

# 欧州経済の見通し

～ユーロ圏は内需が景気を下支え、英国は EU 離脱懸念が重しに～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の現状

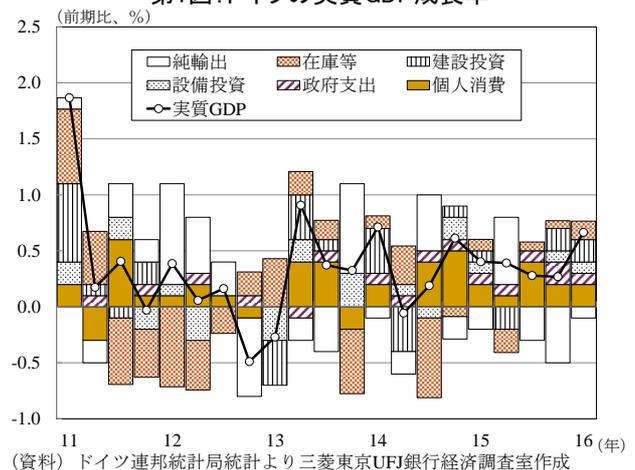
ユーロ圏経済は堅調に推移している。1-3 月期の実質 GDP 成長率はドイツ（前期比 +0.7%）、フランス（同+0.6%）、イタリア（同+0.3%）がともに前期から加速するなか、ユーロ圏全体でも同+0.5%を記録した（第 1 表）。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向を確認すると、個人消費や設備投資等の内需が成長を押し上げた一方、堅調な内需を映じて輸入の伸びが輸出を上回ったため、純輸出（輸出－輸入）はマイナスに寄与した（第 1 図）。

第1表:ユーロ圏の実質GDP (前期比、%)

	2014		2015		2016		
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
ユーロ圏	0.3	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5
ドイツ	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.7
フランス	0.3	0.2	0.6	▲ 0.1	0.4	0.4	0.6
イタリア	▲ 0.1	▲ 0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
スペイン	0.6	0.7	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
ポルトガル	0.8	0.3	0.7	0.8	0.4	0.6	0.1
ギリシャ	1.4	▲ 0.8	0.1	0.3	▲ 1.3	0.1	▲ 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

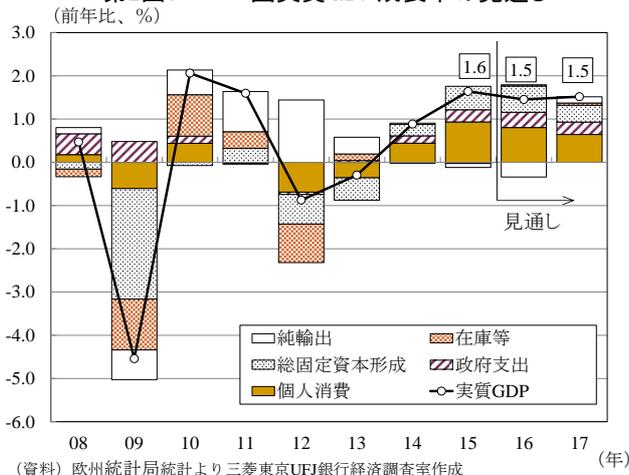
第1図:ドイツの実質GDP成長率



### (2) 今後の見通し

これまでのユーロ圏経済は、欧州債務問題を受けた財政緊縮等の影響で内需が抑制されるなか、海外需要が成長を牽引してきたが、2015 年は純輸出が 6 年ぶりのマイナスに転ずる一方で、内需の回復がいよいよ鮮明化してきたと評価できる。そして 2016 年以降もこの内需主導の構図は続くとみてよいだろう。即ち、個人消費については、これまで追い風だった原油安効果こそ徐々に剥落するとみられる一方で、雇用・所得環境の改善持続に支えられ当面堅調を維持すると考えられる。加えて、長らく低迷が続いていた企業の設備投資も、ECB による金融緩和のサポートもあり、債務危機以降累積されたペントアップデマンドの顕在化が見込まれることから、回復持続が期待できる。他方、2015 年は新興国向けを中心に減速した輸出も、今後は先進国向けを中心に持ち直していくものと予想される。こうしたことから、6 月に国民投票を控える英国の EU 残留を前提として、ユーロ圏経済は 2016 年、17 年ともに前年比+1.5%程度の緩やかな成長が続く見通しである（第 2 図）。

