

欧州経済の見通し

～Brexit や政局を巡る不透明感は依然強く、回復ペースはこの先鈍化～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏は緩やかな成長ペースを維持している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.3%と増勢を保った。国別には、ドイツ、スペインで減速したものの、フランス、イタリアで加速した（第 1 表）。需要項目別の内訳が発表された国の動向をみると、ドイツでは個人消費（同 +0.4%）や政府支出（同 +1.0%）が成長を支えた一方、輸出が同 ▲0.4%と振るわなかった。また、スペインでは雇用環境の改善を背景に個人消費が同 +0.6%と堅調であったが、総固定資本形成が同 +0.1%と前期の同 +1.1%から減速した。フランスでは設備投資が同 ▲0.2%と減少し、個人消費が前期から横ばいとなったものの、政府支出が同 +0.5%と増加した。総じて投資や輸出では弱い動きがみられたが、個人消費の堅調が増勢維持に繋がったと言える。

(2) 今後の見通し

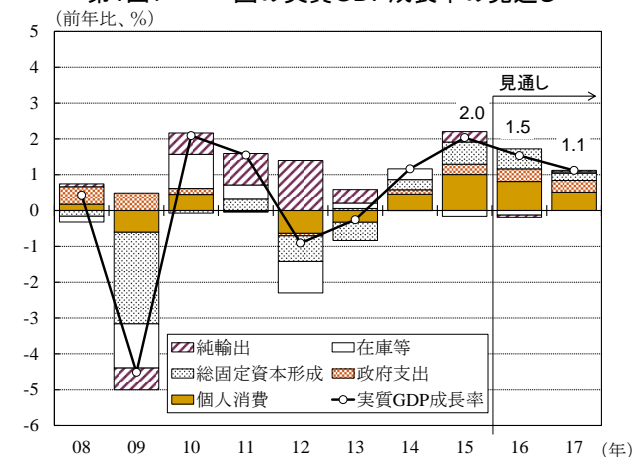
ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、今年が前年比 +1.5%となった後、2017 年は同 +1.1%まで減速すると予想する（第 1 図）。これは、EU 離脱選択（Brexit）によって英国景気の下押し圧力が強まる可能性が高いことから同国向け輸出の減速が予想されることに加え、企業の設備投資も不透明感の高まりから抑制されるとみられるためである。また、2017 年に実施される主要国における重要選挙の結果次第では、政局の混乱がマインド悪化を通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクもある。ただし、個人消費が雇用環境の改善を背景に引き続き景気を下支えするとみられるため、緩やかな回復基調自体が途切れるには至らないだろう。

第1表：ユーロ圏主要国の実質GDP成長率

	2015				2016		
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
ユーロ圏	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.4	0.2
フランス	0.6	0.0	0.4	0.3	0.6	▲ 0.1	0.2
イタリア	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.0	0.3
スペイン	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
ポルトガル	0.6	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.8
ギリシャ	0.7	0.0	▲ 1.5	1.2	▲ 0.6	0.3	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：ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



(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

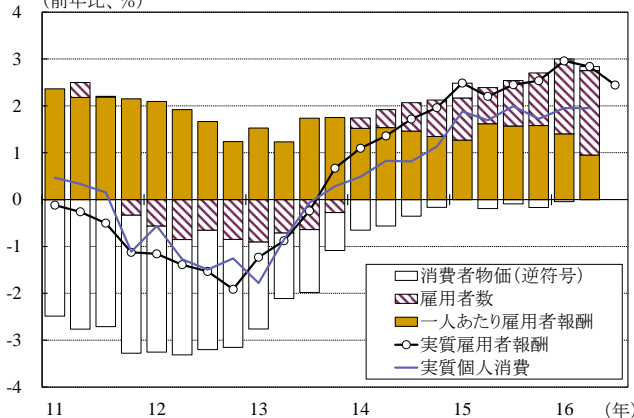
(3) 見通し上のキーポイント

① 雇用環境の改善により個人消費は底堅く推移

個人消費は足元底堅い推移が続いている。7-9 月期の実質小売売上は前期比+0.3%と前期並の伸びを保った。背景には良好な雇用・所得環境があり、一人あたり雇用者報酬は増加が続き、雇用者数の増加幅も拡大している。失業率をみても低下傾向を辿り、7-9 月期には 10.0%と欧州債務危機前の水準まで低下している。また、原油価格の下落による低インフレが実質所得を押し上げたことも個人消費の支えとなった（第 2 図）。

