

欧州経済の見通し

～回復基調は維持されるも、Brexit を巡る不透明感が景気を下押し～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏経済は概ね堅調に推移している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、1-3 月期の同+0.6%からは減速したものの底堅いペースを維持した（第 1 表）。需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向をみると、設備投資がこれまで増加が続いていたことの反動でマイナス寄与となったが、個人消費や純輸出が成長を押し上げた（第 1 図）。

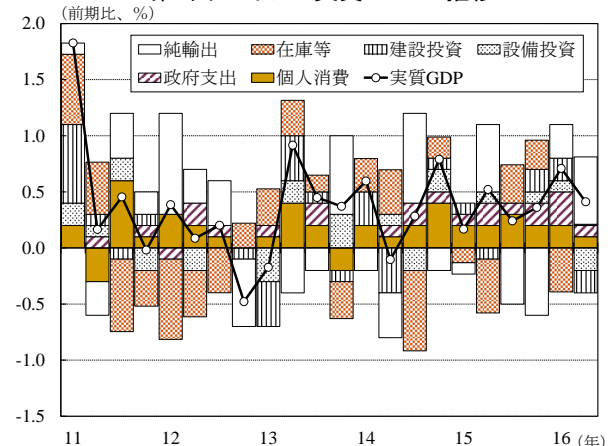
6 月 23 日の英国の国民投票において EU 離脱（Brexit）が選択されてから 2 ヶ月余りが経過したが、金融市場では株価が持ち直し、ユーロ・ドル相場も足元では投票日前の水準を回復するなど、概ね落ち着いてきている。

第1表：ユーロ圏の実質GDP
(前期比、%)

	2015				2016	
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.6	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.4
フランス	0.6	▲ 0.0	0.4	0.4	0.7	▲ 0.0
イタリア	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.0
スペイン	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
ポルトガル	0.5	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
ギリシャ	0.0	0.1	▲ 1.1	0.2	▲ 0.1	0.3

(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の推移
(前期比、%)



(資料) 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

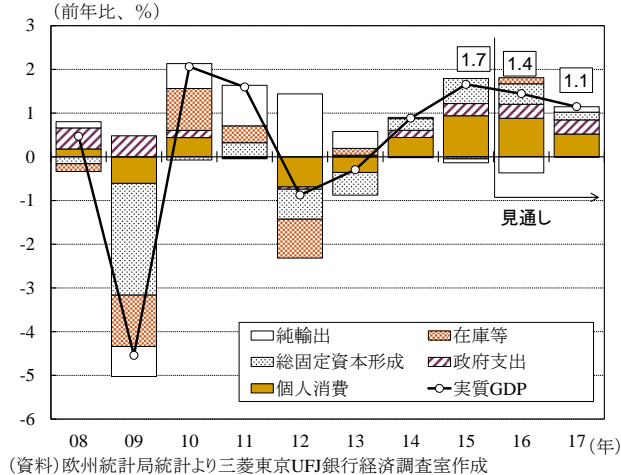
(2) 今後の見通し

金融市場は落ち着きを示しているものの、Brexit を受けて英国の実体経済はこの先大幅に減速することが見込まれる（詳細は後述）。そのため、英国との経済的な結びつきの強いユーロ圏についても、景気に対し相応のマイナス影響が及んでくると予想される。Brexit を巡る不透明感は設備投資を中心にユーロ圏の内需を抑制し、また、英国向け輸出の減速も景気を下押しする要因になるだろう。実質 GDP 成長率は、2016 年に前年比 +1.4% となった後、2017 年は同 +1.1% まで減速すると予想する（第 2 図）。

