

# 欧州経済の見通し

～Brexit の迷走リスクは高まるも、景気は堅調さを維持する見込み～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の現状

ユーロ圏の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と高めの伸びを維持した（第 1 表）。需要項目別の内訳は未公表ながら、実質小売上や建設業生産が加速したことから、内需が堅調だったとみられる。国別ではまず、スペインが同+0.9%と加速したのが目立つ。雇用環境の改善を背景に個人消費が同+0.7%と大幅に増加したほか、資金調達環境の好転を追い風に建設投資も同+1.1%と前期並みの増勢を維持するなど内需が好調であった。外需は 6 月初めから開始された港湾ストライキの影響を受けながらも同+0.1%ポイントのプラス寄与となった。また、景気回復ペースが鈍かったフランスやイタリアでも前期並みの伸びを保った。フランスでは、設備・住宅投資が減速した一方、マインド改善などを受けた個人消費の拡大や輸送用機械を中心とした輸出の加速が成長を支えた。ドイツでは同+0.6%と高成長が続いており、個人消費（同+0.8%）や総固定資本形成（同+1.0%）などの内需が引き続き堅調である。

### (2) 今後の見通し

ユーロ圏の景気はこの先も内需主導で回復が続く見込みである。個人消費は雇用・所得環境の持続的改善に加え、物価加速の一巡により実質所得への下押し圧力が次第に緩和することもあって、底堅い推移が見込まれる。設備投資は企業収益の回復を受け、輸出は海外景気の回復に伴い、それぞれ増勢を維持しよう。欧州ではリーマン・ショック、欧州債務危機と二度に亘る大きな経済危機に見舞われたことから、労働供給が拡大する余地や、ペントアップ需要（景気悪化時に将来に繰り越された需要）が顕在化する余地は依然として残っている。実質 GDP 成長率は、需給ギャップが縮小する過程であることも影響し、2017 年は前年比+1.8%、2018 年も同+1.6%と、両年ともに同+1%強とみられる潜在成長率を上回るペースでの回復が続く見通しである（第 1 図）。

政治面では、6 月に実施されたフランスの総選挙で、マクロン大統領率いる中道政党・共和国前進が過半数を大きく上回る議席を獲得する一方、国民戦線など大衆迎合的な主張を掲げる政党は既成政党が退潮する中でも勢力を伸ばせなかった。マクロン政権は EU 統合深化に向け自国の財政赤字削減や労働市場の柔軟化などの改革を推し進める姿勢である。また、9 月に総選挙が予定されているドイツでは、与党であるキリスト教民主同盟が優位を保っており、メルケル首相の 4 選シナリオの蓋然性が高まっている。イタリアでポピュリズム色の強い五つ星運動の支持率が与党・民主党と拮抗していることや、マクロン政権

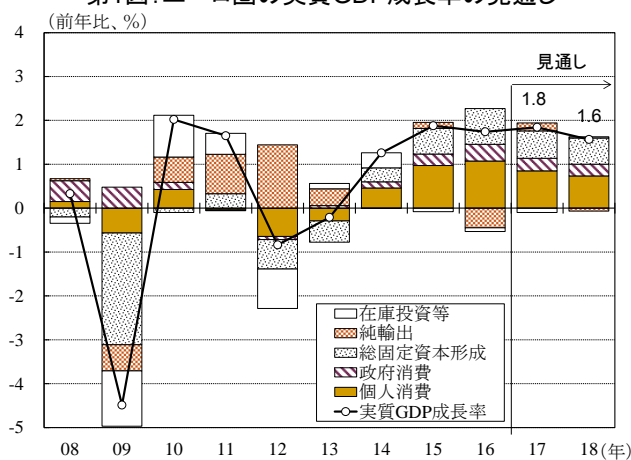
の支持率が足元で急速に低下していることなど注視すべき事象はあるものの、政治面の不透明感が実体経済に負の影響を及ぼすリスクは年初に比べかなり小さくなったといえよう。

第1表: ユーロ圏主要国の実質GDP成長率の推移  
(前期比、%)

	2015		2016				2017	
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.6	0.5	0.6
ドイツ	0.3	0.4	0.6	0.5	0.3	0.4	0.7	0.6
フランス	0.4	0.3	0.6	▲0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
イタリア	0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
スペイン	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
ポルトガル	0.1	0.3	0.2	0.2	0.9	0.7	1.0	0.3
ギリシャ	▲1.7	2.0	▲1.0	0.4	0.7	▲1.1	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