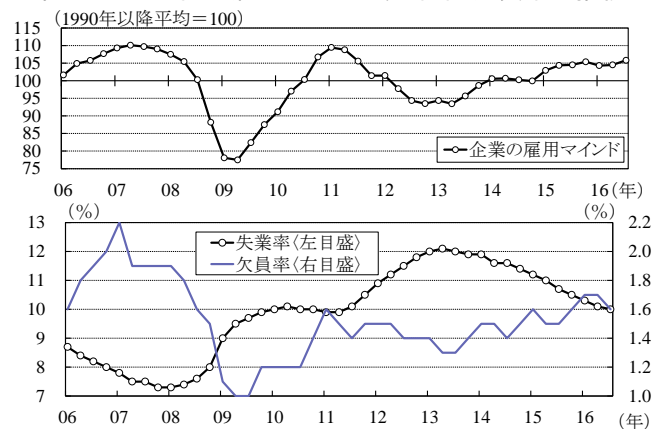
今後は、原油価格の持ち直しにより、低インフレによる実質所得の押し上げ効果は想定し難い。しかし、企業の雇用マインドが上昇傾向にあることに加え、失業率や欠員率がリーマン・ショック前の水準を回復しておらず、労働市場に未だ改善余地が存在することを示唆していることから、雇用環境の改善は持続しよう（第 3 図）。したがって、先行き、雇用拡大持続による所得環境の改善を背景に個人消費は底堅く推移し、景気の下支えとなるとみられる。

第2図：ユーロ圏の実質雇用者報酬と実質個人消費の推移
(前年比、%)



(注)『実質雇用者報酬』の7-9月期は、推計値。
(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

第3図：ユーロ圏の雇用マインドと失業率・欠員率の推移



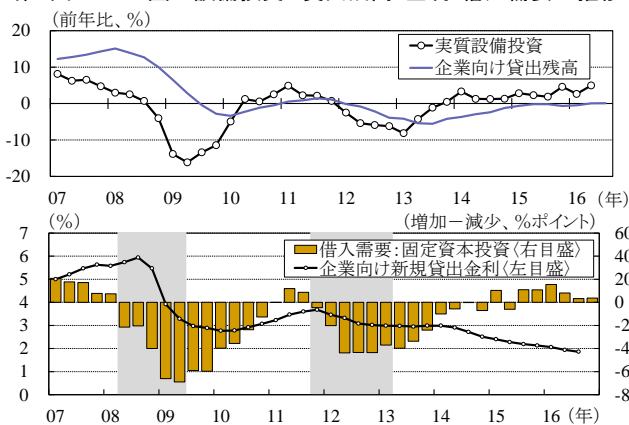
(注)1.『企業の雇用マインド』は、製造業と小売業とサービス業の平均。
2.『欠員率』は、「求人数」を「求人数と雇用者数の和」で除したものの。
(資料)欧州委員会、欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 投資需要は相応にあるが、Brexit や政局を巡る不透明感が重石に

足元、ユーロ圏の設備投資は緩やかな増加傾向を辿っており、企業の固定資本投資に関する借入需要も持ち直している（第 4 図）。ユーロ圏全体の企業向け貸出が有意に増加に転じていないため、ECB による金融緩和およびそれに伴う貸出金利低下がどの程度投資促進に有効なのかには議論の余地があろうが、一方でユーロ圏の設備稼働率は 82.3%と長期過去平均比高い水準まで上昇してきたことを鑑みると、世界金融危機及び欧州債務危機時に長らく抑制されていた更新投資などの潜在需要の顕現化は当面続くと考えて良いだろう（第 5 図）。

もともと、英国の EU 離脱交渉や後述する政治リスクに関連して先行き不透明感が高まる可能性が大きく、企業は投資に対し慎重姿勢を強めるものとみられる。更新投資などの潜在需要が顕在化するのにはサポート要因となるが、2017 年にかけての投資の伸びは低いものに止まろう。

