

欧州経済の見通し

～Brexit により成長率は鈍化も、回復基調は維持する見通し～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の景気はこれまでのところ緩やかな回復を続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と底堅く推移した。需要項目別の内訳は未公表ながら、実質小売売上高が同時期に同+0.8%と高めの伸びとなっていたことから、個人消費は耐久財を中心に堅調だったとみられる。国別にはオランダやイタリアで減速したものの、ドイツ、フランスで加速した（第 1 表）。内訳が発表された主要国をみると、ドイツでは個人消費が同+0.3%、建設投資も同+1.6%と増勢を強め、輸出も同+1.8%とプラスに転じた。フランスでも個人消費が同+0.6%と、例年より気温が低かったことによる電気・ガスなどのエネルギー消費や自動車購入の増加により好調で、設備投資も製造業を中心に加速するなど内需が堅調であった。また、輸出も輸送用機械を中心に同+1.1%と増加した。

(2) 今後の見通し

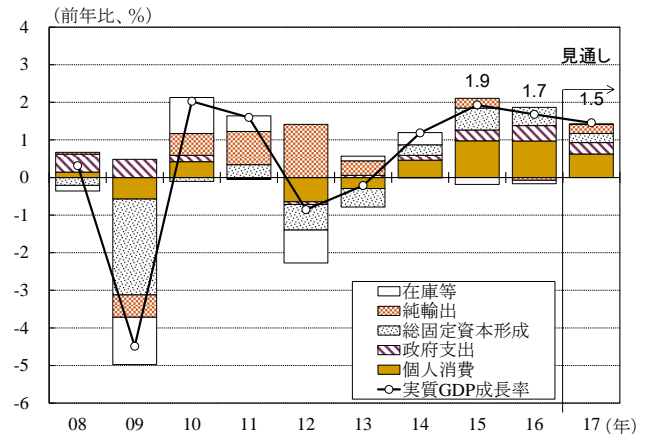
ユーロ圏は内需主導の景気回復が持続する見込みである。確かにこの先、物価上昇による実質購買力低下などを受けて個人消費は伸び悩みが予想されるほか、設備投資も昨年の伸びは期待し難い。しかし、労働需給の改善を受け、失業率は先行き引き続き低下が見込まれる上、企業収益の増加や設備稼働率の高まりから、全体として回復基調は途切れるには至るまい。外需においても、輸出は英国向けこそ低迷が見込まれる一方で、米国向けは同国の景気加速を受けた回復が想定されることから、全体では緩やかな拡大を維持するものとみられる。この結果、ユーロ圏の今年の実質 GDP 成長率は前年比+1.5%となる見通しである（第 1 図）。

第1表：主要国の実質GDP成長率

	2015				2016			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.5	0.1	0.4
フランス	0.6	0.0	0.4	0.2	0.6	▲ 0.1	0.2	0.4
イタリア	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.2
スペイン	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
オランダ	0.6	0.1	0.2	0.3	0.7	0.7	0.8	0.6
ギリシャ	0.7	0.0	▲ 1.7	1.6	▲ 0.6	0.3	0.9	▲ 0.4

(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：ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



