

西欧経済の見通し

～ECB の追加緩和に支えられ、緩やかな回復基調を維持～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

消費主導の緩やかな持ち直しが持続

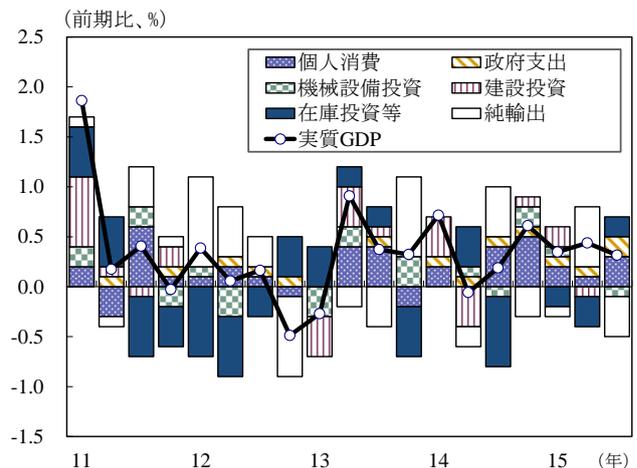
ユーロ圏経済は緩やかな回復基調が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期（同+0.4%）並みの成長ペースを維持した（第 1 表）。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向を確認すると、原油安の追い風もあり個人消費が前期から加速したほか、政府支出も拡大している。一方で、輸出は新興国経済減速の影響もあり大幅に減速し、純輸出はマイナス寄与に陥った（第 1 図）。国別にみると、スペインが同+0.8%と引き続き好調、また、フランスは同+0.3%に持ち直した一方で、ドイツは同+0.3%、イタリアも同+0.2%と、回復ペースにはばらつきがみられる。

第 1 表：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率

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

(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：ドイツの実質 GDP 成長率



(資料) ドイツ連邦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

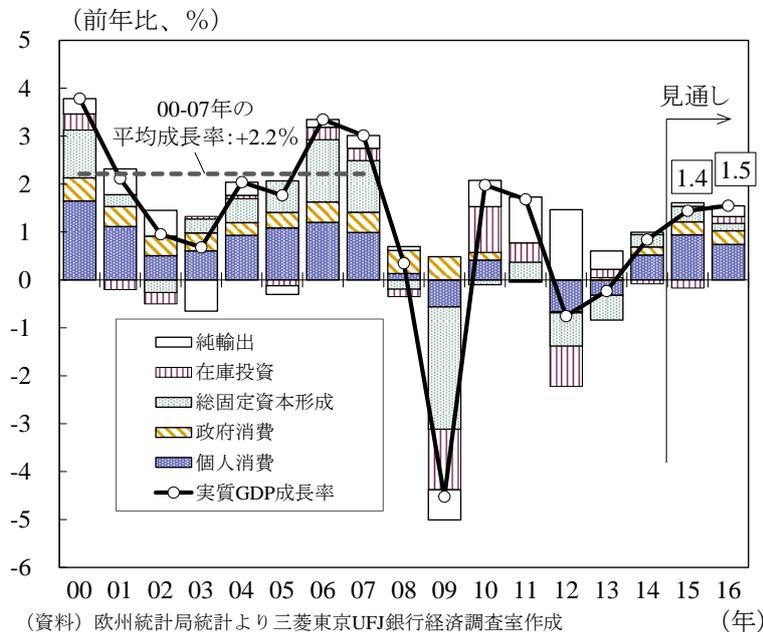
景気の下振れリスクに対し、ECB は追加緩和実施を示唆

緩やかな回復基調を維持

新興国経済減速の影響は、ユーロ圏においても製造業受注が伸び悩み、鉱工業生産が足踏みするなど輸出の下振れリスクが高まっている。これに対し、欧州中央銀行（ECB）は成長や物価の下振れリスクの高まりを指摘しており、12月にも追加緩和策を発表する意図を示唆している。今後のユーロ圏経済は、引き続き雇用の改善や減税などに支えられた個人消費の拡大や、ECBの追加緩和、各国の財政スタンスの緩和による政府支出の増加等を背景に、緩やかな回復が続く見込みである。このほか、難民の大量流入による財政支出の拡大や消費の押し上げ効果も期待される。2015年の実質GDP成長率は前年比+1.4%、2016年も同+1.5%と回復基調を維持する見通しである（第2図）。