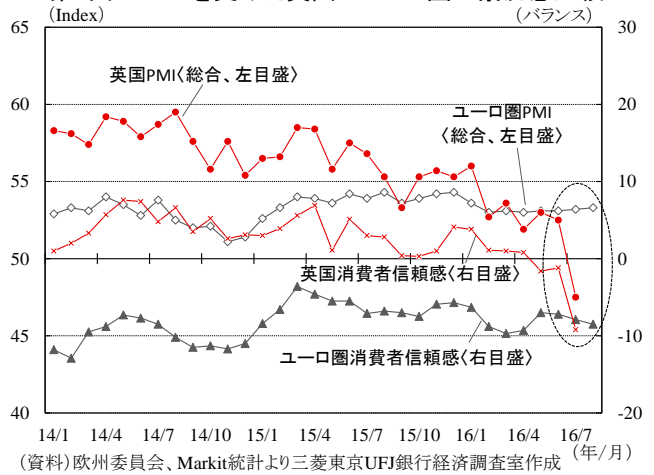
もっとも、直近のマインド指標からは、英国とユーロ圏では Brexit がもたらす影響度合いがかなり異なることが示唆される。購買担当者指数（PMI、総合）をみると、英国では 7 月に 47.5 と、業況の拡大・縮小の境目である 50 を大幅に下回って急落したのに対し、ユーロ圏では 8 月まで安定して推移しており、家計についても概ね同様の傾向を示してい

る（第3図）。ユーロ圏の実体経済に対する Brexit の影響は、少なくとも英国程には大きくなると考えられ、場合によっては現在想定しているよりも小さくなることもあり得る。Brexit は類似例のない出来事であり、今後公表される経済指標を丹念にチェックし、実体経済に与える影響度合いを随時検証する必要がある。

第2図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し



第3図：Brexitを受けた英国とユーロ圏の景況感比較



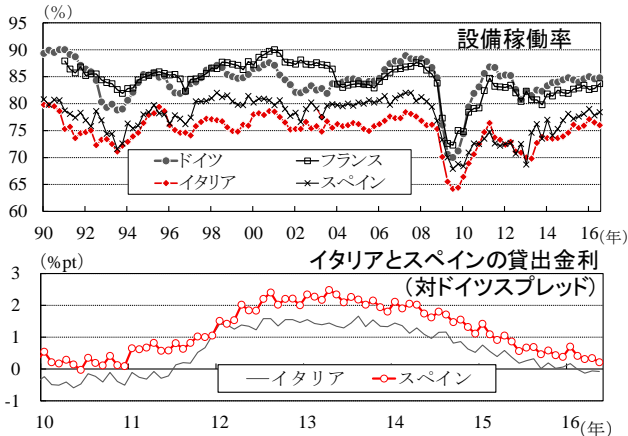
(3) 見通し上のキーポイント

① Brexit が下押し要因となる企業部門

Brexit に伴い高まった不透明感はずぐに払拭される類のものではなく、企業の投資マインドに一定の悪影響を及ぼすことは避けられまい。設備投資はこの先、増勢を維持しつつも減速傾向を辿ると予想する。ただし、設備投資に関しては、欧州債務危機時に蓄積されたpent-up demandの顕在化が見込まれることに加え、設備投資を取り巻く環境も引き続き投資を拡大させやすい状態にある。具体的には、企業の設備稼働率は上昇傾向を維持しており、また、銀行の貸出金利をみても、ECB の低金利政策などを受けてイタリアとスペインで大幅に低下し、ドイツとほぼ同水準にある（第4図）。設備投資が腰折れする事態までは想定し難い。

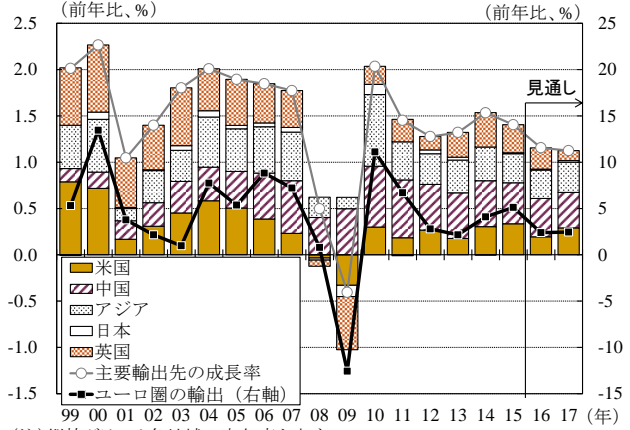
足元の輸出はユーロ高の進行と輸出相手先の景気軟化が相俟って減速している（第5図）。この先も、英国向け輸出に関しては、Brexit を受けた英国経済の減速や対ポンドでのユーロ高の進行が重石となり、伸びの鈍化が続くとみられる。一方、英国以外の地域に関しては、景気が緩やかに持ち直すとみられ、また、ユーロ相場が ECB による金融緩和が続くなかで一段高に向かう可能性は限定的と考えられることもあり、全体としては緩やかな増加が続くと見込まれる。