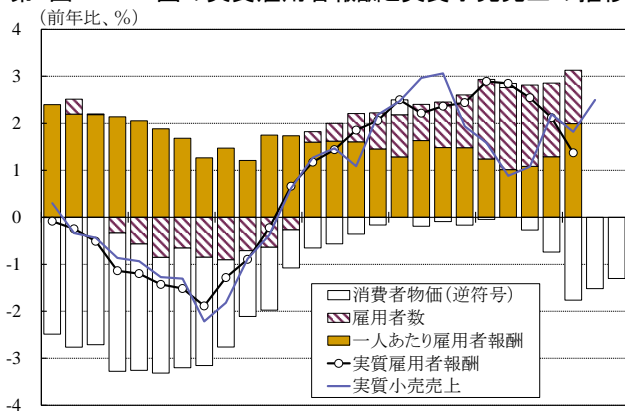
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 見通し上のキーポイント

#### ①個人消費はこの先も増勢を保つ見通し

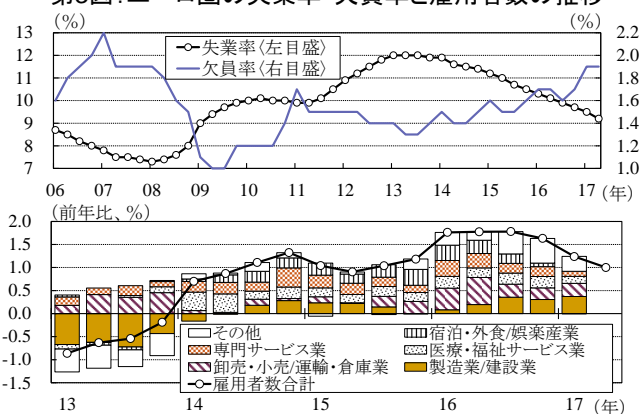
4-6月期の実質小売売上は雇用・所得環境の改善に支えられ前年比+2.5%と前期(同+1.8%)から加速しており、GDP統計上の個人消費も増加ペースを速めた可能性が高い(第2図)。個人消費のベースとなる実質所得は、インフレ率の加速により1-3月期に大きく押し下げられたものの、名目ベースの一人あたり雇用者報酬は加速が続いている。雇用環境に目を移すと、失業率は4-6月期に9.2%まで低下し、生産の持ち直しが続く製造業や建設業を中心に雇用者数は前年比+1%超の増加ペースを維持している(第3図)。イタリア(4-6月期:11.2%)やスペイン(同:17.3%)など失業率が比較的高い国々で企業の採用意欲が強まっていることや、ユーロ圏全体でみた欠員率が上昇していることは、この先の労働市場の改善余地が依然として大きいことを示唆するといえよう。

第2図: ユーロ圏の実質雇用者報酬と実質小売売上の推移



(注)『消費者物価』の7-9月期は7月実績。  
(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3図: ユーロ圏の失業率・欠員率と雇用者数の推移



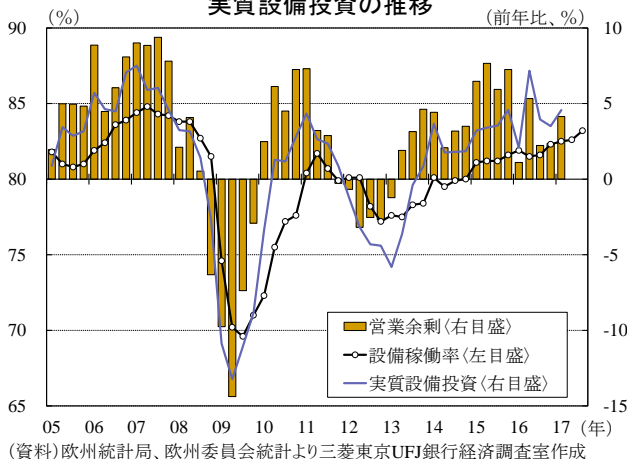
(注)1.『欠員率』は、「求人数」を「求人数と雇用者数の和」で除したもの。  
2.『雇用者数合計』の4-6月期は、同期の失業率と失業者数から推計。  
(資料) 欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

