

2017年7月21日 全7頁

欧州経済見通し 強気のユーロ圏、弱気の英国

英国がBrexitで得る成果とは何か

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏と英国の景気の明暗が一段と鮮明になっている。ユーロ圏では景況感が改善傾向にあり、中でも消費者信頼感は6月に16年ぶりの高水準に達した。マクロン大統領が誕生したフランスの景況感改善が目立つ。デフレ懸念の払拭を受けてECBが金融緩和の修正に動くとの期待から、金利が上昇し、ユーロ高となっているが、ECBの資産買取額の縮小は2018年前半、マイナス金利の修正は2018年後半以降と、慎重に時間をかけて進められる可能性が高い。当面の金利上昇やユーロ高は景気を抑制するには至らず、ユーロ圏の成長率は2017年+2.0%、2018年はやや減速して+1.8%になると予想する。
- 一方、英国では年初から個人消費が減速しているが、その先行指標である消費者信頼感6月まで悪化傾向にある。1-3月期の実質可処分所得を目減りさせたインフレと所得の伸び悩みは4月以降も大きな改善がみられない。また、Brexitの行方に関する不透明感も一向に晴れない。最大の原因は、英国がBrexitでどのような成果を得ようとしているのか、具体的にどのような方法でそれを達成しようとしているのかが明確でないことである。個人消費という牽引役の減速傾向に歯止めをかける要因が見当たらない英国の成長率は、2017年は+1.5%、2018年は+1.3%と減速を見込む。

ユーロ圏経済

景況感は一段と改善

ユーロ圏の景況感には2016年半ばからほぼ一本調子に改善しており、欧州委員会が発表する経済センチメント指数（ESI）は6月には111.1ポイントと2007年8月以来の高水準となった。ESIを構成する鉱工業、建設業、小売業、サービス業の企業景況感指数と、消費者信頼感指数がそろって改善傾向にある。特に消費者信頼感指数は6月に16年ぶりの高水準に達した。ユーロ圏加盟国の中で景気好調なドイツだけでなく、ギリシャ、ポルトガルなど景気回復で遅行してきた国々の消費者信頼感も好転している。中でもフランスでは5月から6月にかけて7.5%ポイントと大幅に改善したが、5月の選挙でマクロン大統領が誕生したことがプラス材料になったと考えられる。消費者信頼感には小売売上高の先行指標であるため、引き続き個人消費がユーロ圏の景気拡大を牽引すると予想される。

なお、鉱工業の企業景況感が2016年半ばから明確に改善しているのと比べると、鉱工業生産は伸び悩み、両者の乖離が目立っていたが、5月の鉱工業生産指数は前年比+4.0%と約6年ぶりの高い伸びを記録した。内訳では資本財が同+5.5%と伸びたほか、中間財は同+3.8%、消費財は同+3.1%とそれぞれ加速した。ユーロ圏では消費に加えて輸出も拡大傾向にあり、これらが生産拡大と雇用増につながり、消費者信頼感をさらに改善させる好循環が生じている。

