

2016年10月20日 全7頁

# 欧州経済見通し デフレリスクの後退？

## 英国でポンド安の功罪が徐々に顕在化

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- 英国がEUとの良好な関係維持よりも移民規制を優先させ、EUからの強硬離脱（ハード・ブレグジット）に動くという見方が台頭した10月初めに、ポンドの対ドル・レートは31年ぶりの安値をつけた。Brexit決定直後のポンド急落の影響は、英国を訪れる外国人旅行者の急増とその購入金額の増加といったプラス面がまずは顕在化している。ただし、ポンド安に伴う輸入物価上昇は企業のコスト上昇要因となり、徐々に最終商品への価格転嫁が進もう。9月に前年比+1.0%と22カ月ぶりの高い伸びとなった消費者物価上昇率は今後も加速し、賃金上昇率が伸び悩む中で家計の購買力低下をもたらして景気減速要因になると見込まれる。メイ首相はEUへのBrexitの通告時期を「2017年3月末まで」と明示したが、Brexitが経済に及ぼすリスクが改めて認識されつつある。
- ユーロ圏にとってもBrexitは大きな不透明要因だが、これまでのところ消費者と企業の景況感はますます堅調な水準を維持している。また、7月に大きく悪化した輸出と生産は8月に急反発した。ECB（欧州中央銀行）の金融緩和は家計および企業向けの銀行貸出増に貢献し、景気を下支えしている。ただし、それが「緩やかな景気回復」を超えるような経済の活性化につながらないことがユーロ圏の数年来の課題である。なお、ECBの資産買取プログラムに関して、買取額縮小（テーパリング）に動くとの観測が浮上している。買取資産に限りがあること、消費者物価上昇率がマイナス圏を脱してデフレ懸念がやや後退したこと、金融緩和のマイナス面が意識されつつあることなどが背景にある。しかしながら、ユーロ圏経済には下振れリスクが残り、米大統領選挙、イタリアの国民投票をはじめとして来年にかけて政治面での不透明要因も続くこのタイミングで、金融緩和の方針転換と取られかねない政策にECBが動く可能性は低いと考える。

## 英国経済

### 31年ぶりのポンド安

10月4日にポンドの対ドル・レートが31年ぶりの安値をつけた。保守党大会でのメイ首相の発言から、英国のEU離脱（Brexit）に際して「EUからの移民の規制」を「EU単一市場への自由なアクセスの確保」に優先させるとの観測が台頭したことが原因である。ポンドは6月の国民投票直後に急落したあと下げ止まっていたが、改めての安値更新となった。

それまでのメイ首相はこの二つの課題の両立を図る方針を示しており、EUとの良好な関係を維持しつつBrexitを目指す（ソフト・ブレグジット）とみられていた。それがEUとの関係悪化を辞さない強硬離脱（ハード・ブレグジット）との立場を鮮明にしたと受け止められたのである。同時にメイ首相は、EU条約第50条に基づく離脱通告を「2017年3月末までに行う」と初めて期限を明確にし、2017年初めからEU関連法撤廃に関する法整備に着手する方針も示した。

「いつどのような形でBrexitが実現されるか分からない」という状態から一歩前進だが、果たしてこの期限までに本当に離脱通告できるかはまだ分からない。そもそも、「ハード・ブレグジット」路線も、保守党大会というBrexit決定の立役者となった人々へのアピールが必要な場での発言だったことを割り引いて考える必要があるかもしれない。保守党内で強硬なEU離脱派と、できればEUに残留したい穏健派との対立が激しいと報じられている。なお、メイ首相にとって議会との関係改善も課題だが、この点に関しては10月半ばに歩み寄りが見られた。メイ首相はEUへの離脱通告にあたって議会の承認を求めない方針で、Brexitに関する議会での議論にすら消極的であったが、後者に関して前向きな姿勢に転じた。

### ポンド安のプラス面が出た7-9月期

英国の消費者信頼感指数はBrexit決定直後の7月に大幅に悪化した。9月に急回復して国民投票直前の水準までほぼ持ち直した。Brexit決定で景気が急速に悪化すると懸念が当初はあったが、英国とEUの関係が当面はこれまで通りであることが分かってきたためと考えられる。なお、7、8月の小売売上高はマインド悪化の影響は見られず、高水準の伸びが継続した。その理由として、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を想定していたが、7月に英国を訪れた外国人旅行者は380万人で過去最高だったことが明らかになった。バーバリー・グループは上半期（4-9月期）の売上報告で、ポンド安を追い風に7-9月期の英国での海外旅行者による購入額が30%以上伸びたと報告した。また、ポンド安による輸出競争力改善は、鉱工業部門の企業景況感改善にも貢献している。

