

西欧経済の見通し

～実体経済の底堅さの一方で、金融市場や新興国経済の不透明感が高まる～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

実体経済は概ね底堅く推移も、金融市場は不安定

ユーロ圏では引き続き周縁国の脆弱さや地政学リスク、難民問題などを抱えながらも、実体経済は概ね底堅く推移している。ユーロ圏の 2015 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期並みの成長ペースを維持した(第 1 表)。需要項目別の内訳は未発表であるが、暖冬の影響により季節商品や暖房関連の消費が減速したものの、建設投資は押し上げられたとみられる。一方、輸出は新興国経済減速の影響もあり伸び悩んだ。この結果、2015 年通年では前年比+1.5%成長と、2014 年の同+0.9%から加速した。国別にみると、10-12 月期にはドイツ(前期比+0.3%)やスペイン(同+0.8%)が堅調を維持した一方で、フランス(同+0.2%)は 11 月に発生したテロの影響で個人消費が落ち込むなど減速した。

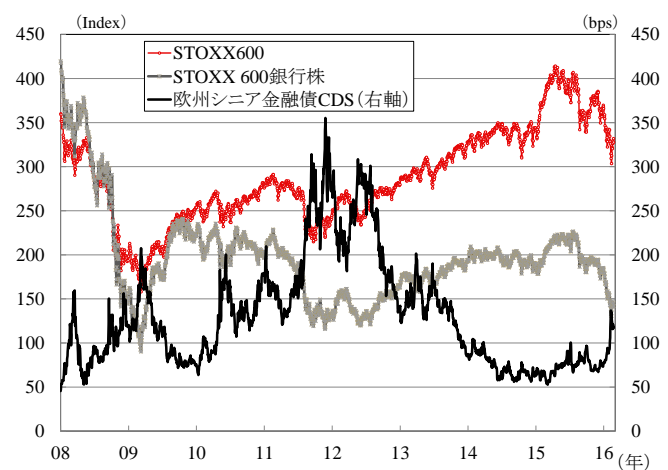
実体経済の底堅さの一方で、金融市場は不安定となっている(第 1 図)。欧州大手銀行の債務利払いを巡る不安が、周縁国の不良債権問題と金融規制強化の影響に対する懸念と相俟って、銀行株は大幅に下落し、CDS も急上昇、債務危機の緊張が続いた 2012-13 年来の水準に至った。

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	10-12
ユーロ圏	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
ドイツ	0.7	▲ 0.1	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
フランス	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	0.1	0.7	0.0	0.3	0.2
イタリア	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.4	0.3	0.2	0.1
スペイン	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.8	0.8
ポルトガル	▲ 0.5	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	0.0	0.2
ギリシャ	0.6	▲ 0.3	1.2	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2	▲ 1.4	▲ 0.6

(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：欧州の銀行株と CDS 動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

