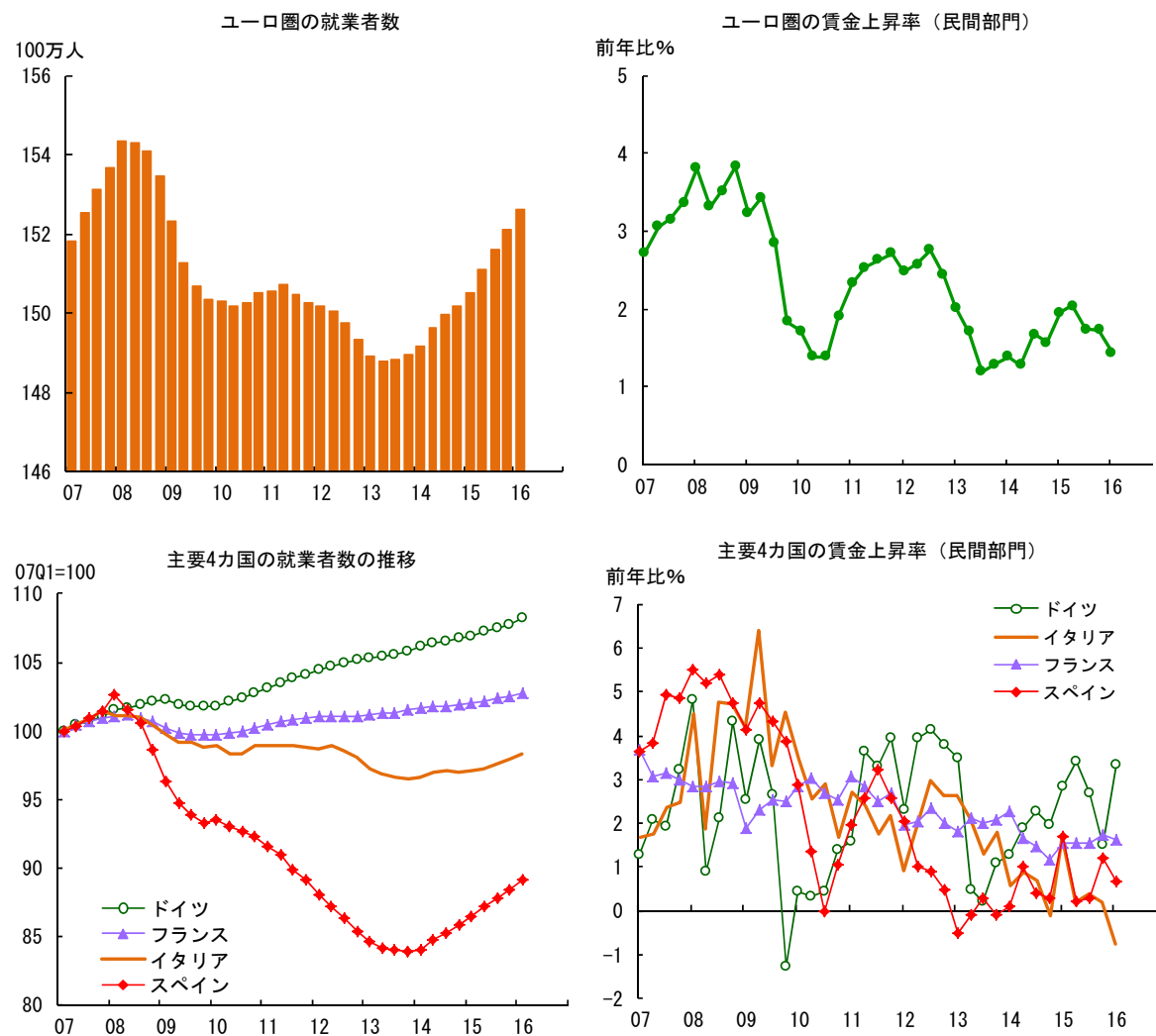
この1-3月期は、ユーロ圏GDPの3割弱を占めるドイツが前期比+0.7%と8四半期ぶりの高成長となったことがユーロ圏の成長率加速に貢献した。ただし、ドイツの高成長の一因は暖冬で建設投資が落ち込まなかったことにあり、4-6月期にはその反動減が予想される。すでにドイツの建設業の月次の生産統計は3月、4月と連続して大きく落ち込んでいる。これに加えてユーロ圏の受注関連の統計では、特にユーロ圏外からの受注に関して停滞感が引き続き強く、輸出が景気の牽引役に復活する可能性は低いと考えられる。他方で内需、とりわけ個人消費は、雇用改善が追い風となって今後も緩やかな拡大基調を維持すると予想される。ユーロ圏経済はやや「できすぎ」だった1-3月期に比べると4-6月期は減速すると見込まれるが、2016年通年では+1.5%成長とまざまざの成長率が見込まれる。なお、原油価格が1年半ばに底打ちして、安値のほぼ2倍の水準まで上昇してきたことで、ユーロ圏の消費者物価上昇率は年後半に上昇に転じると予想される。とはいえ、賃金上昇率は伸び悩んでおり、消費者物価上昇率も緩やかな加速にとどまると予想される。

