

西欧経済の見通し

～足取りは重いながらも緩やかな回復が継続～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

4-6 月期は個人消費
と輸出主導で底堅
い成長

ユーロ圏では、年央にかけて混迷の続いたギリシャ情勢が注目を集めたものの、ギリシャ向け第 3 次金融支援が実現したことで、最悪の事態は避けられた。こうしたなか、ユーロ圏の実体経済は足取りは重いながらも回復基調を維持しており、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期(同+0.4%)並みの成長ペースを維持した(第 1 表)。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツやフランスの動向を確認すると、原油安の追い風もあり個人消費が引き続き堅調だったことに加えて、ユーロ安を受け輸出も持ち直している様子が窺われ、独仏 2 カ国でユーロ圏 GDP の約半分の規模を占めることを考えると、ユーロ圏全体でも同様の恩恵を受けているものと考えられる(第 1 図)。

ただし、国別にはドイツが同+0.4%、スペインが同+1.0%と加速した一方、イタリアは同+0.2%、フランスは同▲0.0%となるなど、まだら模様である。

第 1 表：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率

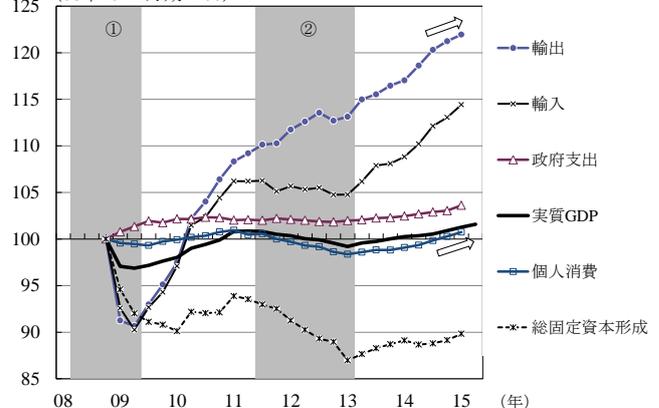
(前期比、%)

	2014				2015	
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3
ドイツ	0.7	▲ 0.1	0.2	0.6	0.3	0.4
フランス	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.7	▲ 0.0
イタリア	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.3	0.2
スペイン	0.3	0.5	0.5	0.7	0.9	1.0
ポルトガル	▲ 0.5	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
ギリシャ	0.9	▲ 0.1	0.8	▲ 0.2	0.0	0.8

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図：ユーロ圏の需要項目別 GDP 水準

(08年10-12月期=100)



(注) シェード一部は①リーマンショック、②欧州債務危機を受けたユーロ圏の景気後退期。

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

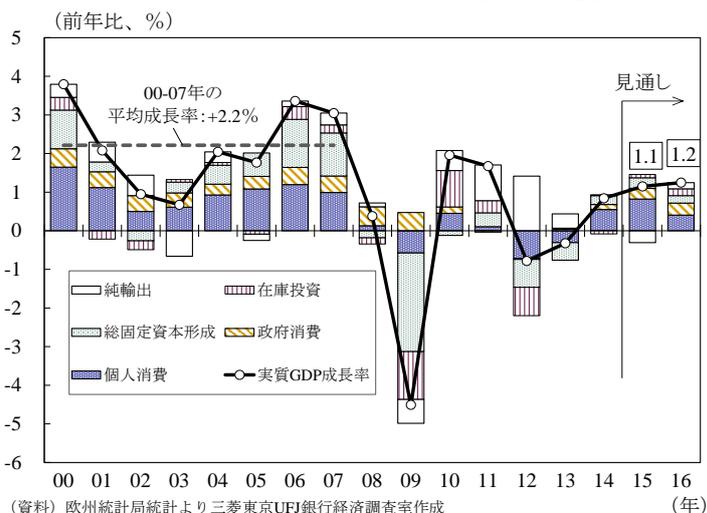
(2) 今後の見通し

当面は原油安・ユーロ安・財政緊縮の緩和など循環的な回復を続ける見通し

今後のユーロ圏経済は、相対的に経済基盤が強く底力のあるドイツが下支え役となり、原油安を受けた個人消費の拡大や、ユーロ安に伴う輸出の増加、各国の財政緊縮の緩和による政府支出の増加等を背景に循環的な回復を続ける見通しである。中国を始めとする新興国経済の先行き不透明感、ユーロ圏経済にも輸出のチャンネルを通じて影響を与えると想定されるが、ユーロ安による輸出のサポートはその下押し圧力を相応に吸収するものと考えられる。結果として、2015年、2016年には前年比+1%台前半のごく緩やかなペースで成長を続けるものと見込まれる（第2図）。

