

2016年8月23日 全7頁

欧州経済見通し マインドと実体経済の乖離

Brexit 選択による景気悪化の顕在化はこれから

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 英国がEU離脱(Brexit)を選択してから2カ月が経過したが、この選択が経済にどのような悪影響を及ぼすのかまだ判断がつかない。これまで発表された経済指標のうち、消費者信頼感を筆頭にマインド指標は悪化が目立つ一方、小売売上高など実体経済指標は堅調を維持している。Brexit 選択に伴う景気悪化の経路は、企業が投資を手控え、雇用拡大に慎重になることと、ポンド安がインフレ要因となって家計の購買力を損なうことと想定されるが、どちらも顕在化までしばらく時間を要しよう。なお、景気への悪影響を小さくするには、Brexit の交渉がどのような日程で進められ、どう決着するかが早期に明らかになることが重要だが、英国がEUに離脱を通告する時期が2017年後半に先送りされるとの観測が浮上しているように、むしろ不透明感が増している。
- ユーロ圏経済は4-6月期のGDP成長率が前期比+0.3%と1-3月期の同+0.6%から減速した。もっとも、これはBrexitに対する懸念のためではなく、1-3月期の成長率が一過性の要因で押し上げられたことが主因である。英国経済が減速すれば、ユーロ圏経済にとって外需減退要因だが、この影響は徐々に顕在化すると予想される。また、ここ3年のユーロ圏の景気回復の牽引役は個人消費を中心とする内需であり、これまでのところ消費者と企業の景況感に目立った悪化は見られない。ユーロ圏経済は過去3年の緩やかな景気回復ペース(平均すると前期比+0.3%程度)を来年にかけて概ね継続すると見込む。

英国経済

国民投票から 2 カ月

英国が EU 離脱を選択した衝撃の国民投票から 2 カ月が経過した。国民投票の結果判明直後に急落した英国株は、1 週間足らずで反発したあと、年初来高値の更新が続いている。一見すると Brexit という選択を好感しているかのようである。しかしながら、Brexit という方針が決まって以降、ポンドは急落し、また英国の国債利回りも急低下したままであるように、この問題に対する懸念はくすぶっている。とはいえ、Brexit に向けた交渉がいつ開始され、いつまで続き、どのように決着するのかを判断する手がかりがほとんどなく、コンセンサスのシナリオすら想定できない中で、市場関係者はこの問題に対する判断をいったん棚上げしていると考えられる。

Brexit が英国経済に及ぼす影響は、最終的には英国と EU が新しい関係をどのように構築するかによって大きく左右されるが、その内容が固まるまでには年単位の時間がかかると予想される。短期的には Brexit をめぐる不透明感と、ポンド安、金利低下が英国経済にどのような影響を及ぼすかが注目される。なお、英国の 4-6 月期の GDP 成長率は前期比+0.6%（年率換算では+2.4%）となり、1-3 月期の同+0.4%（同+1.8%）から加速した。これで 2013 年 1-3 月期から 14 四半期連続のプラス成長となり、国民投票前までは堅調な景気拡大が続いていたことが確認された。4-6 月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、同時期の小売売上高は前期比+1.6%と力強く伸びており、個人消費が牽引したと推測される。

7 月に急速に悪化した消費者マインド

Brexit 選択後に集計されたアンケート調査では、小売業、鉱工業、サービス業、建設業の企業景況感が 7 月にそろって悪化し、企業が投資や雇用に慎重になったことがうかがわれる。また、不動産取引の落ち込みが懸念され、不動産価格の見通しも悪化している。

それ以上に悪化が目立つのが消費者のマインドで、7 月の消費者信頼感には実に 37 カ月ぶりに 1985 年以降の長期平均を割り込んでしまった。構成項目では景気見通しが大幅に悪化しており、次いで家計所得の見通しも悪化している。失業に対する懸念はさほど高まっていないのだが、消費者は今後のインフレに対する懸念を強めており、実質的な購買力の低下を懸念していることが読み取れる。Brexit が選択されたことを受けてポンド安が進行しており、これが輸入物価の上昇を通じて国内のインフレ圧力を高めることが懸念されている。