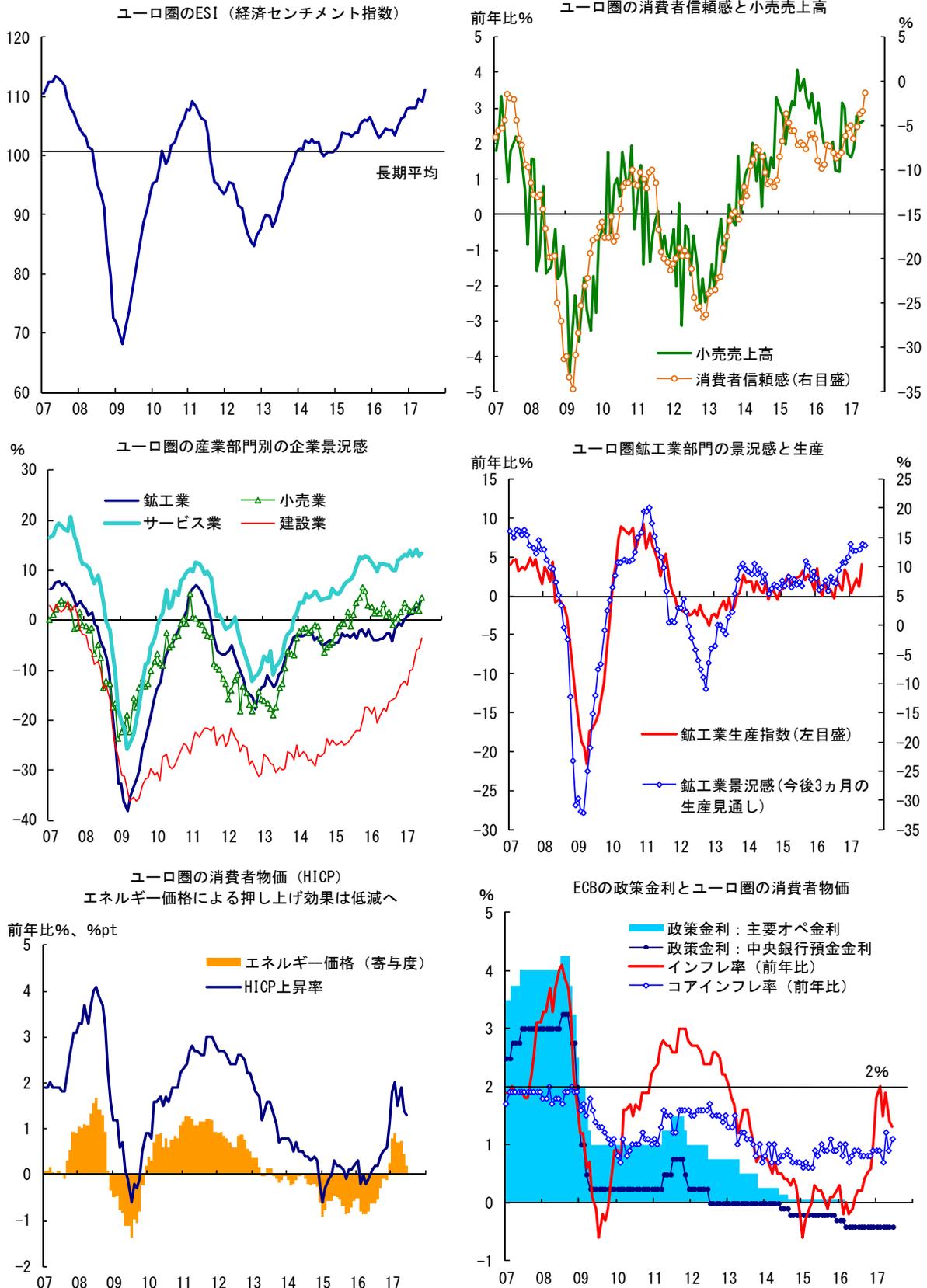
ECBの金融政策の軌道修正をにらんだ金利上昇とユーロ高

良好な景気見通しは、ECB（欧州中央銀行）が2014年6月から続けてきた「非伝統的な金融緩和政策」の転換を促す材料として注目され、ユーロ圏の金利上昇やユーロ高の材料となっている。ECBはこの4月から毎月の資産買取額を800億ユーロから600億ユーロに縮小させ、6月には金融政策に関するフォワード・ガイダンスで追加利下げの可能性への言及を削除するなど、追加的な緩和措置を封じる決断をすでに下している。ただ、月600億ユーロの資産買取は「少なくとも2017年末まで」継続する方針で、期限延長の可能性も排除されておらず、緩和政策の本格的な修正はこれからである。

ECBの金融政策のメインシナリオとしては、2018年前半に資産買取額を600億ユーロから徐々に減額させると考えている。また、消費者物価上昇率が「前年比+2%をやや下回る水準」を安定的に維持できる見通しとなれば、2018年後半にマイナス金利の「正常化」に動く予想する。ユーロ圏の消費者物価上昇率は6月に前年比+1.3%と2月につけた同+2.0%から減速している。原油価格下落が主因だが、エネルギーなどを除いたコアインフレ率は6月には同+1.1%と低水準にとどまる。また、ユーロ圏ではまだ労働需給は逼迫してはおらず、賃金上昇率が加速してインフレ懸念の材料となる可能性は低い。このため、ECBは利上げをせかされる状況に陥らずに、出口政策を慎重に進めることが可能となろう。

当面の金利上昇やユーロ高は景気を抑制するには至らず、ユーロ圏の成長率は2017年+2.0%、2018年はやや減速して+1.8%になると予想する。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率は食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除いたベース
 (出所) Eurostat、欧州委員会、ECB データより大和総研作成