物価加速による実質所得への押し下げ圧力が 1-3 月期をピークに緩和しつつあることや、消費者マインドの改善が継続していること、さらに今後は労働需給の引き締めを受けて賃金上昇率も緩やかに加速すると予想されること等を鑑みると、個人消費の底堅い推移はこの先も継続する公算が大きい。

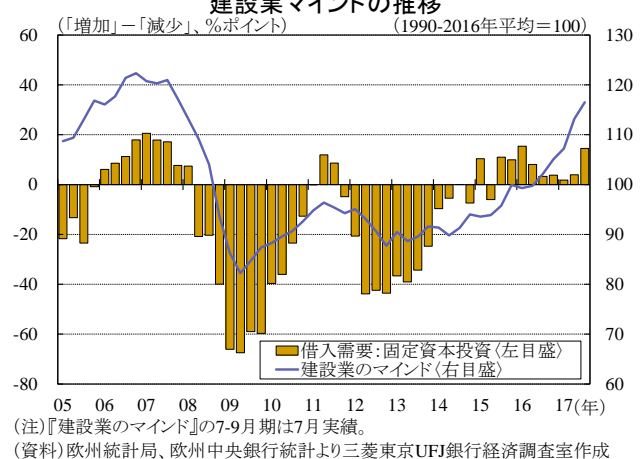
## ②設備投資の回復も継続

設備投資は 4-6 月期も建設や機械・設備を中心に増勢を維持したとみられる。同期の建設業生産が前期比+1.1%と前期（同+0.8%）から加速したほか、設備稼働率も 83.2%まで上昇し、好況期（2001 年～2007 年）の平均である 82.2%を上回って推移している（第 4 図）。また、企業収益の改善が続いているほか、低金利など良好な借入環境を受け企業の固定資本投資に関する借入需要が高まりつつある（第 5 図）。さらに、受注増を背景としてドイツやスペイン等の主要国を中心に建設業マインドの改善が加速している。こうした環境は今後も概ね変わらないと想定されるため、設備投資の回復はこの先も続くと思われる。

第4図: ユーロ圏の設備稼働率・営業余剰・  
実質設備投資の推移



第5図: ユーロ圏の固定資本投資借入需要と  
建設業マインドの推移



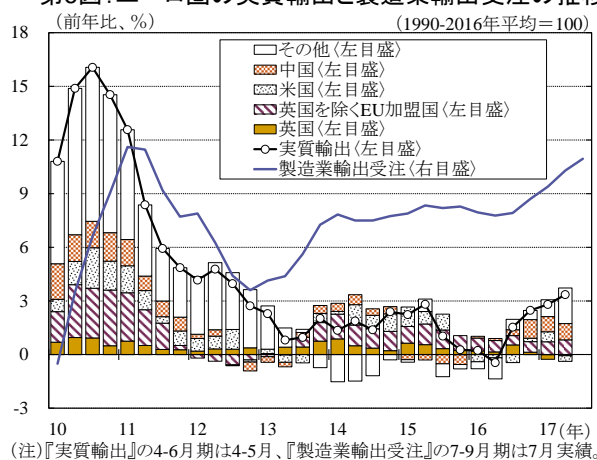
## ③輸出の堅調持続と政府支出の下支え

4-6 月期の輸出は英国や米国向けなどで小幅に減少したものの、中国やロシア向けなどが牽引し全体では前年比加速した（第 6 図）。海外景気の回復に伴い製造業の輸出受注が増勢を強める方向にあることを踏まえれば、輸出の堅調さはこの先も持続する公算が大きい。

財政面では、緊縮財政の旗振り役を担ってきたドイツで社会保障関連費・国防費の支出増により 2017 年の中央政府の財政収支は前年の 62 億ユーロの黒字から 70 億ユーロの赤字へ転化することが見込まれている。この結果、一般政府ベースでの黒字幅は前年から縮小する見込みである（第 7 図）。さらに、2017 年の財政赤字を名目 GDP 比 3%以内に抑え前年の同 3.2%から縮小させるという目標を掲げているフランスでも、足元までの状況をみると災害対策費等の増加から赤字幅は前年並みとなる可能性が高い。実体経済面から