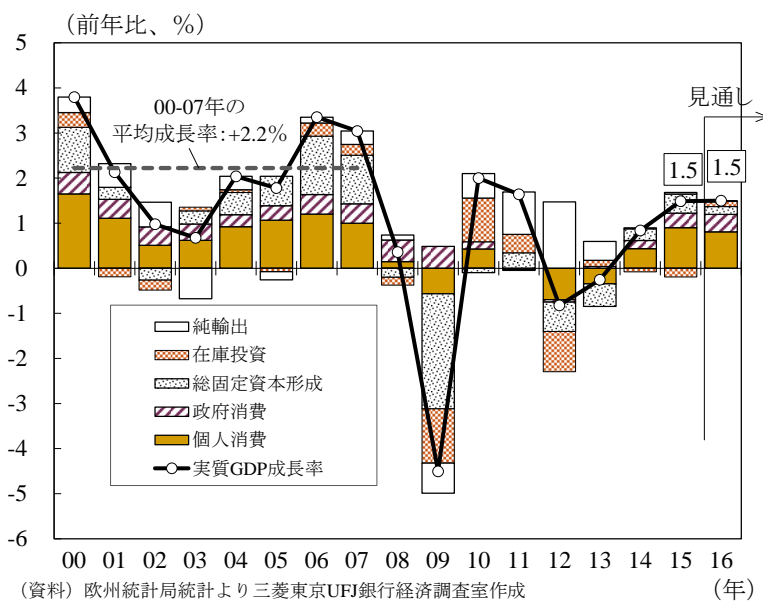
(2) 今後の見通し

消費主導による緩やかな回復は不変だが、輸出の下押し圧力が残存

ユーロ圏経済の先行きを展望すると、内需が下支えとなり底堅さは続くとみられ、とりわけ個人消費が堅調を維持する見込みである。雇用情勢の改善が続くとみられるなか、年明け以降の原油価格の下落は、実質所得押し上げ効果が見込まれる。輸出については、米国や英国向けが下支えとなることで、大幅な失速は回避すると考えるが、新興国経済の減速が響くとみられ、下振れリスクが大きい点には留意が必要である。こうした輸出の下押し圧力は残るが、財政緊縮の一巡や難民対策費用の拡大などが、建設投資と政府支出を押し上げると期待され、2016 年も前年比+1.5%と、辛うじて前年並みの成長率を維持すると予想する（第2図）。

年初来の金融株の大幅安や CDS の急上昇については、欧州中央銀行（ECB）がこの先もマイナス金利幅を拡大する公算が大きいなか、銀行収益がさらに圧迫され、金融システムが不安定化するリスクが台頭している。

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

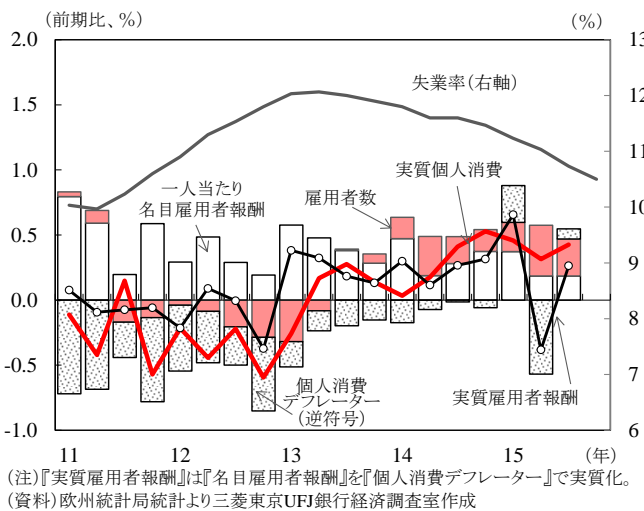
① 堅調を維持する個人消費の持続性

雇用環境の改善が続くなか、原油安の追い風を受け消費は増勢基調を維持する見込み

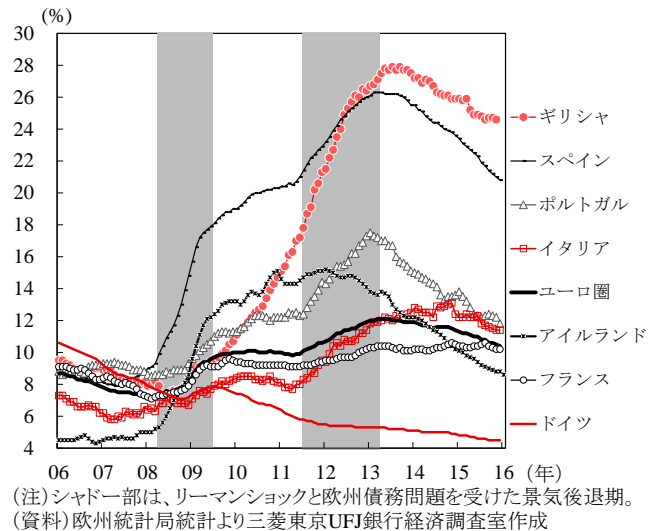
消費が堅調を維持している背景には、原油安の追い風もあるが、雇用・所得環境の改善が続いていることがベースにある（第3図）。失業率をみると、ユーロ圏の失業率は昨年12月に10.4%と低下傾向が続いている（第4図）。国別にみるとドイツが4.5%（EU統一基準）と東西統一以来の最低水準を維持している一方で、スペインは20.8%（同）と、依然高水準ながらも失業率の低下ペースが足元で速まっている。スペインでは長らく続

いた住宅市場の調整が一巡するなか、自動車の販売促進策が奏効するなど製造業部門の雇用者数が伸びている。このように雇用情勢が改善しているなかでは、足元の原油安はさらに先行きの実質所得押し上げを通じて消費を下支えすることが期待できる。