第4図：ユーロ圏の設備投資と貸出残高・金利・借入需要の推移



(注) 1. 『実質設備投資』は、非住宅建設投資と機械設備投資の合計。
2. 網掛け部分は、景気後退期。

(資料) 欧州統計局、中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の設備稼働率の推移

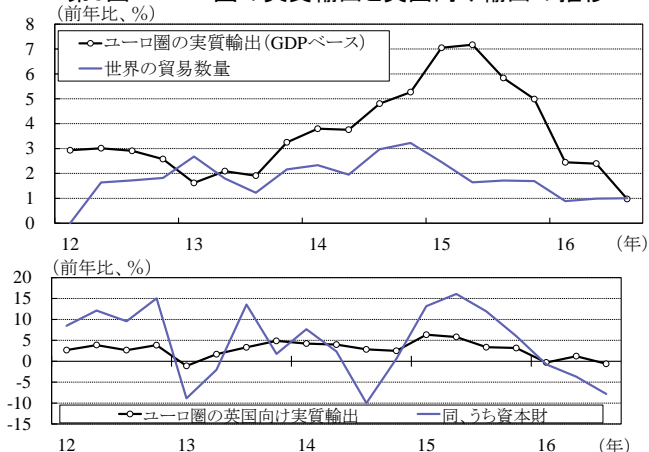


(資料) 欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 輸出も低調が続く見込み

足元の輸出動向をみると、相手国の景気軟化を受けて弱めとなっており、7-9月期は英国向けを中心とした資本財の減少を背景に減速した（第6図）。この先、米国の景気回復などを背景に世界的な貿易量が全般的に持ち直すことはプラス材料であるが、主要輸出先である英国向け輸出の低迷が見込まれることから、輸出の増加ペースは小幅となる見込みである（第7図）。

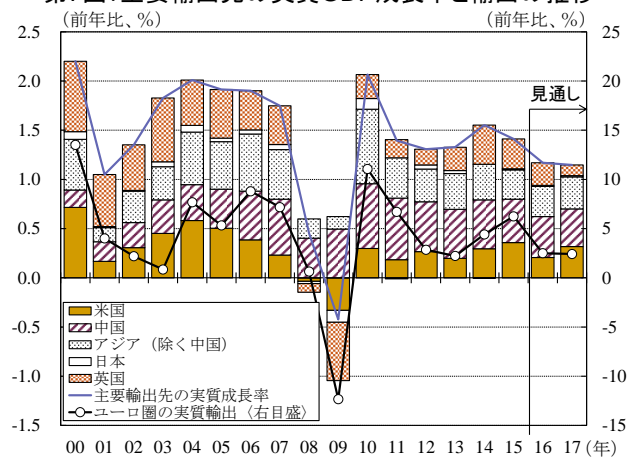
第6図：ユーロ圏の実質輸出と英国向け輸出の推移



(注) 1. 『ユーロ圏の実質輸出』の直近は7-8月実績より推計。
2. 『英国向け実質輸出』は、英国のユーロ圏からの輸入。

(資料) 欧州統計局、オランダ統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：主要輸出先の実質GDP成長率と輸出の推移



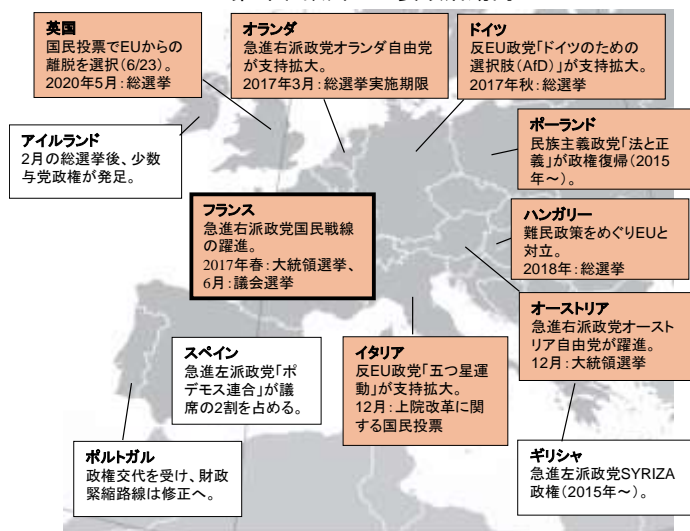
(資料) 欧州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

④ 米大統領選の結果を受けた政治リスクの高まり

米大統領選でのトランプ氏勝利は既成政党に対する有権者の不満が根強いことを示したが、こうした流れは欧州にも波及する懸念がある。特に、来年春・秋に予定されているフランス大統領選・ドイツの総選挙は EU/ユーロ体制持続の試金石となろう（第8図）。フランスの調査会社ハリス・インタラクティブ社による 11 月の調査結果は、仏大統領選で

EU 懐疑派政党・国民戦線の党首であるル・ペン氏が決選投票に残る可能性の相応の高さを示唆している（第 2 表）。ドイツの総選挙に関しては、ドイツのための選択肢（AfD）の支持率が 10%を超えており、初めて下院で議席を獲得する可能性が高まっている。また、イタリアについても、大手 5 社の世論調査では、現政権への不満を背景に 12 月の国民投票で政府の改憲案が否決される可能性が高いとの結果が示されており、否決された場合には、首相辞任による政局流動化のリスクが高まる。こうした重要選挙・国民投票を巡る不確実性は、Brexit とともに企業や家計のマインドに影響を与え、実体経済を下押しする要因となり得る。