ただし、引き続き周縁国経済の成長力不足や財政・不良債権問題など、構造的な問題が根深く残る状況は変わらない。混迷の続いたギリシャ情勢は、同国向け第3次金融支援が実現したが、この先、再び緊縮疲れなどから融資の実行が滞る可能性も燻っている。また、ウクライナ情勢の緊迫やロシア経済の失速などの悪材料も下押し要因として残ろう。

第2図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の見通し



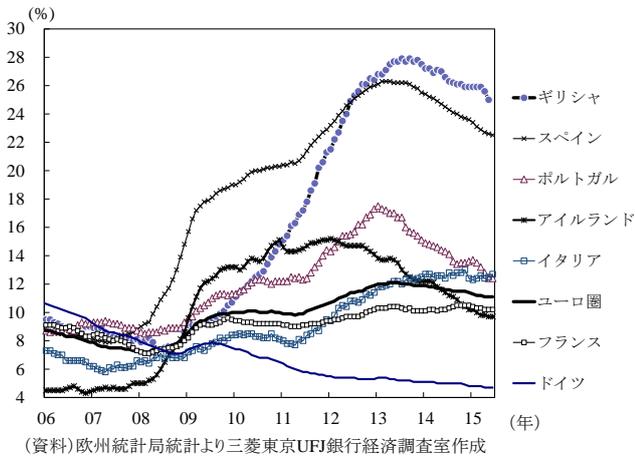
(3) 需要項目別の動向

①個人消費

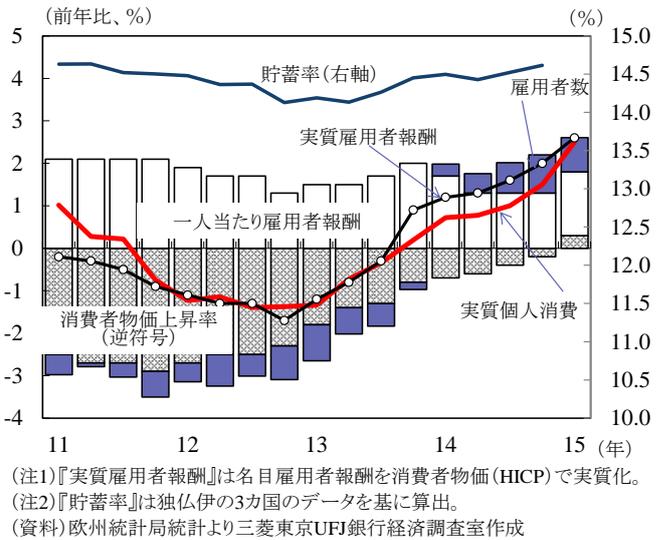
雇用環境の改善と原油安が当面の消費を下支え

ユーロ圏の個人消費は、雇用環境の改善と原油安の追い風もあり、当面緩やかな回復が続くものと見込まれる。家計の収入面では、一人当たり雇用者報酬が底堅く推移するなか、失業率の改善が示すとおり労働需給が好転していることを受けて雇用者数も昨年初頭以降、前年比増加に転じている。さらに足元の原油価格下落を反映して消費者物価の上昇も抑えられており、結果として実質雇用者報酬、実質個人消費ともに緩やかに加速している（第3図、4図）。