ただし、ドイツ自動車不正問題や、パリ同時多発テロを受けフランスを中心とした域内周辺国における消費・投資・観光マインドの大幅な悪化など、現時点では定量的に計りきれない新たなリスク要因による不透明感も高まっている。さらに、ギリシャ向け金融支援は今のところ順調に遂行されているが、この先再び緊縮疲れなどから融資の実行が滞る可能性などのリスクも引き続きみておく必要がある。

第2図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し



(3) 見通し上のキーポイント

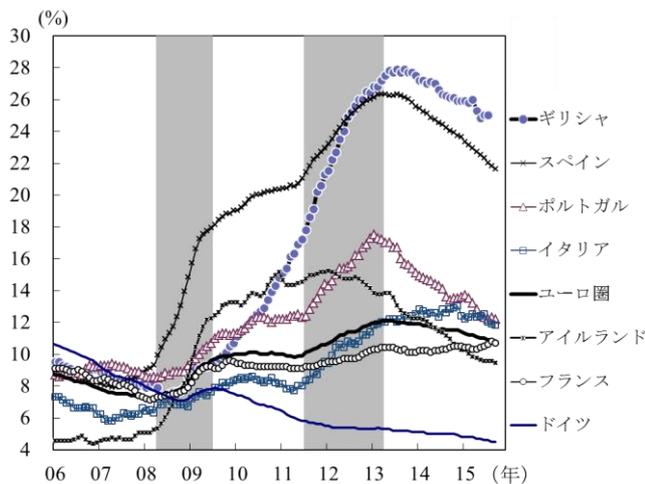
① 堅調を維持する個人消費

雇用環境の改善が続くなか、個人消費は堅調

減税などの効果も消費を下支え

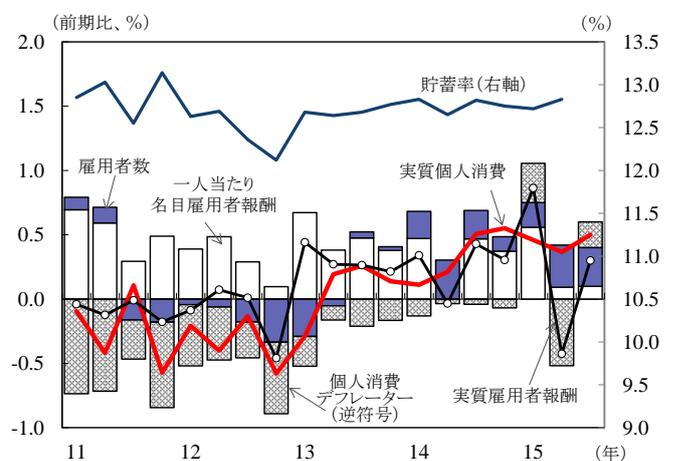
ユーロ圏の失業率は9月に10.8%と、雇用者数の緩やかな増加を背景に、低下基調が続いている（第3図）。雇用環境の改善が続くなか、7-9月期は原油価格下落を反映して消費者物価上昇率が一時前年比マイナスに陥ったこともあり、実質雇用者報酬、実質個人消費ともに緩やかな加速傾向にある（第4図）。この先、これまでの原油安効果は徐々には剥落するとみられるものの、雇用の改善基調が続いていることや、ユーロ圏各国で順次導入されている減税なども下支えに、個人消費は、2016年にかけても堅調を維持する見込みである。

第3図：ユーロ圏各国の失業率



(注)シャド一部は、リーマンショックと欧州債務問題を受けた景気後退期。
(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

第4図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



(注)1.2015年7-9月期のデータは当室試算。
2.『実質雇用者報酬』は『名目雇用者報酬』を『個人消費デフレーター』で実質化。
(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 新興国経済減速の影響

