

# 西欧経済の見通し

～原油安や大規模な量的金融緩和策が景気を下支えするも、成長ペースは緩やか～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の状態

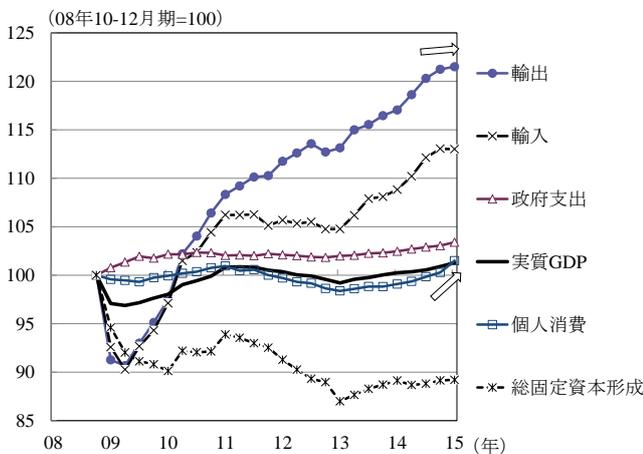
ユーロ圏経済は緩やかに持ち直し

1-3 月期は前期比 +0.4% 成長、原油安の恩恵でフランスなど内需型経済の成長ペースが加速

ユーロ圏経済は緩やかに持ち直している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.4% と、直近 4 年間で最大の伸びを記録した。需要項目別にみると、原油安を背景とした実質所得の拡大により個人消費 (同 +0.5%) が最大の牽引役となった (第 1 図)。一方、輸出 (同 +0.6%) は米国や中国の景気減速等を受けて伸び悩んだ。国別にみると、ドイツ (同 +0.3%) やオランダ (同 +0.4%) など輸出ウエイトの高い国は減速した一方、スペイン (同 +0.9%) やフランス (同 +0.6%)、イタリア (同 +0.3%) などの内需型国は原油安の恩恵等もあり、成長率が加速した。(第 2 図)。

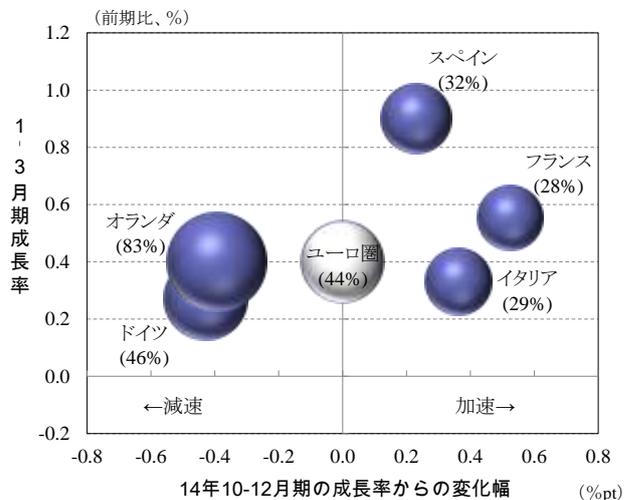
物価は、エネルギー価格の下落一服を受けて、5 月の消費者物価上昇率 (HICP) は前年比 +0.3% と 6 ヶ月ぶりにプラスに回帰し、デフレ懸念は和らぎつつある。こうしたなか、ドイツの 10 年国債利回りは 4 月半ばに 0.05% まで低下した後、デフレ懸念の後退を背景に急反発した。6 月上旬には一時 1% 台まで上昇するなど、金利の振れ幅が大きくなっている。