第8図：欧州の主要政治動向



第2表：欧州の主要政党/候補者の支持率

大統領選挙候補者支持率	支持率 (%)	議会議席数 (議席)	
フランス (調査実施11月) / 国民議会			
共和党 (UMP) : フィヨン氏	26.0	197	/577
国民戦線 (FN) : ル・ペン氏	24.0	2	
社会党 (PS) : オランド氏	9.0	285	
左派戦線グループ : メランション氏	13.0	15	
政党支持率			
イタリア (上院と下院の権限は平等) (調査実施11月)			
民主党 (PD)	32.8	113	310
五つ星運動 (M5S)	27.3	35	91
北部同盟 (LN) と自治	12.6	12	19 /320
フォルツァ・イタリア (FI)	12.4	42	50
国民エリア (Area Popolare)	3.3	29	30
ドイツ (連邦議会下院の権限が強い) (調査実施11月) / 連邦議会下院			
キリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU)	33.0	310	
社会民主党 (SPD)	22.0	193	
ドイツのための選択肢 (AfD)	13.0	0	
同盟90/緑の党 (B90/Gr)	12.0	63	
左派党 (Die Linke)	9.0	64	

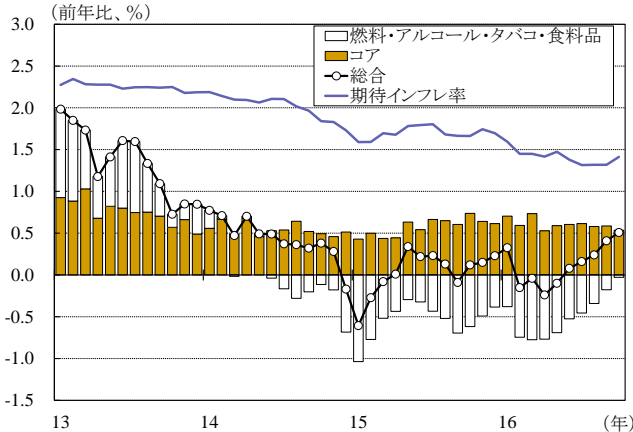
(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価と金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、原油価格の持ち直しを受け緩やかに加速しており、期待インフレ率にも底入れの兆しがみられる（第 9 図）。ただし、コア物価上昇率の加速感は乏しく、ECB は、インフレ率が「2%をやや下回る水準」という目標まで加速するのは 2018 年末から翌年初にかけてであるという見通しを示している。

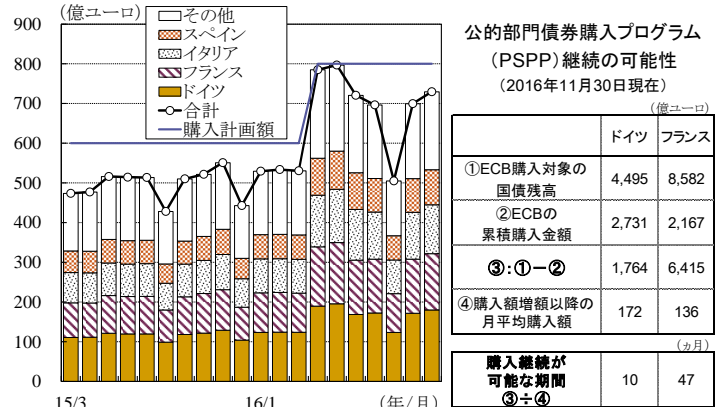
かかる環境下、この先も ECB が緩和姿勢を継続する公算は大きい。10 月に資産購入プログラム (APP) について購入額の減額が開始されるとの報道があったが、これは ECB の緩和姿勢に変化が現れたことを示すものではなく、将来的な購入対象資産の残高不足を意識した緩和手法の変更を検討したというもののようだ。実際、APP 残高の 8 割を占める公的部門債券購入プログラム (PSPP) のこれまでの累積購入金額と ECB 購入対象となる国債残高を比較すると、ドイツ国債で約 6 割が購入済みであり、現ペースで買入れを進めていけば、10 ヶ月で対象債券がなくなると試算される（第 10 図）。緩和姿勢継続という点から、現状 2017 年 3 月までとされている APP については一旦期限が延長されると見込まれるが、現制度は早晚、技術的な手直しがなされる公算が大きい。

