

2017年6月20日 全7頁

# 欧州経済見通し ユーロ圏と英国の明暗

## Brexit 交渉と経済の相互作用が注目される

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏の1-3月期の成長率は速報値の前期比+0.5%から同+0.6%に上方修正された。消費者と企業の景況感は良好で、消費、投資、輸出がそろって拡大するバランスの良い経済成長が今後も見込まれる。また、フランスのマクロン大統領が下院議会選挙でも勝利したことで、今年前半のユーロ圏を覆っていた政治リスクへの懸念はいったん後退した。なお、ECBの金融緩和スタンスがどう変化するか注目された6月8日のECB理事会では、追加利下げへの言及が削除された。ただし、2019年までの成長率予想は上方修正された一方、インフレ率予想は下方修正され、緩和解除に慎重な姿勢は変わらなかった。ECBは来年には資産買取額の減額に動く予想されるが、それが具体的に言及されるのは夏休み明け以降のECB理事会でとなろう。
- 英国の1-3月期の成長率は速報値の前期比+0.3%から同+0.2%に下方修正された。10-12月期の同+0.7%から急減速した原因は、予想通り個人消費であった。インフレ加速で実質的な購買力が低下し、消費が減速するという、Brexit（英国のEU離脱）決定に伴うポンド安の悪影響が遅ればせながら顕在化してきたのである。そのBrexitを実現させるための英国とEUの交渉が、国民投票からほぼ1年が経過した6月19日ようやく開始された。ただし、6月8日の下院議会選挙で保守党は予想外の過半数割れとなり、この選挙結果が政府のEU離脱に関する方針にどのような影響を及ぼすのかまだ明確ではない。加えて、英国の景気減速が国民のBrexitに対する支持を揺るがす可能性がある。Brexitの行方は一段と混沌としており、それが英国の企業や消費者のマインドをさらに悪化させることが懸念される。

## ユーロ圏経済

### 1-3 月期の成長率は前期比+0.6%に上方修正

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は速報値の前期比+0.5%（年率換算+2.0%）から、改定値では同+0.6%（同+2.3%）へ上方修正された。改定値で発表された需要項目別の内訳では、個人消費が同+0.3%、政府消費が同+0.4%、固定資本形成が同+1.3%、輸出が同+1.2%とそろって堅調に拡大した。もっとも、輸入が同+1.3%と輸出の伸びを上回り、純輸出寄与度はほぼゼロで、もっぱら内需が経済成長に寄与している。

金融危機とユーロ圏債務危機による2度の景気後退を脱したあとのユーロ圏の回復局面は、この1-3月期までで16四半期連続となった。個人消費が牽引役となる一方、固定資本形成の回復が遅れていると指摘されることが多かったが、最近2四半期は固定資本形成の寄与度が個人消費の寄与度を明確に上回っている。また、投資比率（固定資本形成がGDPに占める割合）は2度の危機で急落したあと低迷していたが、この1-3月期は20.9%に上昇し、1995年以降の平均値である21.3%まであと一息に迫っている。

### 投資拡大の継続が見込まれる

ユーロ圏の固定資本形成は4-6月期以降も拡大を続け、投資比率はさらに上昇する可能性が高い。投資回復の追い風となっているのは、第一に雇用改善を背景とする内外の需要拡大である。加えて、金利は歴史的な低水準にあり、また、前回の投資のピークであった2008年初めから8年以上が経過して設備更新需要も高まっている。

ユーロ圏の製造業受注は10-12月期に内需と外需が共に急拡大して前期比+3.6%となり、続く1-3月期も同+1.0%と堅調に伸びている。財別では資本財と中間財の受注がそろって拡大に転じ、特に中間財に関しては5年半ぶりの高水準となっている。

ユーロ圏の就業者数はこの1-3月期まで13四半期連続で前期と比較して増加し、この間に就業者数は590万人増えてついに金融危機直前の就業者数の水準を回復した。5月までの企業景況感調査では、企業の雇用意欲は引き続き旺盛であることが示されているため、4月以降も就業者数の増加は続き、消費拡大を後押しすると見込まれる。一方で、労働需給の逼迫が問題になる段階ではまだない。就業者数が危機前の水準を回復したとは言っても、生産年齢人口が増加しているため、失業率は直近の4月で9.3%と金融危機前の7.3%をまだ大きく上回っている。