第4図: ユーロ圏企業の設備投資環境



(注)1件あたり100万ユーロ未満の貸出金利。
(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5図: ユーロ圏の輸出動向

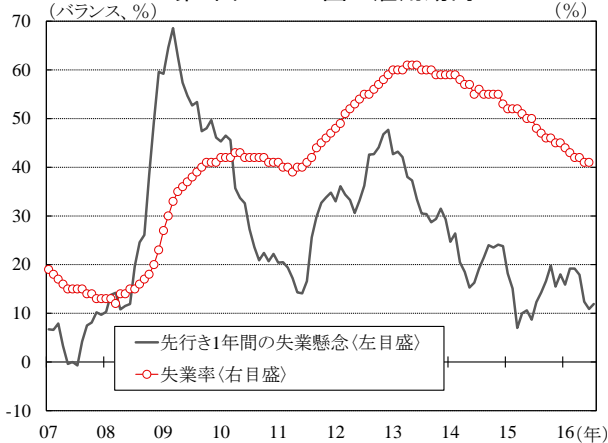


(注)縦棒グラフは各地域の寄与度を表す。
(資料)欧州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 個人消費を支える雇用環境の改善

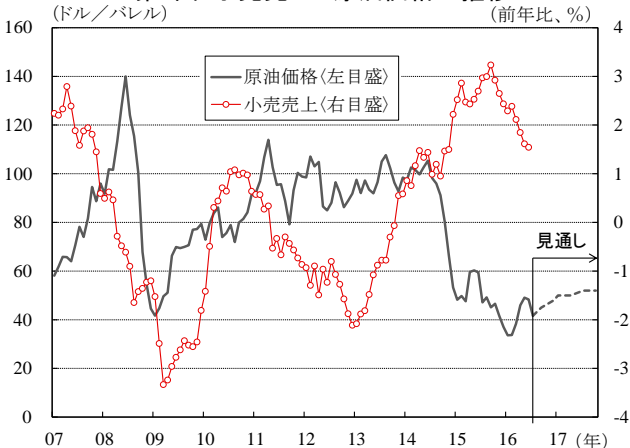
個人消費は雇用環境の改善にあわせ堅調な推移が続いている。ユーロ圏の失業率は4-6月期に10.1%と6年ぶりの低水準をつけ、欧州債務危機による悪化が始まる前の水準にまで回復している（第6図）。持続的な失業率の低下を受け、家計が抱く先行き1年間の失業懸念も弱まっており、消費者のマインド面に好影響を及ぼしているとみられる。これまで個人消費を押し上げてきた原油安効果は徐々に薄らぎ（第7図）、Brexitも幾分の下押し圧力になる見込みだが、個人消費は雇用環境の持続的な改善を主因に引き続き成長を下支えする見通しである。

第6図: ユーロ圏の雇用動向



(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: 小売売上と原油価格の推移



(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

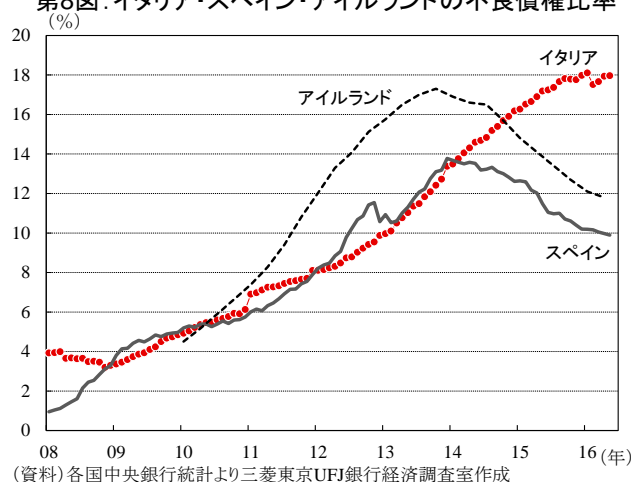
③ イタリアの不良債権問題

Brexitを受けた実体経済への直接的な影響とは別に、Brexit選択後、高水準にあるイタリアの不良債権問題が再び市場で意識されている。直近のイタリアの不良債権比率は18%と、欧州主要国のなかで突出して高い（第8図）。アイルランドやスペインでは2013年をピークに低下しているが、イタリアでは足元でも高止まりしている点に特徴が