ところで、7 月の小売売上高は前月比+1.4%（前年比+5.9%）と予想外に高い伸びとなり、Brexit 選択後に消費者信頼感が急速に悪化したことと符合していない。もっとも、Brexit 選択に伴う景気悪化の経路は、企業が投資を手控え、雇用拡大に慎重になることと、ポンド安がインフレ要因となって家計の購買力を損なうことが想定されるが、どちらも顕在化するまでまだしばらく時間を要しよう。Brexit 選択の悪影響が小売売上高に反映されるのは、むしろこれからと考えられる。

BOE（英中銀）は 8 月に広範囲な金融緩和に動いた

Brexit 選択に伴う景気下押しが強く懸念される中で、BOE は 8 月 3 日の金融政策理事会で、2009 年 3 月以降据え置いてきた政策金利を 0.50% から 0.25% に引き下げることを決めた。また、資産買取プログラムを向こう 6 カ月は 600 億ポンド拡大して 4,350 億ポンドとし、さらに社債買取プログラムを導入して、最大 100 億ポンド規模で向こう 18 カ月にわたって実施することも決定した。これに加えて、銀行が低利で資金調達できるようにして、今回の利下げ効果が民間にも波及しやすくするための仕組みも整えられた。ポンド安によるインフレ圧力の高まりも懸念材料だが、将来の物価上昇抑制よりも英国の景気減退への備えを優先させたと言える。