(注) 2016年の需要項目別内訳は、当室の見込み値。

(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

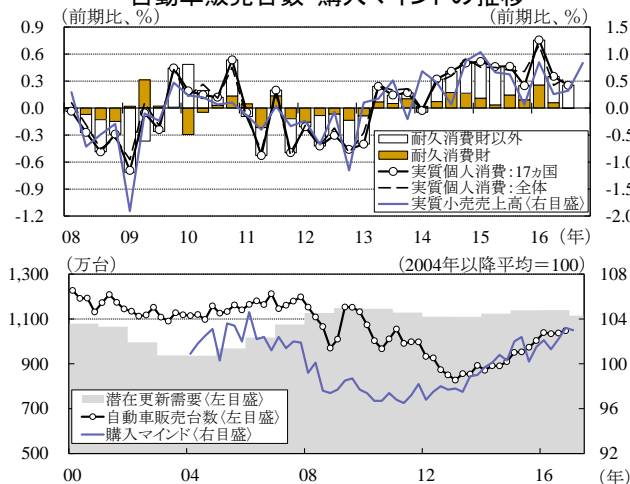
(3) 見通し上のキーポイント

① 個人消費は物価上昇による下押しにより、伸び率は小幅縮小へ

個人消費は雇用・所得環境の持続的な改善に支えられ昨年 10-12 月期も底堅く推移しており、実質小売売上高を見ても前期比+0.8%と高い伸びとなった（第 2 図上）。耐久財消費に大きく影響する自動車販売台数をみると、手控えられてきた買換え需要の顕在化などで 2016 年通年では前年比+7.1%、10-12 月期も前期比+1.0%と好調であることも一因であろう（第 2 図下）。

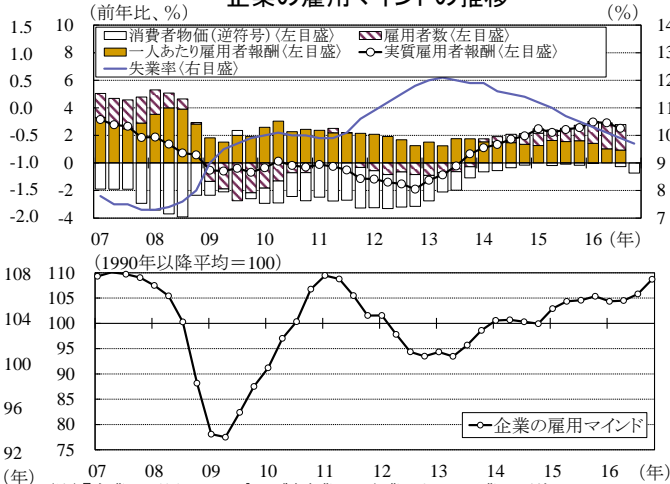
先行き、実質雇用者報酬の増加幅はインフレに伴う実質購買力の押し下げにより縮小しよう（第 3 図上）。他方、個人消費を牽引してきた自動車販売は、伸びが更に高まるとは考え難いものの、引き続き買い換え需要の顕現が下支えとなろう。また、企業の雇用マインドの上昇からは企業の採用意欲が衰えていないこと、失業率の水準からは労働市場に改善余地があることが示唆されている（第 3 図下）。雇用環境の改善に支えられ個人消費の腰折れには至らないと見込まれる。

第2図：ユーロ圏の実質個人消費・実質小売売上高と自動車販売台数・購入マインドの推移



(注) 1. 『17カ国』は、内訳が公表されていないベルギー・アイルランドを除く17カ国。
 2. 『自動車販売台数』は、新車登録ベース、年率換算値。
 3. 『潜在更新需要』は、乗用車の平均使用年数(9年)を用い試算。
 (資料) 欧州統計局、中央銀行、委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ユーロ圏の実質雇用者報酬・失業率と企業の雇用マインドの推移

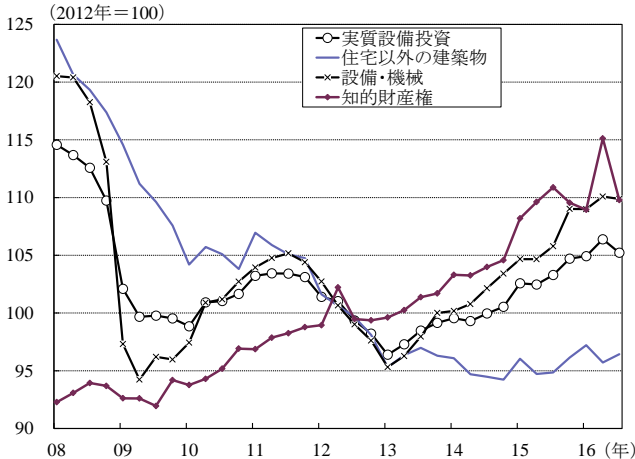


(注) 『企業の雇用マインド』は、製造業と小売業、サービス業の平均。
 (資料) 欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 設備投資の回復ペースは緩やかとなる見込み