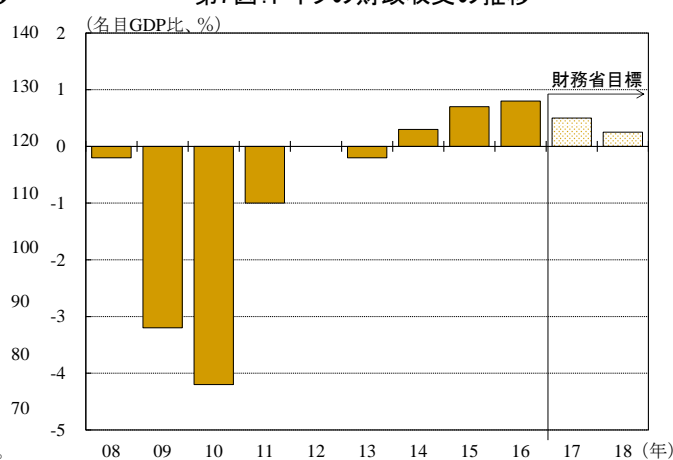
みると、債務危機発生以降の財政緊縮はマイナス方向に作用してきたが、足元ではこうした動きが転換点を迎つつあるといえる。

第6図：ユーロ圏の実質輸出と製造業輸出受注の推移



(注)『実質輸出』の4-6月期は4-5月、『製造業輸出受注』の7-9月期は7月実績。  
(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

第7図：ドイツの財政収支の推移



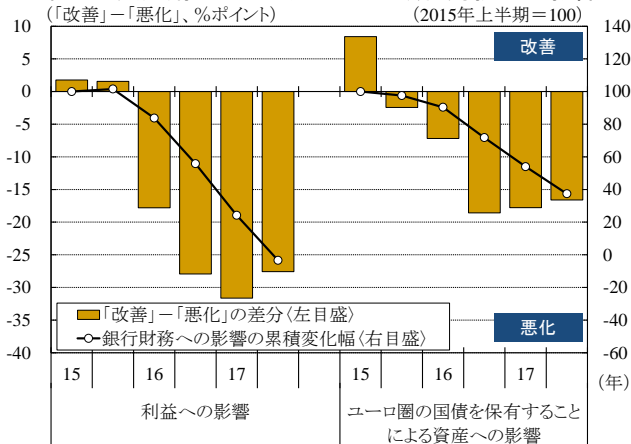
(資料)ドイツ連邦財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 金融政策

欧州中央銀行（ECB）の金融機関アンケート調査によると、低金利政策により貸出条件が3ヵ月前に比べて『緩和した』との回答が『厳格化した』との回答を上回るなど、これまでの金融緩和の効果の浸透が窺える。同時に、資産購入プログラム（APP）が金利低下等を通じ3ヵ月前と比べて銀行財務を『悪化させた』という回答が『改善させた』との回答を上回って推移している点にも留意が必要である（第8図）。低金利政策の長期化に伴いユーロ圏各国で銀行の利鞘が縮小傾向を辿るなど、大規模金融緩和の副作用が顕在化しつつあるといえる。加えて、APPのうち公的部門債券購入に関してはプログラムの長期化で対象債券が少なくなっていることも、現在の規模でAPPを継続することの技術的な障害となっている模様である。ECBは公的部門債券の購入割合を原則としてECBへの出資比率に準ずるとしているが、出資比率が26%であるドイツ債券の購入シェアが23%前後まで低下する一方、出資比率が17%のイタリアについては購入シェアが19%に上昇している（第9図）。

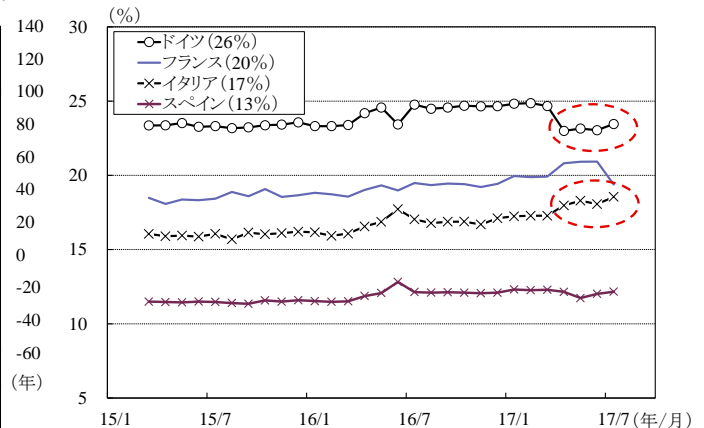
今後、ECBは「デフレ圧力がリフレに置き換わった」という認識の下、これまでの景気回復に応じた調整として2018年初めからAPPの規模を段階的に縮小する公算が大きい。ただし、消費者物価上昇率は7月も前年比+1.3%とECBが目標とする「中期的に前年比+2%をやや下回る」水準に未だ達していない。基調を示すコアで見ると、ドイツでは同+1.5%と加速し好況期（2001年～2007年）の平均である同+1.1%を既に上回る一方、その他ユーロ圏では同+0.6%と同平均（同+2.1%）を依然として下回り加速感に乏しい状況が続いている。このため、利上げに関しては、相対的に景気回復が遅れている国等への配慮から慎重なスタンスを維持するとみられる。