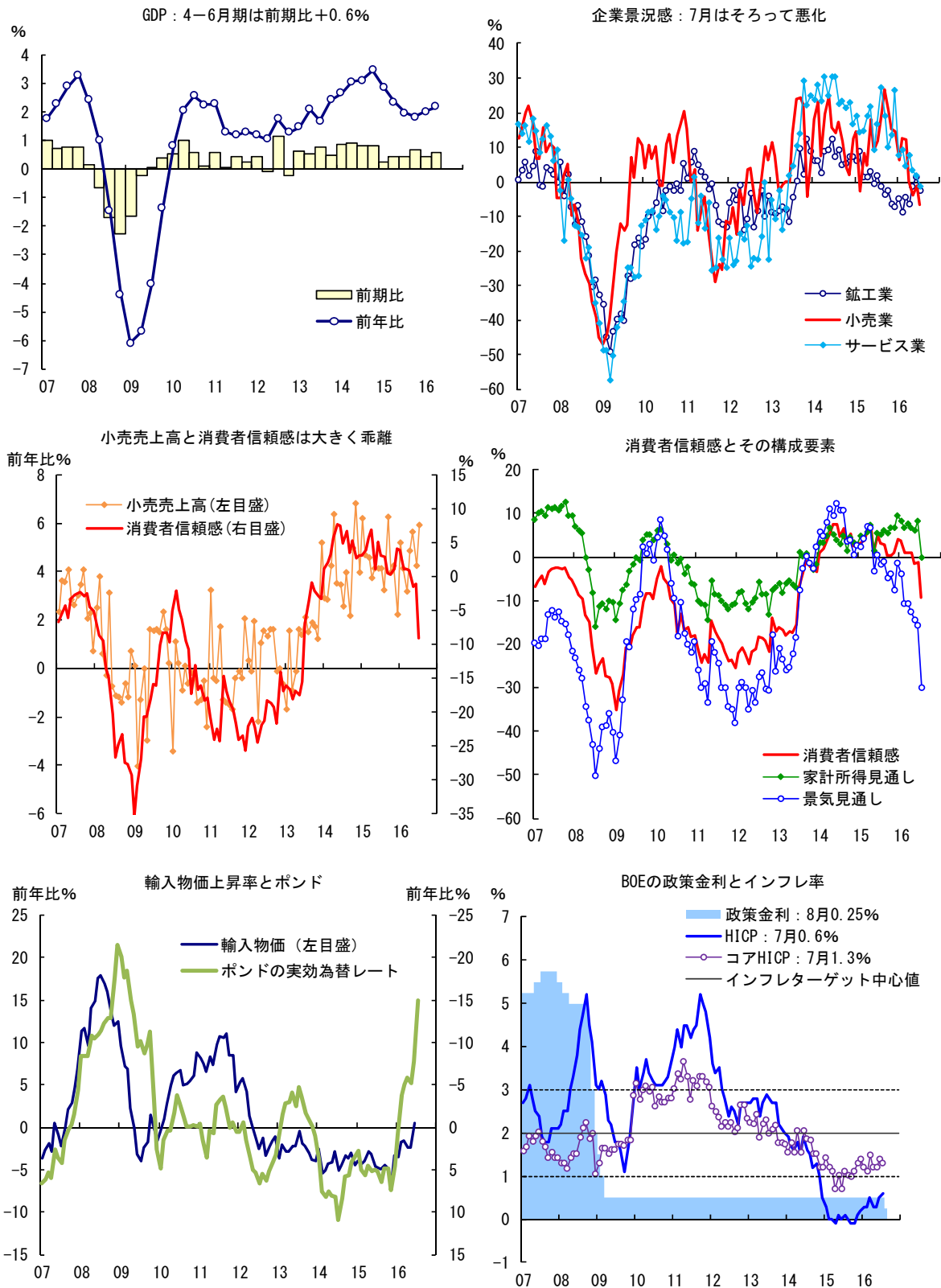
ただし、ユーロ圏や日本ほどではないにしても、英国の政策金利も長期にわたって低水準に据え置かれており、今回の緩和による追加的な需要創出効果はさほど大きくないと予想される。これに対して、財政政策がどのような景気対策を講じてくるかはまだ明確ではない。7 月半ばに発足したメイ政権では、前任のキャメロン政権が掲げた「2019 年度までの財政健全化達成」との目標を取り下げる方針が示唆されているが、より具体的な財政政策に関しては、秋以降の 2017 年度予算の検討を待たねばならないようである。

動きの鈍い政府

メイ政権の発足により、英国は Brexit に向けた交渉担当者が決まり、離脱交渉を始めるための準備に着手しているはずである。しかしながら、それから 1 カ月以上が経過した今も、いつ EU 側に Brexit を通告するのか、どのような交渉方針で臨むのかほとんど見えてこない。英国が EU の前身である EC（欧州共同体）に加盟してから 40 年以上が経過する中で、外国との通商交渉の担当は英国政府ではなく EU に移っており、交渉を担当できる専門家が不足していると報じられている。また、デービス離脱担当相とフォックス国際貿易相、さらにジョンソン外相の役割分担が明確ではない上に、三者の不協和音も伝えられている。この状況下で、英国が EU に離脱を通告する時期はメイ首相が言及した「2016 年中ではない」から、2017 年に入ってからもすぐには難しく、秋以降に先送りになるのではないかと観測も浮上している。

2017 年秋以降との観測が浮上する理由の一つは、2017 年にはフランスの大統領選挙（4 月に第 1 回投票、5 月に決選投票）とドイツの議会選挙（9 月）が予定されており、この EU の二大国の政治イベントが終わってからでないと実質的な EU 離脱交渉が難しいという考え方があるためである。とはいえ、あと 1 年以上、現状のような先行きが不透明な状態を続けることも難しいのではないかと考えられる。英国景気に対する Brexit の悪影響が徐々に顕在化し、EU との離脱交渉に関して中途半端な状態が長引くほど、英国景気の混迷が深まると予想されるためである。