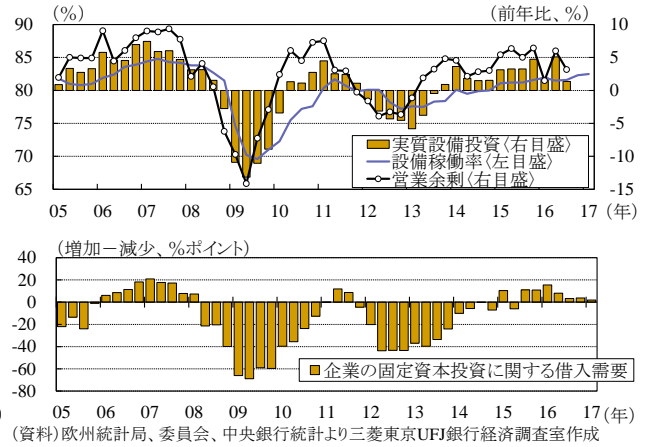
設備投資は、設備・機械投資等の増加に牽引されているものの、建設投資の回復の鈍さから小幅の増加に止まっている（第 4 図）。設備稼働率が上昇基調にあることや企業収益の増加が継続していることから、設備投資は増勢を維持する見通しであるが、緩和的な金融環境が続く中でも企業の固定資本投資に関する借入需要は高まる様子が窺えない（第 5 図）。設備投資の増加ペースは、欧州債務危機時に累積していたペントアップ需要も徐々に剥落することが予想されることから、緩やかなものに止まると予想される。

第4図：ユーロ圏の財別にみた実質設備投資の推移



(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5図：ユーロ圏の設備稼働率・実質設備投資・営業余剰と企業の固定資本投資に関する借入需要の推移

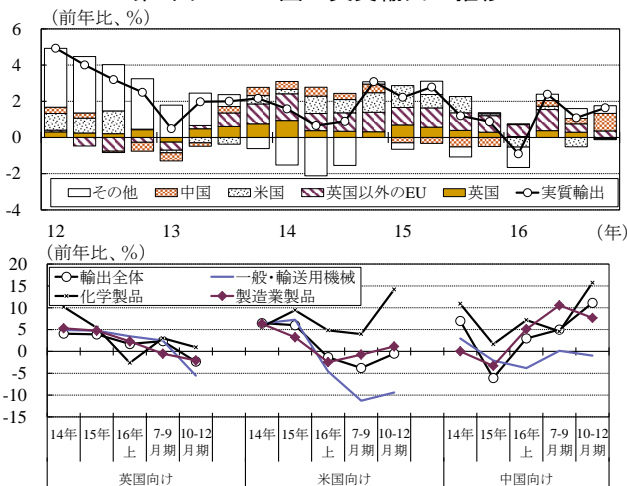


(資料) 欧州統計局、委員会、中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 輸出は英国の低迷を、米国が補い回復へ

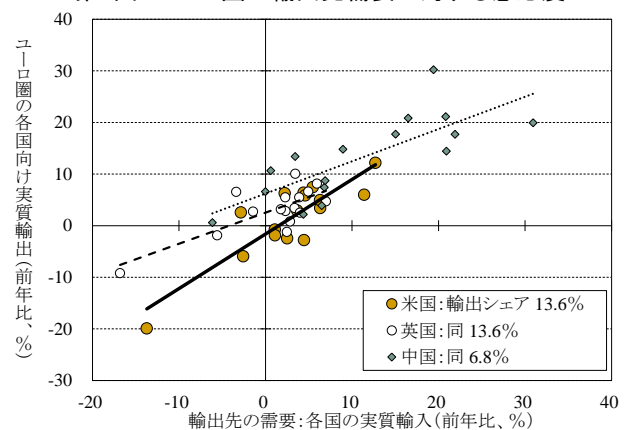
昨年 10-12 月期の輸出（通関ベース）は主要輸出先である英国・米国向けの減少により伸び悩んだものの、中国向けの増加を受け全体で前年比+1.6%と前期から加速した（第 6 図）。主要輸出先・品目別の動向を確認すると、中国向けは化学・製造業製品を中心に増勢を強めているほか、米国向けは一般・輸送用機械の減少が全体を下押ししているものの、その減少幅は縮小しており、底打ちの兆しがみられる。一方で、英国向けは一般・輸送用機械と製造業製品で減少、化学製品も減速した。この先も、英国向けは景気減速に伴い弱含む見込みであるが、ユーロ圏の輸出の、米国の需要（輸入量）変動に対する感応度は、英国や中国と比較して大きい（第 7 図）。今後は英国向けの低迷を米国向けの回復が補う格好で輸出全体では回復へ向かうとみられる。