第9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年ブレー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10図: 公的部門債券購入プログラム月間購入額の推移



(注)『購入計画額』と『合計』の差額は、カバード債、ABS、社債の購入によるもの。
(資料)欧州中央銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

公的部門債券購入プログラム (PSPP) 継続の可能性 (2016年11月30日現在)

(億ユーロ)

	ドイツ	フランス
①ECB購入対象の国債残高	4,495	8,582
②ECBの累積購入金額	2,731	2,167
③: ①-②	1,764	6,415
④購入額増額以降の月平均購入額	172	136
購入継続が可能な期間 (ヵ月)	10	47

(前原 佑香)

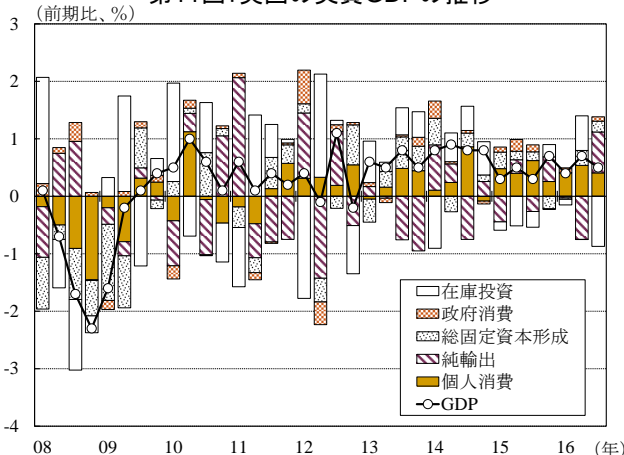
2. 英国

(1) 景気の現状

英国経済は、6月の国民投票でEU離脱が選択されたことにより、先行き不透明な状況が続いているが、足元までの景気は急速な悪化を回避している。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と前期から減速したものの、底堅い伸びを維持した(第11図)。良好な雇用・所得環境を背景とする個人消費の堅調が景気の支えとなっている。

もともと、直近の経済指標では弱い動きが増えており、景気は減速傾向にあると判断される(第3表)。鉱工業生産や建設生産の弱含みに加え、住宅販売の伸びも年前半を下回っている。雇用者数は引き続き増加傾向にあるが、増加のペースはやや減速してきた。また、輸出数量や訪英旅行者支出の推移は一進一退であり、今のところポンド安のプラス効果は確認できない。消費者と企業のマインドについては、国民投票直後の大幅な悪化からは持ち直したものの、国民投票前の水準を回復するには至っていない。

第11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3表: 英国の主要経済指標

2016年	1-6月平均	7月	8月	9月	10月
鉱工業生産 (前月比、%)	0.5	0.1	▲0.4	▲0.4	—
実質小売売上 (前月比、%)	0.5	2.0	0.2	0.1	1.9
雇用者数 (3カ月前比、%)	0.3	0.5	0.3	0.2	—
実質建設生産 (前月比、%)	▲0.4	0.7	▲1.1	0.3	—
住宅販売件数 (前月比、%)	4.7	1.3	0.1	▲0.1	1.0
輸出数量 (前月比、%)	▲0.5	6.6	0.2	▲0.8	—
訪英旅行者支出 (前月比、%)	▲0.3	▲2.2	3.3	▲4.8	—