図表1 英国の景気指標：消費者信頼感の悪化が目立つ



(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

ユーロ圏経済

4-6 月期は前期比+0.3%成長

ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.3%（年率換算では+1.1%）となり、1-3月期の同+0.6%（同+2.2%）から減速した。もっとも、1-3月期は暖冬で建設投資が例年より活発であったことなど一過性の押し上げ要因が影響しているため、この2四半期を均して判断するのが妥当であろう。ユーロ圏経済は2013年初めに景気が底打ちしたあと、13四半期連続のプラス成長となっている。4-6月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、同時期の小売売上高は前期比+0.1%と振るわず、徐々に内需ではなく外需の寄与度が大きかったと推測される。

7月以降の景況感の悪化は限定的

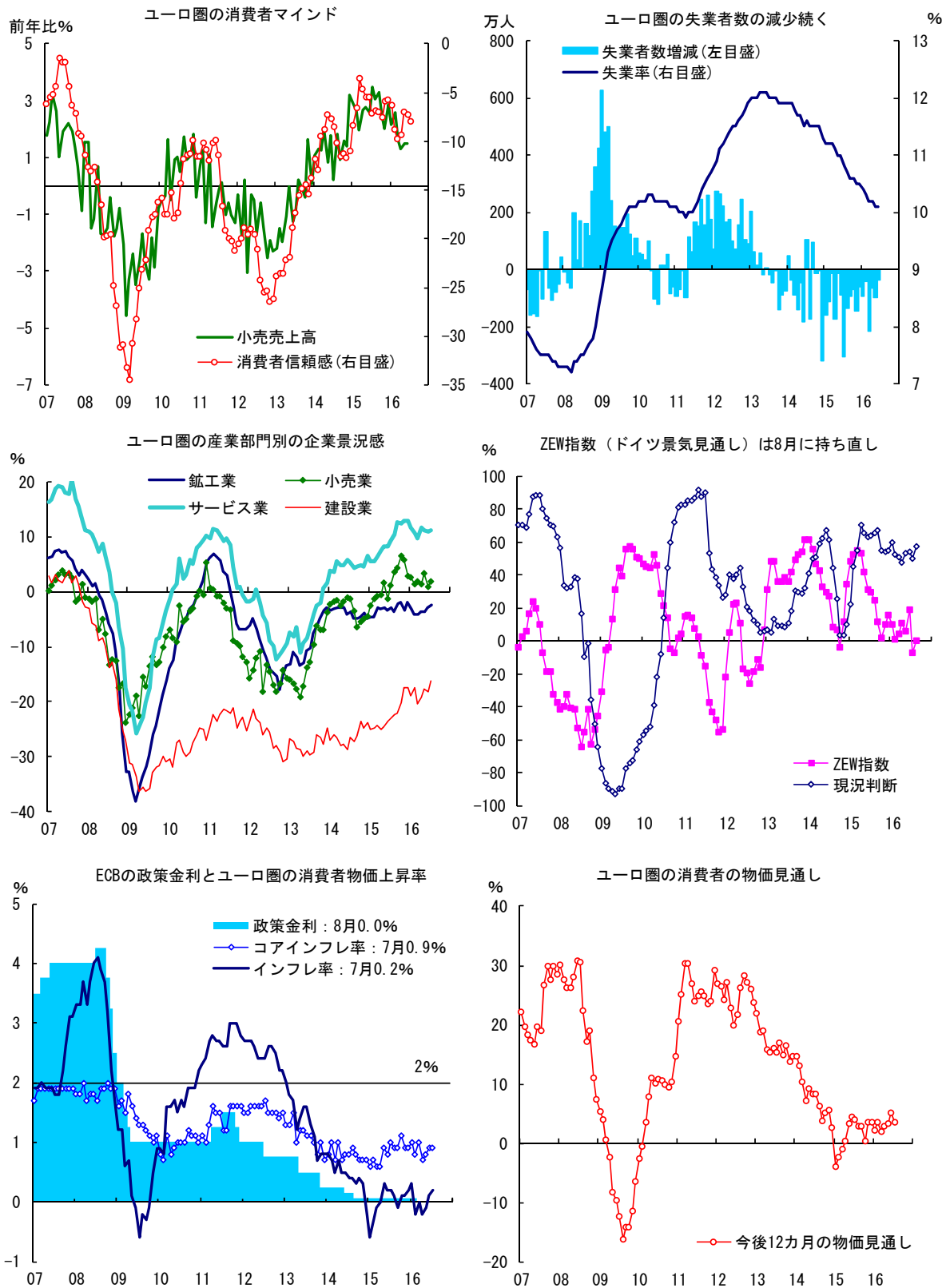
英国がEU離脱を決めたことで、英国とEUとの通商が今後細るようなことになれば、ユーロ圏経済にとっても下押し要因となる。特に英国での売上が大きい自動車産業などにとっては、今後の離脱交渉がどう進展するかも重要だが、ポンド安の影響もあり、まずは目先の販売動向が気掛かりである。米国のGM傘下のオペルは英国での販売減速をにらみ、ドイツにある二工場で操業時間を短縮する方針をこの8月に打ち出した。