第6図：ユーロ圏の実質輸出の推移



(注) 『2016年10-12月期』は、英国のみ11月までの実績。
(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7図：ユーロ圏の輸出先需要に対する感応度



(注) 散布図の期間は2001年から2016年まで、輸出シェアは2016年。
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

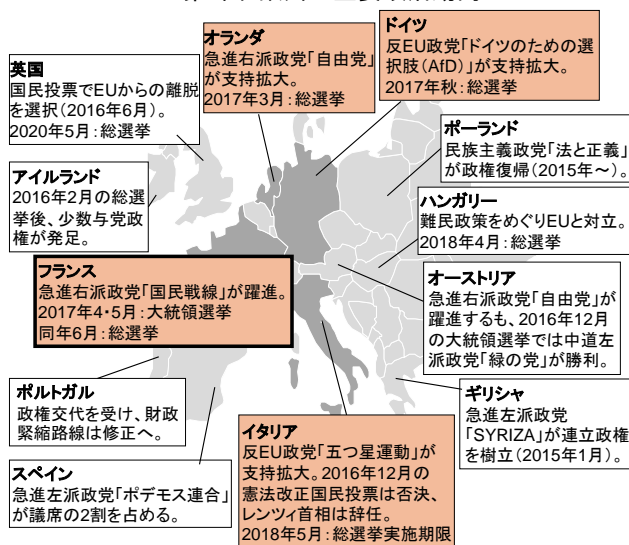
④ 欧州選挙で試される EU の求心力

今年3月にオランダで総選挙が、4月から6月にかけてはフランスで大統領選挙・議会選挙、9月にはドイツで総選挙と、EU 原加盟国で重要な選挙が相次いで予定されている(第8図)。欧州では、自国の治安の悪化や高失業は移民の流入拡大によるものとの主張などを背景に、急進右派政党を中心とした EU 懐疑派政党が支持を伸ばしている。欧州委員会が昨年11月に発表した調査では、「平和」や「移動の自由」、「単一通貨(ユーロ)」など複数の項目から「EU のメリットは何か」を問う質問に対して、「何もない」との回答が多く、多くの国で上昇した(第9図)。また、選挙に関する世論調査では EU 離脱に関わる国民投票実施を公約に掲げるオランダの自由党が第一党となり、フランスでは国民戦線のルペン党首が大統領選で決選投票に残る可能性が示され、EU の先行きに対する不透明感が高まっている。

もともと、上述の結果となった場合でも、少数政党による連立政権が常態化しているオランダ議会では自由党を除いた現与党連合が議会運営を主導することが予想される。フランスでも、EU 離脱選択の国民投票実施には原則議会の承認が必要であるところ、大統領選後に控える6月の議会選挙で国民戦線の議席数が過半数となる可能性は低く(注1)、ルペン党首が掲げる EU 離脱などの極端な公約が実現する環境は整わないとみられる。ただし、新政権が治安の悪化や高失業などの問題を改善できないまま、EU に懐疑的な民意が今後も高まることとなれば、EU 懐疑派政党への支持や次回選挙での議席獲得数が更に拡大する可能性は高まり、EU に対する遠心力がかかり続けることとなろう。