第2図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し

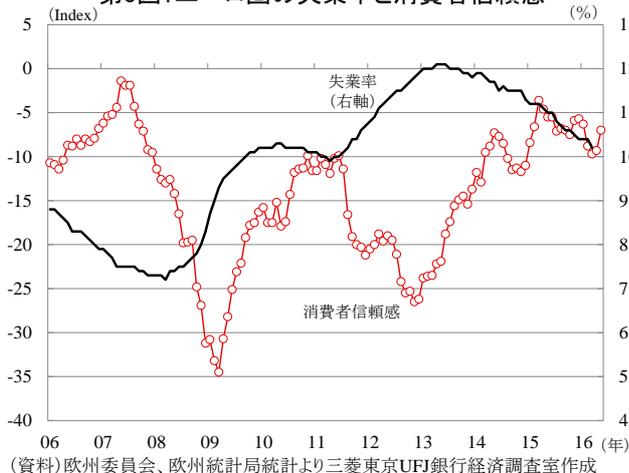


### (3) 見通し上のキーポイント

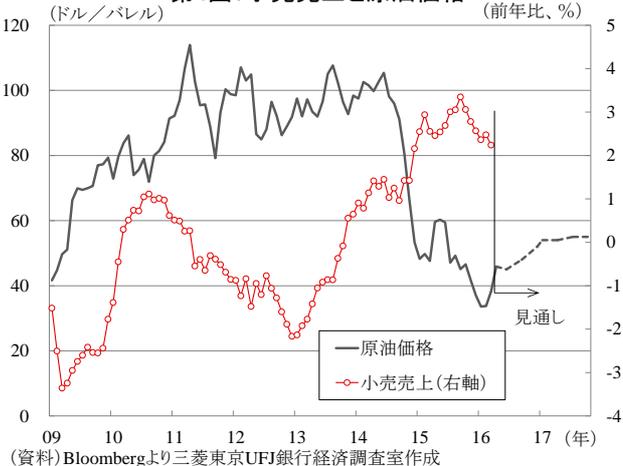
#### ①底堅さを維持する内需

ユーロ圏の雇用・所得環境が改善するなか、個人消費は当面堅調を維持しよう。ユーロ圏の失業率は債務危機に伴う景気後退を受けて上昇し、2013年4-6月期にピークの12.1%をつけたが、その後は緩やかな改善が続き、1-3月期は10.3%まで低下している（第3図）。この間、消費者信頼感をみると、雇用環境の改善を受けて総じて上昇が続いており、直近1年は▲5と▲10の間を推移するなど債務危機前の水準を保っている。テロ等の地政学的な逆風もあったことを鑑みれば、消費マインドは比較的良好といえる。これまでみられた原油安の消費押し上げ効果については、この先原油価格が緩やかに上昇するに伴い徐々に剥落する見込みであるが、雇用の改善が消費を下支えする効果の方が上回る見通しである。

第3図：ユーロ圏の失業率と消費者信頼感



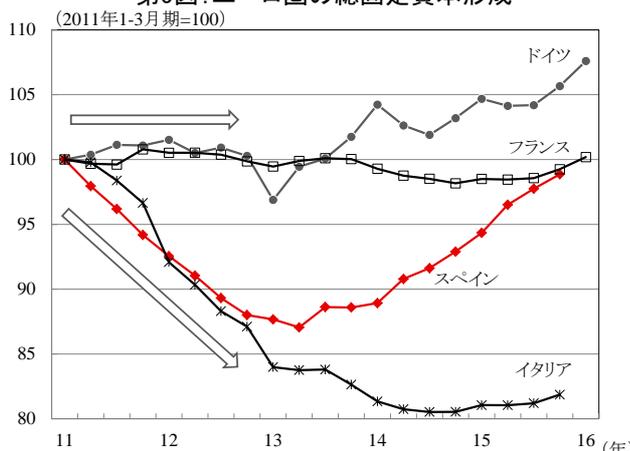
第4図：小売売上と原油価格



次に投資動向をみると、ECBによる金融緩和が続くなか、先行き債務危機以降に累積されたpent-up demandの顕在化が見込まれる。債務危機以降の各国の投資動向を振り返ると、ドイツやフランスは債務危機以降も概ね同水準を維持したのに対し、スペインやイタリアでは危機前に比べ2割程度落ち込んだことがわかる（第5図）。スペインや

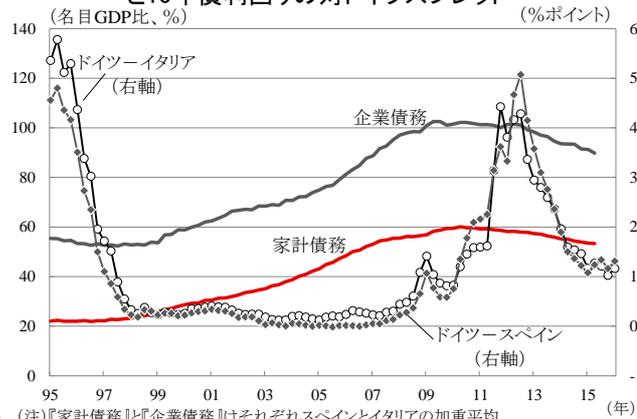
イタリア等の南欧諸国では、ユーロ導入からリーマン・ショックまでの間、経済・通貨統合による金利低下のメリットを活かし、家計や企業が債務を漸次拡大させてきた経緯にある（第6図）。しかし、ギリシャの財政粉飾を発端に、南欧諸国の財政不安と同諸国の国債を大量に保有する金融機関の経営不安が高まったことで、銀行の貸出余力が低下、貸出基準も厳格化したため、スペインやイタリアでは一時、中小企業の約4割が希望する融資を受けられない状況に陥った。企業側も売上急減から投資を大幅に控えざるを得なくなり、結果として設備投資の長期停滞に陥ったわけである。