第3図：ユーロ圏各国の失業率



第4図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



②政府支出

財政緊縮の緩和が
政府支出拡大を後
押し

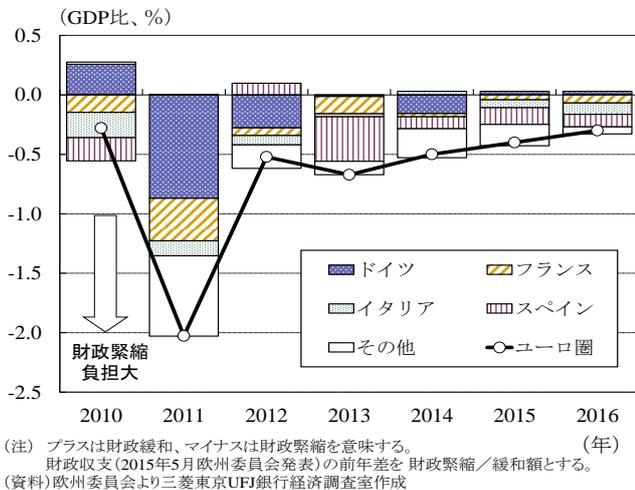
ユーロ圏の政府支出は1-3月期に前期比+0.6%と伸びが加速した。欧州債務危機後のプラス成長期間(13年-14年)の平均(同+0.1%)と比べても、大幅な加速である。これまで財政緊縮により政府支出は抑制され続けてきたが、各国が緊縮一辺倒から成長促進路線へ転換し始めていることから、その下押し圧力も徐々に緩和しており、今後は政府支出の増加が成長に相応に寄与する見込みである(第5図)。

③設備投資

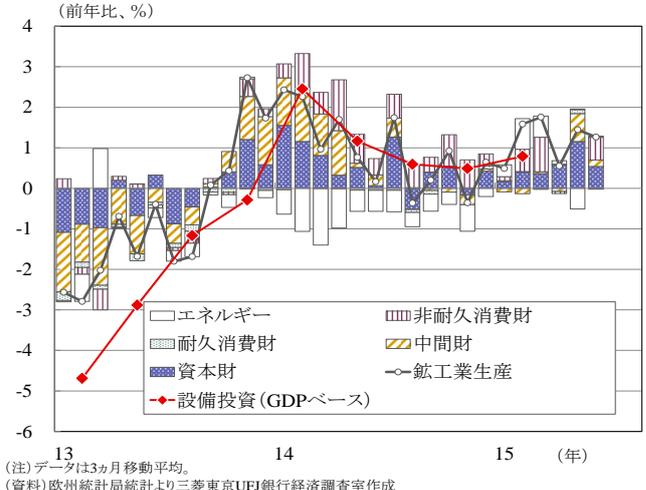
資本財生産が増加
を続けるなど、設備
投資にも持ち直し
の兆し

ユーロ圏の鉱工業生産は底堅い推移が続いており、とりわけ設備投資の先行指標とされる資本財生産が堅調を維持している(第6図)。企業の資金需要も増加するなか、銀行貸出残高がドイツやフランスなどの大国を中心に前年比プラスを続けており、設備投資が徐々に持ち直す兆しが窺える。