第 1 図：ユーロ圏の需要項目別 GDP 水準



(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 2 図：ユーロ圏主要国の実質 GDP 成長率



(注) バブルの大きさと ( ) 内は名目 GDP に占める輸出のウエイト (2014 年)。

(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

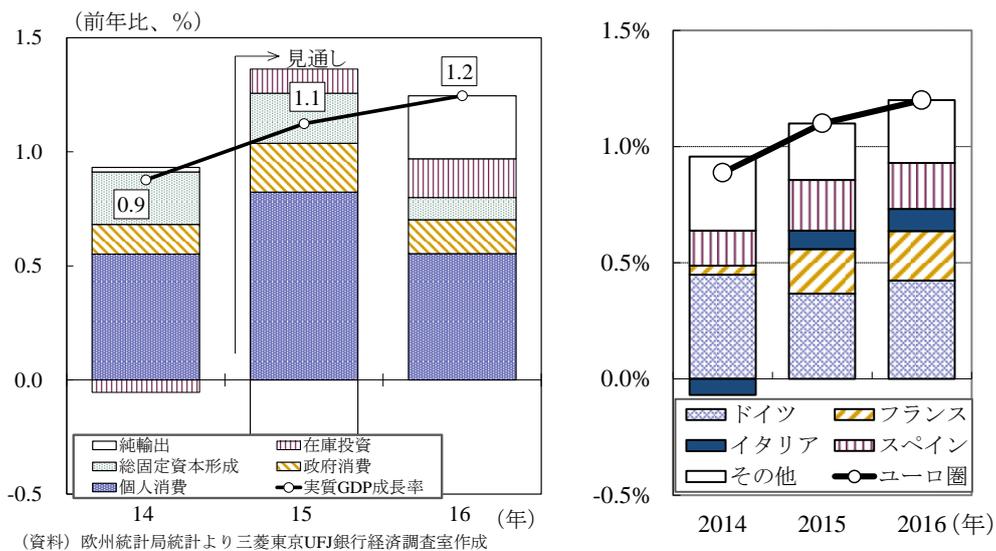
原油安の追い風が吹くなか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安が景気を下支え

今後のユーロ圏経済は、引き続き原油安が追い風となるほか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安も景気を下支えする見込みである。今後は原油価格の緩やかな上昇に伴い、消費押し上げ効果は徐々に縮小するとみられるが、雇用・所得環境の改善と相俟って、個人消費を下支えする見込みである。また、ユーロ安が価格競争力の改善を通じて輸出をサポートするとみられ、輸出相手先経済の不振に伴う外需の伸び悩みを一定程度相殺することが期待される。

周縁国を中心とした需要の弱さは変わらず、2016年も成長ペースは緩慢

デフレ懸念は後退しつつあるが、周縁国を中心に需要の本格回復には至らず、ロシアやギリシャ情勢、高水準にある不良債権比率等が引き続き経済の重石となりうる。以上を踏まえると、2015年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比+1.1%、2016年も同+1.2%と、その回復はごく緩やかに止まる見通しである（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）



## (3) ユーロ安の輸出への影響

ユーロ安の効果が顕在化するのはいくつかから

ユーロ相場は、欧州中央銀行（ECB）が利下げや貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）を発表した2014年半ば以降、下落基調にある。今年3月の国債購入開始を受けてユーロ相場は一段と下落し、3月中旬には一時1ユーロ=1.04ドル台まで下落、足元では同1.1ドル台で推移している。

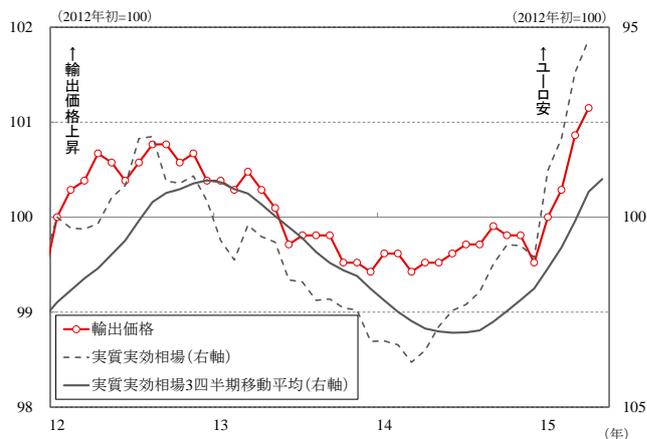
大幅なユーロ安にも関わらず、海外需要の低迷もあって特に輸出数量の回復は遅れているが（第4図）、ユーロ建ての輸出価格は上昇傾向にあり（第5図）、今後、ユーロ安効果の浸透による輸出の持ち直しが期待できる。