第8図：資産購入プログラムによる銀行財務への影響



(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9図：公的部門債券購入に占める国別シェアの推移



(注) カッコ内の数字は、欧州中央銀行への出資シェア。  
(資料) 欧州中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

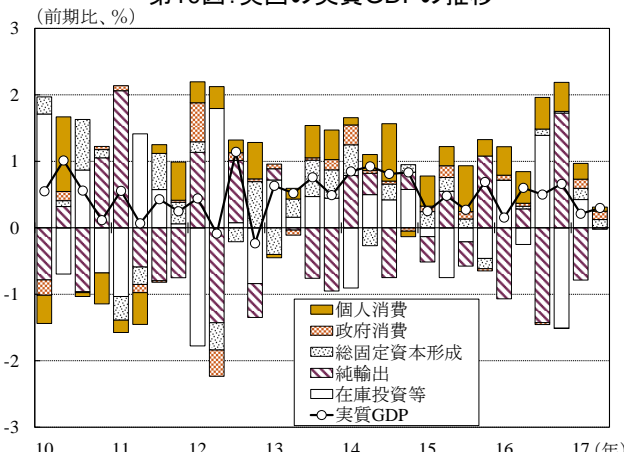
## 2. 英国

### (1) 景気の現状

英国の景気は年初以降、低調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.2%は上回ったものの、昨年後半の平均(同+0.6%)に比べて低めの伸びに止まった(第10図)。ポンド安に起因するインフレ高進を受けた個人消費の鈍化が下押し要因となっている。加えて、企業の設備投資は前期比横ばいに止まり、住宅投資も減少に転じた。一方、輸出は増加に転じ、純輸出(輸出-輸入)の成長率に対する寄与度はマイナス幅が縮小した。

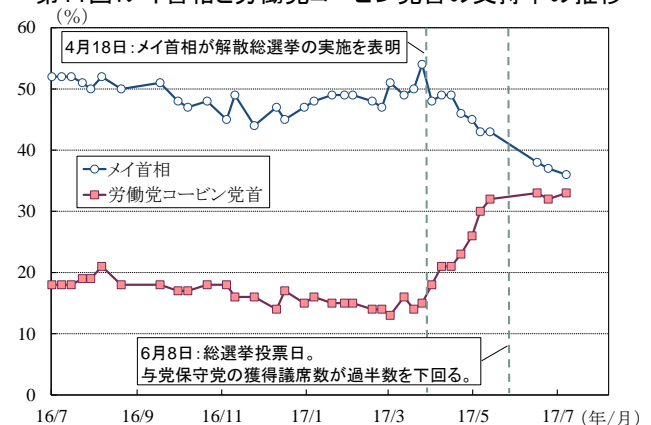
政治面では、6月8日に行なわれた総選挙で与党保守党が議席を減らし、下院の過半数を割り込んだ。保守党は、北アイルランドの保守系政党、民主統一党の閣外協力を取り付け過半数を確保したが、メイ首相の支持率は下落が続いており、政局の先行き不透明感が再び増している(第11図)。今後一段と政局が混迷した場合には、マインドの下押しやEU離脱交渉の遅延等の迷走リスクに警戒が必要となろう。

第10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11図：メイ首相と労働党コービン党首の支持率の推移



(注) 「どちらが首相にふさわしいか」との質問への回答。  
(資料) YouGov資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