第5図：財政緊縮の下押し圧力



第6図：ユーロ圏の鉱工業生産と設備投資

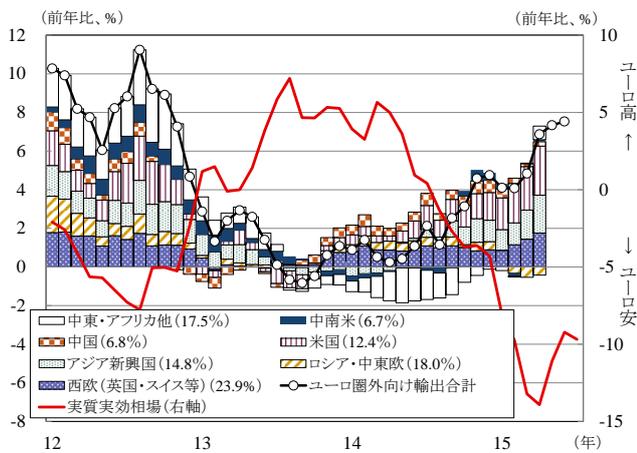


④輸出

ユーロ安が価格競争力の改善を通じて輸出をサポート

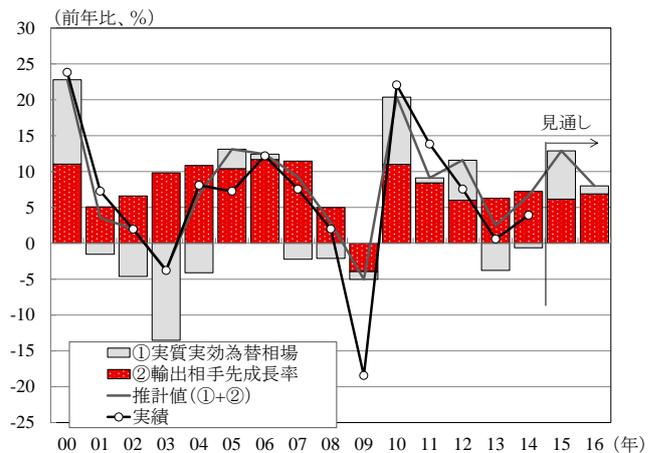
足元の輸出はユーロ安を背景に伸びが加速している（第7図）。国別には中国向けが鈍化し、ロシア・中東欧向けが減少する一方、米国向けが牽引している。この先は中国経済の減速が新興国の成長ペースを抑制し、世界経済の成長も緩やかに止まるなか、所得要因から外需に下押し圧力はかかると思われるが、ユーロ安の定着が、価格競争力の改善を通じて輸出をサポートする見通しである（第8図）。

第7図：ユーロ圏外向け輸出動向（金額ベース）



(注) 輸出データは3ヵ月移動平均。()はシェアを示す。
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：実質輸出の要因分解と見通し



(資料) 欧州統計局統計、欧州中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ギリシャ向け第3次金融支援合意

ギリシャはEUとの債務交渉が長期化し、7月5日にはギリシャの国民投票でEUなど債権団の要求する緊縮策が否決されるなど混迷を極めた。しかしその後、ギリシャが債権団の求める厳しい緊縮策を受け入れる条件で、総額860億ユーロ規模の第3次金融支援が決定した。欧州委員会の試算ではこの先3年間のギリシャの必要資金817億ユーロをカバーする規模である。

8月20日には第1弾の融資が実行され、同日、ギリシャはECB向けの国債償還を完了した。当面の資金繰り懸念が後退したギリシャは、デフォルトやユーロ離脱のリスクなど最悪の事態を免れた形となる。ただし、海外送金などの規制は続いており、欧州委員会は今年から2016年にかけて資本規制や新緊縮策によりギリシャ経済が再びマイナス成長に陥ると予想している。また、今回分を加えた支援総額はギリシャのGDP規模の約160%、一般政府債務残高の同200%を超えるとみられ、財政再建の持続性には懸念が残る。実際、IMFは7月14日に発表した「債務持続性分析」で、持続的な財政再建のためには債務削減が必要との見方を示している。

一方、ドイツを中心とした EU 内では債務削減に慎重な見方が太宗を占めており、実現へのハードルは高いとみられる。ギリシャ問題は一旦落ち着いたが、同様の問題が再燃する可能性は高く、今後もユーロの枠組みが試される状況燻り続けると考えられる。

(5) 金融政策

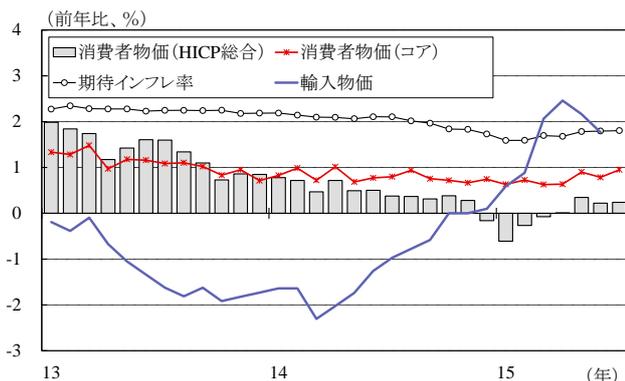
企業の価格決定力が弱いなか、インフレ圧力が高まる環境にはないが、デフレ懸念は後退