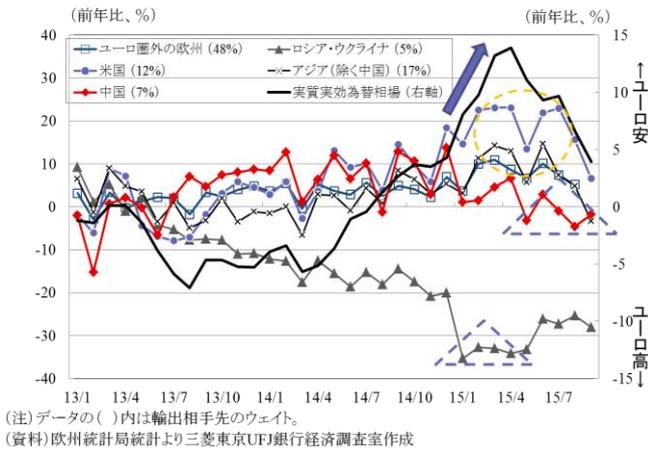
新興国経済減速の影響を受けて輸出が減速

ユーロ圏の輸出は2015年前半こそ、米国向けやユーロ圏外の欧州（主に英国）向けがECBの量的金融緩和を受けたユーロ安の恩恵もあり拡大してきたが、年央よりアジア向けが減速、とりわけ中国向けは足元で前年比マイナスへ転化している（第5図）。実際、先行指標とされるドイツの製造業受注をみると、ユーロ圏外向けの受注が落ち込んでいる（第6図）。この先も中国経済が過剰投資の抑制などから減速し、新興国全体の需要低迷が続く見通しである。

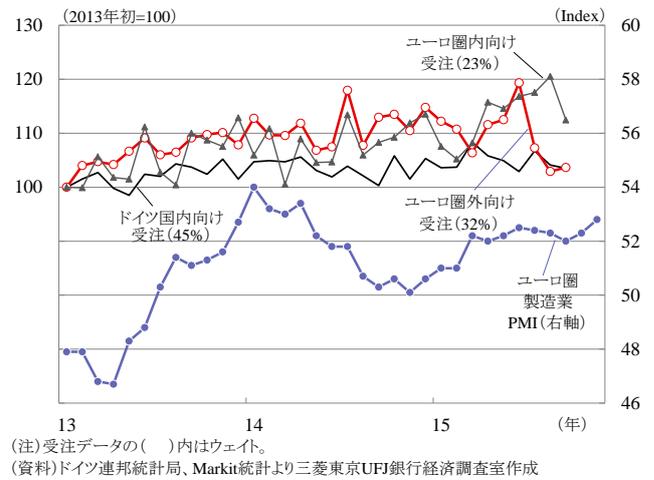
ただし、ECBの追加緩和と米英の需要がある程度相殺

ただし、12月にも見込まれるECBの追加緩和策導入により、再びユーロ安基調が強まる可能性があること、また、この先米国や英国など主要輸出先の景気が底堅く推移するとみられることから、新興国需要の低迷はある程度まで相殺されるものと考えられる。

第5図：ユーロ圏の輸出動向



第6図：ユーロ圏の製造業PMIとドイツの製造業受注

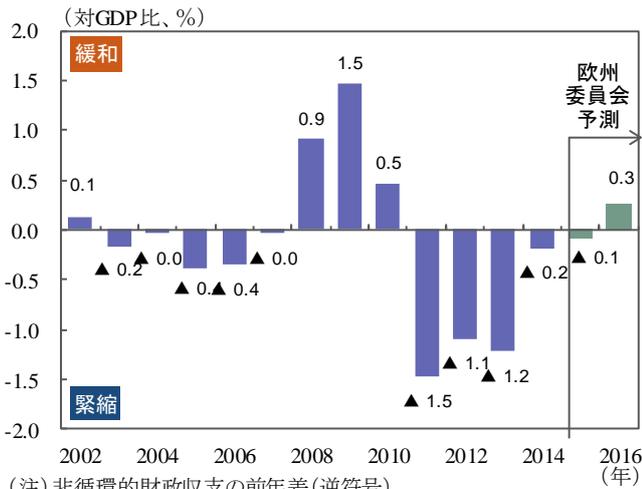


③ 財政スタンス

財政スタンスの緩和が景気のサポート要因に

この先のユーロ圏経済のサポート要因に各国財政の緩和スタンスも挙げられる。欧州委員会の試算によると、2016年のユーロ圏全体の財政スタンスは6年ぶりに緩和に転じる見込み(緩和幅は対GDP比0.3%)である(第7図)。ユーロ圏各国は、2010年の債務問題深刻化以降、財政緊縮を通じて信認回復を図ってきた経緯がある。しかしながら、過度な緊縮は消費や投資の伸び悩みを通じて経済成長も抑制したため、その反省を踏まえ、成長促進策にも力を入れる動きが進んでいる。具体的には各国の財政赤字をEU統一基準であるGDP比3%以内に収める目標達成年の先送りを容認し、減税などの景気刺激策を順次実施している(第2表)。もっとも、これらの方針転換が可能となった背景には、債務問題に対する懸念後退というポジティブな側面もある一方、反財政緊縮世論が高まるなか、各国で大型選挙も控え一定の対応を余儀なくされている部分もあるとみられる。また、難民の受入対応などの財政出動もGDPを一定程度押し上げると見込まれる。