第3図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



第4図：ユーロ圏の失業率



② 新興国経済減速の影響

昨年半ば以降、新興国向け輸出が減速

ユーロ圏経済のリスクとしてはまず、新興国経済減速の影響が挙げられる。ユーロ圏ではECBの金融緩和の効果を受けたユーロ安の恩恵もあり、特に昨年前半は輸出が好調に推移した。しかし、昨年半ば以降は新興国経済の減速やユーロ上昇もあり、アジア向けに陰りがみられる。

過去に輸出が低迷したITバブル崩壊後の2001-03年やグローバル金融危機時の2008-09年、欧州債務危機後の2012-13年と比較すると、ユーロ圏の域外向け輸出に占める新興国向けのウェイトは、ITバブル崩壊後は約36%であったのに対し、足元では約50%に拡大、内アジア向けは約10%から約16.5%に拡大している(第2表)。

足元の状況はリーマンショック時のように世界的な需要の落ち込みはみられず、先行きは内需主導で自律的な景気拡大が見込まれる米国、英国を中心とした先進国経済が下支えとなるとみられる。しかしながら、原油の一段安を受けたロシア経済の悪化や中国経済の減速継続など、ウェイトが大きい新興国の下振れリスクが大きい点には留意が必要である。

第2表：過去の景気低迷期の輸出動向比較

	新興国向け輸出シェア		輸出伸び率 (%)						
	内、アジア	ユーロ圏外	新興国		先進国			米国	英国
			アジア	ロシア・中東欧	先進国	米国	英国		
①2001-03年	36.2	10.4	1.9	5.2	7.2	8.8	0.2	▲ 0.7	1.3
②2008-09年	47.8	14.0	▲ 6.9	▲ 3.8	0.7	▲ 8.4	▲ 9.5	▲ 11.2	▲ 12.5
③2012-13年	49.5	15.6	4.3	4.9	4.3	2.4	3.7	5.4	5.8
④2015年	48.5	16.5	5.5	1.1	5.1	▲ 4.8	9.6	17.3	9.7

(注) 2015年は11月までのデータ。

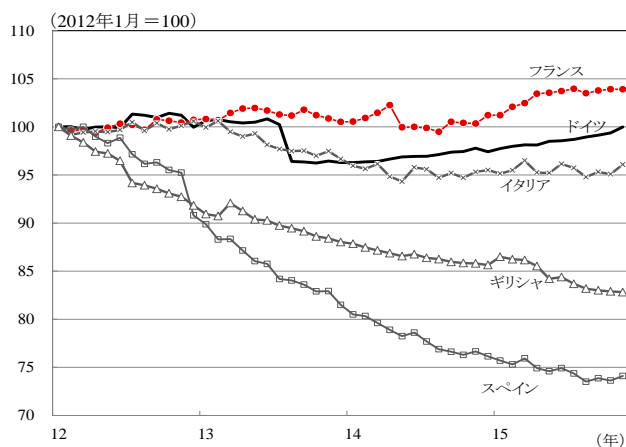
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 金融不安の再燃リスク