ECB は 3 月以降、低金利やユーロ安を通じて景気の下支えを図り、貸出促進を促す狙いから、毎月 600 億ユーロを超えるペースで資産購入を継続している（量的緩和：QE）。こうしたなか、ユーロ圏の消費者物価上昇率は、7 月に前年比+0.2%と 4 ヶ月連続でプラスを記録しており、昨年末から年明けにかけて高まったデフレ懸念は後退した形となっている（第 9 図）。長期金利をみると、ドイツ 10 年債利回りは 5 月～6 月にかけて 1% 近辺まで急上昇したが、足元の原油安を受けて再び下落基調にある（第 10 図）。

ECB は引き続き低金利やユーロ安を通じて景気の下支えを狙う

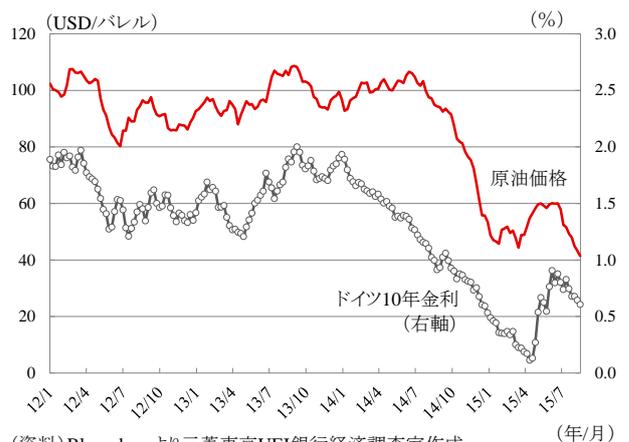
QE を受けて期待インフレ率は持ち直しつつあるが、原油安や低成長が続くなか、実体面でインフレ圧力が強まる状況にはなく、長期金利は当面低水準で推移する見込みである。為替面では、ECB が QE を続ける一方で、米 FRB は早晚利上げに向かうと見込まれるため、金融政策の方向性の違いを背景に、ユーロには相対的に下落圧力がかかり続けよう。ユーロ圏経済が緩やかな成長を続けるなか、市場では QE の早期打ち切り観測がたびたび持ち上がっているが、ECB は少なくとも 2016 年 9 月までは実施するものと考えられる。

第 9 図：ユーロ圏の物価動向



(注) 1. 『消費者物価(コア)』は、『同(HICP総合)』からエネルギー、食料品、アルコールおよびタバコを除いたもの。
2. 『期待インフレ率』は、5年先5年のブレイク・オープン・インフレ率。
(資料) 欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：原油価格とドイツ 10 年債利回り



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

2. 英国

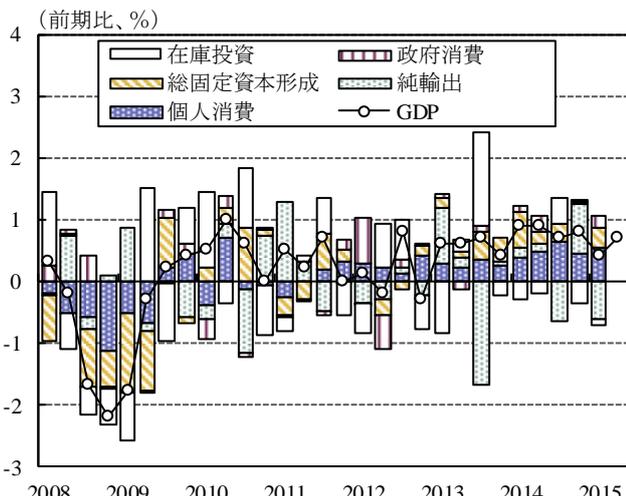
(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

4-6月期の成長率は
前期比+0.7%に
加速

英国景気は、底堅い拡大が継続している。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.7%となり、前期の同+0.4%から加速した（第 11 図）。産業別の内訳をみると、全体の 8 割弱を占めるサービス業の伸び率が同+0.7%（前期は同+0.4%）に高まり、全体を押し上げた。良好な雇用・所得環境や消費者マインドの改善、原油安などを背景とする個人消費の堅調が引き続き景気を牽引した模様である。