雇用増が支える消費回復

過去3年にわたるユーロ圏の景気回復を一貫して支えてきたのは個人消費の持ち直しで、その背景には雇用改善、金利低下、原油安が存在している。このうち雇用改善に関しては、ユーロ圏の就業者数は2013年半ばに底打ちしたあと着実に増加し、2016年1-3月期に1億5,262万人と7年ぶりの水準を回復した。この間、雇用創出に貢献したのは主にサービス業で、なかでも専門職（新規雇用の36%）、流通・外食産業（同31%）、公共サービス（同23%）の貢献が大きい。ユーロ圏の1-3月期の求人率はサービス業を中心に一段と上昇しており、雇用改善は今後も継続すると予想される。

ただし、雇用改善はユーロ圏加盟各国で大きな差が存在する。ドイツでは2008年以降の2度の景気後退による就業者減はごく軽微で、その後は明確に増加している。スペインは最近2年余りの雇用改善は目覚ましいが、2008年以降の大幅な雇用調整に比べれば、雇用改善はかなり限定的である。フランスとイタリアの就業者数は増加に転じているものの、雇用改善の実感は乏しいとみられる。

図表2 ユーロ圏および主要4カ国の就業者数と賃金上昇率



（出所）Eurostat データより大和総研作成

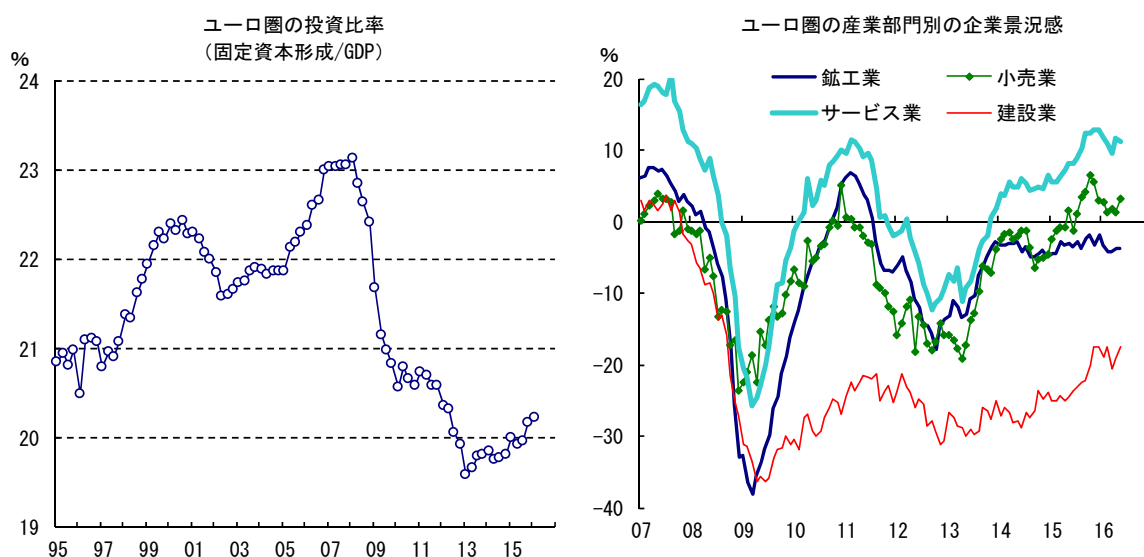
雇用改善の勢いの違いは、各国の賃金上昇率にも反映されており、ユーロ圏主要4カ国ではドイツの賃金上昇率の高さが目立つ一方、南欧諸国の賃金上昇率は伸び悩んでおり、特に雇用改善が一番遅れているイタリアでは2016年1-3月期に前年比マイナスに転じてしまった。ユーロ圏全体では就業者数が増加に転じたあと、2014年半ばから賃金上昇率も加速する動きが見られたが、ここ1年は伸び率が鈍化傾向にある。なお、鉱工業部門とサービス業部門では前者の賃金上昇率の方が高い傾向にあるため、近年のサービス業中心の雇用創出によって民間部門全体の賃金上昇率が抑制されている影響も考えられる。