第4図：ドイツのEU外向け輸出とユーロ相場



(注) 輸出データは3カ月移動平均。  
 (資料) ドイツ連邦銀行、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

第5図：実質実効相場と輸出価格



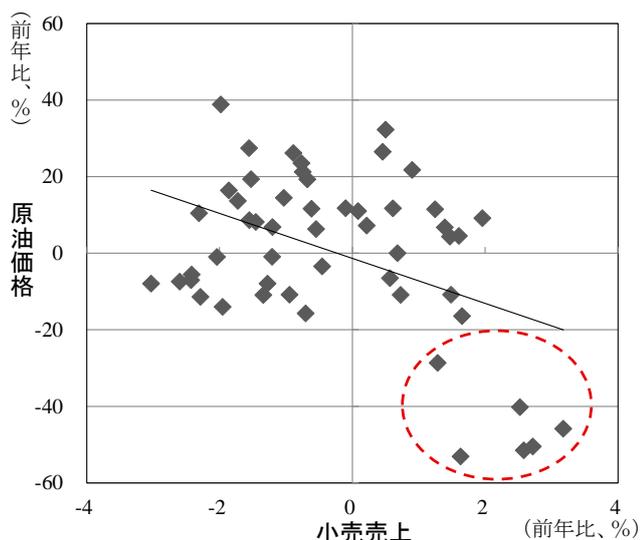
(資料) ドイツ連邦銀行、ドイツ連邦統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 原油安の個人消費への影響

原油安による消費  
 押し上げ効果は今  
 後縮小するも、消費  
 は底堅さを維持

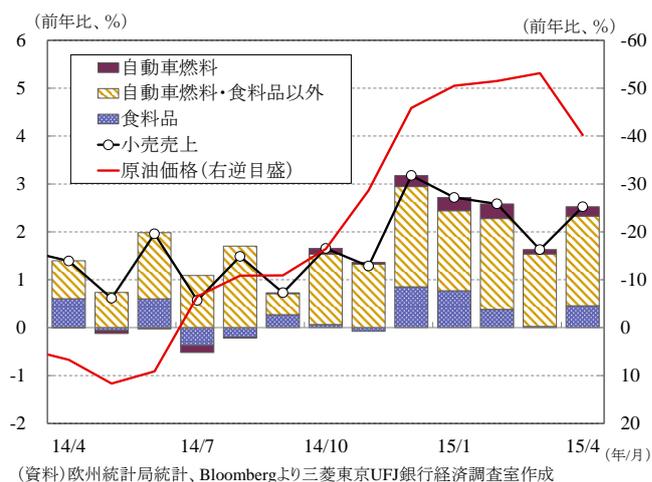
1-3月期の成長率を押し上げた個人消費の動向をみると、前年比50%近く下落した原油価格の恩恵もあり(第6図)、4月以降も堅調に推移している。4月の小売売上は自動車燃料や食料品を中心に底堅い伸びを維持した(第7図)。この先、原油価格が緩やかに持ち直すにつれ、消費の押し上げ効果は徐々に縮小するとみられるものの、雇用・所得環境の改善も相俟って、消費は回復傾向を続けると期待できる。