労働需給のうち供給が上回っていることは、賃金上昇率が伸び悩んでいることにも反映されており、1-3月期のユーロ圏の民間部門の賃金上昇率は前年比+1.5%と低水準にとどまった。なお、ユーロ圏諸国の中で例外的に失業率が金融危機前の水準を下回っているドイツの賃金上昇率も同+1.5%と伸び悩んでいる。このため、ECB（欧州中央銀行）にとって、賃金上昇率の加速に伴うインフレを懸念するべき局面にはまだしばらくならないと予想され、低金利局面も長期化すると予想される。

## フランス議会選挙をもって政治リスクはひとまず後退

フランスではほとんど無名の存在だったマクロン氏が、5月に大統領に就任し、さらに6月の下院議会選挙でも過半数の議席を獲得して、自身の政策遂行に向けて足場を固めることに成功した。反EU、反移民を掲げるルペン大統領の誕生が懸念されていた半年前とは様変わりであり、また、マクロン大統領が議会の後ろ盾を持たず、フランスの政治が迷走するリスクも回避された。欧州の政治の安定にとって朗報である。

ただし、議会選挙の決選投票の投票率は50%にも届かず、マクロン陣営は消去法で選ばれたとの指摘は的外れではない。また、「新しい政党」を前面に押し出した結果、政治の経験がない議員が多数当選しており、その政策遂行能力は未知数である。まず注目されるのは「週35時間労働」や「解雇保護規定」といったフランスの労働者の既得権に切り込む政策の実現で、マクロン大統領は7月21日までさまざまな労組と会談し、改革の必要性を訴える計画だが、労組の反発は強いと予想される。マクロン大統領にとっては自身が主張してきた「中道の政策」を実行に移し、公約したフランス経済の活性化と雇用創出という成果を示すことができるかどうか、ここからが正念場である。

## ECBは追加利下げへの言及を削除したものの、緩和スタンスは保持

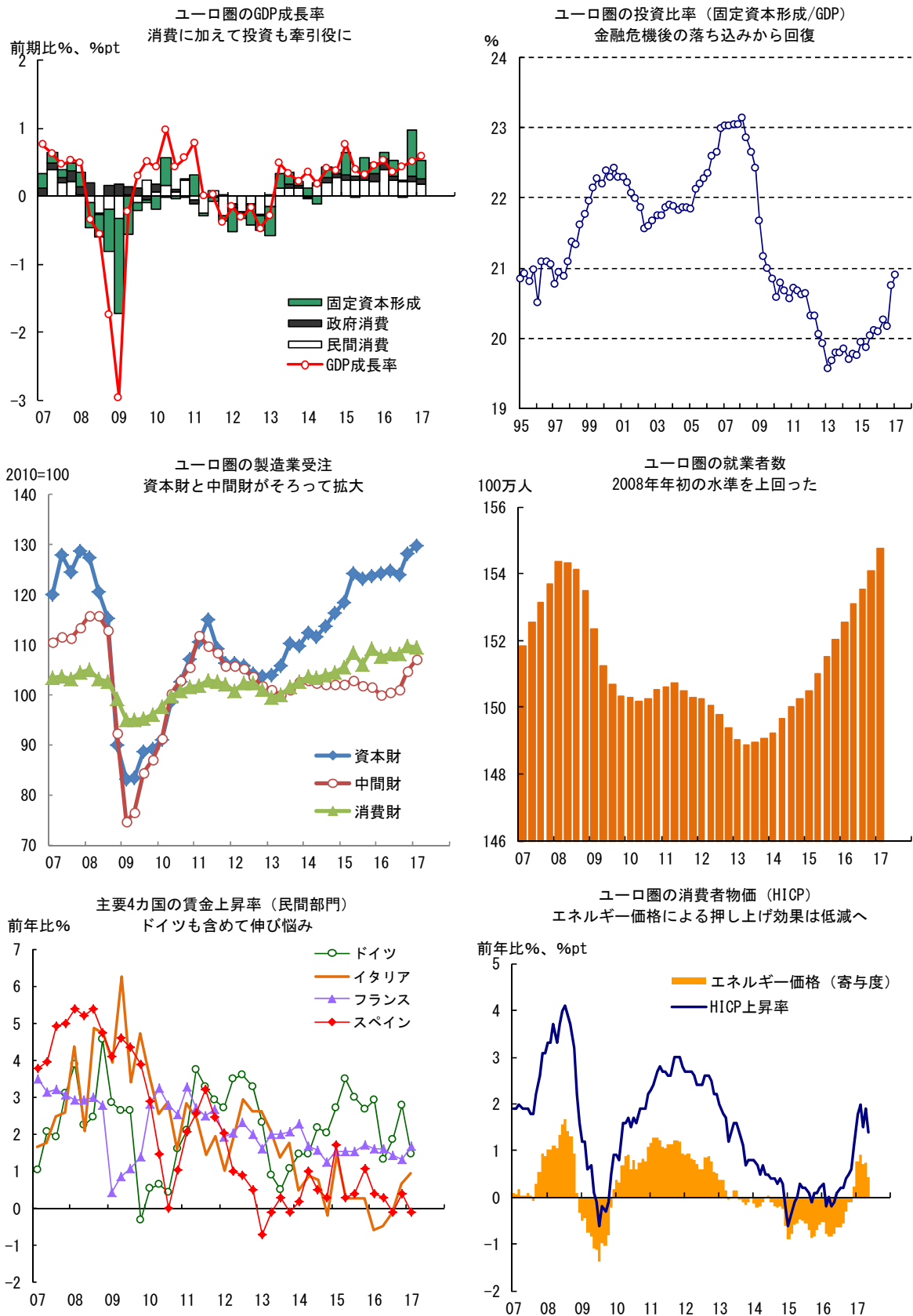
6月8日のECB金融政策理事会では、主要オペ金利0%、中央銀行預金金利-0.4%、限界貸出金利0.25%と政策金利は予想通り据え置かれた。また、資産買取プログラムは「少なくとも2017年末まで月額600億ユーロの買取」を継続するとのこれまでの方針が再確認された。