ユーロ圏では就業者増による家計所得の増加が今後も続く一方、賃金上昇率の加速による所得増効果は限定されると見込まれる。

投資の回復ペースは鈍い

もう一つの内需の柱たるべき投資（固定資本形成）は、個人消費同様ここ3年は回復基調にあるものの、回復のペースは遅々としている。投資比率（固定資本形成がGDPに占める割合）に注目すると、最近2四半期でようやく20%を上回ってきたところである。スペインやアイルランドで不動産ブームがバブルに発展した2007年前後の23%台を回復する必要はないが、ユーロ圏の持続的な成長のためには一段の投資拡大が望まれる。しかしながら、ECB（欧州中央銀行）の大胆な金融緩和で企業の資金調達コストが顕著に低下しているとはいえ、外需の見通しが不透明な中では、企業の投資判断は慎重にならざるを得ない。ユーロ圏の企業景況感のうち輸出依存度の高い鉱工業部門の景況感はほぼ横ばいで推移しており、外需の大幅悪化は予想されないものの、明確な改善も見込まれないことを示唆している。一方、内需依存度の高い各部門では年初にいったん軟化した企業景況感に持ち直しの兆しが見られる。特に建設業部門の景況感は8年ぶりの高水準まで回復している。また、サービス業部門、小売業部門の景況感は1985年以降の長期平均を上回って改善している。

図表3 実質所得の拡大が消費回復に貢献



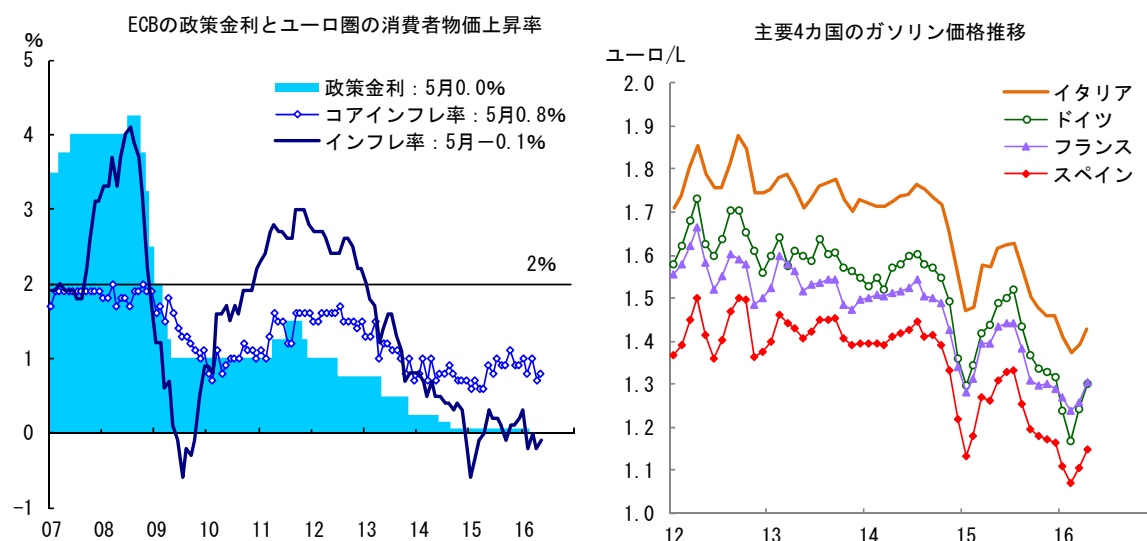
(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成