(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

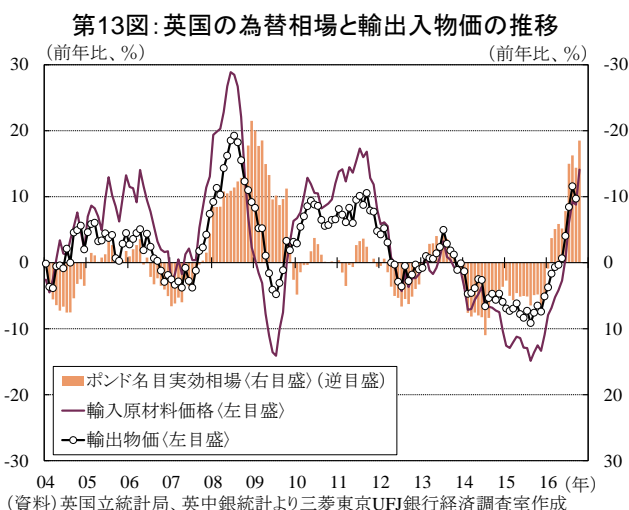
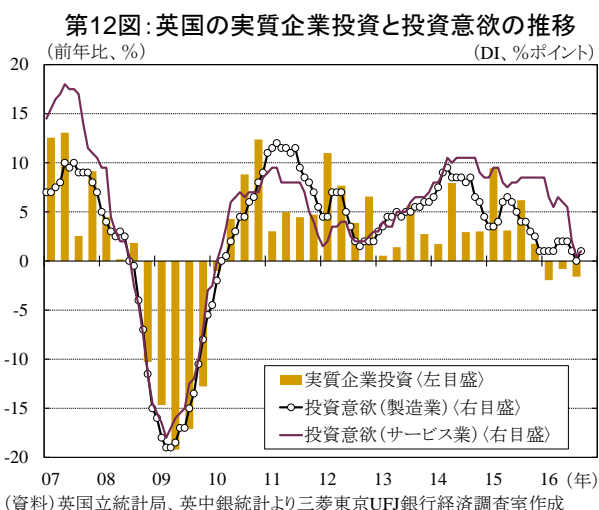
EU 離脱プロセスに関しても見通し難い状態が続いている。11 月初め、英高等法院は EU 離脱手続きには議会承認が必要と判決した。メイ首相は、議会承認無しに来年 3 月末までに離脱通告を行なう方針だったが、来年 1 月の最高裁の判断次第では議会での手続きが必要になる。議会審議の紛糾・長期化によって離脱通告が大幅に後ずれする展開も否定できず、引き続き不透明感がマインド等の下押し要因となる公算が大きい。

(2) 今後の見通し

先行き、景気に対する下押し圧力はさらに強まると予想される。企業部門の投資意欲は、製造業では昨年末から低調が続いていることに加え、国民投票後はサービス業でも大幅に慎重化した（第 12 図）。実質企業投資は今年初から既に前年比マイナスに転じており、今後一段と減少する可能性が大きい。家計部門については、消費マインドの低調に加え、インフレ率の上昇も下押し要因となろう。国民投票以降の大幅なポンド安を背景に輸入インフレ圧力が増大しており、10 月の輸入原材料価格は前年比+14.1%と 2011 年以来の高い伸びとなった（第 13 図）。先行き、輸入インフレ圧力の国内への波及に伴い、消費者物価も上昇加速が予想され、家計の実質購買力低下が消費を抑制するとみられる。

なお足元、輸入物価だけでなく輸出物価も上昇率が大きく高まっている。これはポンド安が進むなかでも外貨建て輸出価格を概ね据え置いていることで、ポンド建ての輸出価格が上昇しているためと考えられる。今後についても国内物価上昇を受けた生産コストの増加が見込まれるため、外貨建て輸出価格の大幅な引き下げは想定し難く、ポンド安による輸出数量押し上げ効果は限定的な範囲に止まろう。

実質 GDP 成長率は、今年については前年比+1.9%と比較的高い伸びでの着地が見込まれるものの、2017 年は同+0.8%まで減速すると予想される。

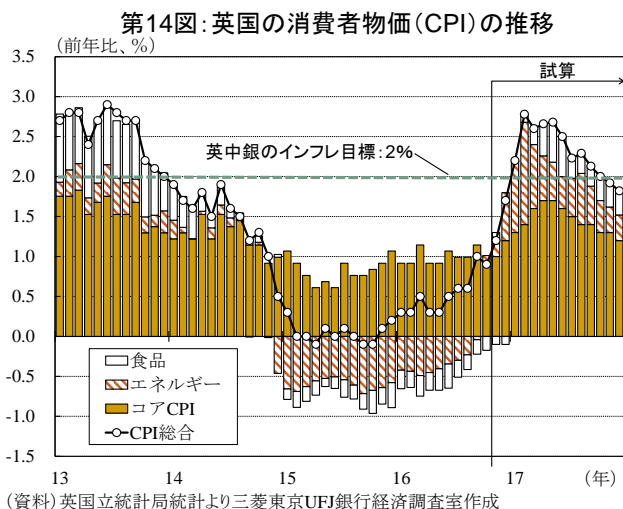


(3) 金融政策

昨年末以降、インフレ率は上昇傾向を辿っている。9月のCPI上昇率は前年比+0.9%と前月（同+1.0%）から若干減速したが、原油価格の持ち直し継続やポンド安の影響波及などを背景に、先行き一段の加速が予想される（第14図）。2017年前半のCPI上昇率は英中銀（BOE）の目標である同+2.0%を大きく上回る公算が大きい。

こうしたなか、BOEは11月3日の金融政策委員会で政策金利を0.25%に据え置いた。約7年半ぶりの利下げを行なった8月の同委員会以降、BOEは年内の追加利下げ実施を基本方針としてきたが、インフレリスクの高まり等を勘案し方針を変更した（第4表）。今後の金融政策運営については、景気下振れとインフレ高進の両方のリスクを警戒し、緩和・引き締めいずれの対応もあり得るとしている。