債務調整の継続に
マイナス金利も圧
し掛かり、銀行セク
ターの不透明感が
高まる

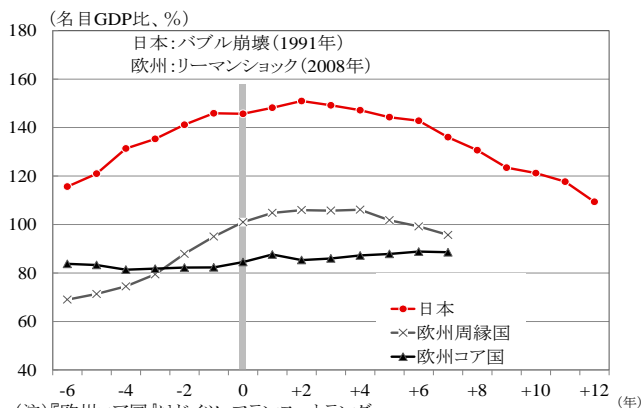
もう一つのリスクは、金融不安が再燃するリスクである。ユーロ圏の銀行貸出は、ECBの金融緩和策を受けて、ドイツやフランスなど主要国主導で2015年初以降、前年比プラスに転じているが、周縁国の銀行貸出は未だ低迷している(第5図)。企業債務をみても、欧州周縁国はユーロ発足後に積み上げた債務の調整途上にある(第6図)。こうした中で、年明け以降の金融市場の混乱で、ギリシャやポルトガルの国債利回りは再び上昇に転じている。欧州大手銀行の赤字決算や債券利払い不安から、銀行株が急落しCDSも急上昇するなど、信用不安が台頭した。また、世界的な金利低下に伴う銀行の収益悪化懸念も逆風となっている。リーマンショックや欧州債務危機の経験から、欧州ではECBによる資金供給機能の強化や、欧州安定メカニズム(ESM)による資本注入制度の創設など、セーフティーネットが整備され、金融危機に対する耐性を強化してきたものの、ECBがこの先もマイナス金利幅を拡大する公算が大きいなか、銀行収益はさらに圧迫されるおそれがあり、金融システム的不安定には注視を要する。

第5図：ユーロ圏の銀行貸出



(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ユーロ圏の企業債務残高



(注) 『欧州コア国』はドイツ、フランス、オランダ。

『欧州周縁国』は、スペイン、イタリア、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド。

(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

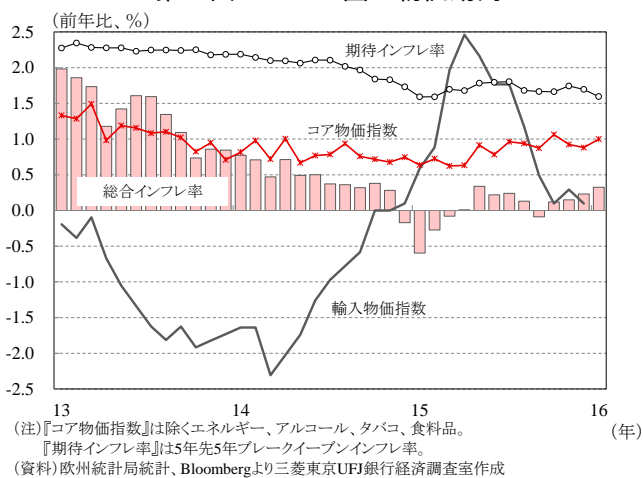
(4) 金融政策

ECB は年初来の新興国／金融・商品市場動向を踏まえ、3月の追加緩和実施を示唆

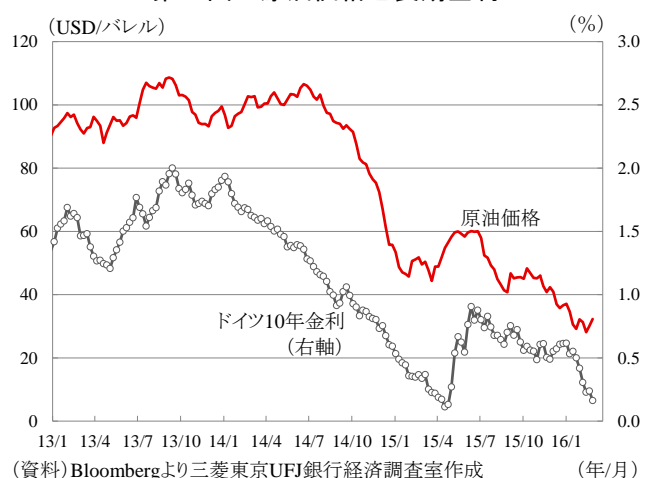
ECB は1月21日の理事会において、ユーロ圏経済の現状について、「実体経済の持ち直しは続いており、これまでの金融政策の効果も確認される」と評価した。しかしながら、「年明け以降、新興国経済の不透明感や、金融・商品市場のボラティリティ、地政学リスクの高まりを受けて、ユーロ圏経済の成長・物価見通しの下振れリスクが強まった」と認識している。ユーロ圏の消費者物価上昇率は1月に前年比+0.3%に小幅加速したものの依然弱く、ECB は原油価格の一段の下落がその主因とみている（第7図、8図）。ECB は、原油価格の下落はユーロ圏経済にとって、概して実質所得の増加や企業収益の改善などを通じたプラスの効果をもたらすと考えているが、今般の価格下落の背景には、世界経済の減速懸念やボラティリティの高まりがあるため、そのプラス効果も抑えられる可能性がある」と警戒している。