第5図：ユーロ圏の総固定資本形成



(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

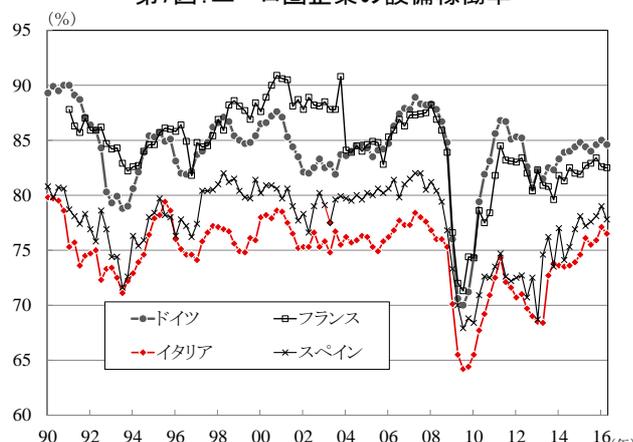
第6図：スペイン、イタリアの家計・企業債務と10年債利回りの対ドイツブレッド



(注)『家計債務』『企業債務』はそれぞれスペインとイタリアの加重平均。  
(資料)BIS、Eurostat統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

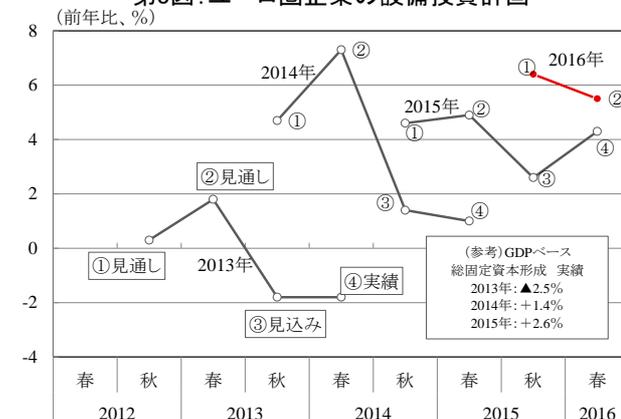
足元の状況をみると、これまでの投資不足によるペントアップディマンドが累積されるなか、ECBによる一連の金融緩和策を受け、債務危機以降高止まりしていた南欧の貸出金利は低下する一方、需要の回復に伴い企業の設備稼働率は漸く長期平均を上回り、設備投資を拡大させやすい状況になってきた（第7図）。実際、ユーロ圏企業の設備投資調査をみても、2016年は設備投資を一段と拡大する見通しとなっている（第8図）。加えて、2015年以降、EU主導で実施されている官民双方から資金を募り戦略的な投資拡大を目指す投資促進プログラムも下支えが期待される。この他、建設投資も金利低下に伴う住宅需要や難民向け住宅の建設などを受け、堅調に推移することが見込まれよう。

第7図：ユーロ圏企業の設備稼働率



(資料)欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ圏企業の設備投資計画



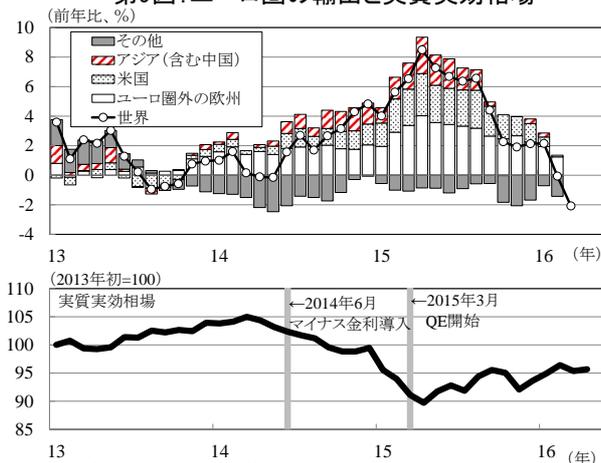
(注)データは企業の回答時点における投資『見通し』『見込み』『実績』。実質ベース。  
(資料)欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ②外需は緩やかに持ち直し