英国経済

景気の先行きへの懸念を強める消費者

英国では 2017 年年初から個人消費の減速が鮮明である。小売売上高は 2016 年には平均して前年比+4.9%伸びたが、2017 年 1-6 月の平均は同+2.4%に減速している。また、新車登録台数は 2016 年平均の同+2.4%から 2017 年 1-6 月平均は同-3.7%と落ち込んでしまった。新車販売に関しては、4 月に自動車税 (VED) が増税になった影響で 4 月から 3 カ月連続で前年割れとなっているが、増税だけが販売減の理由ではない。消費減速の最大の理由は可処分所得の伸び悩みで、2016 年の同+2.7%から 1-3 月期は同+0.4%に減速した。さらに実質ベースでは同-1.4%とほぼ 3 年ぶりに前年割れとなっている。所得の伸び悩みを補うために貯蓄が取り崩された結果、1-3 月期の貯蓄率は 1.7%と 1963 年の統計開始以来の最低水準に低下した。

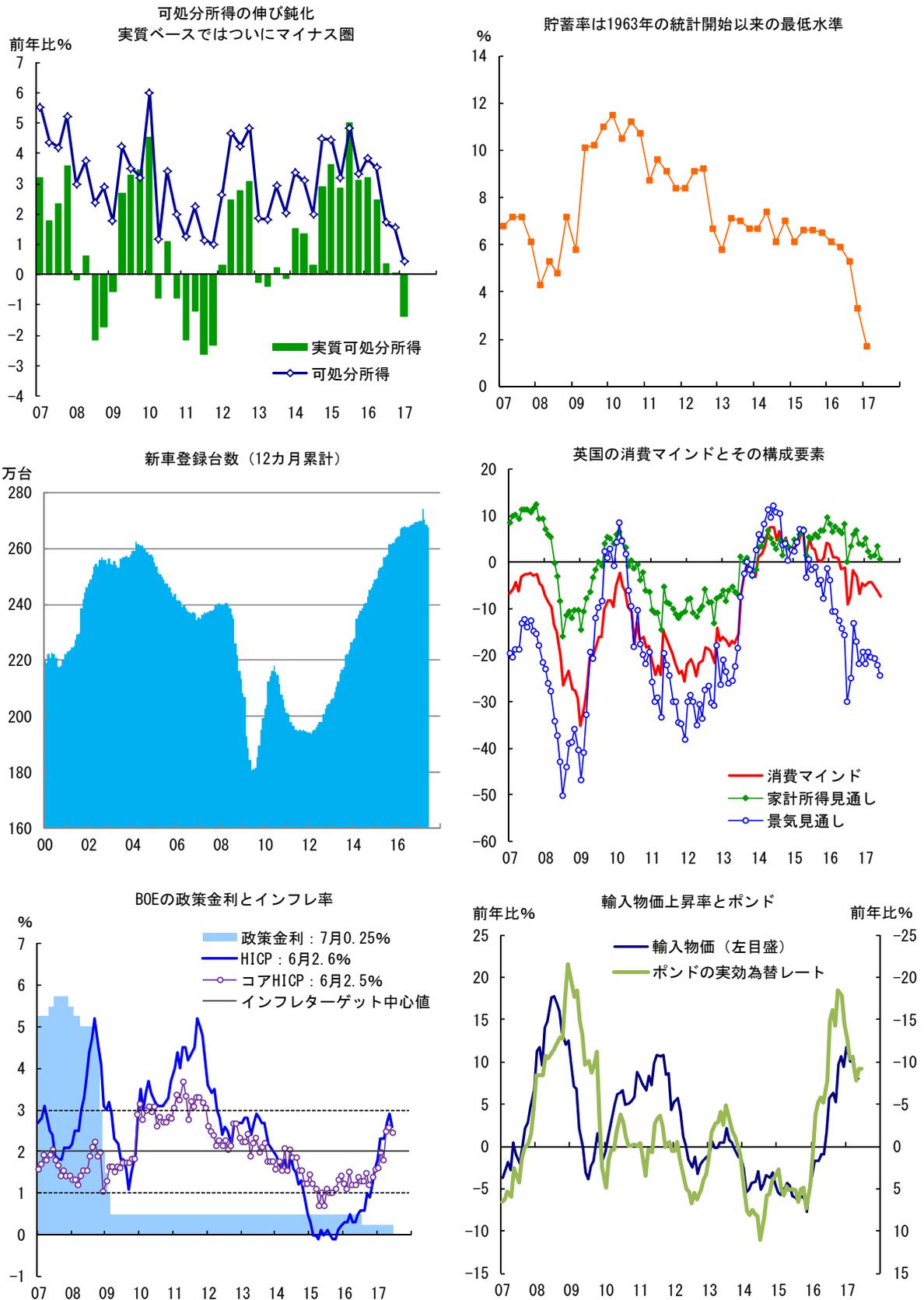
直近の 3-5 月平均の賃金上昇率はボーナス込みのベースで前年比+1.8%、ボーナスなしのベースでは同+2.0%と伸び悩んだ。一方、消費者物価上昇率は 5 月に同+2.9%に加速し、実質賃金上昇率はマイナスの伸びが継続している。この状況下で 6 月の消費者信頼感は一7.4%へ悪化した。1985 年以降の平均値である-8.6%はまだ辛うじて上回っているものの、10 カ月ぶりの低水準である。構成項目の中で「今後 12 カ月の景気見通し」の悪化が顕著だが、この 6 月には「今後 12 カ月の家計所得見通し」も悪化に転じた。景気見通しの悪化には後述する Brexit の先行き不透明感も少なからず寄与していると考えられる。消費者信頼感の改善を促す材料が乏しい中で、個人消費が持ち直すことを期待するのは難しいだろう。英国の成長率は、2017 年は+1.5%、2018 年は+1.3%と減速を見込む。

