

2016年9月20日 全7頁

欧州経済見通し 金融政策頼みが続く

英国経済の意外な底堅さとユーロ圏経済の意外ではない脆さ

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 英国がEU離脱(Brexit)を選択してからほぼ3カ月が経過したが、英国経済は個人消費が予想以上に強く、Brexit選択に伴う景気悪化はまだ確認されていない。BOE(英中銀)の8月の利下げを受けて銀行の貸出金利が低下しており、消費と投資を下支えする効果も期待される。とはいえ、企業による投資と雇用手控えと、ポンド安による家計の購買力低下の顕在化はこれからと見込まれ、英国経済は減速に向かうと予想される。Brexit実現のための「行動計画」の策定を進めているメイ首相は、EUへの離脱通告は「2017年1月か2月になる」との見通しをトウスクEU大統領に伝えたが、それまでに英国政府として見解統一ができるのか依然として不透明である。
- ユーロ圏経済は内需主導の緩やかな景気回復が続くと見込まれるが、景気下振れを示唆する指標も散見される。7月の小売売上高と建設生産は堅調な伸びとなった一方、輸出と製造業生産は悪化した。7月と8月の生産統計は自動車産業の夏期休暇が攪乱要因となって、年ごとに大きくぶれる傾向があるものの、Brexitという不透明要因に加えて、外需の回復の鈍さというリスクがユーロ圏経済にあることを再認識させられる。ECB(欧州中央銀行)は景気テコ入れと適度な物価上昇率の回復のためには、各国政府による取り組みも不可欠と繰り返し主張しているが、南欧諸国の労働市場改革は当初は雇用者所得を目減りさせ、デフレ要因となるため、ECBの金融緩和局面の長期化が避けられないであろう。

英国経済

牽引役である個人消費は7、8月も好調

英国の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.4%）と、1-3月期の同+0.4%（同+1.8%）から加速した。牽引役は引き続き個人消費で、4-6月期は同+0.9%と7四半期ぶりの高い伸び率を記録した。加えて固定資本形成が3四半期ぶりに前期比プラスの伸びに転じたため、内需の寄与度は同+0.9%ポイントに拡大した。一方、輸入の伸びが輸出の伸びを大きく上回ったことで外需の寄与度は同-0.3%ポイントとなり、マイナス幅が前期より拡大した。

6月23日の国民投票でBrexitが決まった直後の7月の消費者信頼感は大いに悪化し、8月はそこから若干の持ち直しにとどまった。ところが、7、8月の小売売上高にはこのマインド悪化の影響は反映されず、両指数は大きく乖離している。小売売上高が好調なのは、ポンド安で増加した外国人旅行者と、外国旅行を諦めた英国人の消費が押し上げた可能性があるが、前者に関して確認する手段であるサービス収支統計は四半期統計で、しかも発表が遅いため、まだ確認できない。

Brexit 決定による景気悪化はこれから

とはいえ、Brexit 決定は消費に対して雇用と実質所得の二方向からネガティブに作用し、その影響はこれから顕在化すると考えられる。Brexit 決定を受けて、企業景況感や輸出競争力の改善が期待できる鉱工業部門を除いて悪化しており、新規投資や雇用に対して慎重になると予想される。英国の就業者数は2012年から増加傾向にあり、失業率は金融危機前の水準まで低下してきているが、今後、就業者数の伸び鈍化が予想される。これは現状でも伸び悩んでいる賃金上昇率が、ますます上がりにくくなる要因となる。

もう一つ、消費にとって悪いニュースは、Brexit 決定で消費者が抱いたインフレ懸念が実現する可能性が高まっていることである。ポンド安が進んだことを受けて、輸入物価は6月に4年ぶりとなる前年比プラスの伸びに転じたあと、7月は同+6.0%と一気に加速した。なお、原油価格は需給に関するニュースに一喜一憂して上下に振れやすくなっているが、消費者物価を押し下げる効果は徐々に薄れてきている。英国の消費者物価上昇率は8月に前年比+0.6%とまだ緩やかな加速にとどまっているが、2017年にはBOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの中心値である同+2.0%を超えてくると予想される。賃金上昇率の加速が見込まれない中での、消費者物価上昇率の加速は、家計所得を目減りさせることになる。