第7図：ユーロ圏の財政スタンス



(注) 非循環的財政収支の前年差(逆符号)。

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：ユーロ圏主要国の財政緩和策

| | |
|------|---|
| ドイツ | <ul style="list-style-type: none"> ・難民支援予算の拡大(対GDP比0.2%) ・個人税控除、子供がいる世帯への税控除、子供手当の引き上げ等(同0.25%) |
| フランス | <ul style="list-style-type: none"> ・個人所得税率の引下げ(20億ユーロの負担軽減) ・企業の社会保障負担の軽減や家族手当控除、特別社会連帯負担金(Special Social Solidarity Contributions: CS3)のフェーズアウト等を通じた企業の税負担の軽減(2016年に計330億ユーロ相当の負担軽減) |
| イタリア | <ul style="list-style-type: none"> ・2016年に実施予定となっていた関税およびVAT税率引き上げを2017年に延期(対GDP比1.0%) ・自宅住居に係る不動産税控除(同0.21%) |
| スペイン | <ul style="list-style-type: none"> ・個人所得税率の引下げ(25.77億ユーロの負担軽減) ・企業税率引下げ(14年30%→15年28%→16年25%、▲23.41億ユーロの負担軽減) |

(資料) 各国政府より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

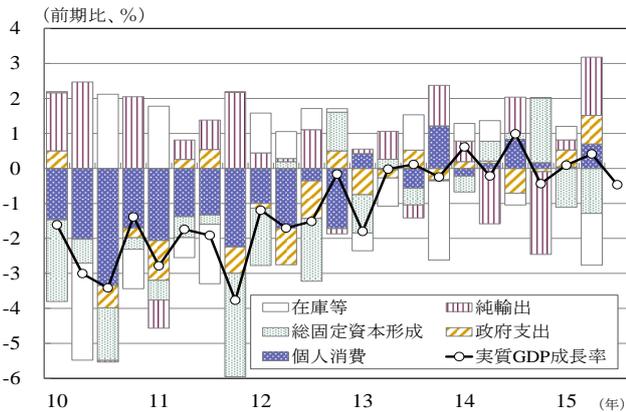
(4) ギリシャ情勢：財政緊縮・金融支援の頓挫のリスク

ギリシャ向け次回金融支援の実施は概ね目処も、この先の財政緊縮頓挫のリスクが残存

ギリシャの7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と、3四半期ぶりのマイナスに陥った(第8図)。第3次金融支援の決定以降、ギリシャの消費者信頼感は底を打ち持ち直しつつあるが(第9図)、銀行閉鎖などの資本規制や追加の財政緊縮が経済活動を圧迫しており、ギリシャ政府は2015年はゼロ成長に止まるとみている。金融支援に関しては、11月23日にギリシャはユーロ圏と、次回金融支援条件である改革プログラムをめぐり合意に至り、20億ユーロの実施が承認された。

しかしながら11月12日には早くも同国の主要労組による24時間のゼネストが実施され、1月にSYRIZA党が政権を握ってから初めて、政府機関が閉鎖、公共交通機関が停止するなど、数千人の公務員、年金生活者、失業者が金融支援の条件である緊縮策への不満を訴えた。ギリシャは金融支援を継続して受けるためには財政緊縮を進め、支援条件をクリアする必要があるが、国民の間に緊縮策への不満が根強いことから、緊縮疲れにより支援が頓挫するリスクが依然燻っている。