BOE の懸念はインフレよりも家計負債の増大

ユーロ圏と英国で景気の明暗が分かれているが、金融政策の方向転換が注目されつつあるのは英国も同様である。BOE (英中銀) のインフレ・ターゲットは前年比+2.0%、許容されるレンジの上限は同+3.0%であるため、5 月の消費者物価上昇率が発表されると BOE の次の一手は利上げと意識された。6 月末にはカーニーBOE 総裁が景気堅調が確認されれば数カ月以内に利上げを検討すると発言した。とはいえ、英国景気は減速が見込まれ、また、原油高によるインフレ効果は 1 月にピークアウトし、ポンド安によるインフレ効果も国民投票から 1 年が経過して低減に向かうと予想される。実際、6 月の消費者物価上昇率は同+2.6%とやや減速した。もちろん Brexit 交渉の行方次第でポンドが改めて急落する可能性は否定できないが、現時点で Brexit 交渉の結末を予想することは困難で、BOE は引き続き様子見姿勢を余儀なくされよう。

金融緩和の副産物として BOE が警戒を強めているのは家計の負債増である。2013 年から拡大傾向にあり、特に消費者信用は名目家計所得を大きく上回る伸びとなり、4 月は前年比+10.3%となった。内訳では自動車ローンの急拡大が目立つほか、クレジットカード・ローンも増加している。なお、信用残高では住宅信用が消費者信用を大きく上回っているが、こちらも低金利と貸出基準の緩和を背景に拡大傾向にある。BOE は銀行に自己資本増強を求めると同時に、2017 年のストレス・テストで個人向け貸出のリスクのチェックを強化する方針を表明している。

図表2 英国の景気指標



(注) コアインフレ率は食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除いたベース
(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

Brexit 交渉の進捗状況

7月17～20日に第2回交渉

メイ首相は3月29日にEU条約50条に則ってEUに離脱を通告した。通告から「最長2年間」と設定されている離脱交渉期間のうちすでに3カ月半が経過してしまっただが、交渉はまだほとんど進展していない。英国の下院選挙が6月8日に繰り上げ実施されたため、英国とEUの交渉担当者による第1回交渉はようやく6月19日に開催された。ここでは、毎月1週間程度交渉を進めるというスケジュールと、まずは離脱協定にEU側が盛り込むことを要求した3要件を協議し、その進捗を確認してから英国とEUとの新たな関係（特に通商協定）について協議するという手順が確認されたにとどまった。

EU側が離脱協定に盛り込むことを求めている3要件とは、(1) 在英のEU市民と在EUの英国市民の権利保護、(2) 未払いとなっている英国のEU分担金の清算、(3) 英国とアイルランドの国境問題の解決である。7月17～20日に開催された第2回交渉では、英国側が5年以上英国に居住しているEU市民には永住権を付与するなどの基準を提示し、EU側に歩み寄る姿勢を見せた。とはいえ、在英のEU市民を裁く権限が欧州司法裁判所にもあるかどうか、EU分担金の負担額をどう算出するかなど、対立点も依然として存在する。英国側は離脱協定に早期にめどをつけ、10月もしくは11月にはEUとのFTA（自由貿易協定）の協議を開始したい意向だが、思惑通りにいかない可能性が高い。