BOE はいったん様子見

BOE は8月に政策金利を0.5%から0.25%に引き下げ、また資産買取プログラムの増額（国債は600億ポンド、社債は最大100億ポンド）を発表したあと、9月の金融政策理事会では現状維持を決定した。景況感指標に持ち直しの動きが見られること、实体经济の悪化がまだ確認されないことがその理由である。また、8月の利下げで銀行の貸出金利が低下しており、それがどれ

ほどの景気下支え効果を発揮するか確認したい意図もあると見受けられる。とはいえ、先行きの見通しが依然として不透明であり、また景気減速が予想される中で、BOE は今後の追加緩和の可能性を示唆している。年末までに政策金利を 0.10% に引き下げると予想する。

Brexit 実現に向けた政府の対応

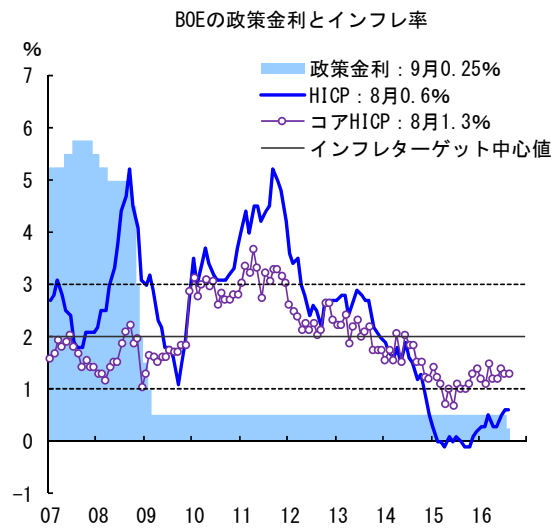
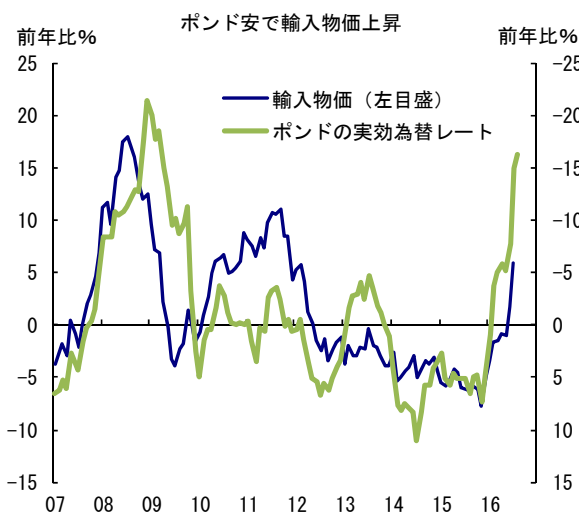
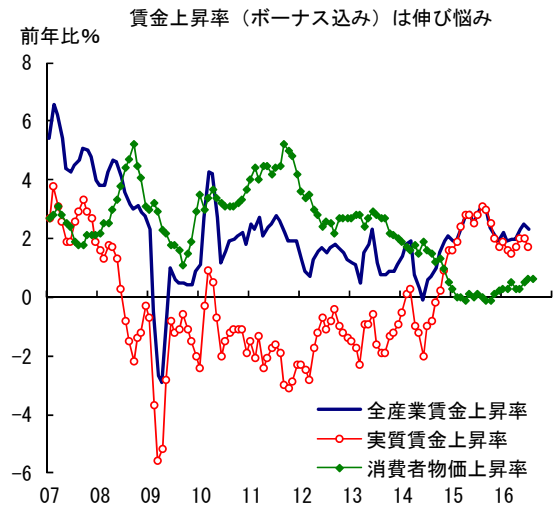
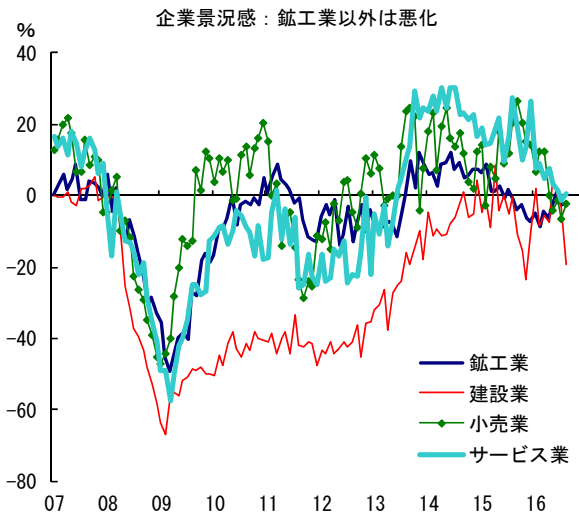
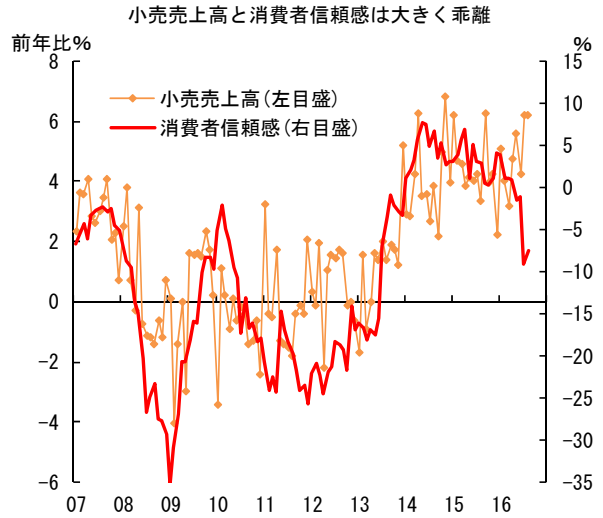
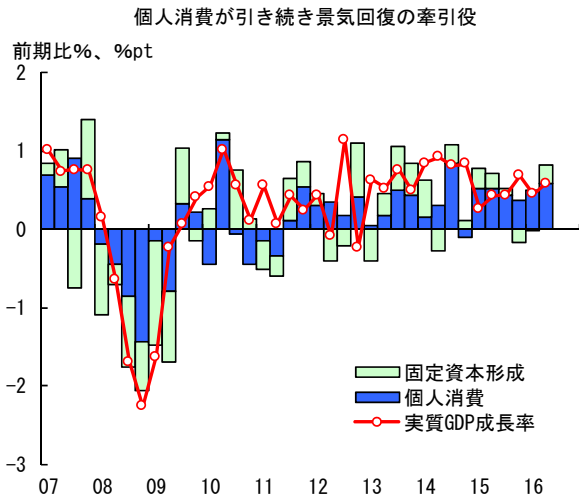