第6図：原油価格とユーロ圏の小売売上



(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7図：ユーロ圏の小売売上



(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

## (5) スペイン経済の動向

スペイン経済は 7  
年ぶりの高成長、牽  
引役は個人消費

住宅価格は下げ止  
まり

失業率や不良債権  
比率は依然高水準

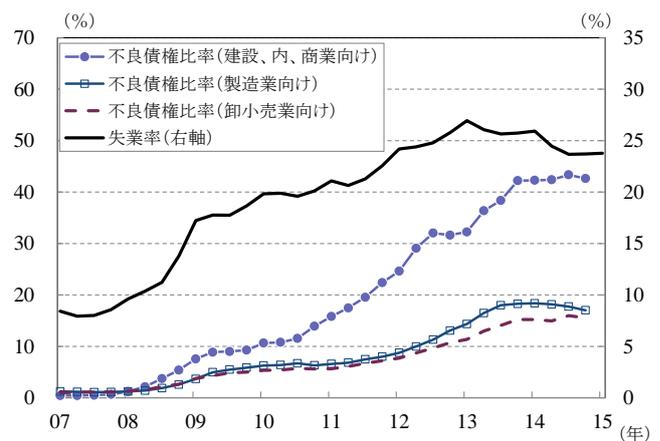
1-3 月期の実質 GDP 成長率は、フランス、イタリア、スペインなど内  
需型国で、原油安の恩恵等を受け加速した。とりわけスペインは、前期比  
+0.9%と 7 年ぶりの高成長を記録した。牽引役は個人消費 (同+0.7%) で、  
自動車販売は政府の販売促進策が奏効し、20 ヶ月連続でプラスを維持し  
ている。また、これまで大幅な調整が続いていた住宅価格も昨年 10-12 月  
期に約 7 年ぶりに前期比上昇に転じた。名目 GDP 比でみた住宅価格は、  
昨年後半以降、価格が急上昇を開始した 2002 年頃の水準で下げ止まって  
いる (第 8 図)。ただし、20%台前半で高止まりしている失業率は足元で  
再び小幅上昇しているほか、不良債権比率は不動産バブル崩壊の影響が大  
きい建設業のみならず、製造業や卸小売業においても高水準が続いている  
など (第 9 図)、経済の基盤は依然脆弱とみられる。

第 8 図：スペインの住宅価格



(資料) スペイン中銀、スペイン統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図 スペインの失業率と不良債権比率



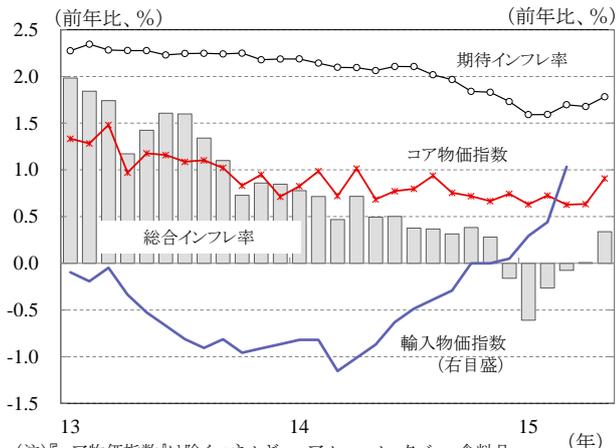
(資料) スペイン中銀、スペイン統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (6) 物価と金融政策

消費者物価上昇率  
は前年比プラスに  
転じたものの、コア  
インフレ率や生産  
者物価は依然低位

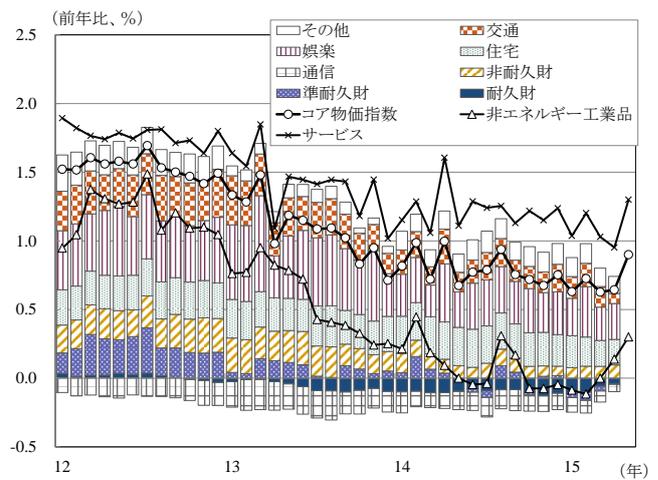
5 月の消費者物価上昇率は前年比+0.3%と 6 ヶ月ぶりにプラスに転じた。  
もともと、これはユーロ安を受けた輸入物価の上昇やエネルギー価格の  
下落一服による下押し圧力緩和の影響が大きいとみられ、コア物価は同  
+0.9%と小幅加速したものの、引き続き低位に止まっている (第 10 図)。  
コア物価の内訳をみると、耐久財や非耐久財などの非エネルギー工業品  
や、サービス価格のうち家財関連の上昇ペースが弱い (第 11 図)。また、  
生産者物価も依然としてマイナス圏にあるなど、物価上昇圧力が高まる  
状況ではなく、2016 年にかけても消費者物価上昇率は前年比+1%未満の  
伸びに止まるとみられる。