一方、今後の金融政策に関するフォワード・ガイダンスでは、追加利下げの可能性への言及が削除された。ドラギ ECB 総裁はこの理由として、ユーロ圏のデフレ懸念がなくなったと判断したことを挙げている。また、景気見通しに関して、従来は下振れリスクのみが言及されていたが、今回は上振れと下振れ双方の可能性があるとした。

3カ月ごとに発表されるECBスタッフの経済予測では、GDP成長率は2017年+1.9%、2018年+1.8%、2019年+1.7%と前回の3月時点の予想と比べてそれぞれ0.1%ptずつ上方修正された。これに対して、インフレ率（消費者物価上昇率）の予想は2017年+1.5%、2018年+1.3%、2019年+1.6%となり、前回予想からそれぞれ0.2%pt、0.3%pt、0.1%pt下方修正された。原油価格の予想を前回から引き下げたことが理由とされるが、原油高による物価押し上げ効果の低減が見込まれる中、賃金上昇率の加速というインフレ圧力も高まってこないという見通しがメインシナリオになっていると考えられる。

デフレ懸念の後退は、デフレ対策として導入された「非伝統的な金融緩和策」の収束を促す要因のほずである。ECBは今のところまだ言及していない2018年に、資産買取額を月額600億ユーロから徐々に減額させる可能性が高いと考える。夏休み明け以降のECB理事会において、資産買取プログラムの減額のタイミングや金額に関する発表がなされると予想する。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(出所) Eurostat データより大和総研作成

## 英国経済

### 1-3 月期の成長率は前期比+0.2%に下方修正

英国の1-3月期のGDP成長率は速報値の前期比+0.3%（年率換算+1.2%）ですでに10-12月期の同+0.7%（同+2.7%）から急減速となっていたが、改定値では同+0.2%（同+0.7%）へ下方修正された。サービス業が同+0.4%から同+0.3%へ下方修正されたことが主因である。改定値で新たに発表された1-3月期の需要項目別の内訳では、予想通り個人消費が同+0.3%と10-12月期の同+0.7%から明確に減速した。また、輸出が同-1.6%と大幅に落ち込んだ。一方、政府消費は同+0.8%、固定資本形成は同+1.2%とそろって加速したが、個人消費と輸出のマイナス分を相殺するには至らなかった。