第8図：ギリシャの実質 GDP 成長率



(資料)ギリシャ統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ギリシャの鉱工業生産と消費者信頼感



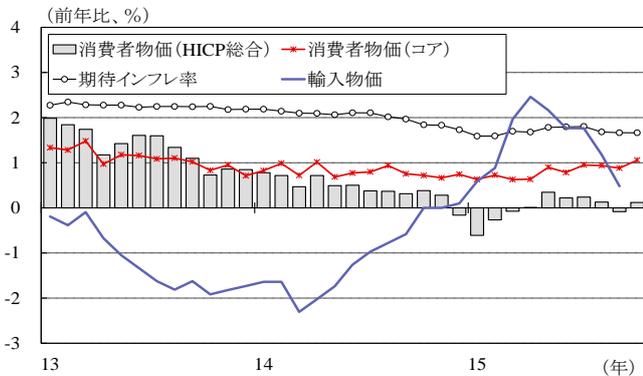
(資料)ギリシャ統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 金融政策

物価の下振れリスクに対し、ECB は追加緩和の意図を示唆

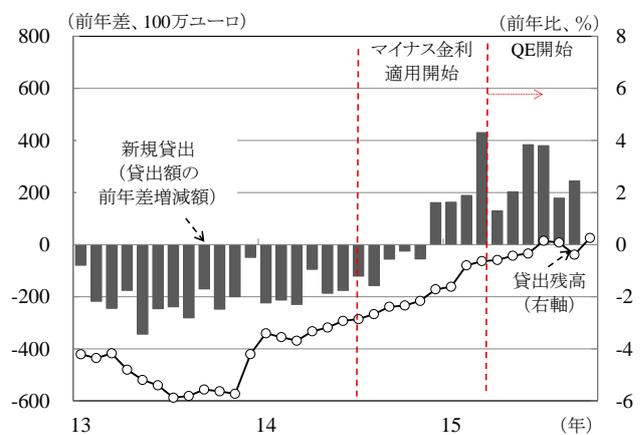
ユーロ圏の消費者物価上昇率は9月に一旦前年比マイナスに陥った後、10月は同+0.1%となった(第10図)。エネルギー価格の下落が主因であるが、エネルギーなどを除くコアインフレ率も同+1.0%近辺の低位に止まり期待インフレ率もじりじりと低下するなか、低インフレの長期化が見込まれる。これに対し、ECB は成長と物価の下振れリスクの高まりを指摘した上で、次回12月理事会で追加金融緩和の意図を示唆している。現行の資産購入プログラムの柔軟性を幾度も強調しており、追加緩和策として具体的には、資産購入期間(現行は16年9月まで)の延長や、対象資産や購入規模の拡大(現行は国債含む毎月600億ユーロ)、中銀預金の金利(現行▲0.2%)の引き下げ、追加緩和バイアス維持の表明、等が想定される。ECB による資産購入開始後も企業向け貸出の回復は弱く、追加緩和で貸出の一段の下支えや、米FRBによる12月利上げ観測も再び高まるなか、ユーロ安を通じた輸出と物価の押し上げを狙っているとみられる(第11図)。

第10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11図：ユーロ圏の企業向け銀行貸出



(資料)欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

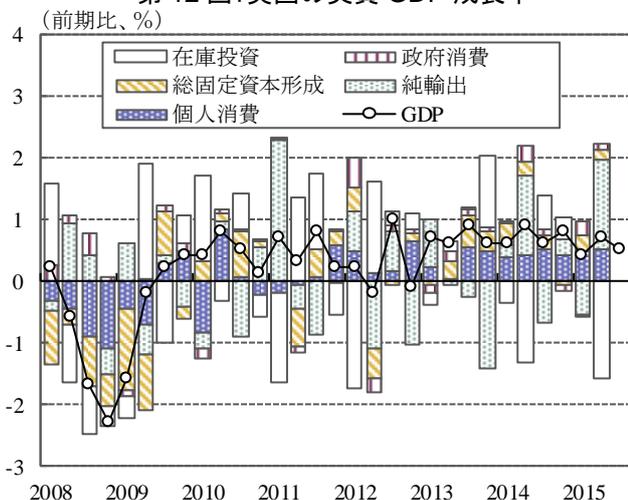
2. 英国

(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

足下の失業率は自然失業率並みの水準まで改善

英国景気は、底堅い拡大が継続している。7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%と、前期に比べ幾分減速したものの（第12図）、10月の購買担当者指数（PMI）の総合指数は55.4と、7-9月期の平均（55.0）を上回っており、景気の基調は引き続きしっかりしていると判断される。とくに足元にかけては、雇用環境の改善が一段と進み、失業率は5.3%（7～9月の平均値）と、自然失業率（5%台前半）並みの水準まで低下した（第13図）。