「時間切れ」を視野に入れる必要がある在英企業

Brexitの見通しが不透明なのは、離脱交渉が進展していないためでもあるが、最大の原因は英国がBrexitでどのような成果を得ようとしているのか、具体的にどのような方法でそれを達成しようとしているのかが明確でないことである。Brexit交渉の最悪の結末は、英国がEUと離脱後の通商関係や法的関係、あるいはFTA締結までの移行期間について合意されないまま、時間切れでEU離脱となることだが、その可能性も視野に入れた対応が在英企業には求められる。

この状況下で6月下旬以降、ロンドンに拠点を置く日系金融機関から大陸欧州に新拠点を設けるとの発表が続いた。大和証券グループ、野村ホールディングス、三井住友フィナンシャルグループがそろってフランクフルトに拠点を新設すると発表し、米国のシティグループもこれに続くとの報道がなされている。新拠点の監督当局から営業許可を取得するための準備時間を考えると、そろそろ決断を下さなければならないタイミングである。

なお、7月初めに日本とEUがEPA締結で大枠合意し、EU側が日本の自動車の完成品や部品に対する関税を撤廃することがメリットの一つに挙げられている。ただし、日本車メーカーは主に英国に工場を置いており、英国がEUとの関税同盟を脱退してしまうとこのメリットを享受できない可能性がある。自動車産業のみならずさまざまな英国の業界団体が、英政府に対して関税同盟にとどまることを強く求めているのだが、厄介なことに政府・与党内で意見が対立しており、優先順位がどこに置かれているのかいまだにはっきりとしない状況にある。

<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%	1.3%	2.6%	3.1%	2.9%	2.5%	3.3%	2.5%	2.5%	2.3%	2.7%
実質小売売上高	2.2%	2.1%	2.6%	2.5%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%	2.0%	2.1%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%	1.6%	1.9%	1.8%	1.6%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.3%	2.5%	2.1%	3.0%	1.5%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%
失業率	10.0%	9.5%	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	373.5	80.9	72.0	75.0	71.0	298.9	69.0	66.0	65.0	62.0	262.0
経常収支	373.0	90.8	75.7	76.7	71.7	314.9	66.7	70.7	65.7	60.8	263.9
財政収支	-161					-156					-149
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.47%	0.52%	0.42%	0.53%	0.56%	0.60%	0.60%	0.57%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.63%	-0.58%	-0.67%	-0.53%	-0.48%	-0.40%	-0.30%	-0.43%
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%	0.25%	0.25%

(注) 2017年Q1まで実績値（消費者物価と金利は2017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

	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%	0.9%	1.1%	1.3%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.5%	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%	2.9%	3.2%	2.0%	1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	4.2%	2.0%	-1.6%	-1.6%	1.6%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	-0.2%
輸出等	1.8%	-2.9%	4.1%	3.2%	2.8%	3.3%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%
輸入等	2.8%	7.0%	-4.3%	3.2%	2.8%	1.9%	2.8%	2.4%	2.8%	2.8%	2.3%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	2.0%	1.6%	1.5%	1.1%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.6%	2.2%	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%	2.0%	2.4%	1.6%	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	2.0%	2.3%	1.3%	0.7%	1.6%	-0.4%	-0.7%	-0.1%	0.5%	-0.2%
輸出等	1.8%	2.9%	2.7%	5.7%	1.8%	3.3%	3.1%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%
輸入等	2.8%	3.3%	1.8%	0.3%	2.1%	1.9%	1.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.3%
鉱工業生産	1.2%	2.3%	-0.4%	-0.6%	-1.2%	0.0%	-0.7%	0.3%	1.0%	1.0%	0.4%
実質小売売上高	4.9%	2.0%	2.7%	2.1%	1.9%	2.2%	2.1%	1.8%	2.1%	2.0%	2.0%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.7%	3.5%	3.2%	2.7%	3.3%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.3%
失業率	4.9%	4.6%	4.5%	4.7%	4.7%	4.6%	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	-16.9	-20.6	-30.5	-22.8	-90.8	-25.8	-23.5	-33.1	-25.2	-107.6
財政収支	-48.1					-59.8					-62.1
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.14%	1.12%	1.15%	1.13%	1.15%	1.16%	1.20%	1.16%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.24%	0.23%	0.18%	0.25%	0.25%	0.27%	0.30%	0.27%
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（物価と金利は2017年Q2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