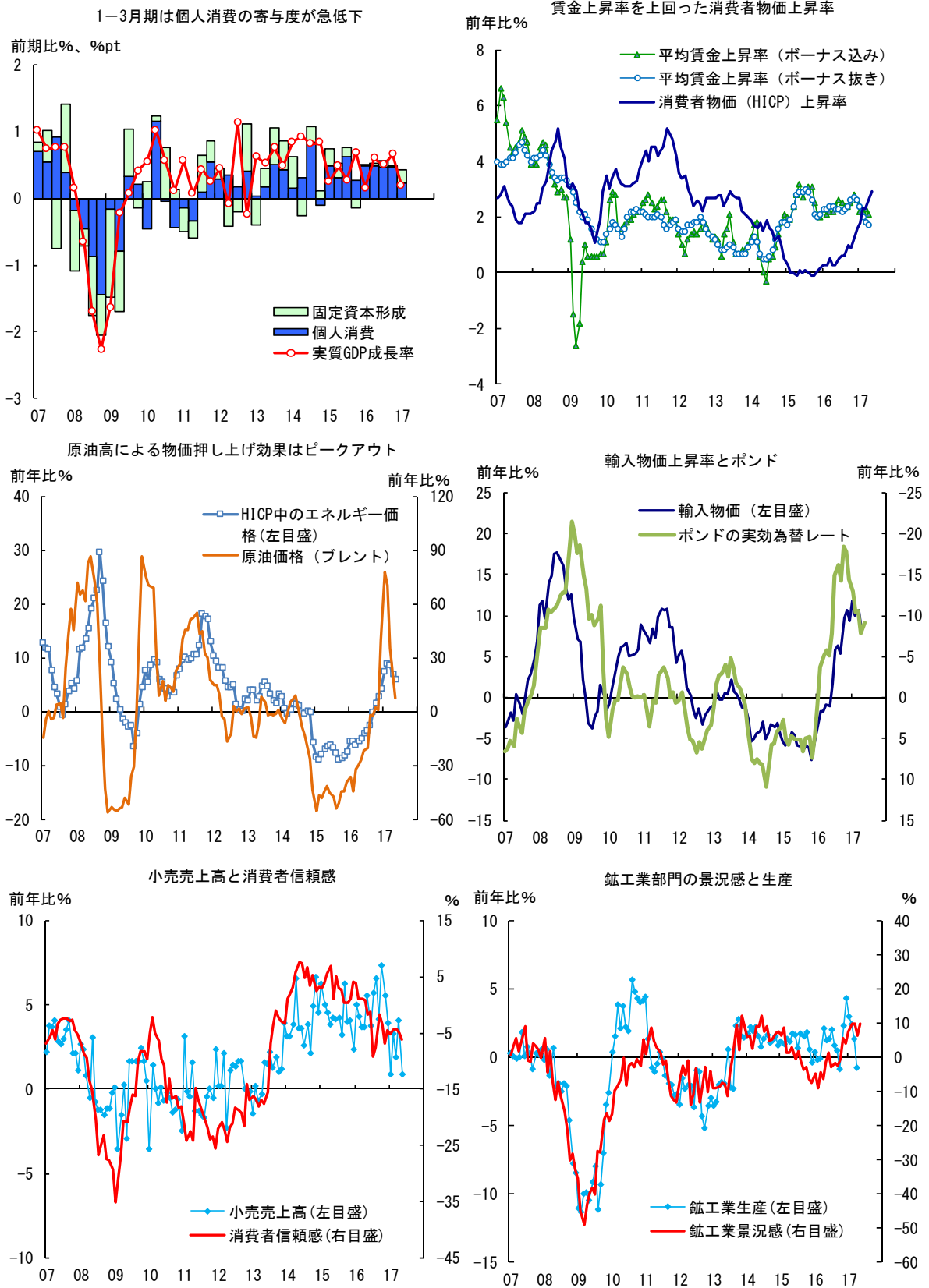
### 個人消費への逆風

個人消費が減速した背景には、以前から指摘しているように実質賃金上昇率の伸び鈍化がある。インフレ加速で実質的な購買力が低下し、消費が減速するという、Brexit（英国のEU離脱）決定に伴うポンド安の悪影響が、遅ればせながら顕在化してきたのである。足元の実質賃金上昇率はずいぶん前年比マイナス圏に陥り、個人消費に逆風となっている。就業者数は増加傾向にあるものの、賃金上昇率は前年比+2%台半ばから加速せず、最近はずいぶん同+1%台へ減速している。一方、消費者物価上昇率は4月に同+2.7%、5月に同+2.9%と加速した。原油高によるインフレ効果はすでに1月にピークをつけ、ポンド安によるインフレ効果も国民投票から1年が経過すれば低減に向かうと見込まれてきたが、後者に関してはBrexit交渉の行方が一段と不透明になる中、見通しが立てづらくなってしまった。

### 英国とEUとの離脱交渉は開始されたが

そのBrexitを実現させるための英国とEUの交渉が、国民投票からほぼ1年が経過した6月19日ようやく始まった。ただし、6月8日の下院議会選挙でメイ首相率いる保守党は改選前より12議席減の318議席となり、予想外に議会での過半数を失ってしまった。他方で最大野党の労働党は事前予想よりは善戦したものの33議席増の262議席で、保守党とは50議席以上の差がついている。また、唯一Brexit反対を掲げた自由民主党は改選前より3議席増やしたものの12議席と伸び悩み、スコットランド独立を主張するSNPは19議席減の35議席と苦戦した。さらにBrexit実現を演出した英国独立党（UKIP）は1議席も獲得できなかった。すなわち、勝者と呼べる政党はなく、なおかつ国民がBrexitをどう考えているのか明確な答えは読み取れない選挙結果となってしまったわけである。このような選挙結果が、政府のEU離脱に関する方針にどのような影響を及ぼすのかまだ明確ではない。他方で、英国の景気減速が明らかとなってきたことが、国民のBrexitに対する支持を今後揺るがす可能性が出てきた。Brexitの行方は一段と混沌としており、それが英国の企業や消費者のマインドをさらに悪化させることが懸念される。