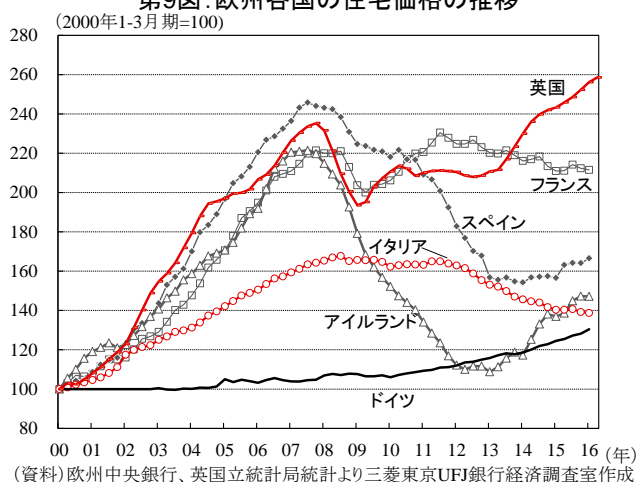
ある。イタリアの住宅価格はスペインやアイルランドのような高騰はみられず、また、銀行の総資産は GDP 対比で欧州主要国やユーロ圏平均を下回り、銀行融資の過熱感も弱かった。一方、金融危機以降の実質 GDP の回復度合いは主要国の中で最も鈍い。過剰な労働者保護や競争制限規制・慣行が残存する中、生産性や輸出競争力の低迷が続き、長期にわたる景気の軟調が企業収益の悪化・倒産件数の増加を通じて、企業向けの不良債権増加につながっていると考えられる。こうした不良債権問題は、Brexit とは関係なく長きに亘り蓄積されてきたものであるが、Brexit のような不確実性の高い事象が発生した際には危機波及の起点となるリスクがある。

イタリアでは今年（2016年）の秋にレンツィ首相が推進する上院改革の憲法改正を問う国民投票が実施される予定であるが、預金者を含む債権者も損害を被るベイルイン実施への連想から不良債権問題はレンツィ政権の支持率を低下させる要因になっているとみられ、憲法改正反対派の勢いが増している。首相は国民投票で憲法改正が否決されれば辞任する意向を表明しており、政治リスクに発展することも懸念される。