ところで、英国ではサービスの輸出は概ね拡大傾向にある一方、財の輸出はここ4年余り縮小傾向が続いてきた。しかしながら、7、8月の財の輸出金額は連続して前年比二桁の伸びを記録した。輸出金額縮小の最大の原因となってきた原油価格下落に歯止めがかかったことが貢献していると考えられる。

## Brexitに伴う景気悪化リスクがじわり浮上

とはいえ、Brexit 決定に伴う景気悪化リスクは顕在化しないのではなく、顕在化するまでに時間がかかっているだけと考える。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。31年ぶりのポンド安という形でそのリスクが改めて認識されるようになったところに、ポンド安に伴う景気下押し効果が今後確認されよう。

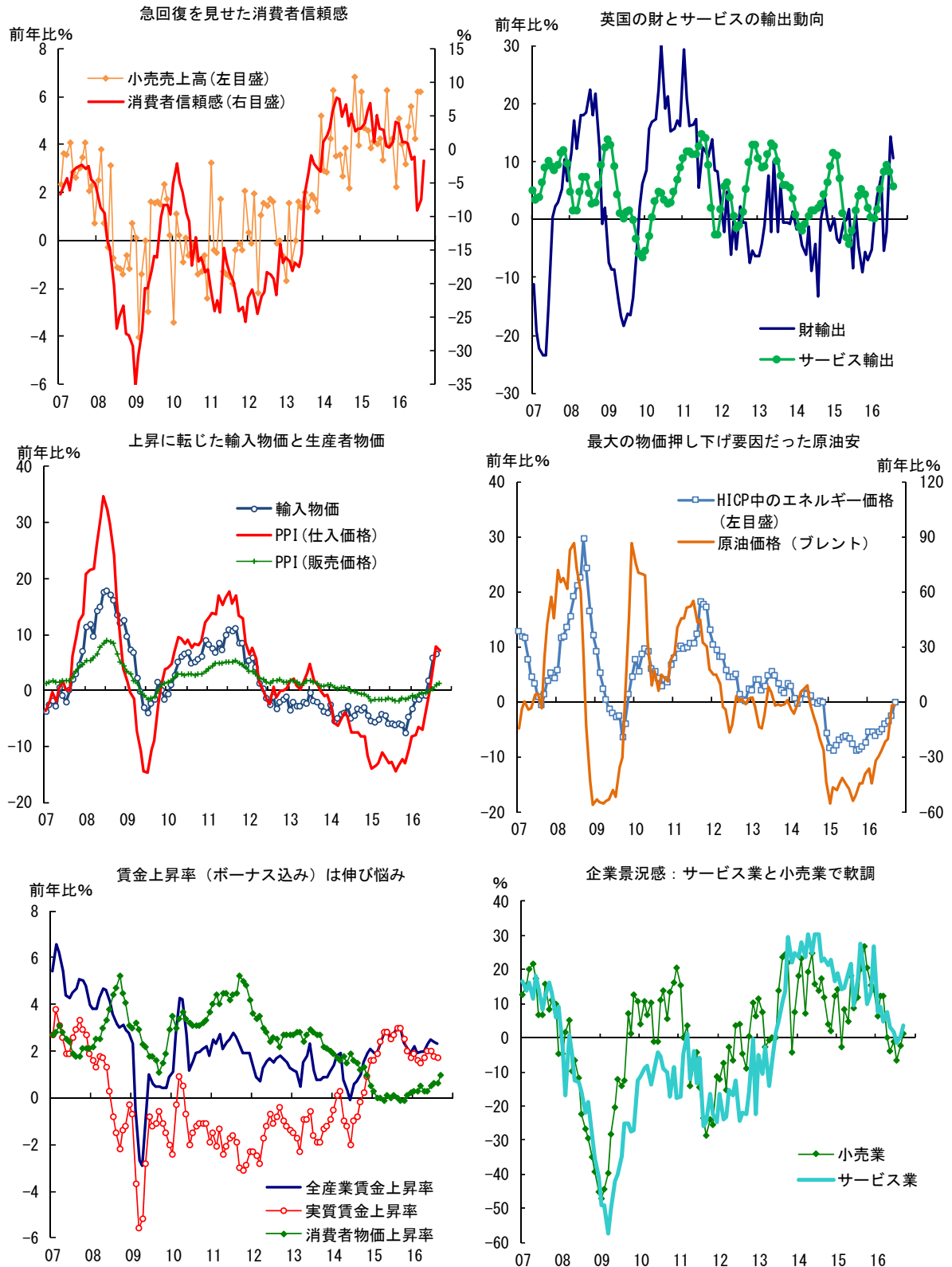
9月の消費者物価上昇率は前年比+1.0%に加速した。BOE（英中銀）のインフレ・ターゲットである同+2.0%はまだ大きく下回るが、22カ月ぶりの高い伸びである。エネルギー、食品、アルコール、たばこを除いたコア物価上昇率は同+1.5%に加速した。英国統計局は9月の消費者物価上昇率を押し上げたのは衣料品、宿泊代、ガソリン価格などの上昇で、ポンド安による物価押し上げ効果はまだ確認されないとしている。確かに原油価格が下げ止まり、これまでの押し下げ圧力がなくなったことが最大の要因であろう。とはいえ、原油価格反転とポンド安効果で輸入物価が8月には前年比+6.5%に加速しており、生産者の販売価格も9月には同+1.2%と3年ぶりの高い伸びとなっている。仕入れコストの上昇を販売価格に転嫁する動きは今後本格化すると予想され、消費者物価上昇率の押し上げに働こう。