第12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13図：英国の失業率と名目賃金



（資料）英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成（年）

(2) 今後の見通し～国内民間需要が引き続き景気を牽引する公算

雇用・所得環境の一段の改善が家計を後押し

先行きの景気も、民間部門を牽引役とする内需の好循環により底堅く推移すると予想する。まず家計部門については、雇用・所得環境の改善持続が期待される。英中銀（BOE）は、労働需給のタイト化から2016年の名目賃金上昇率は、前年比+3%台後半に加速するとみている（前掲第13図）。また、住宅市況は2014年前半以降沈静化傾向にあったが、来年にかけて再び勢いを増す公算が大きい。住宅ローン承認件数などの先行指標は既上昇傾向にあるほか、住宅販売件数も今年央から上向きに転じ始めた。

設備投資も底堅い伸びの持続が期待される

企業部門についても、投資意欲が比較的高めの水準で推移しており、設備投資の底堅い伸びの持続が期待される（第14図）。一方、政府部門は財政緊縮が景気の重しとなろう。英国の財政赤字は、2014年時点で対GDP比5%超と高水準にあり、政府は2019年までの黒字化に向けて緊縮を続ける方針を掲げている。

外需については、輸出先の半分以上を占めるユーロ圏の景気持ち直しが

追い風となるが、ポンド高・ユーロ安の影響から力強さに欠ける状態が続く公算が大きい。ユーロについては、欧州中央銀行（ECB）が金融緩和を推進するとみられる一方、ポンドは英中銀（BOE）の利上げ接近（後述）を背景に強含みが想定されるためである。

潜在的なリスクは英国の EU 離脱懸念

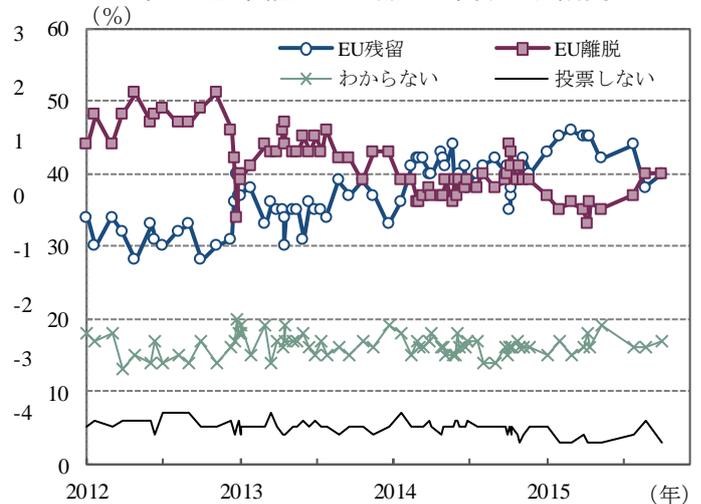
以上の要因を踏まえ、2015年の実質 GDP 成長率は前年比+2.4%、2016年は同+2.3%と予想する。なお、下振れリスク要因として、英国の EU 離脱懸念に留意する必要がある。特に最近の世論調査では、残留派と離脱派が拮抗し、予断を許さない情勢となっている（第 15 図）。EU からの離脱が現実味を帯びてきた場合には、設備投資や海外からの直接投資の抑制といった景気下押し圧力が高まるとみられる。

第 14 図：英国の設備投資と投資意欲



(注) 1. 2015年と2016年の実質民間設備投資は当室予想値。
2. 2015年末分の投資意欲指数は2015年10月の数値。
(資料) 英国立統計局、英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：英国の EU 離脱に関する世論調査