今後の金融政策を展望すると、2017年年央にかけてはインフレ率が上昇するなか、景気の減速感も相応に高まるとみられ、BOEは微妙な舵取りを迫られよう。もっとも、それ以降はポンド急落や原油価格反発の影響一巡からインフレ率は前年比+2%以下となり、景気に対する下押し圧力もある程度緩和すると予想される。BOEは、中期的には景気とインフレのリスクはバランスしていると判断し、政策金利の据え置きを継続すると見込まれる。



第4表：英中銀の判断の変化

	8月	11月
景気	成長率の見通しは大幅に低下。	短期的な成長率は従前の見通しより高くなる公算。
物価	インフレ率は目標である2%を上回る見込み。	先行きのインフレ率は8月時点の想定を上回ると予想。
金融政策	インフレ率が一時的に目標を上回ったとしても、金融緩和による景気刺激が適切と判断。 現時点の予想通りに経済が推移した場合、年内に再利下げを行なう。	目標以上のインフレ率を際限なく許容するわけではない。 先行きの経済見通しの変化に対しては、金融引き締め・緩和のいずれの方向にも対応する。

(資料) 英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. ロシア

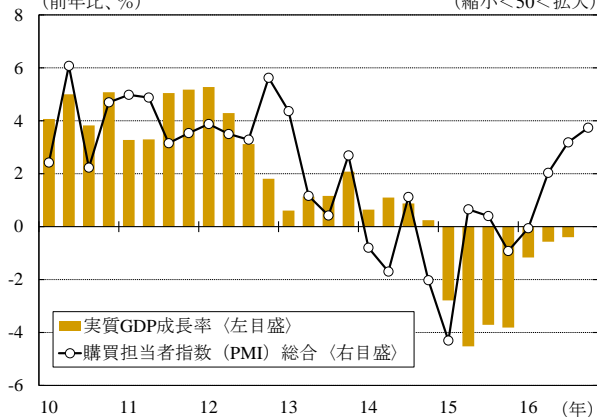
(1) 景気の現状

ロシアの景気は引き続き後退局面にあるが、徐々に下げ止まりに近付いている。7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲0.4%となり、3四半期連続でマイナス幅が縮小した（第15図）。10月の購買担当者指数（PMI）総合が53.7と、企業活動の拡大・縮小の分岐点である50を大きく上回る水準に上昇していることから、景気は持ち直しの方向にあると判断される。

ルーブル相場の安定化やそれに伴うインフレの落ち着きが、景気下押し圧力の緩和につ

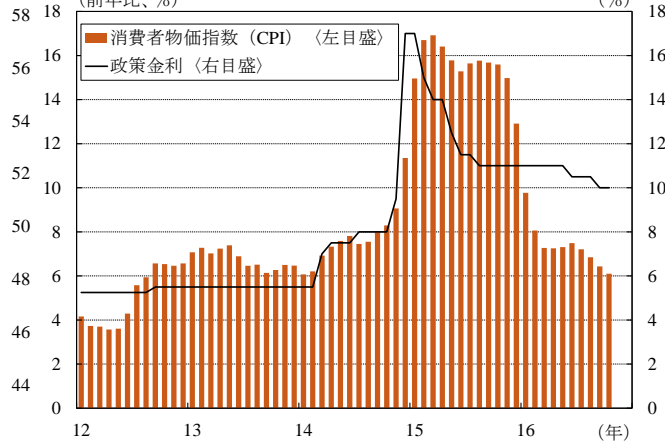
ながっている。2014 年後半から 2015 年前半にかけて顕在化した、ルーブル急落や食品価格高騰の影響は一巡しており、10 月の消費者物価上昇率は前年比+6.1%と、2014 年初以来の水準まで低下した（第 16 図）。インフレの沈静化傾向を受けて、ロシア中銀は 6 月と 9 月に利下げを行い、政策金利を 10%に引き下げた。政策金利は依然として高水準にあるが、金融引き締め緩和は景気の下げ止まりにある程度寄与していると考えられる。

第15図:ロシアの実質GDPと購買担当者指数の推移
(前年比、%) (縮小<50<拡大)



(注)『購買担当者指数(PMI)総合』の直近値は10月単月の値。
(資料)ロシア統計局、Markit統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図:ロシアの消費者物価(CPI)と政策金利の推移
(前年比、%)