かかる環境下、「金融政策を再度検討する必要性が増大した」として、次回3月の理事会において、再び追加緩和を実施することを強く示唆している。

第7図：ユーロ圏の物価動向



第8図：原油価格と長期金利



(大幸 雅代)

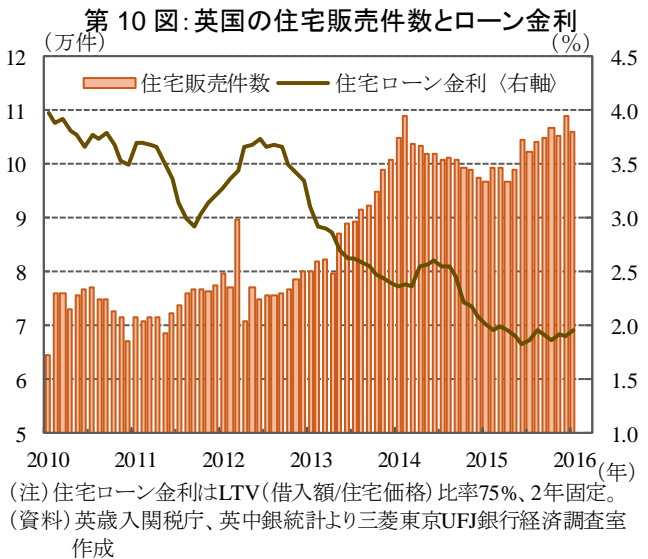
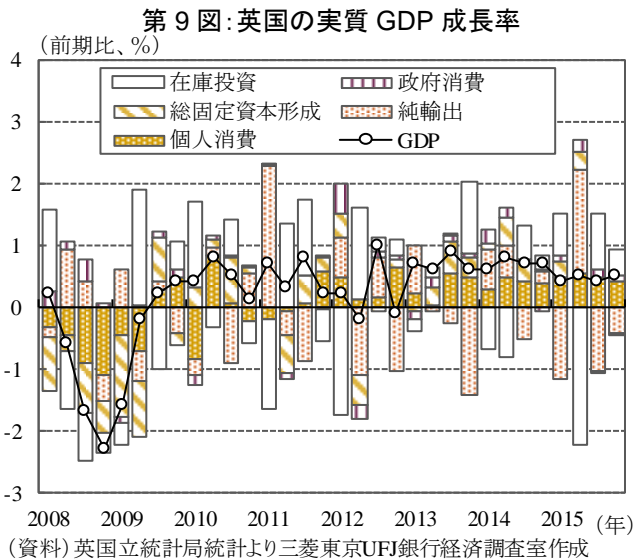
2. 英国

(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

雇用・所得環境の改善が続くなか、住宅市況の勢いも再び高まる

英国景気は、底堅い成長が継続している。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%となり、前期の同+0.4%を上回った（第9図）。この結果、2015年通年の成長率は前年比+2.2%と、2014年の同+2.9%からは減速したが、引き続き潜在成長率（同1%台後半）を上回る伸びを維持した。

足元の失業率は5.1%と2005年以来の低水準にあり、雇用・所得環境の改善持続を追い風とする、個人消費の堅調さが景気拡大を支えている。また、低金利環境の継続も一因となり、住宅市況の勢いが再び高まってきている。住宅販売件数は、昨年後半から持ち直しに転じ、12月には2014年初以来の水準まで増加した（第10図）。