第8図：イタリア・スペイン・アイルランドの不良債権比率



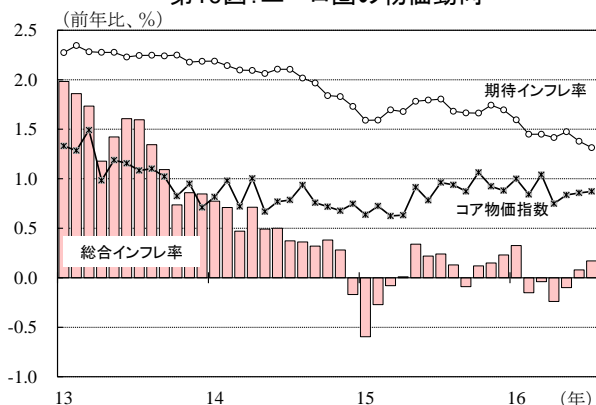
第9図：欧州各国の住宅価格の推移



(4) 物価と金融政策

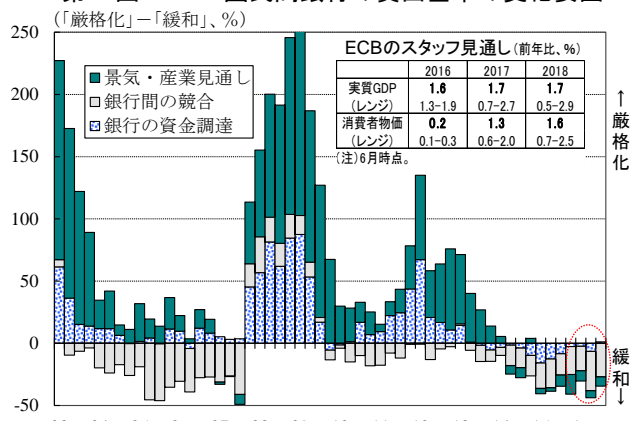
7月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比+0.2%と、プラス圏にあるものの伸び率は極めて低い（第10図）。ECBは中期的な物価目標（2%近くだが2%未満）を達成するため、3月に貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO II）の導入等を決定し、6月には社債の購入も開始するなど金融緩和を進めている。直近の銀行の貸出態度は英国国民投票後も大きな変化はないが、ECBは9月の経済見通し改訂時にユーロ圏の成長率予想を下方修正するとみられる（第11図）。従って、現状2017年3月までの資産購入プログラムについては早晚延長されると見込まれるが、Brexitのマイナス影響が想定を大きく上回った場合には、各国国債の購入割合の変更や購入価格規制の緩和といった現在の資産購入プログラムの修正を中心とした追加緩和の実施も選択肢となり得る。もっともその際も、銀行の収益悪化に配慮し、マイナス金利の深掘りについては慎重姿勢を崩さないと予想する。

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: ユーロ圏民間銀行の貸出基準の変化要因



(注)『変化要因』はそれぞれの回答の合計。複数回答可。
(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)

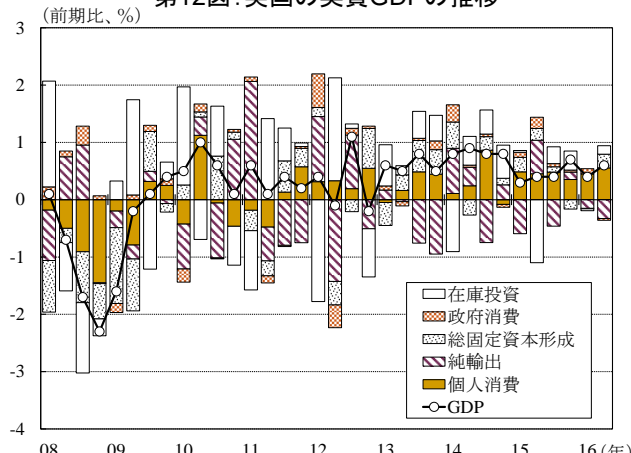
2. 英国

(1) 景気の現状

6月23日に実施された事前の予想に反して英国のEUからの離脱が選択され、大きな衝撃をもって受け止められた。景気については、4-6月期の実質GDP成長率が前期比+0.6%と、1-3月期(同+0.4%)を上回る底堅い推移となったが(第12図)、足元にかけてマインド指標を中心に弱い動きが目立ち始めている。

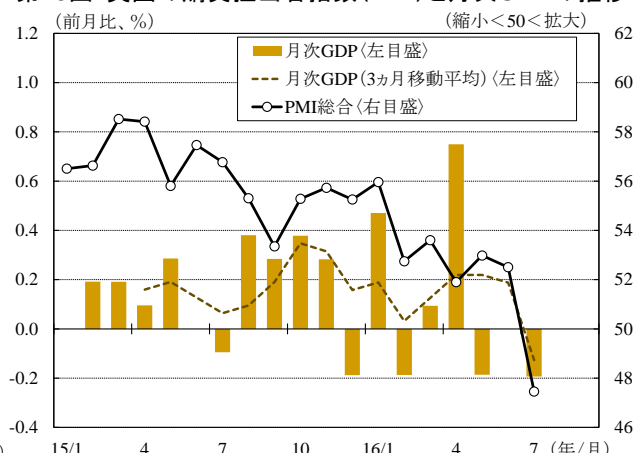
英国立経済社会研究所(NIESR)の推計によると、7月の実質GDP成長率は前期比▲0.2%となり、3ヵ月連続でゼロ%以下に止まった(第13図)。加えて、7月の購買担当者指数(PMI)は主要3業種(製造、サービス、建設)すべてで企業活動の縮小・拡大の分岐点である50を割り込み、総合指数は47.5と2009年初頭以来の水準まで落ち込んだ。