メイ政権は夏休み明けの 8 月末以降、Brexit 実現に向けた「行動計画」の策定を本格化させている。その基本方針として、EU からの移民を制限することと、EU 単一市場への自由なアクセスを継続させることを改めて確認したが、交渉相手の EU 側にしてみればこの二つは両立しないものであり、議論が平行線をたどる可能性は非常に高い。英国を除く EU の 27 加盟国は 9 月 16 日にスロバキアで首脳会談を開催し、英国が抜けたあとの EU について協議した。異論の多い難民政策や財政政策の議論は避け、安全保障対策など合意を取り付けやすい議題を並べて EU として団結していることを示す目的があったはずだが、EU の経済政策に対する不満がイタリアから、難民政策に対する不満がハンガリーからさっそく出ている。EU27 カ国が一枚岩ではないことが、英国と EU との離脱交渉を複雑なものとする可能性がある。

この EU27 カ国の首脳会議に合わせて、メイ首相はトウスク EU 大統領に、EU 離脱の通告時期は「2017 年 1 月か 2 月になる」との見通しを伝えたと報じられている。これは離脱通告時期が 2017 年後半になる、あるいはさらに先送りされるとの懸念すらある中で、不透明な期間の短縮につながるニュースである。しかしながら、身内の保守党が EU 離脱派と EU 残留派に分かれ、さらに EU 離脱派内でも離脱でなにを実現させようとしているか（移民抑制、主権回復、自由貿易の推進など）主張が異なる中で、メイ首相が英国政府としての見解をこの時期までにまとめることが果たして可能なのか依然として不透明である。