(2) 今後の見通し～下振れリスクに警戒が必要

良好な雇用・所得環境が今後も景気を牽引

景気は先行きも底堅く推移する公算が大きいとみるが、年初以降下振れリスクが高まってきている点には留意する必要がある。

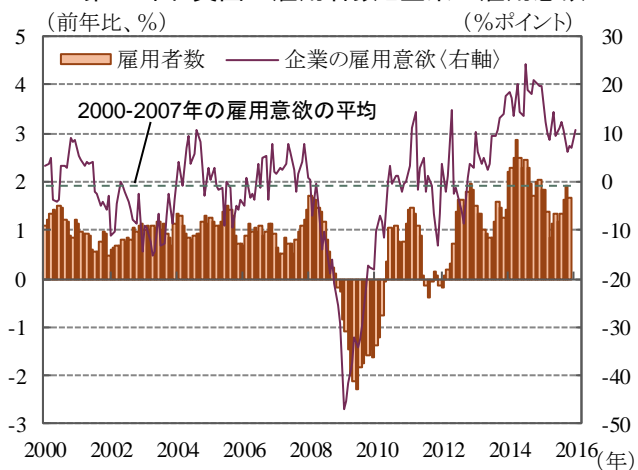
まずプラス要因からみていくと、良好な雇用・所得環境が今後も景気の牽引役となろう。企業の雇用意欲は、2014年に比べれば低下しているものの、引き続き高水準にあり、雇用拡大の持続を示唆している(第11図)。また、労働需給のタイト化を受けた名目賃金の上昇が予想されることに加え、低インフレの継続が実質購買力の増加に寄与しよう。

金融市場の動揺やEU離脱懸念がマインド悪化に繋がる恐れ

一方、足元、金融市場を中心に先行き不安が高まっている点が懸念される。世界的に株安が進行するなか、英国の株価も軟調に推移しており、企業や家計のマインド悪化要因となる恐れがある(第12図)。加えて英国については、EUからの離脱懸念も不透明感を強める原因となっている。最近の世論調査では、離脱支持が残留支持を上回ることも多く、今後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に繋がろう。

2016年の実質GDP成長率は、ほぼ昨年並みの前年比+2.1%と予想するが、潜在的な下振れリスクは昨年よりも大きいと判断される。

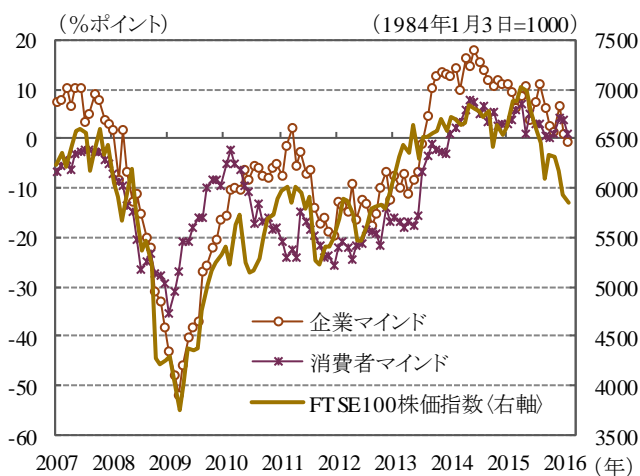
第 11 図: 英国の雇用者数と企業の雇用意欲



(注) 企業の雇用意欲は、今後数カ月間で「雇用を増やす」と回答した企業の比率から「雇用を減らす」と回答した企業の比率を引いたもの。

(資料) 英国立統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図: 英国のマインドと株価



(資料) 欧州委員会統計、Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価・金融政策～原油安の再進行によりインフレ率の上昇時期は後ずれ

足元のインフレ率は前年比ゼロ%前後で推移

足元、消費者物価 (CPI) 上昇率は前年比▲0.1～+0.3%と、低水準での推移が続いている。物価を取り巻く状況を見ていくと、まず、経済全体の需給バランスは、景気拡大の持続を反映して徐々にタイト化してきている。英中銀 (BOE) や欧州委員会の試算では、需給の緩みは昨年末時点ではほぼ解消したとみられている。また、失業率が自然失業率 (5%台前半) 並みに低下しており、先行きも雇用の改善が続けば、賃金上昇圧力が高まってこよう。

潜在的には物価上昇圧力が高まりつつあるが、原油安が下押し要因に

このように構造面からは、潜在的な物価上昇圧力が高まりつつある一方、目先については、原油価格の再下落がインフレ率の上昇を抑制する可能性が大きい。足元の CPI 上昇率 (前年比) は、エネルギー価格の下落によって 0.6～0.7%ポイント程度押し下げられているが、当室の原油価格見通しを前提とすると、少なくとも今年央までは足元並みの下押しが続く見込みである。