ECB はインフレ動向を注視

ECB は 6 月 2 日の金融政策理事会で予想通り金融政策を据え置いた。3 月に決定した追加緩和策である CSPP（社債買取プログラム）の開始を 6 月 8 日に、同じく TLTRO II（民間向け貸出拡大を狙った長期オペ）の開始を 6 月 22 日に控えて、まずはこれらの追加緩和策を遂行した上で、その効果を見極めるというスタンスである。なお、英国が EU 離脱（BREXIT）を選択した場合に予想される金融市場の混乱に備えて、緊急流動性供給の態勢を整えていることも表明された。

ECB が金融政策を遂行するにあたって注目するユーロ圏の消費者物価上昇率は、5 月は前年比 -0.1% とマイナス幅は縮めたものの引き続きマイナス圏にとどまった。ただ、原油価格の反発により、エネルギー価格の物価押し下げ効果は今後縮小すると見込まれる。ユーロ圏各国のガソリン価格は 2 月もしくは 3 月に底打ちしており、安値から 5 月までの上昇率はドイツ 14%、スペイン 8%、フランス 6%、イタリア 5%となっている。もっとも、ユーロ圏全体の賃金上昇率は伸び悩んでいるため、このようなエネルギー価格の反発が、広範囲に及ぶ物価上昇要因となるには時間を要すると考えられる。

図表 4 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

くすぶる政治リスク

英国の国民投票の行方は他の欧州諸国でも大いに注目されているが、景気悪化要因としてよりも政治リスクを高め得る要因として注目するべきであろう。英国はもともと EU 加盟国の中で EU に対して懐疑的、あるいは否定的な見方をする人々の割合が高い国であったが、ここ 10 年弱で相次いだ金融危機、債務危機を経て、他の EU 加盟国でも EU に懐疑的、批判的、あるいは否定的な立場を取る人々が増加する傾向が見られる。英国の国民投票の結果如何にかかわらず、EU 内で反 EU と親 EU の対立が政治不安を招くと懸念されるイベントが繰り返される可能性はかなり高いだろう。

英国経済

意外に堅調な消費

英国の1-3月期のGDP成長率（確報値）は速報値と同じ前期比+0.4%となった。2015年10-12月期の同+0.6%からは減速したのだが、個人消費の寄与度は前期比+0.39%ポイントから同+0.43%ポイントにむしろ拡大し、また固定資本形成の寄与度は同-0.19%ポイントから同+0.09%ポイントとプラスに転じており、内需の2本柱は堅調に推移した。