(資料)ロシア統計局統計、ロシア中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

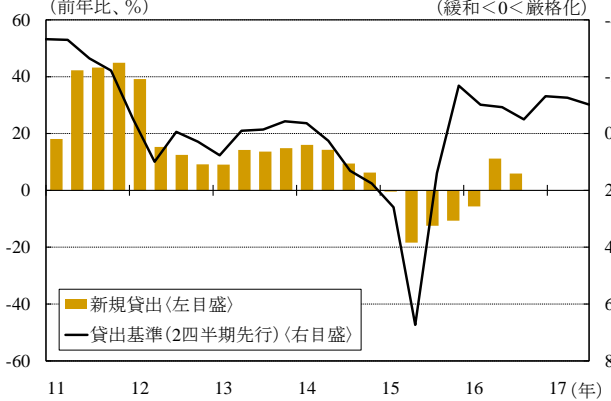
(2) 今後の見通し

2017 年の原油価格は緩やかな上昇傾向を辿り、1 バレル=50 ドル台での推移が定着すると想定しており、産油国通貨であるルーブルにとっては相場の安定化要因となろう。インフレ率の低下継続により、実質購買力の持ち直しが見込まれるほか、金融政策面では追加利下げの余地も生じてくると予想される。金融機関の貸出基準が緩和傾向に転じていることも、金融緩和効果の波及をサポートしよう（第 17 図）。

ただし、インフレ率が中銀目標である前年比+4%を下回るには今暫く時間を要する可能性が高く、政策金利の大幅な引き下げは想定し難い。また、ロシアの財政収支均衡に必要な原油価格の水準は 1 バレル=70 ドル程度とされており、2017 年も財政緊縮が景気の下押し要因となる可能性が高い。予算案によると、2017 年の連邦政府歳出は前年比微増に止まり、インフレを勘案した実質ベースでは 2016 年と同程度の落ち込みとなることが見込まれている（第 18 図）。

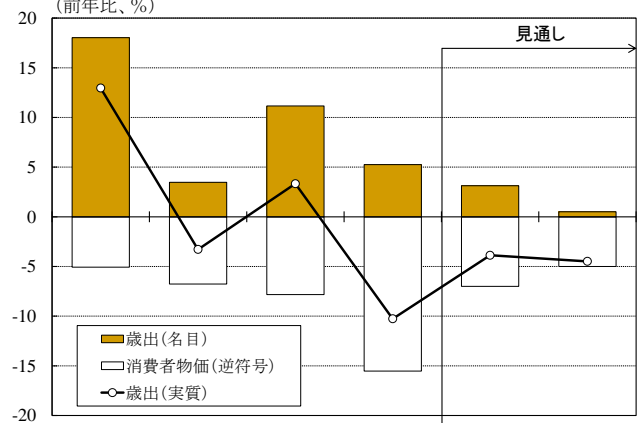
実質 GDP 成長率は、今年は前年比▲0.5%となった後、2017 年には 3 年ぶりのプラスに転じるものの、伸び率は同+0.8%と緩やかな回復に止まると予想する。

第17図:ロシアの銀行の新規貸出と貸出基準の推移
(前年比、%) (緩和<0<厳格化)



(注)「貸出基準」は2016年4-6月期分までは実績値、7-9月期分と10-12月期分は調査対象行の見通し。
(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図:ロシアの連邦政府歳出の推移
(前年比、%)



(資料)ロシア財務省資料、ロシア統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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	2.0	1.5	1.1	0.0	0.2	1.2	3,583	3,418	3,108
ドイツ	1.7	1.5	1.2	0.1	0.3	1.3	2,839	2,860	2,500
フランス	1.3	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 49	▲ 409	▲ 230
イタリア	0.7	0.7	0.8	0.1	0.0	0.9	293	466	338
英 国	2.2	1.9	0.8	0.1	0.7	2.3	▲ 1,531	▲ 1,346	▲ 1,046

(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	3.2	1.7	2.2	2.6	3.5	3.4
実質GDP	2.0	1.5	1.1	2.2	1.9	0.8
<内需寄与度>	1.7	1.6	1.1	2.6	1.8	0.3
<外需寄与度>	0.3	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	0.1	0.5
個人消費	1.8	1.5	0.9	2.6	2.7	1.0
政府消費	1.4	1.7	1.6	1.5	1.3	0.8
総固定資本形成	3.2	2.8	1.0	3.4	1.0	▲ 1.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
輸出	6.5	2.3	2.3	4.5	2.5	1.0
輸入	6.4	2.6	2.4	5.4	2.1	▲ 0.7

- (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 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。