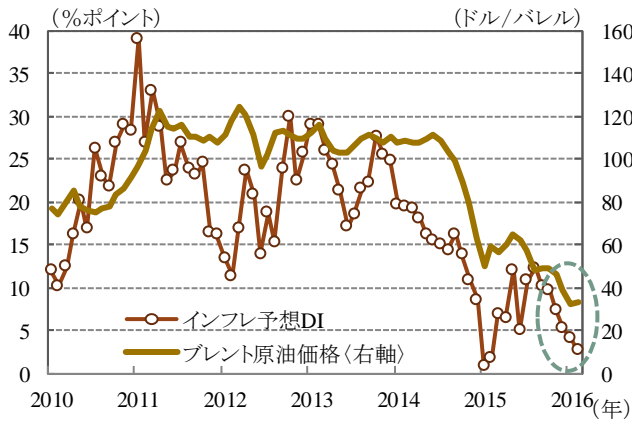
原油価格の下落は、消費者のインフレ期待低下にも繋がっている (第 13 図)。需給バランスはタイト化の方向にあるものの、今しばらくはインフレ期待が低水準に止まることで、実際のインフレ率も、今年半ば過ぎまで一進一退の状況が継続すると予想する。

EU 離脱の是非を問う国民投票の結果によっては、利上げは先送りの見込み

BOE の金融政策に関しては、次の政策変更は利上げとみるが、インフレ率が底ばい状態となる当面は金利据え置きが続く公算が大きい。また、6月23日に実施が予定されている、EU 離脱の是非を問う国民投票も考慮する必要がある。政治的な先行き不透明感の高まりが金融市場等の動揺を

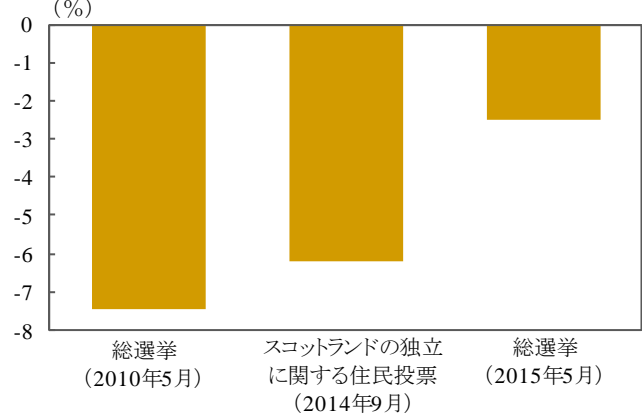
招く可能性は否定できず（第14図）、BOEは少なくとも国民投票前の利上げは回避するとみられる。また、仮に離脱が選択された場合、利上げは相当期間先送りとなる。

第13図：原油価格と英国のインフレ期待



(注) インフレ予想DIは、先行き1年間でインフレ率の「上昇」を予想する回答比率から「低下」を予想する回答比率を引いたもの。
 (資料) Macrobond、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：政治的不透明感に伴うボンド下落ケース



(注) 2010年と2015年の総選挙ではともに、いずれの政党も議席の過半数を獲得できない「ハング・パラメント」となるリスクがあり、政局の不安定化が懸念された。
 (資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
ユーロ圏	0.9	1.5	1.5	0.4	0.0	0.5	3,022	3,423	2,650
ドイツ	1.6	1.7	1.7	0.8	0.1	0.9	2,656	2,740	2,424
フランス	0.2	1.1	1.3	0.6	0.1	0.6	▲ 242	▲ 30	▲ 50
イタリア	▲ 0.4	0.6	0.8	0.2	0.1	0.3	379	380	283
英国	2.9	2.2	2.1	1.5	0.0	0.3	▲ 1,524	▲ 1,201	▲ 1,141

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2014年 (実績)	2015年 (見込み)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
名目GDP	1.7	1.5	1.6	4.7	2.6	2.8
実質GDP	0.9	1.5	1.5	2.9	2.2	2.1
<内需寄与度>	0.9	1.4	1.5	3.2	2.7	2.8
<外需寄与度>	0.0	0.0	0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.6
個人消費	0.8	1.6	1.5	2.5	2.9	2.4
政府消費	0.8	1.5	1.8	2.5	1.7	1.7
総固定資本形成	1.3	2.1	0.7	7.3	4.2	2.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.4	0.4
輸出	4.1	4.7	2.7	1.2	5.0	1.0
輸入	4.5	5.1	2.8	2.4	6.2	2.6

- (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。