英国景気は減速へ

英国経済は Brexit 決定直後に懸念されたような急速な景気悪化には陥っていないが、その影響は今後じわじわと顕在化してくると予想される。また、「今後の見通しが不透明」という影響は長期にわたることになるだろう。2016 年末から 2017 年にかけて英国経済が一気にリセッションに陥る可能性は低下したものの、減速に向かい、低成長が長引くと予想される。

図表1 英国の景気指標：好調な消費を脅かす物価上昇率の加速



(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

内需主導の緩やかな景気回復

ユーロ圏経済は内需主導の緩やかな景気回復が継続すると見込まれる。4-6 月期の GDP 成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.2%）と、1-3 月期の同+0.5%（同+2.1%）から減速し、その原因はここ 3 年余りの景気回復の主役であった個人消費が同+0.2%に減速したことであった。とはいえ、雇用改善、金利低下、ガソリン価格の低下など個人消費の追い風は健在である。7 月の小売売上高は前月比+1.1%（前年比+2.9%）の高い伸びとなっており、4-6 月期の消費減速は一時的な現象と考えられる。また、建設業の生産統計は単月のぶれが大きい統計ではあるが、7 月は同+1.8%（同+3.1%）とやはり高い伸びを記録した。

7 月の輸出と製造業生産が大幅な落ち込み

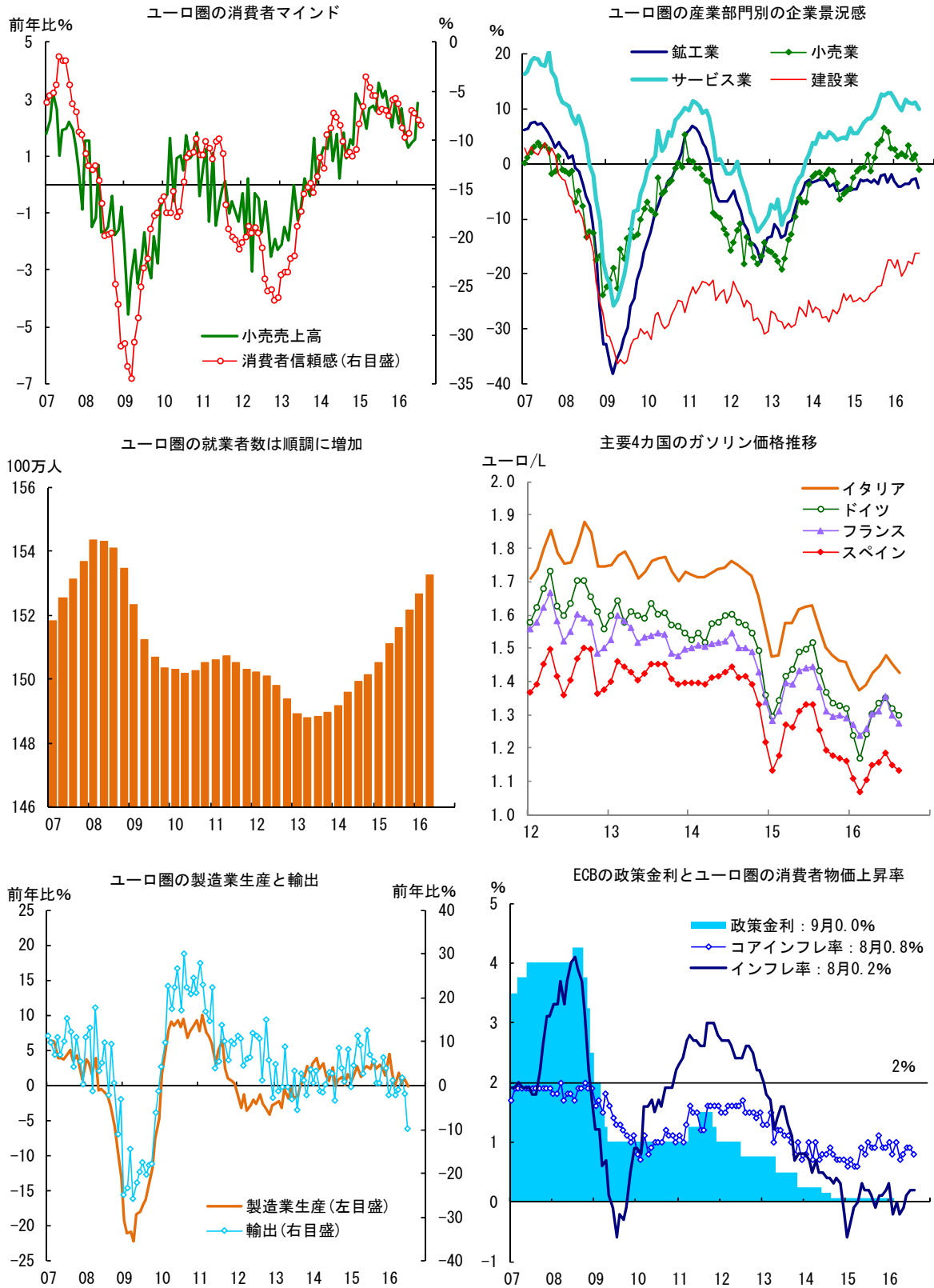
他方で 7 月は輸出と製造業生産が落ち込んだ。これは Brexit の影響ではなく、新興国の需要回復が遅れているところに、米国向けの輸出も軟調だったことが原因である。なお、ユーロ圏の 7 月と 8 月の生産統計は、主要産業である自動車産業の夏休みの集中期がどこに来るかによってぶれることが多い。ドイツの自動車生産は 7 月に前年比-22.8%と大きく落ち込んだあと、8 月は同+27.4%と急回復しており、ユーロ圏の 8 月の生産統計も反発する可能性が高い。ただし、ユーロ圏の企業景況感は建設業を除いて 7 月に続いて 8 月も小幅ながら悪化しており、景気の下振れリスクを警戒していることが見て取れる。Brexit という不透明要因に加えて、外需の回復の鈍さというリスクがユーロ圏経済にあることを再認識させられる。