足元のユーロ圏の輸出はユーロ高の進行と輸出相手先の需要伸び悩みが相俟って減速している。アジア向けの伸びはほぼゼロにとどまり、これまで堅調を維持していたユーロ圏外の欧州の欧州向けにおいても、国民投票を巡る動揺が広がる英国向けが低調である（第9図）。しかし、この先は、自律的な景気拡大が続く米国向けが堅調を維持し、英国向けもEU残留を前提に徐々に底堅さを取り戻すものと考えられる。新興国向けについても、2016年中はマイナス成長が見込まれるロシア向けなどが重しになるものの、2017年はアジア向けも含め持ち直しに向かうとみられる。

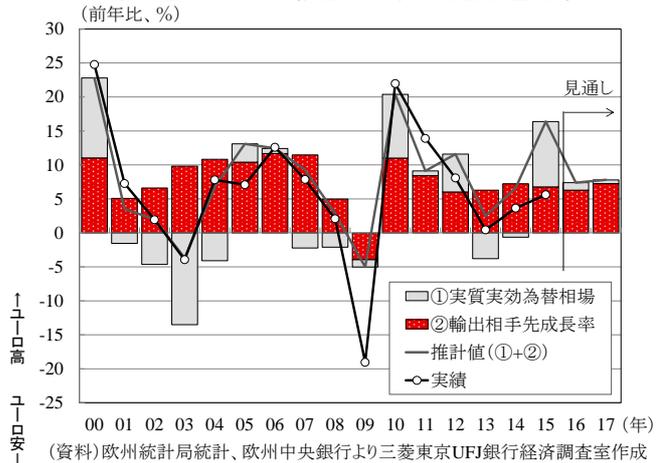
為替動向をみると、ユーロ相場はECBの一連の金融緩和策を受け、2014年から2015年前半にかけて実質実効ベースで約15%下落し輸出拡大の追い風となったが、その後は追加金融緩和が実施されたにも関わらず、むしろユーロ高が進展した。もっとも、この先はECBの金融緩和継続と米国の緩やかな利上げが見込まれるなか、ユーロ相場の更なる上昇余地は限定的と考えられる（第10図）。

第9図：ユーロ圏の輸出と実質実効相場



(注) 輸出データは3ヵ月移動平均。  
(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10図：ユーロ圏輸出の所得・為替要因分解

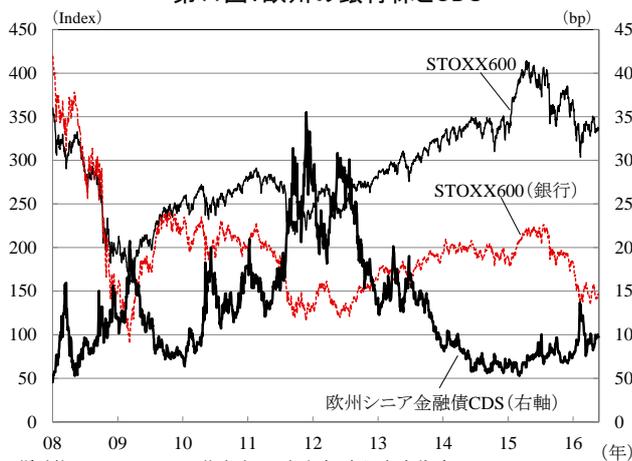


(資料) 欧州統計局統計、欧州中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

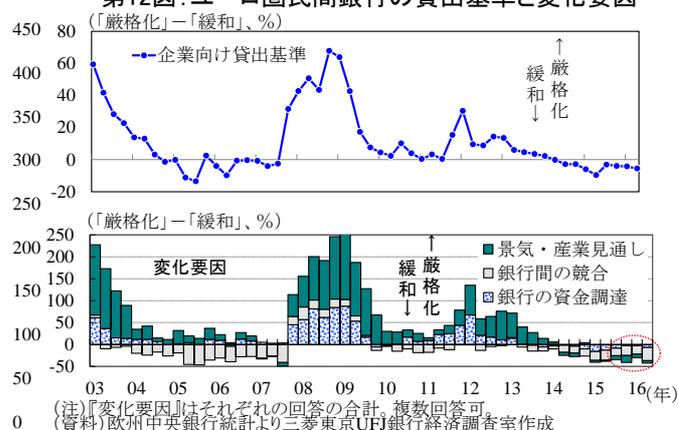
## ③金融市場の動向とギリシャ情勢

金融市場では年初に銀行株が急落、金融債のCDSが急上昇するなど混乱したが、足元では沈静化している（第11図）。また、懸念された銀行の貸出姿勢の厳格化は顕在化していない（第12図）。もっとも、周縁国を中心に高水準が続く企業債務や不良債権問題など、潜在的な信用不安は継続している。