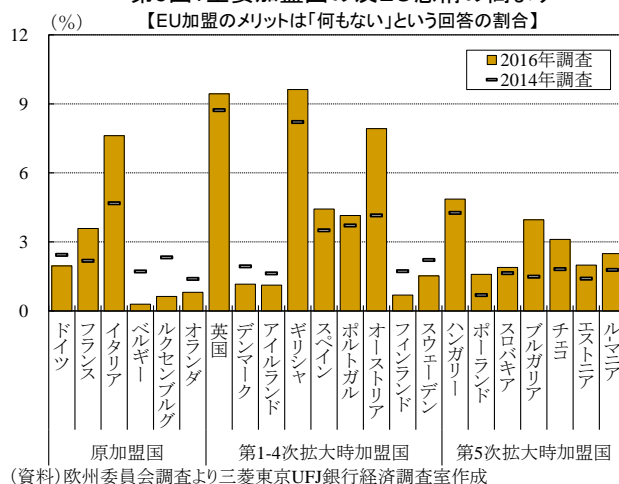
(注1) フランスでは、議会選挙に2回投票の小選挙区制を採っており、実際2012年の前回選挙で国民戦線の得票率は14%を占めたものの、577議席中2議席の獲得に止まった。

第8図: 欧州の主要政治動向



(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

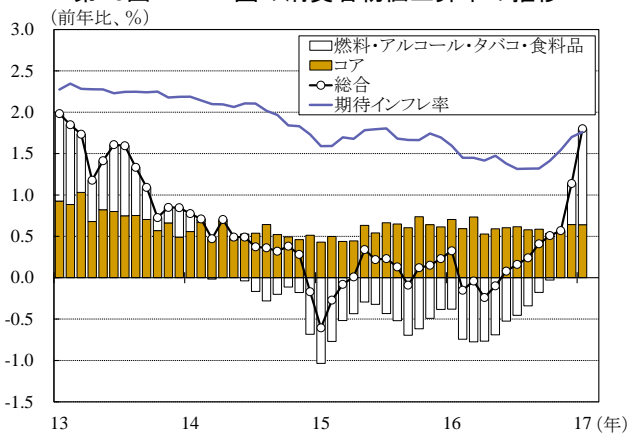
第9図: 主要加盟国の反EU感情の高まり



(4) 金融政策

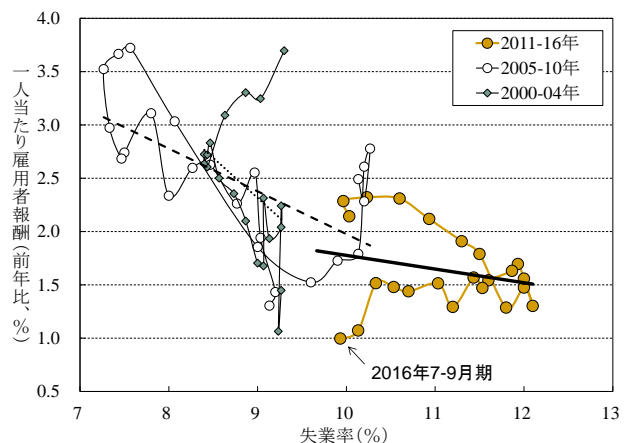
ユーロ圏の総合インフレ率は1月に前年比+1.8%と、資源価格の持ち直しを受けて急加速したが、コアの加速ペースは引き続き鈍い(第10図)。失業率と賃金インフレの関係を見ると、失業率の低下を受けても賃金インフレ圧力が2000年代程には強まっておらず(第11図)、インフレ圧力が本格的に強まるのは暫く先となる見込みである。また、ECB理事からはハト派のみならず、タカ派である独連銀総裁からも「緩和的な金融政策を終了できる段階に来ていない」との発言があった。4月に予定されている資産購入プログラム減額の影響を見極める必要があるという点からも、ECBは現状の金融緩和策を維持し、様子見姿勢をとる公算が大きいといえよう。

第10図:ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



(注)『期待インフレ率』は5年先の5年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:ユーロ圏の一人当たり雇用者報酬と失業率



(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

(前原 佑香)