もっとも、英国経済に対するBrexitの悪影響はこれからじわじわと効いてくると予想されるため、ユーロ圏経済への波及が見えてくるのはさらにあとになるだろう。加えて、2013年以降のユーロ圏の景気回復は、個人消費を中心とする内需である。4-6月期の内需寄与度は縮小したと推測されるものの、雇用改善、低金利、原油価格下落による低インフレといった内需の追い風がなくなったわけではない。Brexit選択後のユーロ圏の景況感調査は、市場関係者の景気見通しであるドイツのZEW指数が7月に大幅に悪化したものの、ユーロ圏の7月の消費者信頼感の悪化はごく限定的であり、企業景況感は鉱工業、建設業、小売業、サービス業が小幅ながらそろって前月比で改善した。そして、ZEW指数も8月には反発を見せ、7月の悪化分を一部取り返している。今後の景況感の推移には注意が必要だが、ユーロ圏経済は過去3年の緩やかな景気回復ペース（平均すると前期比+0.3%程度）を来年にかけて概ね継続すると見込む。

ECBは9月に追加緩和策を発表へ

ユーロ圏の7月の物価上昇率は前年比+0.2%と若干加速したが、ECBが目指している同+2%をやや下回るインフレ率には遠く及ばない。ECBはBrexit選択後の最初の金融政策理事会となった7月21日には状況を見極めるとして政策変更を行わなかったが、次回の9月8日の金融政策理事会ではインフレ見通しが低迷していることを理由に、資産買取プログラムの実施期限を現在の「少なくとも2017年3月まで」から「同2017年9月まで」と半年延長するのではないかと予想する。また、これに伴い、購入できる資産が枯渇する懸念が高まることに対処して買取資産に関するルールを緩和する可能性もあるだろう。