第11図: 欧州の銀行株とCDS



第12図: ユーロ圏民間銀行の貸出基準と変化要因



この点、懸案だったギリシャ情勢は、ギリシャ向け融資が承認され、当面のデフォルトリスクは後退している。すなわち5月9日、ギリシャは次回融資を受ける前提条件となっていた年金改革や税改革法案を議会で可決、これを受け、ユーログループは同24日の会合において、ギリシャ向け融資を承認することを決定している。現行の金融支援プログラム下の第2弾トランシェとして複数回に分けて合計103億ユーロ支払われることになり、ギリシャはまず、6月に75億ユーロを受け取る事となる。これにより、7月にかけて控える大口の債務返済の目処はつくともよかろう。また、ユーログループはギリシャとIMFが要求する債務軽減に関し、現行プログラムが終了する2018年時点で判断するという道筋を一先ず定めたため、これまでギリシャの財政再建は持続不可能として金融支援を控えていたIMFが、今年後半以降に支援に参加する方向となったこともポジティブな材料である。ユーログループ側は債務軽減に応じる姿勢を示し、またIMFの関与も見えてきたという点で、ギリシャ支援協議は一步前進したと評価できるわけである。但し、債務軽減の実現は2017年秋のドイツ総選挙以降になることや、その具体策が極めて曖昧であることなど、不透明感が依然残る状況は変わらないと言わざるを得ない。

#### (4) 物価と金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)は4月に前年比▲0.2%と、再びマイナスに陥った。エネルギー価格下落の影響が大きいですが、エネルギー、タバコ、食料品を除くコアインフレ率の伸びも鈍化している(第13図)。こうしたなか、ECBは3月、年初来の原油価格の急落や新興国経済の不透明感の高まりを受け、量・質共に拡大させる追加金融緩和策を発表した。具体的には、①中銀預金金利を含む全ての政策金利の引き下げ、②資産購入額の拡大、③購入対象への投資適格社債(非金融)の追加、④新たな4年物長期資金供給オペ(TLTRO II)の開始などである。このうち、TLTRO IIは一定規模の貸出増を達成した銀行に対して、ECBが金利(ボーナス)を支払う仕組み(貸出金利にマイナス金利を適用)であり、マイナス金利による銀行収益悪化に配慮したものとされる。さらに4月に

は社債購入プログラムの詳細を発表し（実施は6月より）、着実に金融緩和を進めている。

3月にECBが民間銀行に対し実施した調査では、約2割の民間銀行が量的緩和（QE）による追加流動性が企業や家計向け貸出増加に「やや貢献した」と回答するも、収益性は悪化したとの回答が目立った（第2表）。また、マイナス金利の影響は、住宅ローン中心に貸出規模の増加につながるも、それ以上に預貸スプレッド縮小や金利収入の減少に見舞われたとみられ、金融緩和の副作用を民間銀行も実感している様子が窺える。このようにQEと比較するとマイナス金利の副作用が大きいことも考慮し、ECBはこの先の金融政策の軸足を従来の「金利」から「量的緩和」にシフトさせている。今後、ECBは銀行の収益悪化に配慮し、追加利下げには慎重姿勢を続けるものとみてよいだろう。

第13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2表：金融緩和後の民間銀行の変化(16年3月調査)

QEによる追加流動性の用途の変化	著しい貢献	やや貢献	変化なし
企業向け貸出	0	20	80
家計向け貸出	0	15	85
資産購入(国債以外)	0	1	99
債務借換	1	8	90
QEによる銀行の状況変化	改善・増加	変化なし	悪化・減少
収益性	9	63	28
総資産	8	89	3
流動性	26	72	0
資金調達環境	22	76	2
マイナス金利による影響	改善・増加・上昇	変化なし	悪化・減少・低下
金利収入(企業向け)	0	19	81
貸出金利(企業向け)	2	50	48
預貸スプレッド(企業向け)	4	64	32
貸出規模(企業向け)	7	89	5
住宅ローン規模(家計向け)	19	78	3

(注)数字は回答銀行数の割合(合計100%)  
(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)

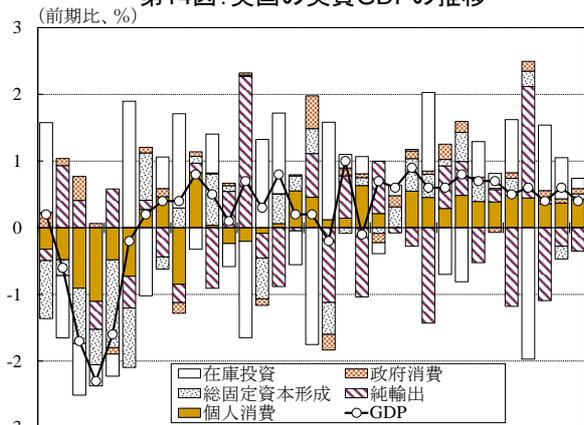
## 2. 英国

### (1) 景気の現状～EU 離脱懸念が重しに

英国景気は2013年以降、底堅い拡大基調を維持してきたが、足元では弱含みの動きがみられる。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、前期の+0.6%から減速した（第14図）。輸出が減少に転じたことに加え、在庫投資の寄与度縮小や民間設備投資の2四半期連続の減少など、全般的に企業部門の弱さが目立った。4-6月期に入ってから、4月の購買担当者指数（PMI）の総合指数が約3年振りの低水準となるなど、弱い動きが続いている。