2. 英国

(1) 景気の現状

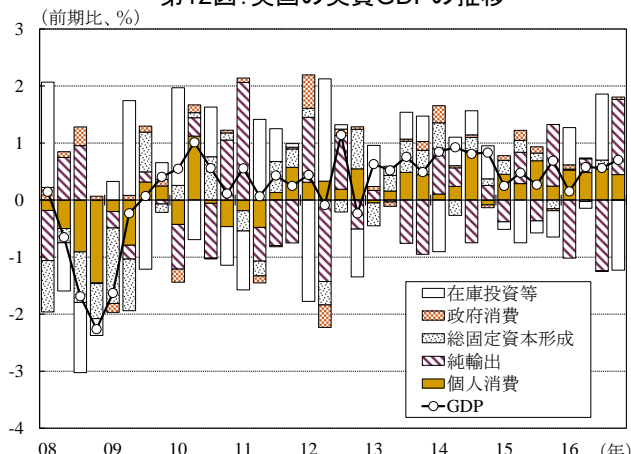
英国経済は国民投票でEU離脱が選択されてからも、足元まで底堅い成長ペースを維持している。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、前期の同+0.6%を上回った(第12図)。個人消費と総固定資本形成の伸びが鈍化した一方、輸出の増加を主因とした純輸出(輸出-輸入)の寄与度拡大が成長率を押し上げた。10-12月期の輸出については、航空機や金といった振幅の大きい品目の上ぶれが全体の伸びを一段と高める要因となっているため(注2)、1-3月期は反動による伸びの鈍化が見込まれるものの、輸出の基調は増加傾向にあると考えられる。

(注2) 10-12月期の名目輸出(通関ベース)は前期比+10.4%。うち、金を含む非分類品目の寄与度は+4.1%ポイント、航空機の寄与は+0.9%ポイント。

もっとも月次の経済指標を確認すると、雇用者数の増加に頭打ち感がみられるなか、インフレ率の上昇を受け、実質小売売上は1月まで3ヵ月連続で前月比マイナスとなっているのには留意される(第2表)。昨年8月の英中銀(BOE)の利下げの効果として、住宅

販売件数は比較的底堅く推移しているものの、消費者信用残高の伸びには鈍化の動きがみられる。一方、輸出数量は増加基調にあり、また 12 月のネット旅行者支出（インバウンド支出－アウトバウンド支出）は 7 ヶ月ぶりにマイナス幅が縮小に転じた。総じてみると、内需に陰りがみられる一方、外需が下支えとなっている。

第12図：英国の実質GDPの推移



(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2表：英国の主要経済指標

	2016年 8月	9月	10月	11月	12月	2017年 1月
実質小売売上 (前月比、%)	0.3	▲0.2	2.1	▲0.2	▲2.1	▲0.3
雇用者数 (3カ月前比、%)	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	—
消費者信用残高 (前月比、%)	0.7	0.4	0.7	1.0	0.3	—
住宅販売件数 (前月比、%)	0.4	▲1.1	0.7	0.8	2.7	4.9
輸出数量 (前月比、%)	▲0.5	▲2.9	3.3	7.3	3.1	—
ネット旅行者支出 (億ポンド)	▲17.8	▲19.5	▲20.4	▲20.8	▲18.4	—

(注)「ネット旅行者支出」は、インバウンド支出からアウトバウンド支出を引いたもの。
(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

(2) 今後の見通し

BOEが算出する不透明感指数は、昨年6月の国民投票でEUからの離脱が選択された直後1.7まで上昇したが、直近1月には0.3まで低下した(第13図)。もっとも、長期平均である0は上回っているため、先行き不透明感が払拭されたわけではない。また今後も、根強い不透明感が景気の重しとなる公算が大きい。英政府は3月末までにEUに対して離脱の通告を行なうとしており、通告実施を起点として原則2年間の離脱交渉がスタートする。英政府はEUとの包括的なFTA締結を目指す方針だが、EU側の反応は未知数であり、また2年間で交渉がまとまらず経済に大きな混乱が生じる懸念^(注3)なども不透明感を持続させる要因となろう。

(注3) EUの規定では交渉期間の延長には全加盟国の合意が必要。2年間で交渉が合意に達せず、また交渉期間も延長されない場合、交渉期間の終了時点でEU法は離脱国(今回のケースでは英国)に対して失効する。