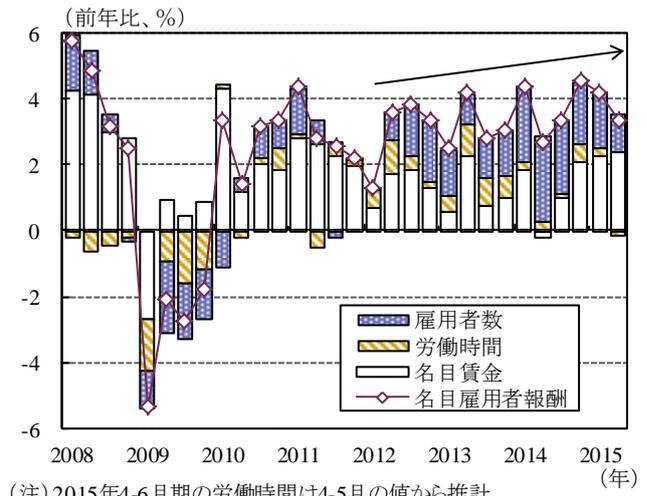
とくに、足元の名目雇用者報酬の伸びをみると、雇用者数要因と労働時間要因の寄与が減少する一方、1人あたり名目賃金要因による押し上げ幅が拡大している（第 12 図）。直近の失業率は 5.6%と、自然失業率とされる 5%台前半に近づいており、賃金上昇圧力が高まり始めたと判断される。

第 11 図：英国の実質 GDP 成長率



(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第 12 図：英国の名目雇用者報酬



(注) 2015年4-6月期の労働時間は4-5月の値から推計。
(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(2) 今後の見通し～内需の好循環を軸とする底堅い景気拡大が続く公算

雇用・所得環境の
一段の改善や住宅
市況の底打ちが先
行きの景気を牽引

先行きの景気も、雇用・所得環境の一段の改善や住宅市況の底打ち等を起点として底堅く推移すると予想する。家計部門の需要拡大を背景に、企業部門の設備投資等も拡大傾向を辿ろう。

まず、雇用・所得環境については、労働需給のタイト化を反映して、名目賃金の伸びの拡大持続が予想される。英中銀（BOE）の予測によれば、失業率は 2016 年末にかけて 5%前後まで低下し、名目賃金の上昇率は、2014 年末の前年比+2.1%から、2015 年末には同+3%、2016 年末には同+3.75%に加速が見込まれている。

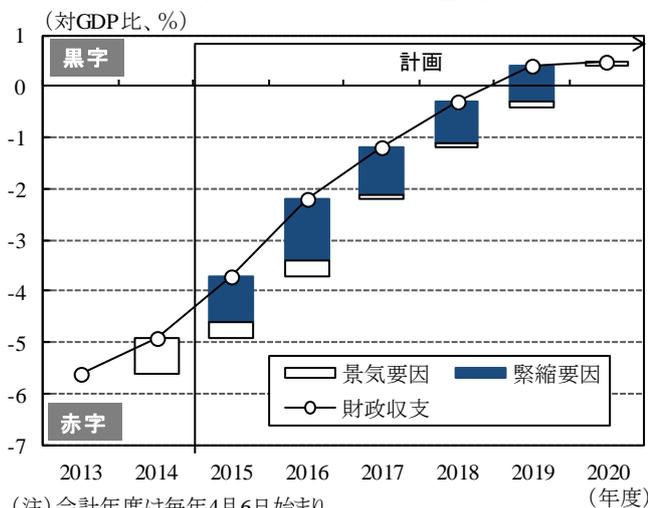
また、住宅市況は昨年後半以降、沈静化傾向にあるが、先行指標となる英王立公認不動産鑑定士協会（RICS）新規問い合わせ指数（不動産業者に対する住宅購入希望者からの問い合わせ動向を示すもの）は、昨年末か

ら上昇に転じ、直近7月は昨年2月以来の高水準となるなど、市況の底打ちを示唆している。したがって住宅市況は、来年初にかけて再び勢いを増すとみられ、住宅投資の増加や引越しに伴う家財購入、持ち家価格上昇による資産効果の増大などが景気の押し上げ要因となろう。