第10図：ユーロ圏の物価動向



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。  
『期待インフレ率』は5年先5年ブレイクイーブンインフレ率。  
(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：ユーロ圏のコア物価指数



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。  
(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

ECB は安定的に資産購入を継続

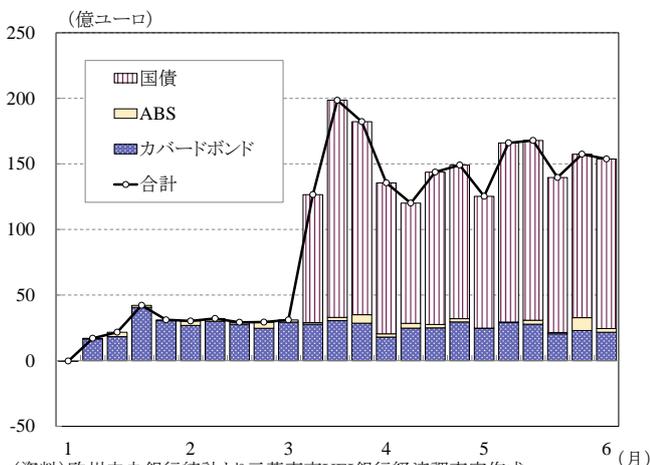
デフレ懸念が和らぐなか、市場では資産購入の早期打ち切り観測が台頭

ECB は QE の完遂や夏場を前に国債購入の前倒しを宣言

このようにインフレ圧力が依然弱いなか、ECB は3月以降、国債を中心に月額600億ユーロの目標に沿うペースで資産購入を継続している(第12図)。前述の通り、5月の消費者物価上昇率が前年比プラスに転じたことや、3月の民間向け銀行貸出残高が約3年ぶりに前年比プラスを記録するなど(第13図)、デフレ懸念が和らぐなかで、市場では早くも資産購入の打ち切り観測が台頭している。こうした思惑や国債の流動性低下を背景に、長期金利が急上昇しボラティリティも高まっている。

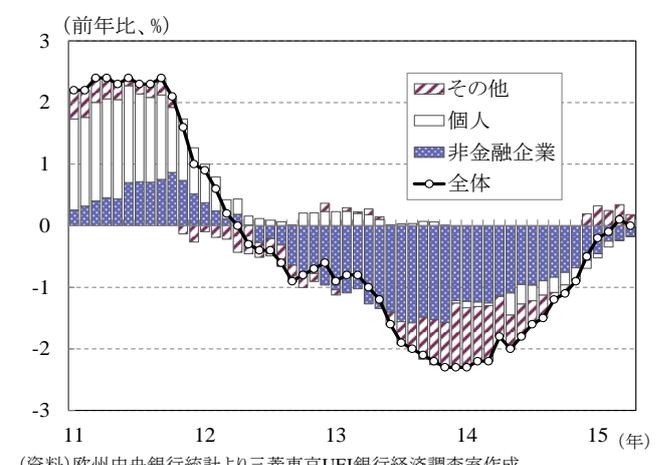
かかる状況下、ECB は6月3日に開催された定例理事会において、2015年の物価見通しを前年比+0.3% (前回3月時点は同0.0%) に上方修正したものの、2016年は同+1.5%で据え置いた。ドラギ総裁は、ECB の物価目標(2%未満かつ2%近く)への回帰は依然時間を要することから、当初の計画通り2016年9月まで資産購入継続することを改めて宣言した。

第12図：ECBによる資産購入額(週次)



(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

第13図：ユーロ圏の民間向け銀行貸出



(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)