先行き不透明な情勢の継続は、家計・企業のマインド下押し要因となり消費・投資を抑制する可能性が高い。個人消費については、消費者信頼感の低調に加え、インフレ率上昇による実質購買力の低下も重しとなろう。また、企業の実質設備投資は昨年10-12月期まで4四半期連続で前年比マイナスとなるなど、すでに軟調に推移している。EU離脱の過程や最終形が見通せない状況の中、企業マインド調査でも投資に対する慎重な姿勢が示されており、設備投資の軟調継続が予想される。なお、英政府の2017年度(2017年4月～2018年3月)予算は景気に対してほぼ中立であり、需要下支え効果は限定的である。

内需の鈍化により景気全体の減速が見込まれるものの、外需が一定の下支えとなり大幅な景気悪化は避けられるとみる。英国の輸出数量は昨年秋頃までは減少傾向にあったが、年末にかけて持ち直しの動きが出てきた。世界的にも、製造業の活動が活発さを増すなか

貿易量の伸びに復調の兆しがみられる（第 14 図上段）。世界貿易の中長期的なトレンドとしては、近年みられる伸びの減速傾向（いわゆるスロー・トレード）が継続していると考えられるが、少なくとも目先については循環的な持ち直し局面に入りつつある。

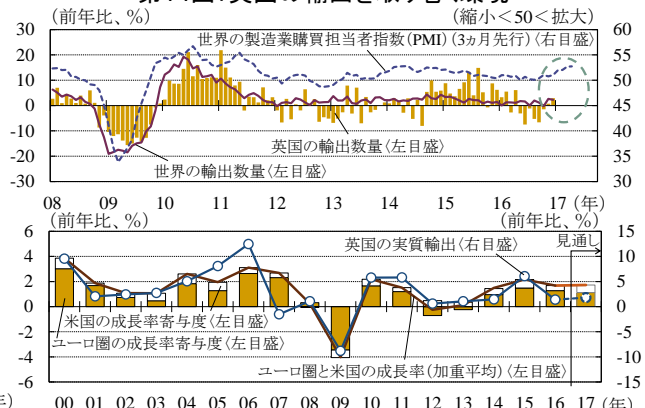
また、英国の主要輸出先であるユーロ圏（輸出全体の 48%）と米国（同 16%）の 2017 年の成長率は、ユーロ圏が小幅に減速する一方、米国は比較的大きく加速すると予想される。全体としてみると、2017 年における主要輸出先の需要の伸びは、ほぼ昨年並みの底堅さを維持すると想定され（第 14 図下段）、世界貿易量の循環的な持ち直しとともに、英国の輸出の追い風となろう。2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.1%となり、2016 年の同+1.8%からは減速するものの、景気的大幅な悪化は回避されると予想する。

第13図：英国の不透明感指数の推移



(注)マインド指数、金融市場のボラティリティ、新聞の関連文言数等、先行き不透明感を示す複数の指標を合成したものの。
(資料)英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：英国の輸出を取り巻く環境



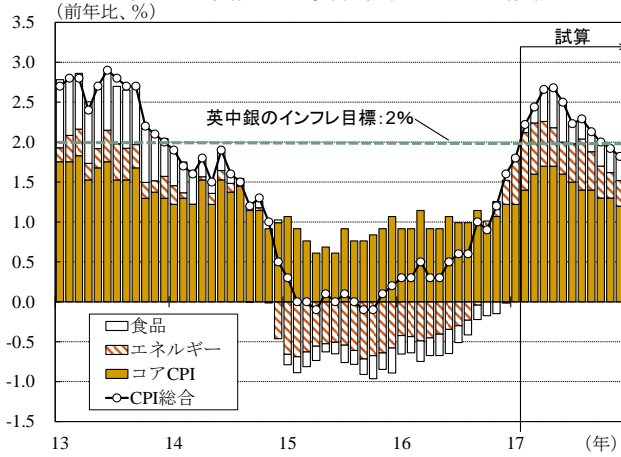
(注)ユーロ圏と米国の成長率の加重平均のウェイトは輸出金額。
(資料)オランダ経済政策分析局、英国立統計局、Markit、欧州統計局、米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策