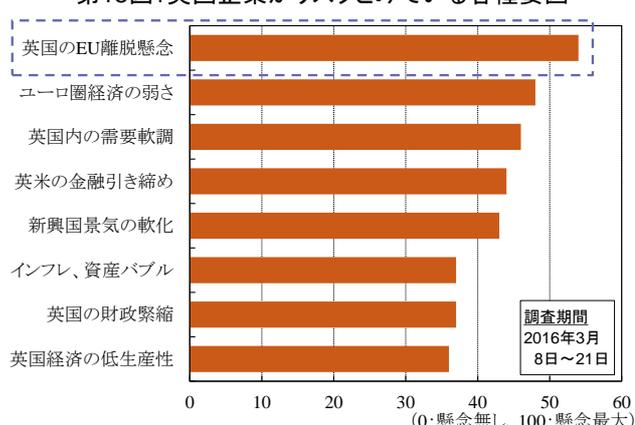
年初以降の景気弱含みは、世界的な株安進行も要因の一つだが、英国については欧州連合（EU）からの離脱懸念が企業マインドをさらに下押しした模様である。英国では、EU離脱の是非を問う国民投票が6月23日に予定されており、企業を対象としたアンケート調査をみると、EU離脱が経営上の最大の懸念となっている（第15図）。

第14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15図：英国企業がリスクとみている各種要因



(注)回答企業が各要因のリスク度合いを0から100で評価した値の平均。

(資料)デロイト統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し～EU 離脱が回避されれば、景気は底堅い拡大に回帰

英国景気の先行きは、6月23日の国民投票に大きく左右されよう。世論調査をみると、足元は残留支持がリードしているものの、離脱支持との差はわずかであり、予断を許さない状況にある(第3表)。そのため、仮に国民投票で残留が選択されるとしても、少なくとも投票日までは、先行き不透明感の強さが景気の逆風となる公算が大きい。実際、企業の雇用意欲DIと設備投資意欲DIは、1-3月期にマイナスに転じており(第16図)、目先は企業マインドの慎重化から景気下押し圧力が高まるとみられる。

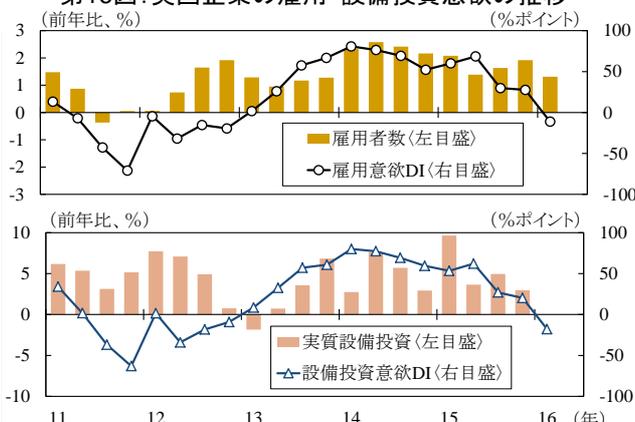
国民投票の結果、EU 残留が確定すれば、先行き不透明感の後退によるマインドの好転が期待される。年前半に手控えられていた採用と設備投資が実行に移されることで、景気は反発に転じよう。その場合の実質GDP成長率は、2016年が前年比+1.9%、2017年が同+2.2%と予想する。一方、国民投票でEUからの離脱が選択された場合は、先行き不透明感が一段と強まり、景気は失速を余儀なくされよう。

第3表：英国のEU残留・離脱に関する世論調査結果

調査会社	調査終了日	EU残留支持率 (%)	EU離脱支持率 (%)	残留支持率のリード	
				(%ポイント)	前回
BMG	5/25	44	45	▲1	▲2
Survation	5/24	44	38	6	7
YouGov	5/24	41	41	0	4
ORB	5/22	54	37	17	14
ICM (オンライン)	5/22	42	40	2	▲1
Opinium	5/19	44	40	4	1
ComRes	5/17	52	41	11	11
Ipsos Mori	5/16	48	35	13	8
ICM (電話)	5/15	43	34	9	8
TNS	5/12	34	37	▲3	3
平均		45	39	6	6