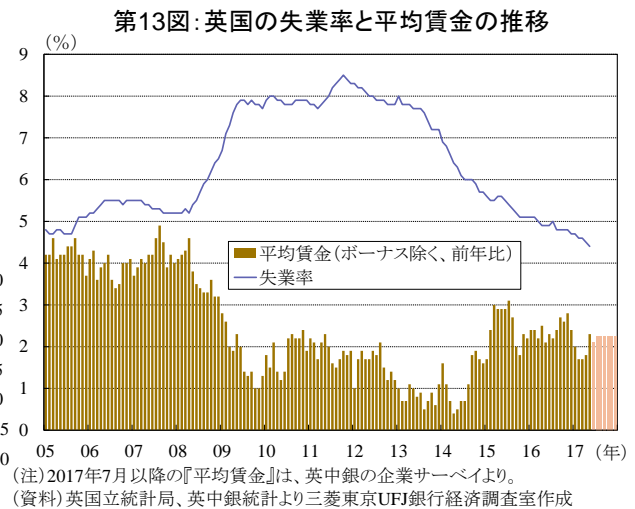
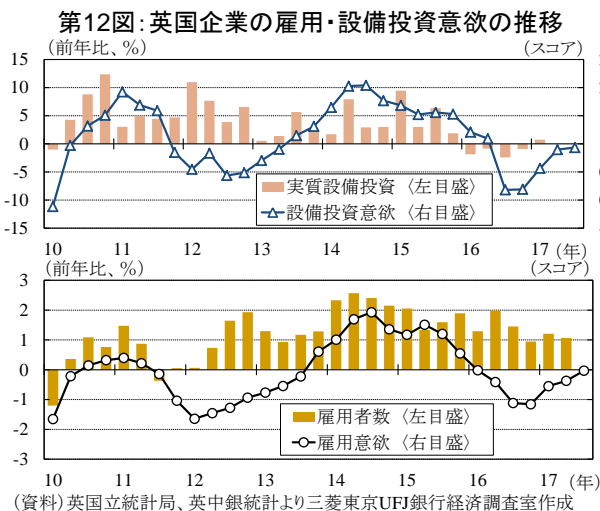
## (2) 今後の見通し

今後も EU 離脱に関連する先行き不透明感が根強く残ると予想されるなか、英国の実質 GDP 成長率は、従来、巡航速度とされてきた年率+2%台前半を当面下回る可能性が高い。ただし、2017年と2018年を比較した場合、共に低調ながら2018年は相対的に景気が安定化するとみる。国民投票直後のマインドの大幅悪化やポンド急落による影響が一巡し、景気下押し圧力が緩和していくと予想されるためである。

企業部門からみると、足下の設備投資は力強さを欠く状態が続いているが、投資意欲は年初以降、輸出が堅調な製造業を牽引役に持ち直し傾向を辿っている（第12図上段）。昨年後半のマインド落ち込みに伴う投資手控えが後退することで、先行きの設備投資は緩やかながら増加基調に復するとみる。輸出については、主要輸出先であるユーロ圏や米国の底堅い景気拡大を受けて受注の伸びが高まっており、先行きも堅調が予想される。7月の製造業購買担当者指数（PMI）の輸出受注指数は2011年以来の水準まで上昇した。

家計部門については、雇用者数が底堅い伸びを維持するなか、4-6月期の失業率は4.4%と1975年以来の低水準となった（第13図）。企業の雇用意欲も持ち直し傾向にあることから、雇用環境は引き続き良好な状態を保つとみられる（第12図下段）。一方、足下の賃金上昇率は前年比+2%前後とインフレ率を下回る状態が続いている。英中央銀行（BOE）の企業サーベイによると、企業は今年の賃上げ率を同+2.0~2.5%と見込んでいるため、賃金は2%程度の低めの伸びが継続する可能性が高い。もともと、先行きはポンド安の影響一巡によるインフレ率の低下が実質賃金の押し上げ要因となろう。来年にかけて、雇用の増加持続と相まった実質所得の回復が個人消費の持ち直しに寄与すると予想する。なお、1-3月期の貯蓄率は1.7%と、現行統計でさかのぼれる1963年以降で最低の水準となっている。所得に比して足元の消費水準がやや過大となっている可能性があり、反動で消費の伸びが抑制されるリスクについては留意が必要である。