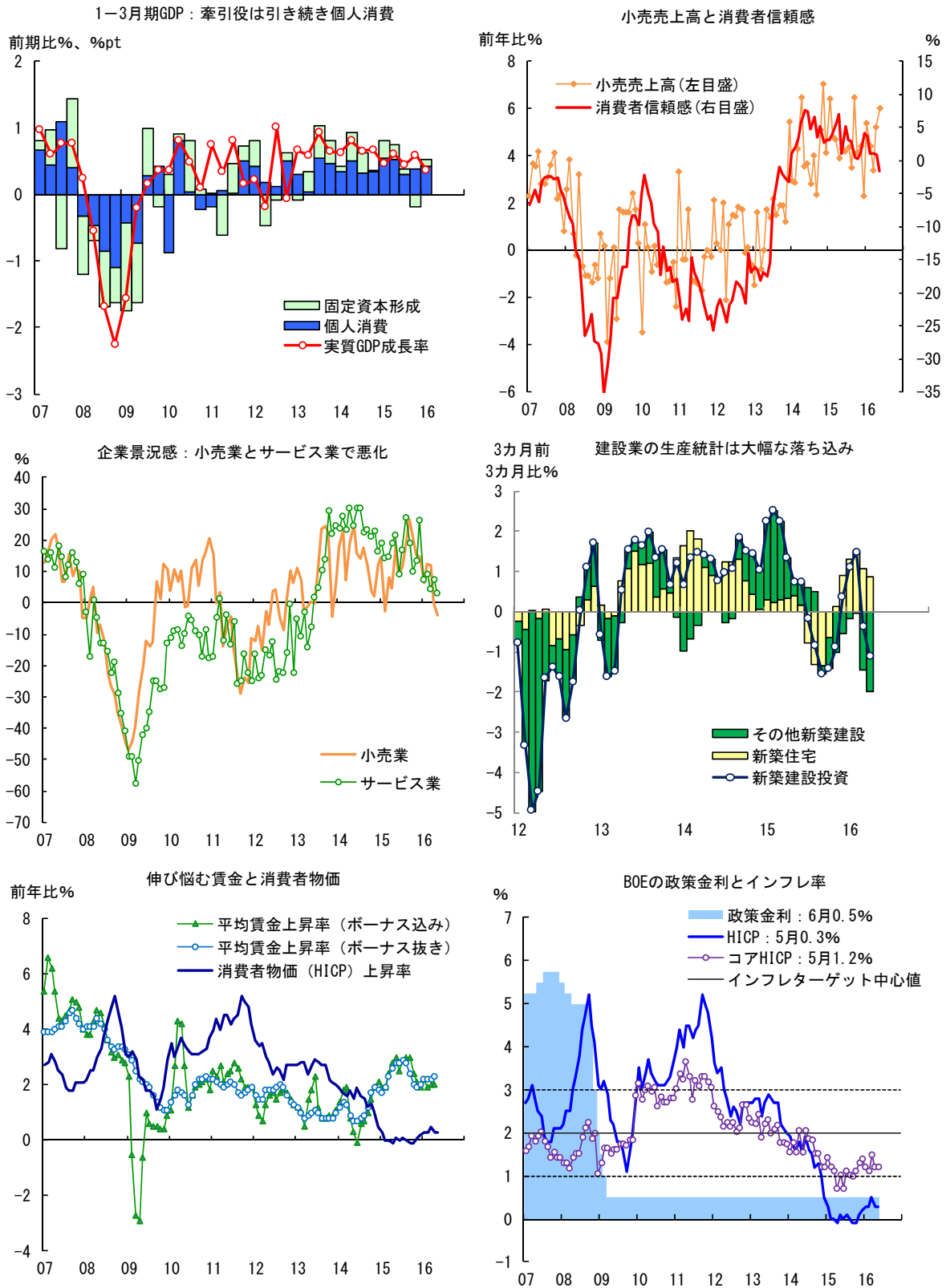
6月23日の国民投票の行方に対する不透明感が晴れない中で、英国の企業景況感は主力産業である小売業、サービス業で目立って悪化している。また、BREXITとなってしまった場合に国外からの投資減少が懸念されることに加え、4月に2軒目の住宅購入に対する印紙税が引き上げられたことも悪材料となって建設業の生産落ち込みが鮮明となってきている。これに対して、BREXIT懸念は個人消費には目立った悪影響を及ぼしておらず、5月の小売売上高は4月の前年比+5.2%から同+6.0%に一段と加速した。堅調な消費の追い風となっているのは雇用の改善で、失業率は2-4月平均で5.0%まで低下したが、これは約11年ぶりの低水準である。

なお、失業率が順調に低下している一方で、賃金上昇率の目立った加速が見られないのはユーロ圏と似通っている。英国の2-4月平均の賃金上昇率はボーナス込で前年比+2.0%、ボーナスなしのベース賃金で同+2.3%にとどまり、金融危機前の平均同+4%前後の水準と比較すると大きく見劣りする。5月の消費者物価上昇率は前年比+0.3%と低水準にとどまったが、原油価格の上昇、ポンド安効果などにより、緩やかながら加速すると予想される。ちなみに4月の輸入物価上昇率は前年比+1.0%と30カ月ぶりに上昇に転じた。もっとも2月以降のポンド安はBREXIT懸念が強く反映されており、国民投票の結果如何で大きく変わる可能性がある。