一方、賃金上昇率はここ1年余り前年比+2%台前半で推移している。失業率は4.9%と金融危機前の水準まで低下したあと1年近く横ばいのままだが、ここ半年は新規失業保険申請者数が減少ではなく、増加することが増えている。失業率の低下が止まった一因は、労働市場への参加者が増えていることだが、低失業率にもかかわらず、賃金上昇率が加速しない環境になっていると見受けられる。ここで消費者物価上昇率の加速が続くと、家計の購買力低下につながる。企業景況感のうち、小売業とサービス業の景況感はここ3カ月でほとんど改善していないが、その背景には家計の購買力低下への懸念があると考えられる。

## BOEにとって好ましくない物価上昇

8月に利下げに動いたBOEはその後も金融緩和政策継続の方針を明確にしている。BOEとしては消費者物価上昇率が「健全に」前年比+2.0%程度へ上昇することを望んでいるが、今後予想される消費者物価上昇率の加速はBOEにとって不本意な物価上昇になる可能性が高い。7-9月期の英国の成長率がまださほど減速しないと見込まれるため、追加的な金融緩和が年内に実施されるのか、年を越えるのか微妙になってきたが、次の一手は追加緩和を予想する。

図表1 英国の景気指標：好調な消費を齎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

### マインド指標は緩やかな景気回復の継続を示唆

ユーロ圏経済にとっても Brexit は大きな不透明要因だが、これまでのところ消費者と企業の景況感は 1985 年以降の長期平均値を上回る堅調な水準を維持しており、緩やかな景気拡大の継続を示唆している。小売売上高は 8 月に前年比+0.6%と急減速したが、8 月、9 月の新車登録台数は同+9%台の高い伸びとなっている。雇用環境の改善、低金利と低インフレという消費後押し要因が目立った変化はなく、小売売上高の減速は一時的な現象と考えられる。なお、7 月に大幅に悪化した輸出と鉱工業生産（中でも製造業）は、8 月には今度は急反発して、7 月の落ち込み分を取り戻した。予想していた通り、主要産業である自動車産業の夏休みの集中期が前年とずれたことによる一時的な落ち込みだったと判断される。