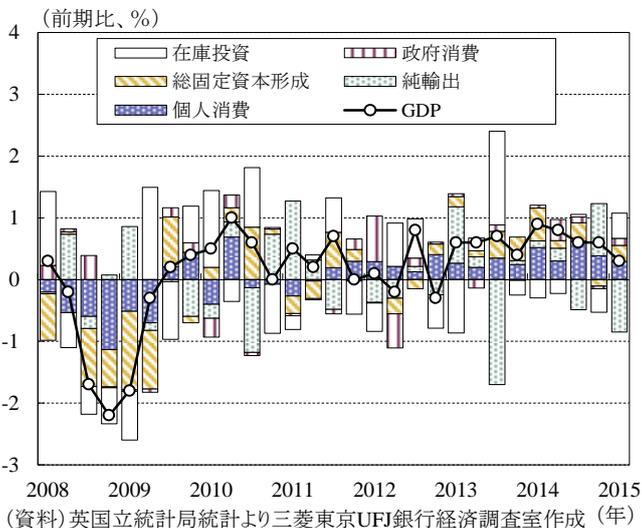
## 2. 英国

### (1) 景気の現状～景気は減速も、底堅さを維持

1-3月期の成長率は  
今回の景気拡大局  
面では最も低い伸  
びに

英国景気の拡大ペースは、昨年前半の高い伸びから徐々に緩やかなものになってきている。2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%に減速し、今回のプラス成長局面では最も低い伸びとなった（第14図）。輸出の低調と輸入の底堅い伸びを受け、純輸出の寄与度が同▲0.9%ポイントとなり、成長率を大きく押し下げた。内需については、個人消費が堅調を維持する一方、総固定資本形成の伸びは減速傾向にある。1-3月期の総固定資本形成は前期比+1.5%と増加したが、前期の落ち込み（同▲0.6%）の反動による部分も大きいとみられる。前年比でみた伸び率は+3.4%と、昨年4-6月期のピーク（前年比+9.2%）から大きく鈍化している。住宅市況の沈静化や、総選挙（5月7日）を巡る不透明感から企業マインドが慎重化したことなどが投資の伸びを抑えたと考えられる。もっとも、足元の住宅市場では先行指標を中心に底打ちの動きがみられるほか（第1表）、国内政局についての不透明感も後退しており、景気がここから大きく崩れる可能性は限定的と判断される。

第14図：英国の実質GDP成長率



第1表：英国の住宅関連指標

	2014年		2015年				
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
住宅販売件数 (万件)	10.0	9.9	9.8	9.6	9.9	10.0	9.7
RICS指数	▲16.3	▲12.8	▲8.8	▲4.2	2.7	▲2.8	3.8
新規問い合わせDI							
住宅価格 ONS (前年比)	10.4	10.0	9.7	8.7	7.6	9.4	
Halifax (前月比)	▲0.4	0.5	1.1	1.9	▲0.4	0.6	1.6
住宅ローン承認件数 (万件)	5.9	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2	6.8
住宅ローン金利 (%)	2.21	2.17	2.08	2.01	1.96	1.99	1.95
PMI住宅建設指数	61.0	60.3	59.2	59.8	60.4	59.4	57.2

(注) 網掛け部分は、前月と比べて住宅市況の改善を示唆する動き。

(資料) 英国立統計局、英中銀、英王立公認不動産鑑定士協会、Markit、Halifax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～2016年にかけて緩やかな景気減速を予想

雇用・所得環境の  
改善が景気を底支  
え

先行きの景気は底堅さを保ちつつも、2014年に比べて緩やかな拡大ペースになると予想する。まずプラス要因からみていくと、住宅市況は、今年後半から来年初にかけて再び上昇に転じる公算が大きい。また、失業率は足元5.5%と、5%台前半とされる自然失業率に近づいており、先行き賃金上昇圧力の高まりが予想される（第15図）。加えて、総選挙で勝利を