インフレ率は上昇傾向が続いており、1月の消費者物価（CPI）上昇率は前年比+1.8%と、約2年半ぶりの水準まで加速した（第15図）。インフレ加速の原因は、原油価格の持ち直しやポンド安といった輸入インフレ圧力であり、これらの影響が一巡するのは早くとも年後半以降と予想される。CPI 上昇率は目先、BOE の目標である年率+2%を上回る水準まで加速した後、年末にかけて緩やかに減速に転じるとみる（第15図）。なお、先行き内需を中心に景気の減速が見込まれるなか、輸入インフレが賃金上昇率を押し上げる可能性は限定的であり、賃金と物価が連鎖的に高まるホームメイド・インフレ化は回避されよう。

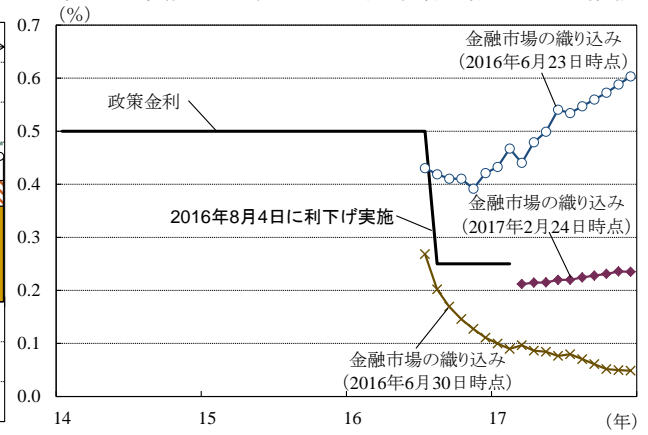
BOE は、昨年8月に政策金利の引き下げと資産買入規模の拡大を決定して以降は金融政策の据え置きを続けている。2017年の景気は減速しつつも大幅な悪化を回避し、また輸入インフレ圧力も年末にかけて徐々に緩和すると予想されるため、BOE の金融政策は年内は現状維持が続くとみる。なお、政策金利に関する金融市場の織り込みでも、昨年6月の国民投票直後はゼロ%近傍までの利下げが予想されていたが、足元は金利据え置きが見込まれている（第16図）。

第15図: 英国の消費者物価(CPI)の推移



(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16図: 英国の政策金利と金融市場の織り込みの推移



(注)「金融市場の織り込み」は、OIS(Overnight Index Swap)より。
(資料) Bloomberg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)

欧州経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)
ユーロ圏	1.9	1.7	1.5	0.0	0.2	1.3	3,447	3,814	3,108
ドイツ	1.7	1.9	1.5	0.1	0.4	1.5	2,750	2,804	2,500
フランス	1.2	1.1	1.2	0.1	0.3	1.2	▲ 67	▲ 325	▲ 230
イタリア	0.7	0.9	1.1	0.1	▲ 0.1	1.2	290	484	338
英国	2.2	1.8	1.1	0.0	0.6	2.2	▲ 1,226	▲ 1,276	▲ 1,015

(2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)
名目GDP	3.2	2.6	2.8	2.8	3.6	3.9
実質GDP	2.0	1.7	1.5	2.2	1.8	1.1
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.2	2.2	2.2	0.5
<外需寄与度>	0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 0.4	0.6
個人消費	1.8	1.8	1.1	2.4	3.0	1.8
政府消費	1.4	1.9	1.4	1.3	0.8	0.7
総固定資本形成	3.2	2.4	1.2	3.4	0.5	▲ 2.8
在庫投資(寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1
輸出	6.5	2.2	2.2	6.1	1.4	1.8
輸入	6.4	2.6	1.8	5.5	2.5	▲ 0.2

(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. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

3. ユーロ圏の2016年の「名目GDP」、「実質GDP」の需要項目別内訳は、未発表のため当室見込み値。

(資料) 欧州統計局統計、英国立統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 前原 佑香 yuka_maehara@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せよう、宜しくお願い申し上げます。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います。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。