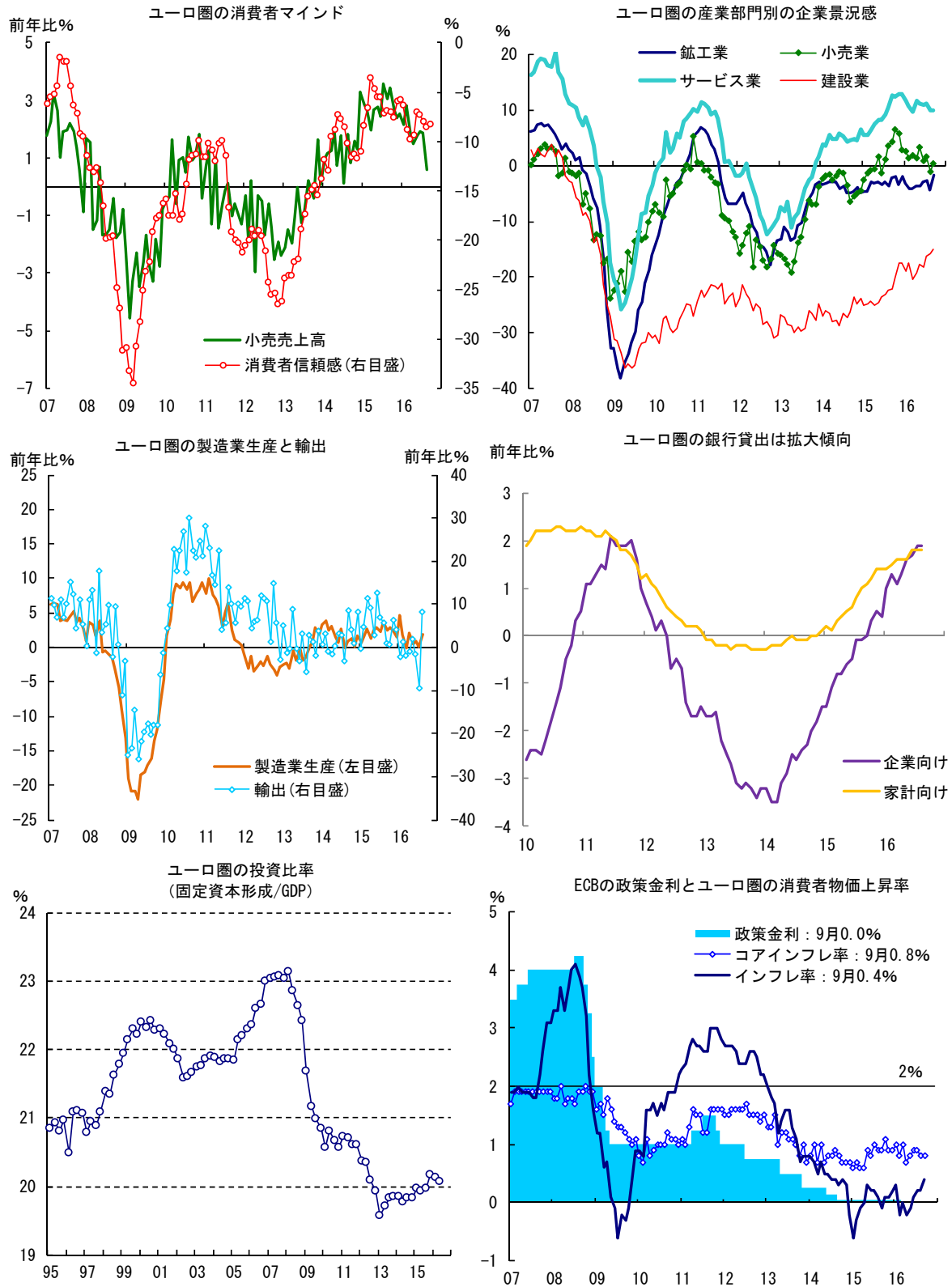
### 家計と企業向けの銀行貸出の拡大

ユーロ圏が内需主導で緩やかな景気回復を続けているのは、ECB の緩和政策で金利低下が実現されていることが一因である。家計および企業向けの銀行貸出は拡大傾向にある。とはいえ、これが「緩やかな景気回復」を超えるような経済の活性化につながらないことがユーロ圏の数年来の課題である。ユーロ圏の投資比率（GDP に占める固定資本形成の割合）は 2008 年以降急速に低下したあと 2013 年初めに底打ちしたが、その後の回復ペースは鈍く、しかも直近 2 四半期は回復が停滞してしまっている。Brexit が実現すれば、英国に本拠地を置く EU 機関のみならず、EU 単一市場へのアクセスを制限される可能性の高い企業が欧州大陸に拠点を移すとの期待があり、フランスは金融機関の認可手続きの簡素化など受け皿づくりに動いている。ただし、これは今後の英国と EU の交渉次第であり、ミクロレベルではさまざまな動きが出てこようが、マクロ経済に影響を及ぼすほどの動きになるには時間を要すると予想される。