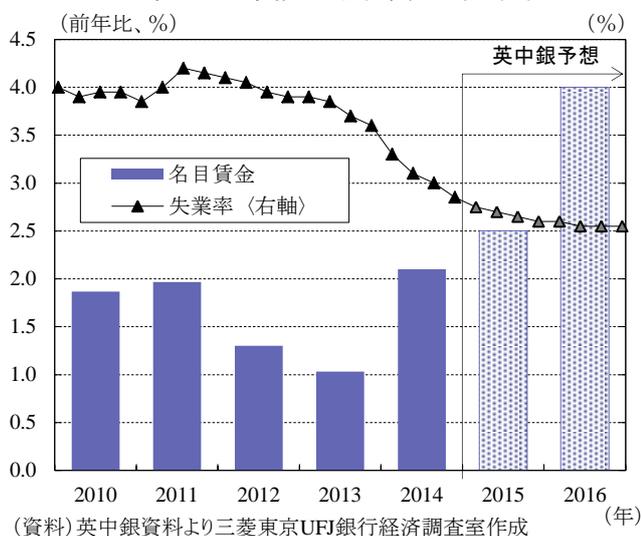
収めた与党保守党は、中間層向け減税<sup>(注1)</sup>を公約しており、雇用・所得環境の一段の改善が家計需要を支えよう。

原油安の効果一巡、  
中銀の利上げ、歳出  
抑制が景気の重し  
に

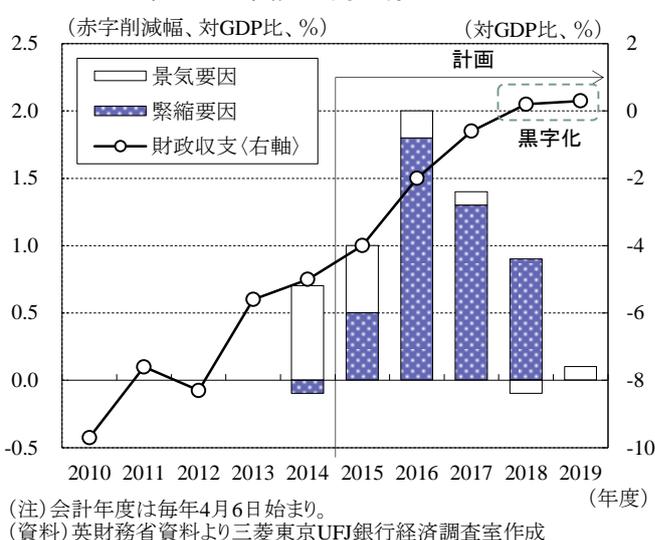
一方、原油安の効果一巡や 2016 年に行われる可能性の高い英中銀 (BOE) の利上げ開始が景気の減速要因になるとみる。また、保守党政権は財政健全化を進める方針であり、現在の計画では 2018 年度までの財政収支黒字化が目標とされている (第 16 図)。財政赤字の縮小は、公務員数の削減など、主に歳出面の緊縮を通じて行われる方針となっており、政府支出の抑制も景気の重しとなろう。

(注 1) 所得控除額の引き上げ (10,500 ポンド→12,500 ポンド)、所得税率 40% が適用される所得額の引き上げ (41,865 ポンド→50,000 ポンド) 等。

第 15 図: 英国の名目賃金と失業率



第 16 図: 英国の財政赤字削減計画

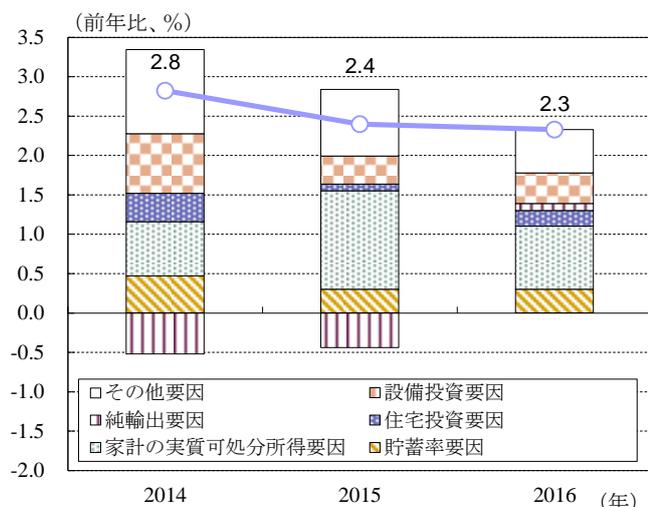


以上から、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と、2014 年 (同 +2.8%、6 年ぶりの高成長) から減速するとみる。また、2016 年についても同+2.3%と、小幅な減速を予想する (第 17 図)。