財政緊縮は相応の影響をもたらすが、景気の底堅さを損なうには至らない見込み

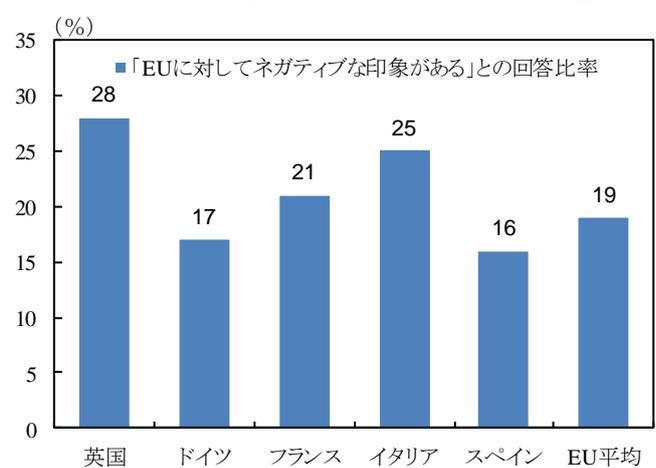
一方、景気に対する下押し要因として、財政緊縮の影響が挙げられるが、景気の底堅さを損なうには至らない見込みである。キャメロン政権は2010年の発足以来、財政健全化を重要課題のひとつとしており、7月に発表された新予算では、2019年度（2019年4月～2020年3月）の財政収支黒字化が目標に掲げられた（第13図）。財政赤字削減の大部分は、歳出抑制を中心とする財政緊縮によって達成する計画であり、とくに2015年度は、前年対比で緊縮幅が大きいいため相応の影響が想定される。

第13図：英国の財政赤字削減計画



(注) 会計年度は毎年4月6日始まり。
(資料) 英財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：EUに対する印象についての世論調査結果



(注) 調査時点は2015年5月。
(資料) 欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

昨年は、追加的な財政緊縮が一旦見送られたこともあり、実質GDP成長率が前年比+3.0%（暦年ベース）と8年ぶりの高い伸びとなったが、同程度の高成長を今年も維持することは難しいであろう。ただし、前述した民需の強さを牽引役として、同+2%台前半の底堅い伸びを確保することは可能とみる。2015年の実質GDP成長率は同+2.4%、2016年度は同+2.3%と予想する。

潜在的なリスクは英国のEU離脱懸念

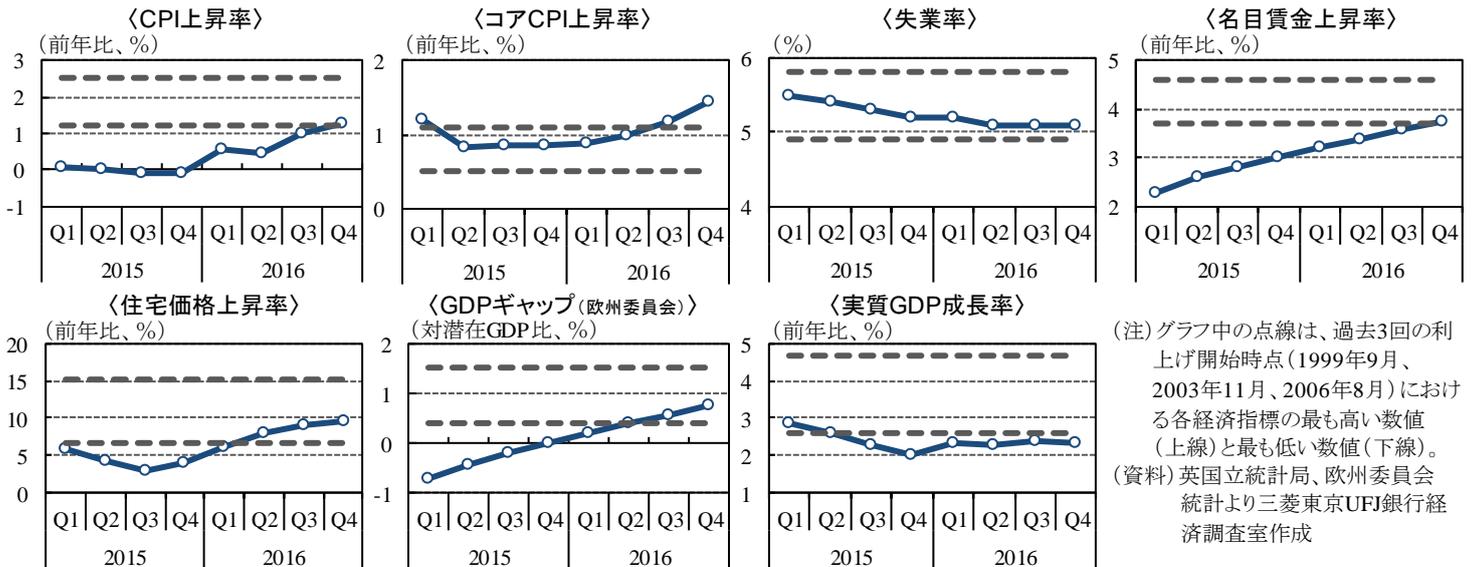
潜在的な景気下振れ要因としては、中国景気の失速懸念等を背景とする世界経済の先行き不透明感の増大に加え、英国独自のリスクとして、EU離脱の是非を問う国民投票（2017年末までに実施予定）が挙げられる。現時点の世論調査では残留派が優勢だが、英国ではEUに対するネガティブな印象が根強く存在しており（第14図）、投票実施まで予断を許さない状況が続こう。仮に離脱派が優勢となった場合、設備投資や海外からの直接投資の抑制といった景気下押し圧力が高まるとみられる。