実質 GDP 成長率は、2017年は前年比+1.4%と2012年以来の低い伸びに鈍化した後、2018年は小幅に持ち直して同+1.5%となると予想する。

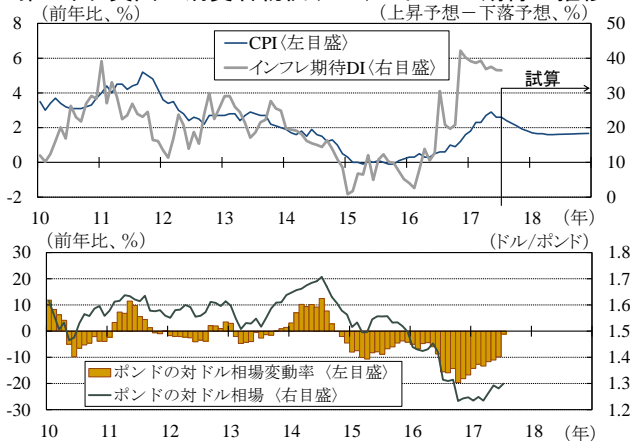


### (3) 物価と金融政策

消費者物価上昇率は、5月に前年比+2.9%と2013年6月以来の水準まで高まった後、6月と7月は同+2.6%に鈍化した。物価押し上げ要因の一巡を受けて、インフレ率にピークアウトの兆しがみえ始めたと判断される（第14図上段）。昨年後半の大幅なポンド安は輸入物価の上昇を通じ消費者物価上昇率の加速をもたらしたが、今年初以降はポンドの下げ止まりにより、輸入インフレ圧力は緩和しつつある（第14図下段）。また、原油価格は今年初から頭打ちとなっており、先行きも上値の重たい展開が予想される。加えて、低失業率にもかかわらず、企業は賃上げ幅の拡大に慎重な姿勢を維持しているため、賃金要因によるインフレ圧力も限定的である。消費者のインフレ期待もピークアウトしており、インフレ率は来年初にかけて低下していくと予想する。

5月までインフレ率が加速傾向を辿ったことを受け、BOEではインフレ警戒感が高まった。金融政策委員会（MPC）で複数の委員が利上げに票を投じたほか、カーニー総裁も利上げを検討する考えを示している（第2表）。ただし当室では、先行きのインフレ鈍化によってBOEのインフレ警戒感は和らいでいくと予想する。来年初には消費者物価上昇率がBOEの目標である前年比+2%を下回り、金融政策は当面、現状維持が続くとみる。

第14図：英国の消費者物価（CPI）とインフレ期待の推移



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

第2表：利上げに関するBOE高官の発言

6月15日	MPCで金融政策の据え置きが決定されるも、政策委員8人のうち3人(フォーブス、マカファーティ、ゾンダース委員)が利上げを主張。
6月16日	フォーブス委員、ポンド安によるインフレ押し上げ効果は一時的なものに止まらない可能性を指摘。
6月28日	カーニー総裁、向こう数ヶ月以内に利上げについてMPCで討議すると発言。
6月29日	ハルデーン理事、利上げを真剣に検討すべきと発言。
7月4日	ゾンダース委員、迅速な利上げが必要と主張。
7月12日	マカファーティ委員、量的緩和の早期解除を主張。
8月3日	MPCで金融政策の据え置きが決定されるも2人の委員(マカファーティ、ゾンダース委員)が利上げを主張(フォーブス委員は6月末に退任)。加えて、今後1年以内に利上げが行なわれる可能性のあることが示唆された。
8月4日	ブロードベント副総裁、小幅利上げの可能性を示唆。

(資料) 各種報道、英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香、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)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ユーロ圏	1.7	1.8	1.6	0.2	1.5	1.5	4,125	3,681	3,438
ドイツ	1.9	1.9	1.8	0.4	1.6	1.8	2,903	2,857	2,920
フランス	1.2	1.4	1.2	0.3	1.2	1.3	▲ 210	▲ 336	▲ 321
イタリア	0.9	1.2	1.1	▲ 0.1	1.4	1.4	473	460	446
英国	1.8	1.4	1.5	0.7	2.3	1.6	▲ 1,145	▲ 755	▲ 700
ロシア	▲ 0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253

### (2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.2	2.9	3.6	3.7	3.4
実質GDP	1.7	1.8	1.6	1.8	1.4	1.5
<内需寄与度>	2.2	1.6	1.6	2.2	1.5	1.3
<外需寄与度>	▲ 0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2
個人消費	2.0	1.6	1.4	2.8	1.6	1.2
政府消費	1.8	1.4	1.3	0.8	1.3	0.9
総固定資本形成	4.1	3.1	2.9	0.5	1.9	0.9
在庫投資(寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2
輸出	3.2	4.3	3.3	1.8	2.7	1.9
輸入	4.6	4.2	3.7	2.8	2.8	1.1

(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. 『消費者物価上昇率』は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

(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。