(資料)各社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：英国企業の雇用・設備投資意欲の推移

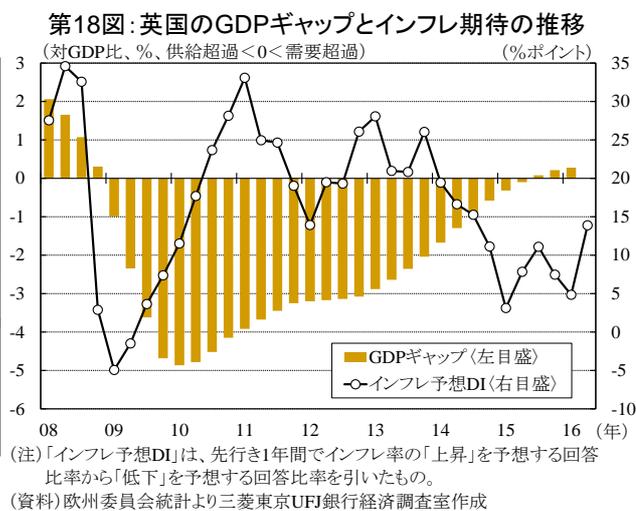
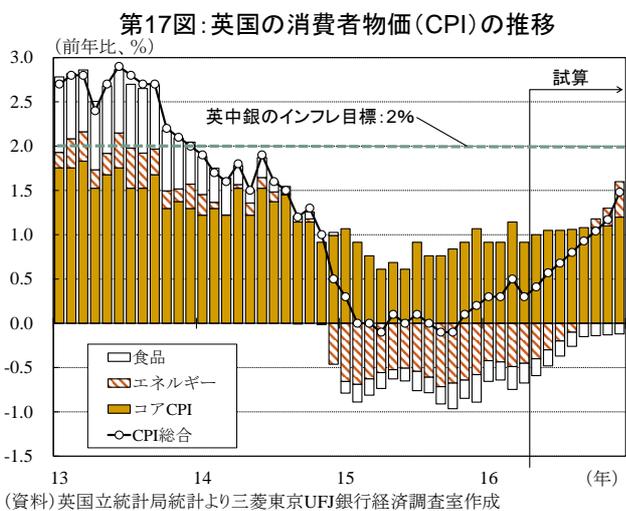


(注)「雇用・設備投資意欲DI」は、今後の雇用/設備投資増加を予想する回答の比率から減少を予想する回答の比率を引いたもの。

(資料)デロイト統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 物価・金融政策～物価下押し圧力は後退傾向

インフレ率は、依然として低水準にあるものの、上向き傾向で推移している（第17図）。物価の基調を取り巻く環境をみると、まず、経済全体の需給バランスは、足元でほぼ均衡状態となり、供給過剰（デフレギャップ）による物価下押し圧力は解消している（第18図）。また、消費者のインフレ期待は、原油価格と相関性が高いことから、原油価格の持ち直し持続とともに上昇が予想される。英国のEU離脱が回避され、景気が底堅さを回復していけば、インフレ圧力は徐々に高まっていく。もっとも、英中銀（BOE）のインフレ率目標である、前年比+2%が視野に入るまでには、今しばらく時間を要する公算が大きい。BOEの利上げは早くとも2017年中頃と予想する。



## 3. ロシア

### (1) 景気の現状～落ち込みに歯止めが掛かりつつある

ロシアの景気には下げ止まりの動きがみられる。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲1.2%となり、昨年10-12月期の同▲3.8%からマイナス幅が大きく縮小した（第19図）。季節調整値は未発表だが、1-3月期の成長率は前期比プラスに転じた可能性もある。

景気下押し圧力緩和の要因の一つは、インフレ率の低下である。2014年末以降、消費者物価（CPI）の上昇率は、ルーブル急落に伴う輸入インフレや食品輸入禁止措置（注1）による食品価格の高騰などから、前年比+10%を上回り（第20図）、実質購買力を大きく押し下げた。しかし、今年初にかけ、通貨安や食品禁輸の影響一巡を受けてインフレは減速に転じ、4月のCPI上昇率は同+7.3%まで鈍化した。加えて、海外への急速な資本流出が収束したことや、金融機関の貸出態度の厳格化が一服したことなども、景気が下げ止まりつつある要因と考えられる。

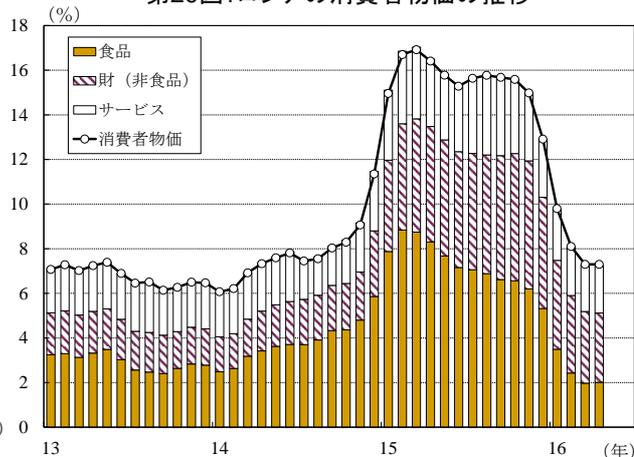
（注1）ロシアは、欧米等による経済制裁への対抗措置として、2014年8月、欧米産の生鮮食品や乳製品などについて、輸入禁止措置を導入した。