ECB が要請する南欧諸国の構造改革は短期的にはデフレ要因

ECB は 9 月の金融政策理事会では政策金利を据え置き、さらに量的緩和策についても追加の対策を発表しなかった。ただし、量的緩和策の円滑な遂行に関する検討委員会の設置を明らかにした。これは今後予想される量的緩和策の拡充（資産買取の期間延長や規模拡大など）にあたって障害となり得るさまざまな条件を検討し、どの条件を緩和するかを検討する委員会である。現在、資産買取期間は「少なくとも 2017 年 3 月まで」となっており、これを延長するための準備と言える。

ところで、ECB は景気テコ入れと物価上昇実現のためには、各国政府による取り組みも不可欠と繰り返し主張しているが、南欧諸国の労働市場改革は当初は雇用者所得を目減りさせ、デフレ要因となるため、ECB の金融緩和局面の長期化が避けられないであろう。現在、スペイン、イタリアで雇用コストの低下効果が出てきているところで、これにフランスが加わる見込みである。一方、労働市場改革を一足先に 2000 年代半ばに実施したドイツには、財政政策を活用した消費と投資の促進策が望まれているが、2017 年予算は難民対策を含めて歳出増加が予定されているものの、財政収支均衡の旗も下ろしておらず、景気刺激策としての効果は小粒にとどまるであろう。