(資料) YouGov 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

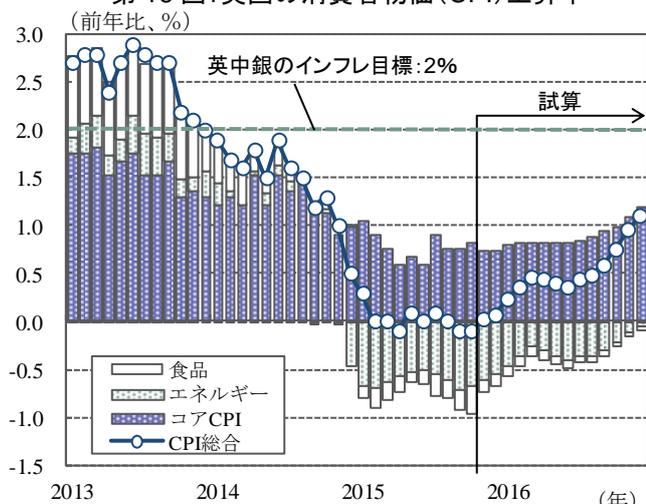
(3) 物価・金融政策～英中銀の利上げ開始は、基本的には 2016 年半ば過ぎと予想

足元のインフレ率は前年比ゼロ%前後で推移

消費者物価（CPI）上昇率は、原油価格の下落等から前年比ゼロ%前後で推移しており（コアインフレ率は同+1%前後）、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 16 図）。ただし、経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップをみると、足元の供給超過幅は対 GDP 比 0.5%程度（BOE 試算）まで縮小しており、潜在的なインフレ圧力は徐々に高まってきていると判断される。

先行きは、原油安効果が徐々に剥落するとみられるなか、景気拡大の持続による需給バランスのタイト化に伴い、基調としてのインフレ圧力は上昇傾向を辿ろう。加えて、前述した賃金上昇の加速により、人件費の面でもインフレ圧力は高まってくると予想する。また、住宅市況の持ち直しが進むことで、来年中頃には住宅バブルの再燃回避の観点からも、金融引き締めが必要になるとみられる（第 17 図）。

第16図: 英国の消費者物価(CPI)上昇率



(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

第17図: 英国の住宅ローン承認件数と住宅価格



(資料) 英中銀、英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**初回利上げの時期
は2016年半ば過ぎ
頃と予想**

以上のような経済面での想定を踏まえると、初回利上げは2016年の半ば過ぎであろうと基本的には考えられる。ただし最終的な判断には、英国のEU離脱の是非を問う国民投票の実施時期も考慮する必要があるだろう。当該国民投票は、今のところ2017年末までの実施が決まっているのみで、具体的な日程は未定だが、2016年中に行われる可能性も指摘されている。BOEは国民投票直前の利上げは回避するとみられるほか、仮に離脱が選択され、先行き不透明感が高まった場合には、相当期間利上げを先送りする可能性が大きい。

(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 | 0.9 | 1.4 | 1.5 | 0.4 | 0.1 | 0.9 | 2,954 | 2,784 | 2,650 |
| ドイツ | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 0.8 | 0.4 | 1.4 | 2,649 | 2,599 | 2,424 |
| フランス | 0.2 | 1.0 | 1.3 | 0.6 | 0.0 | 0.9 | ▲ 277 | ▲ 216 | ▲ 50 |
| イタリア | ▲ 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.2 | 0.0 | 0.7 | 364 | 347 | 283 |
| 英国 | 2.9 | 2.4 | 2.3 | 1.5 | 0.0 | 0.6 | ▲ 1,530 | ▲ 1,249 | ▲ 1,205 |

(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 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 4.7 | 3.6 | 3.9 |
| 実質GDP | 0.9 | 1.4 | 1.5 | 2.9 | 2.4 | 2.3 |
| <内需寄与度> | 0.8 | 1.4 | 1.4 | 3.2 | 1.8 | 2.3 |
| <外需寄与度> | 0.1 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.4 | 0.6 | 0.1 |
| 個人消費 | 0.9 | 1.7 | 1.4 | 2.6 | 2.8 | 2.0 |
| 政府消費 | 0.8 | 1.3 | 1.3 | 1.9 | 2.0 | 1.5 |
| 総固定資本形成 | 1.3 | 1.6 | 0.8 | 7.5 | 3.7 | 5.0 |
| 在庫投資 (寄与度) | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | 0.1 | 0.2 | ▲ 1.3 | ▲ 0.1 |
| 輸出 | 3.9 | 4.4 | 2.8 | 1.8 | 3.0 | 1.4 |
| 輸入 | 4.2 | 4.6 | 2.7 | 2.8 | 1.0 | 1.1 |

- (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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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、弊行ホームページでもご覧いただけます。