第19図:ロシアの實質GDPの推移



(注)2015年10-12月期以降の前期比成長率は未公表。  
(資料)ロシア統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図:ロシアの消費者物価の推移



(資料)ロシア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～マイナス成長脱却後も、景気は当面低調に推移する公算

ロシアの景気は後退局面を抜け出しつつあるが、力強い回復に転じることは期待しにくい。まず、ロシア経済に大きな影響を与える、原油価格の動向については、今年初に大底こそ付けたとみられるものの、世界的な原油の供給過剰が上値を抑えると予想する（第21図）。ロシアは、輸出の約6割を石油・天然ガスが占め、また連邦政府の歳入の約半分が石油・天然ガス関連であるなど、エネルギー資源への依存度が高く、原油価格が低水準に留まることは、引き続き経済の重しとなろう。

とくに財政面では、ロシア政府は、今年初にかけての原油価格下落を受け、各省庁予算の10%削減（当初予算比）を決定した。また、財政赤字の補填に充てられる、政府準備基金の残高も、2016年末には対GDP比2%を割り込む恐れがあり（第22図）、2017年に掛けて一段の財政緊縮を余儀なくされる可能性も否定できない。

加えて、金融政策からの景気のサポートも限定的なものに止まろう。ロシア中銀は、インフレ抑制と通貨防衛のため、政策金利を11%という高水準に据え置いている。インフレ率は、年初にかけて大きく低下したが、中銀が中期的な目標とする前年比+4%を依然として大きく上回っている。また、ルーブル相場と相関性が高い、原油価格の反発が力強さを欠くなか、利下げがルーブルの再下落と輸入インフレ再燃のきっかけとなるリスクも根強く存在している。昨年に比べてインフレ率が低下したことで、ある程度利下げ余地が生じてきたことは確かだが、中銀は引き続き金融緩和に慎重な姿勢を維持し、利下げは小幅なものに止めると予想する。

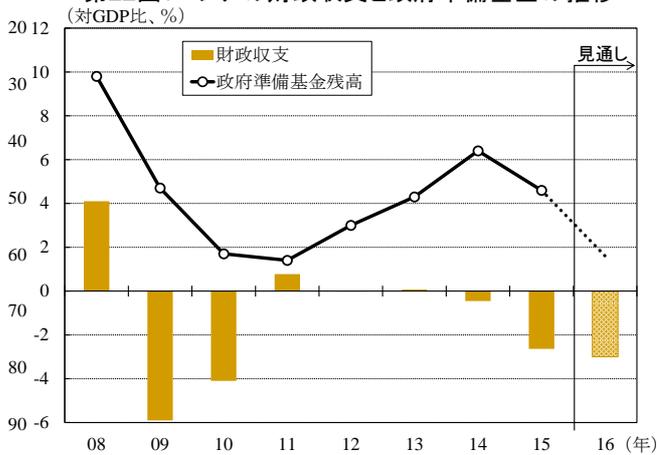
ロシアの實質GDP成長率は、2016年は前年比▲1.3%と、2015年（同▲3.7%）から落ち込み幅は縮小するが、2年連続のマイナス成長となると予想する。2017年については、プラス成長に転じるものの、成長率は同+0.5%と緩やかな伸びに止まるとみる。

第21図：原油価格とルーブル相場の推移



(資料)Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：ロシアの財政収支と政府準備基金の推移



(資料)ロシア財務省資料より三菱東京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 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ユーロ圏	1.6	1.5	1.5	0.0	0.2	1.3	3,636	3,210	3,341
ドイツ	1.7	1.7	1.5	0.1	0.5	1.5	2,838	2,424	2,389
フランス	1.2	1.3	1.4	0.1	0.2	1.0	▲ 46	▲ 50	▲ 31
イタリア	0.8	0.8	1.0	0.1	0.1	0.9	390	283	327
英国	2.3	1.9	2.2	0.1	0.3	1.7	▲ 1,283	▲ 1,141	▲ 1,110
ロシア	▲ 3.7	▲ 1.3	0.5	15.5	6.8	5.7	658	482	490

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
名目GDP	2.9	1.7	2.2	2.6	2.8	4.3
実質GDP	1.6	1.5	1.5	2.3	1.9	2.2
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.4	2.9	2.5	2.4
<外需寄与度>	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.2
個人消費	1.7	1.5	1.2	2.7	1.9	1.6
政府消費	1.3	1.7	1.4	1.5	1.6	0.9
総固定資本形成	2.6	3.0	1.9	4.1	2.0	5.8
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.4	0.3	0.2
輸出	4.9	2.2	2.8	5.1	1.1	1.0
輸入	5.6	3.2	2.7	6.3	2.7	1.6

- (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、宜しくお願ひ申し上げます。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。