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13図: 英国の購買担当者指数(PMI)と月次GDPの推移



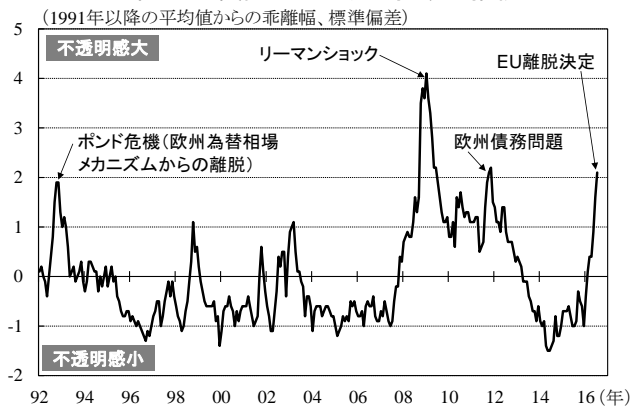
(資料)Markit、英国立経済社会研究所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

EUの規定上、離脱に向けた実際の手続きは、英国がEUに対して正式に離脱の意思を通告することで開始される。しかし、英メイ首相は少なくとも今年中の通告は行わない考えを表明しているほか、離脱交渉には数年単位の時間を要するとみられている。したがって、英国経済への当面の影響は、実際にEUを離脱することに伴うものというよりは、離脱時期や交渉の行方をめぐる不透明感に起因するものが中心となろう。

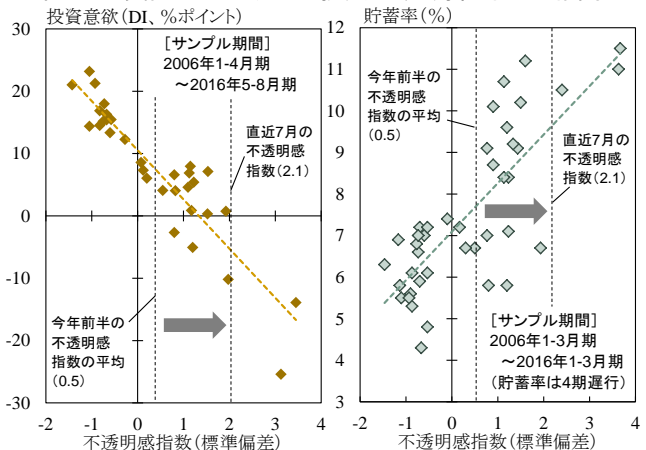
英中銀(BOE)が算出する不透明感指数は7月に急上昇し、ポンド危機(1992年)や欧州債務問題(2012年)の頃とほぼ同程度の高さとなった(第14図)。先行き不透明感の増大は、企業の投資意欲低下や家計の貯蓄率上昇(消費性向低下)に繋がる可能性が高く、設備投資や消費、住宅投資等の抑制を通じて景気を下押ししよう(第15図)。

第14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。
(資料) 英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図: 英国の不透明感と投資意欲・貯蓄率との相関



(資料) 英中銀、Markit、英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

加えて、個人消費については通貨安による輸入インフレも重石となる公算が大きい。国民投票以降、ポンドはドルやユーロに対して1割強減価しており、先行き輸入物価の上昇が消費者物価(CPI)全体の押し上げ要因になると予想される(第16図)。足元、CPI上昇率は前年比+0.5%前後で推移しているが、2017年前半には同+2%台まで伸びが高まるとみる。こうしたなか実質個人消費は、貯蓄率の上昇や実質購買力の下ぶれなどを背景に2017年にかけて大きく減速しよう(第17図)。