図表2 ユーロ圏の景気指標



(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	2.0%	2.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.3%
民間消費支出	1.8%	2.5%	0.9%	1.4%	1.2%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.6%	0.5%	1.2%	1.6%	1.7%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	3.1%	1.5%	-0.1%	2.0%	2.4%	2.2%	1.6%	1.6%	2.4%	2.4%	1.9%
輸出等	6.3%	0.1%	4.5%	1.6%	4.1%	2.2%	2.4%	2.0%	2.8%	3.6%	2.6%
輸入等	6.3%	-0.6%	1.4%	2.4%	4.9%	2.5%	2.8%	2.0%	2.8%	3.6%	3.0%
前年同期比（除失業率）											
国内総生産	2.0%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
民間消費支出	1.8%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.0%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	3.1%	2.5%	2.4%	2.3%	1.5%	2.2%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
輸出等	6.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.8%	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%
輸入等	6.3%	3.2%	2.8%	2.2%	1.7%	2.5%	2.6%	2.9%	3.1%	3.2%	3.0%
鉱工業生産（除建設）	2.0%	1.4%	1.0%	0.3%	0.7%	0.8%	0.4%	0.8%	1.4%	1.1%	0.9%
実質小売売上高	2.7%	2.1%	1.6%	2.0%	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%	1.8%	1.6%	1.9%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.9%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.5%	-2.1%	-0.9%	-2.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.6%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.8%
10億ユーロ											
貿易収支	351.8	92.1	96.3	88.0	86.0	362.4	80.0	74.0	68.0	66.0	288.0
経常収支	332.8	87.4	97.5	87.7	86.1	358.8	81.5	79.9	69.3	67.7	298.3
財政収支	-210					-204					-177
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.06%	0.04%	0.10%	0.07%	0.07%	0.10%	0.11%	0.09%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.65%	-0.58%	-0.65%	-0.65%	-0.60%	-0.60%	-0.63%
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。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%	1.1%	-0.3%	1.9%	0.4%	0.7%	1.4%	1.5%	0.7%
民間消費支出	2.5%	3.1%	3.6%	3.0%	2.4%	2.9%	1.8%	1.4%	1.6%	1.6%	2.1%
政府消費支出	1.4%	1.9%	-0.6%	1.6%	1.2%	1.1%	1.6%	2.8%	2.8%	2.4%	1.8%
総固定資本形成	3.3%	-0.2%	5.8%	4.1%	-7.0%	0.9%	-5.9%	-4.7%	0.0%	0.0%	-2.9%
輸出等	4.8%	-1.5%	0.3%	3.6%	1.2%	2.4%	-1.6%	0.8%	1.2%	2.4%	0.7%
輸入等	5.8%	0.4%	4.3%	2.0%	1.6%	3.2%	-2.0%	0.8%	1.6%	2.8%	0.8%
前年同期比（除失業率）											
国内総生産	2.2%	2.0%	2.2%	2.0%	1.2%	1.9%	0.9%	0.5%	0.5%	1.0%	0.7%
民間消費支出	2.5%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	2.7%	2.2%	1.8%	1.6%	2.1%
政府消費支出	1.4%	1.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	1.8%	2.1%	2.4%	1.8%
総固定資本形成	3.3%	0.7%	0.9%	1.4%	0.5%	0.9%	-0.9%	-3.5%	-4.4%	-2.7%	-2.9%
輸出等	4.8%	2.3%	2.7%	3.8%	0.9%	2.4%	0.9%	1.0%	0.4%	0.7%	0.7%
輸入等	5.8%	1.7%	5.0%	4.2%	2.1%	3.2%	1.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%
鉱工業生産	1.3%	0.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.4%	1.7%	0.0%	0.3%	0.8%	0.7%
実質小売売上高	4.3%	4.1%	4.9%	5.9%	4.9%	4.9%	4.2%	3.3%	2.1%	2.1%	2.9%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.3%	0.7%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.7%	1.8%	0.3%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	5.0%	5.1%	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%
10億英ポンド											
貿易収支	-126.4	-32.9	-34.7	-32.3	-34.8	-134.6	-34.1	-35.9	-33.2	-35.8	-139.0
経常収支	-100.3	-32.6	-29.1	-23.8	-26.4	-112.0	-25.8	-27.6	-26.0	-28.7	-108.2
財政収支	-74.8	0.5	-23.2			-70.9					-78.8
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.73%	0.80%	1.11%	0.80%	0.90%	1.00%	1.20%	0.98%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.15%	0.12%	0.28%	0.08%	0.10%	0.10%	0.12%	0.10%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

(注) 2016年Q2まで実績値（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