図表2 ユーロ圏の景気指標：Brexit後の景況感悪化は限定的



(出所) Eurostat、ECB、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%	1.2%	1.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	1.3%
民間消費支出	1.7%	2.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.6%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
政府消費支出	1.3%	1.6%	1.2%	1.4%	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.3%	1.2%	1.4%
総固定資本形成	2.9%	3.4%	0.4%	2.4%	1.2%	2.6%	1.2%	1.6%	2.4%	2.4%	1.6%
輸出等	5.3%	1.7%	2.0%	1.6%	1.2%	2.2%	0.8%	1.6%	2.8%	3.6%	1.6%
輸入等	6.1%	3.0%	0.8%	2.0%	1.6%	3.1%	1.2%	2.0%	2.8%	3.6%	1.9%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.4%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%
民間消費支出	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
政府消費支出	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%	1.8%	2.6%	1.3%	1.6%	1.6%	1.9%	1.6%
輸出等	5.3%	3.1%	2.0%	2.0%	1.6%	2.2%	1.4%	1.3%	1.6%	2.2%	1.6%
輸入等	6.1%	4.3%	3.6%	2.8%	1.8%	3.1%	1.4%	1.7%	1.9%	2.4%	1.9%
鉱工業生産 (除建設)	2.0%	1.4%	0.9%	0.4%	0.7%	0.8%	0.4%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%
実質小売売上高	2.7%	2.1%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.1%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.5%	-1.9%	-0.5%	-2.3%	1.0%	1.1%	0.7%	1.0%	1.0%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	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	351.8	92.1	97.4	93.0	88.0	370.5	80.0	74.0	68.0	66.0	288.0
経常収支	332.8	87.4	96.5	84.6	79.9	348.5	71.3	69.7	61.1	59.5	261.6
財政収支	-209					-193					-176
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.05%	0.02%	0.10%	0.04%	0.10%	0.15%	0.20%	0.12%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.63%	-0.60%	-0.56%	-0.60%	-0.55%	-0.50%	-0.45%	-0.53%
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Q2まで実績値 (GDP内訳は同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	2.2%	1.8%	2.4%	0.2%	-1.0%	1.7%	-0.4%	1.1%	1.6%	1.6%	0.4%
民間消費支出	2.5%	3.1%	3.2%	2.2%	1.4%	2.7%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	1.4%	1.9%	2.0%	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%	3.2%	2.8%	2.4%	2.2%
総固定資本形成	3.3%	-0.2%	5.3%	-2.0%	-7.8%	0.0%	-9.6%	-5.9%	0.0%	0.8%	-4.9%
輸出等	4.8%	-1.5%	2.8%	2.0%	-1.2%	2.5%	-2.0%	-1.2%	1.2%	2.4%	-0.2%
輸入等	5.8%	0.4%	1.6%	2.8%	-0.8%	2.7%	-2.0%	-1.2%	1.6%	2.8%	-0.1%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.2%	2.0%	2.2%	1.8%	0.8%	1.7%	0.3%	-0.0%	0.3%	1.0%	0.4%
民間消費支出	2.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.7%	2.0%	1.6%	1.4%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.4%	1.9%	1.4%	1.5%	1.8%	1.7%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	2.2%
総固定資本形成	3.3%	0.7%	0.8%	-0.2%	-1.3%	0.0%	-3.7%	-6.4%	-5.9%	-3.8%	-4.9%
輸出等	4.8%	2.3%	3.3%	4.0%	0.5%	2.5%	0.4%	-0.6%	-0.8%	0.1%	-0.2%
輸入等	5.8%	1.7%	4.3%	3.7%	1.0%	2.7%	0.4%	-0.3%	-0.6%	0.3%	-0.1%
鉱工業生産	1.3%	0.3%	1.8%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%	-0.4%	0.3%	0.8%	0.5%
実質小売売上高	4.3%	4.1%	4.9%	5.0%	4.2%	4.5%	3.4%	2.5%	2.1%	2.3%	2.6%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%	1.3%	0.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.2%	2.0%
生産者物価 (出荷価格)	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	1.6%	0.3%	1.9%	2.1%	1.9%	2.1%	2.0%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	5.0%	5.2%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%
10億英ポンド											
貿易収支	-126.3	-34.3	-34.4	-33.5	-35.9	-138.1	-35.6	-35.6	-34.4	-36.9	-142.5
経常収支	-100.3	-32.6	-27.0	-25.0	-29.5	-114.1	-29.3	-27.4	-28.2	-31.9	-116.7
財政収支	-54.6	0.5				-51.7					-57.2
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.68%	0.60%	1.05%	0.60%	0.60%	0.70%	0.70%	0.65%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.15%	0.10%	0.28%	0.10%	0.10%	0.10%	0.15%	0.11%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%

(注) 2016年Q2まで実績値 (GDP内訳と経常収支は同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