図表2 英国の景気指標



(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



## <欧州経済・金利見通し>

### ユーロ圏経済見通し

	2016 通年	2017					2018				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.8%	2.3%	1.9%	1.7%	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.4%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	3.7%	5.3%	4.1%	4.1%	3.6%	5.7%	2.8%	2.2%	2.6%	2.4%	3.0%
輸出等	3.0%	4.8%	4.5%	4.1%	2.4%	4.5%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	3.9%
輸入等	4.1%	5.3%	4.1%	4.1%	2.4%	6.2%	3.6%	4.1%	4.1%	4.1%	3.6%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	3.7%	6.0%	5.8%	6.8%	4.3%	5.7%	3.6%	3.2%	2.8%	2.5%	3.0%
輸出等	3.0%	4.6%	4.5%	5.0%	3.9%	4.5%	3.8%	3.8%	3.8%	4.2%	3.9%
輸入等	4.1%	7.1%	6.5%	7.3%	4.0%	6.2%	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%	3.6%
鉱工業生産（除建設）	1.4%	1.4%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.4%	1.9%	2.0%	1.7%	2.0%
実質小売売上高	2.2%	2.0%	2.3%	2.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	2.0%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%
生産者物価	-2.0%	4.1%	3.6%	3.0%	2.5%	3.3%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%
失業率	10.0%	9.4%	9.3%	9.1%	9.0%	9.2%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	8.7%
10億ユーロ											
貿易収支	372.7	83.9	80.0	76.0	72.0	311.9	69.0	66.0	65.0	62.0	262.0
経常収支	359.4	98.2	84.2	82.3	78.3	343.0	75.4	71.4	69.5	66.5	282.8
財政収支	-161					-156					-149
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.30%	0.31%	0.37%	0.34%	0.35%	0.38%	0.42%	0.46%	0.40%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.73%	-0.70%	-0.65%	-0.71%	-0.63%	-0.59%	-0.55%	-0.50%	-0.57%
欧 政策金利(末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2017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

	2016 通年	2017					2018				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.8%	0.7%	0.8%	1.3%	0.9%	1.5%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	3.1%	3.2%	2.0%	1.6%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	4.9%	2.0%	-1.6%	-1.6%	1.7%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	-0.2%
輸出等	1.8%	-6.1%	4.1%	3.6%	2.8%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
輸入等	2.8%	11.1%	-4.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.1%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	2.0%	1.6%	1.4%	0.9%	1.5%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%	1.5%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	0.8%	1.4%	2.1%	2.5%	1.7%	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	2.2%	2.4%	1.4%	0.9%	1.7%	-0.4%	-0.7%	-0.1%	0.5%	-0.2%
輸出等	1.8%	2.1%	1.8%	4.9%	1.0%	2.4%	3.2%	2.9%	2.7%	2.7%	2.9%
輸入等	2.8%	4.3%	2.7%	1.1%	2.9%	2.7%	0.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.1%
鉱工業生産	1.2%	2.3%	-0.1%	-0.2%	-0.9%	0.3%	-0.3%	0.4%	1.0%	1.0%	0.5%
実質小売売上高	4.9%	2.0%	2.5%	1.7%	1.7%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.9%	3.0%	3.2%	2.8%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.8%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.6%	3.5%	3.7%	3.4%	3.6%	3.0%	2.9%	2.7%	2.5%	2.8%
失業率	4.9%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%
10億英ポンド											
貿易収支	-134.1	-34.3	-32.0	-40.4	-32.5	-139.1	-34.9	-32.6	-41.2	-33.2	-141.9
経常収支	-84.5	-19.9	-20.6	-30.6	-22.8	-94.0	-25.8	-23.5	-33.2	-25.3	-107.8
財政収支	-48.2					-59.9					-62.3
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.05%	1.02%	1.06%	1.10%	1.11%	1.14%	1.16%	1.20%	1.15%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.10%	0.11%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%	0.14%	0.13%
政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2017年Q1まで実績値（経常収支は2016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