### ECB の金融緩和の行方

なお、ECB の資産買取プログラムに関して、買取額縮小（テーパリング）に動くとの観測が浮上している。月々 800 億ユーロの資産を、ECB への出資比率に基づき、一発行体あたりの買取上限 33%で購入し、かつ中央銀行預金金利（現在 -0.4%）を下回る利回りの資産は購入しないなどさまざまなルールを設けているために、買取可能な資産が早晩枯渇するとの懸念は以前から存在した。加えて、9 月の消費者物価上昇率が前年比+0.4%とマイナス圏を脱してデフレ懸念がやや後退したことも緩和一辺倒のこれまでのやり方に見直しを求める意見となっているのかもしれない。金融緩和の長期化が銀行収益を圧迫するなど、そのマイナス面への指摘が増えていることも確かである。とはいえ、ユーロ圏経済には下振れリスクが残り、米大統領選挙、イタリアの国民投票など政治面での不透明要因も続くこのタイミングで、金融緩和の方針転換と取られかねない政策に ECB が動く可能性は低いと考える。ECB としては資産買取を阻むルールの一部緩和と、資産買取期間の延長を 12 月の理事会で発表すると予想する。

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					通年	2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.0%	2.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	
民間消費支出	1.8%	2.5%	0.9%	1.3%	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%	2.8%	2.2%	2.4%	2.0%	2.8%	3.6%	2.6%	
輸入等	6.3%	-0.6%	1.4%	2.4%	3.6%	2.5%	3.0%	2.6%	3.2%	4.1%	3.0%	
前年同期比（除く失業率）												
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%	1.1%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	
実質小売売上高	2.7%	2.2%	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.6%	0.2%	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.5%	-1.9%	-0.6%	-2.3%	0.9%	0.8%	0.4%	0.7%	0.7%	
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	10.1%	10.0%	10.1%	10.0%	9.9%	9.9%	9.8%	9.9%	
10億ユーロ												
貿易収支	352.3	91.2	100.4	93.0	90.0	374.5	86.0	79.0	75.0	70.0	310.0	
経常収支	326.8	87.4	94.8	92.1	89.5	363.8	86.8	84.2	75.6	70.9	317.5	
財政収支	-210					-204					-178	
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.07%	0.03%	0.10%	0.06%	0.05%	0.06%	0.08%	0.06%	
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.67%	-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（消費者物価と金利は同Q3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					通年	2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.2%	1.7%	2.7%	1.3%	0.4%	1.9%	0.4%	0.8%	0.8%	1.3%	0.8%	
民間消費支出	2.5%	2.9%	3.7%	3.2%	2.6%	2.9%	2.0%	1.4%	1.6%	1.6%	2.2%	
政府消費支出	1.5%	1.8%	-0.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.6%	2.8%	2.4%	2.4%	1.8%	
総固定資本形成	3.4%	-0.5%	6.4%	-1.2%	-3.9%	0.3%	-5.9%	-3.9%	-2.0%	0.0%	-3.0%	
輸出等	4.5%	0.5%	-4.1%	6.1%	3.2%	3.1%	4.1%	2.4%	1.2%	2.4%	2.9%	
輸入等	5.4%	0.8%	5.3%	1.6%	3.2%	3.4%	3.6%	2.4%	2.0%	2.8%	2.9%	
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.2%	1.9%	2.1%	2.1%	1.5%	1.9%	1.2%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	
民間消費支出	2.5%	2.7%	2.9%	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%	2.3%	1.9%	1.7%	2.2%	
政府消費支出	1.5%	2.1%	1.1%	0.8%	1.1%	1.3%	1.1%	1.8%	2.0%	2.3%	1.8%	
総固定資本形成	3.4%	0.3%	1.0%	-0.2%	0.1%	0.3%	-1.2%	-3.7%	-3.9%	-3.0%	-3.0%	
輸出等	4.5%	3.0%	3.1%	4.9%	1.4%	3.1%	2.3%	4.0%	2.7%	2.5%	2.9%	
輸入等	5.4%	1.6%	4.7%	4.6%	2.7%	3.4%	3.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.9%	
鉱工業生産	1.3%	0.3%	1.6%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	0.1%	0.8%	1.1%	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%	1.4%	0.7%	2.1%	2.4%	2.4%	2.2%	2.3%	
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	2.2%	0.4%	2.5%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	
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	-100.2	-27.0	-28.7	-23.8	-26.4	-105.8	-25.7	-27.6	-25.9	-28.6	-107.9	
財政収支	-74.8	-0.4	-23.7			-71.0					-85.0	
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.72%	0.90%	1.14%	0.85%	0.80%	0.90%	0.90%	0.86%	
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.14%	0.20%	0.30%	0.10%	0.10%	0.10%	0.12%	0.11%	
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（物価と金利は同Q3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