(3) 物価・金融政策～英中銀の利上げ開始は2016年半ば過ぎと予想

足元のインフレ率は前年比ゼロ%前後で推移

足元の消費者物価（CPI）上昇率は前年比ゼロ%前後と、BOEが目標とする同+2.0%を大きく下回っているだけでなく、過去の利上げ開始時点の下限である同+1.2%と比べてもかなり低水準で推移している（第15図）。7月以降、原油安が再進行していることもあり、BOEは今しばらく政策金利の据え置きを続ける公算が大きい。

第15図：英国の金融政策関連指標の先行き予測



一方、2016年までを展望すると、底堅い景気拡大の持続を受けて、経済全体の需給バランスは徐々にタイト化していくとみられる。労働需給が一段と引き締まるなか、賃金上昇圧力の高まりもインフレ押し上げ要因となつてこよう。加えて、住宅価格の上昇率も二桁台に近づいていくと予想される。

初回利上げの時期は2016年半ば過ぎ頃と予想

原油安の影響残存によりCPI上昇率の加速は、2016年中も緩やかなものに止まる可能性があるが、基調としてのインフレ圧力の高まりや住宅市場の過熱リスク増大に対応し、BOEは政策金利の引き上げに着手するとみる。初回利上げの時期としては、物価動向や住宅市況に関し、上記のような動きが統計上で確認される2016年半ば過ぎ頃を想定する。

(ロンドン駐在 高山 真)

西欧経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2016年 (見通し)
ユーロ圏	0.8	1.1	1.2	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	1.6	1.3	1.5	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	0.2	0.9	1.0	0.6	0.0	0.9	▲ 277	▲ 216	▲ 50
イタリア	▲ 0.4	0.5	0.6	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英 国	2.8	2.4	2.3	1.5	0.1	1.1	▲ 1,741	▲ 1,356	▲ 1,219

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2016年 (見通し)
名目GDP	1.8	1.2	1.6	4.6	3.7	3.9
実質GDP	0.8	1.1	1.2	3.0	2.4	2.3
<内需寄与度>	0.9	1.5	1.1	3.5	2.9	2.6
<外需寄与度>	0.0	▲ 0.3	0.2	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3
個人消費	1.0	1.5	0.7	2.5	3.0	2.0
政府消費	0.6	1.3	1.5	1.6	1.8	1.4
総固定資本形成	1.2	1.4	1.0	8.6	4.1	4.8
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	▲ 0.0	0.3
輸出	3.7	3.3	3.1	0.5	3.4	0.9
輸入	4.0	4.4	3.0	2.4	4.6	1.9

- (注) 1. ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビア、リトアニアの計19カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
 大幸 雅代 masayo_taiko@mufg.jp
 ロンドン駐在 高山 真 shin.takayama@uk.mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。