潜在的なリスクは  
英国の EU 離脱懸  
念

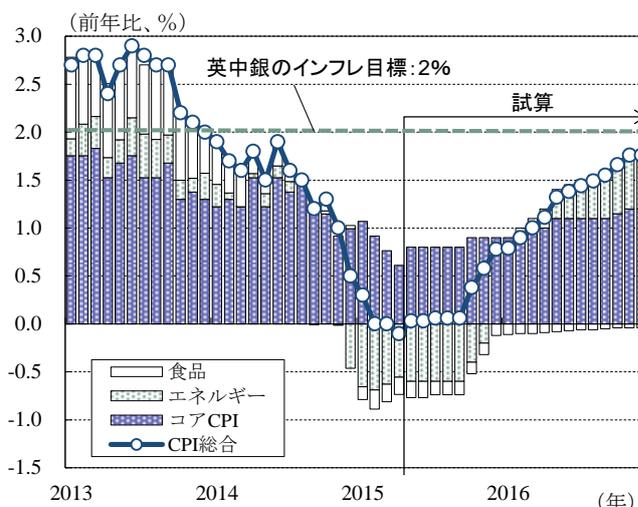
こうしたなか、景気に対する潜在的なリスクとして、2017 年末までに行われることとなった、英国の EU 離脱の是非を問う国民投票が警戒される。今のところ世論調査では、「EU への加盟継続を望む」意見が 40%強を占め、「EU 離脱を望む」意見 (30%台半ば) を上回っているため、EU 離脱が直ちに現実化するとは考えられていない。加えて、キャメロン政権が今後取り組む、英国と EU の関係についての交渉が成果を挙げれば、世論は EU 残留の方向へより傾こう。しかし現時点では、態度未定の有権者も少なくないとみられるほか、EU との交渉が不芳に終わった場合には、失望感から EU 離脱派が増加する可能性も想定される。当面は予断を許さない状況が続くとみられ、仮に EU 離脱に対する警戒感が高まった場合には、設備投資や海外からの直接投資の下振れリスクが顕在化しよう。

第 17 図：英国の実質 GDP 成長率の要因分解



(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 18 図：英国の消費者物価(CPI)



(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

### (3) 物価・金融政策～英中銀は 2016 年に利上げ開始の公算

物価下落は一時的なものに止まる公算

4 月の消費者物価 (CPI) 上昇率は、原油安や食料品価格の下落を主因として、前年比▲0.1%とマイナスに転じた。ただし、経済全体の需給バランスに関する BOE の推計によると、供給の超過幅 (デフレギャップ) は対 GDP 比 0.5%程度まで縮小しており、物価下落は一時的なものに止まる可能性が高い。

英中銀は 2016 年後半にかけて出口戦略を具体化

先行きの物価動向については、2015 年中は原油安の影響残存などから低インフレの継続が見込まれる。一方 2016 年は、エネルギー価格の上昇や需給バランスのタイト化を背景に、インフレ率は BOE が目標とする前年比+2%に近づくと予想する (第 18 図)。2016 年には住宅市況の持ち直しが見込まれることもあり、BOE は年後半にかけ、利上げに向けた出口戦略を具体化させ始めるとみる。

(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 (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	1.1	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	0.2	1.3	▲ 1,613	▲ 1,243	▲ 1,185

### (2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	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)
名目GDP	1.8	1.2	1.6	4.6	3.8	4.2
実質GDP	0.9	1.1	1.2	2.8	2.4	2.3
<内需寄与度>	0.9	1.4	1.0	3.3	2.8	2.2
<外需寄与度>	0.0	▲ 0.2	0.3	▲ 0.5	▲ 0.4	0.1
個人消費	1.0	1.5	1.0	2.5	2.7	1.9
政府消費	0.6	1.0	0.7	1.7	1.4	0.8
総固定資本形成	1.2	1.1	0.5	7.8	3.1	3.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2
輸出	3.7	3.3	3.1	0.6	3.1	0.8
輸入	4.0	4.2	2.7	2.2	4.2	0.5

- (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、宜しくお願ひ申し上げます。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。