国民投票の行方を決めるのは投票率の高低

6月23日の国民投票の行方を決めるのは投票率の高低となろう。経済的なメリットとデメリットを天秤にかければ、これまで通りEUにとどまる方が英国の利益になると考えられ、おそらく多数派は「残留支持」であると考えられる。しかしながら、EU離脱を望む人々にとって今回の国民投票は千載一遇のチャンスであり、是が非でも投票に行こうと考えているのに対し、これまで通りが良いという残留支持の人々の投票意欲はそこまで強くはない。残留派が、自分が投票に行かなくとも残留が当然決まるはずと考えて投票率が上がらない場合、EU離脱派が勝利する可能性が高くなる。2014年の欧州議会選挙ではUKIP（英国独立党）が英国で第1党となって世間を驚かせたが、この時の投票率は36%と非常に低かった。これに対して、投票率が2015年の総選挙の66%、あるいはそれを上回ってくれば残留派が勝利すると予想される。6月半ばの株価急落、ポンド安、さらにEU残留支持を訴えていた労働党の国会議員の殺害事件（16日）が、残留支持派の危機意識を高めることにつながると見込まれる。ただ、残留が決まった場合でも、英国ではEU残留派とEU離脱派に明確に分裂した与党保守党の立て直しという課題が残されることになろう。

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

	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	1.7%	2.2%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.6%	1.4%	1.7%	1.5%
民間消費支出	1.7%	2.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%
総固定資本形成	2.9%	3.4%	1.2%	2.8%	2.0%	2.9%	2.4%	2.0%	3.2%	1.6%	2.3%
輸出等	5.3%	1.7%	2.4%	3.2%	4.1%	2.6%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%	3.6%
輸入等	6.1%	3.0%	2.2%	4.1%	4.1%	3.8%	3.6%	3.6%	4.5%	4.1%	3.8%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%
民間消費支出	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
政府消費支出	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	2.9%	2.9%	3.1%	3.3%	2.4%	2.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
輸出等	5.3%	3.1%	2.1%	2.5%	2.9%	2.6%	3.2%	3.5%	3.8%	3.9%	3.6%
輸入等	6.1%	4.3%	4.0%	3.7%	3.3%	3.8%	3.5%	3.9%	4.0%	4.0%	3.8%
鉱工業生産（除建設）	1.5%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
実質小売売上高	2.8%	2.2%	1.6%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.9%	-2.6%	-1.3%	-2.7%	0.3%	0.7%	0.7%	1.0%	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	82.9	84.0	80.0	75.0	321.9	72.0	70.0	65.0	66.0	273.0
経常収支	333.6	71.6	73.6	69.1	65.5	279.8	61.9	64.4	54.8	56.3	237.3
財政収支	-209					-193					-167
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.13%	0.10%	0.20%	0.19%	0.30%	0.35%	0.45%	0.45%	0.39%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.52%	-0.50%	-0.51%	-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。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%	1.4%	0.9%	2.1%	2.2%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
民間消費支出	2.7%	2.7%	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%	2.2%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%
政府消費支出	1.5%	1.6%	3.2%	2.4%	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	4.1%	2.0%	-1.2%	3.6%	3.6%	0.6%	2.4%	2.0%	1.6%	1.6%	2.3%
輸出等	5.1%	-1.1%	2.4%	3.2%	2.8%	1.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.4%
輸入等	6.3%	3.3%	0.8%	3.6%	2.8%	3.1%	3.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.1%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	2.3%	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
民間消費支出	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%
政府消費支出	1.5%	2.1%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	4.1%	1.1%	-0.5%	-0.0%	2.0%	0.6%	2.1%	2.9%	2.4%	1.9%	2.3%
輸出等	5.1%	2.1%	-0.1%	1.2%	1.8%	1.2%	3.0%	3.3%	3.4%	3.6%	3.4%
輸入等	6.3%	2.0%	4.8%	2.8%	2.6%	3.1%	2.6%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%
鉱工業生産	1.0%	0.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.0%	1.9%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
実質小売売上高	4.4%	4.4%	5.5%	5.2%	4.8%	5.0%	4.2%	3.0%	2.6%	2.8%	3.2%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.9%	0.5%	1.2%	1.4%	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	-30.2	-22.4	-29.0	-30.4	-111.9	-30.7	-23.7	-28.2	-30.6	-113.3
財政収支	-54.6	0.4				-51.7					-53.4
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.40%	1.30%	1.40%	1.41%	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.63%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.43%	0.45%	0.50%	0.46%	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（経常収支のみ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