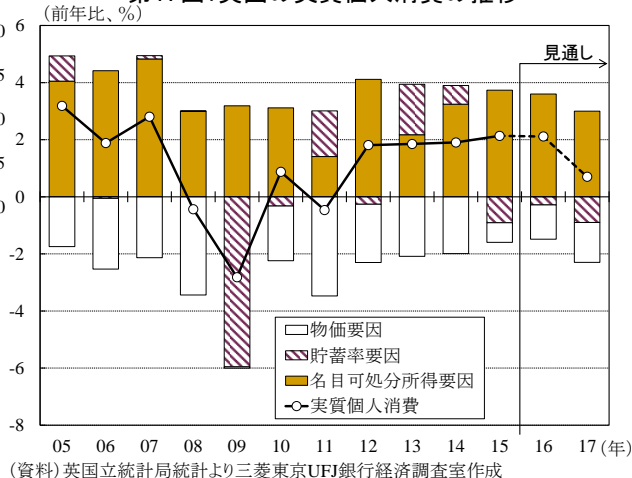
なお、外需に関しては近年、英国の輸出数量に対する為替の影響がほとんどみられないこと(注1)、主要輸出先である大陸欧州の景気回復が緩やかなものに止まっていることなどを勘案すると、景気の牽引役としては期待しにくい。

(注1) 英財務省のレポート「EU離脱の短期的影響分析」は、リーマンショック後にポンドが大幅に下落した際、為替と貿易の相関が限定的であったと指摘。

第16図：英国の輸入原材料価格と為替相場の推移



第17図：英国の実質個人消費の推移



英国の実質 GDP 成長率については、国民投票で EU 残留が選択されていれば、昨年 (前年比+2.2%) 並みの底堅い伸びが持続した可能性が高い。しかし実際には離脱が選択されたため、先行き不透明感によるマインド下押しなどから、2016 年は前年比+1.7%、2017 年は同+0.8%まで減速すると予想する。

(3) 金融政策

BOE は 8 月 4 日の金融政策委員会で、利下げや国債購入枠の拡大等を含む金融緩和を決定した (第 2 表)。中銀のこうした積極的な緩和姿勢に加え、海外経済が比較的落ち着いた状態にあることも寄与し、金融市場の動揺拡大は回避されている。株価は国民投票直後こそ下落したが、その後は持ち直し傾向を辿っており、社債スプレッドも縮小に転じている (第 18 図)。EU 離脱選択に伴う先行き不透明感は強いものの、リーマンショックや欧州債務危機の際と異なり、信用収縮リスクは小さいとみる。

BOE は先行き景気の減速感が強まっていった場合、金融緩和を強化する方針を明確にしており、早ければ年内にも再利下げ等を含む追加緩和が実施されると予想する。

第 2 表：英中銀の追加金融緩和(8 月決定)

- ① 利下げ(0.50%→0.25%)
 政策金利変更は 2009 年 3 月(1.00%→0.50%)以来。なお、英中銀はマイナス金利導入には否定的。
- ② 金融機関への新たな資金供給の枠組み導入
 低利の資金供給(期間 4 年、最大 1,000 億ポンド程度)を行なうことで、金融機関に貸出増加を促す。実施期間は今年 9 月から 1 年半。
- ③ 社債購入(100 億ポンド)
 購入期間は今年 9 月から 1 年半。
- ④ 国債購入枠の拡大(3,750 億ポンド→4,350 億ポンド)
 購入期間は今後 6 ヵ月。

(資料) 英中銀資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第18図：英国の株価と社債スプレッドの推移



(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	1.7	1.4	1.1	0.0	0.3	1.3	3,636	3,105	3,011
ドイツ	1.7	1.5	1.2	0.1	0.5	1.5	2,838	2,233	2,072
フランス	1.2	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 46	▲ 55	▲ 35
イタリア	0.8	0.7	0.8	0.1	0.2	0.9	390	274	297
英 国	2.2	1.7	0.8	0.1	0.8	2.1	▲ 1,532	▲ 1,308	▲ 1,007

(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	3.1	3.3
実質GDP	1.7	1.4	1.1	2.2	1.7	0.8
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.0	2.7	2.1	0.5
<外需寄与度>	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.4	0.3
個人消費	1.7	1.6	1.0	2.5	2.5	0.8
政府消費	1.3	1.5	1.5	1.4	1.1	0.8
総固定資本形成	2.9	2.3	0.9	3.3	0.3	▲ 1.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
輸出	5.3	2.5	2.6	4.8	2.0	1.0
輸入	6.1	3.6	2.5	5.8	2.9	0.1

- (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. 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 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、宜しくお願い申し上げます。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。