

# Weekly エコノミスト・ レター

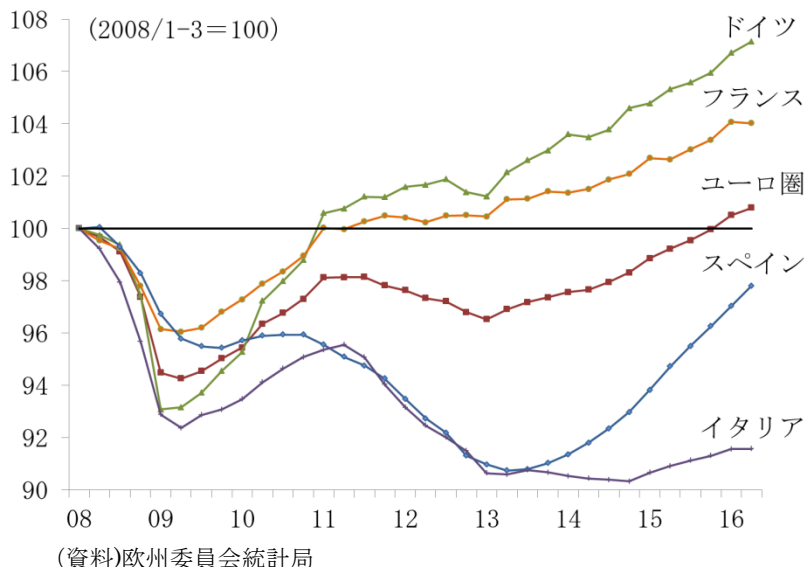
## 欧州経済動向

～緩やかな拡大持続も警戒は怠れない～

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 4～6月期のユーロ圏実質GDPは前期比0.3%と緩やかな回復が続いた。過去2年余りの基調は変わらず、最大の需要項目である個人消費が主導したと思われる。
2. 6月に英国がEUからの離脱を選択したがユーロ圏経済に急ブレーキが掛かる兆候はない。世界的に経済見通しの下方修正を矢継ぎ早に迫られた2008年9月のリーマン・ショック後とは大きく違う。IMFはリーマン・ショックを「1930年代以降で最も深刻な成熟市場における金融ショック」と位置づけたが、離脱ショックは「金融市場の反応は激しかったが、総じて秩序は保たれていた」と評価している。そもそも危機のタイプが違うが、世界金融危機を教訓とする中央銀行の対応や、金融規制・監督体制の改革の進展が金融市場のショックへの耐性を高めたことも秩序の維持に貢献した。
3. しかし、警戒は怠れない。英国のEU離脱に関わる不確実性の解消には時間が掛かる。現在の世界経済には著しい金融緩和や規制・監督体制強化の副作用とも言える新たなタイプの危機のリスクがある。欧州には政治リスクもある。
4. 英国の中央銀行・BOEは8月4日に包括的な金融緩和策を発表し、年内追加利下げ強く示唆した。ECBの次回の政策理事会は9月8日に見通しを小幅に下方修正し、資産買入れプログラムの期限延長を決めるだろう。7月理事会議事要旨では、英国の国民投票後の銀行株の不安定な動きへの懸念が伺われた。

4～6月期もユーロ圏の緩やかな拡大は持続～ユーロ圏とユーロ圏主要国の実質GDP～



## （ 4～6月期もユーロ圏の緩やかな拡大持続 ）

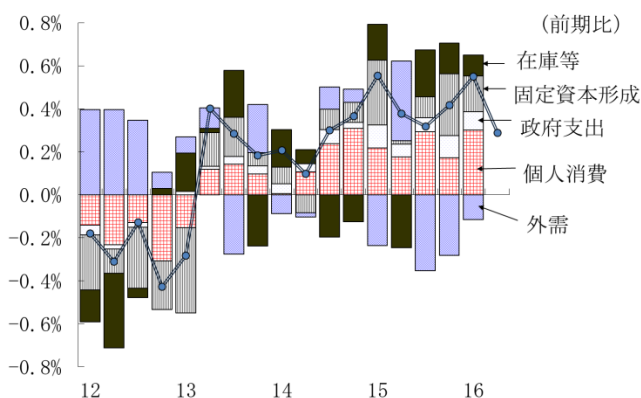
8月12日に公表した4～6月期のユーロ圏実質GDP（速報値）は前期比0.3%、前期比年率1.1%だった（表紙図表参照）。天候などの特殊要因で押し上げられた1～3月期の同0.6%、同2.2%からは減速したが、緩やかな拡大は続いた。

速報値の段階であるため、需要項目別の内訳は未公表だが、過去2年余りの基調は変わらず、最大の需要項目である個人消費が主導したと思われる（図表1）。

個人消費の拡大の背景には雇用所得環境の改善がある。6月の失業率は10.1%と5月と同水準だったが、失業者数の減少傾向は続いている（図表2）。

エネルギー価格低下による低インフレによる実質所得押し上げ効果も個人消費を支えている。7月インフレ率は前年同月比0.2%とゼロ近辺での推移が続く。全体のおよそ2割の比重を占める食品価格が前月の前年同月比0.9%から同1.4%に上昇したが、エネルギー価格は同6.4%から同6.7%と下落幅が僅かに拡大した（図表3）。

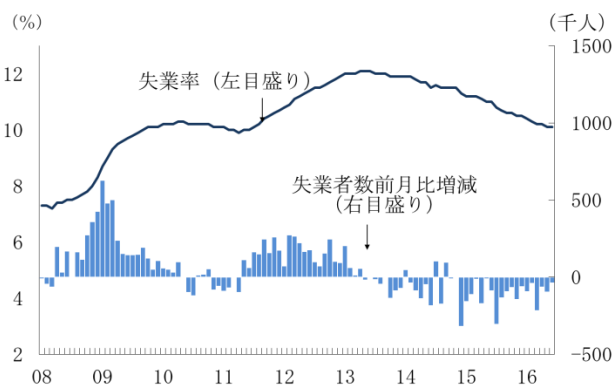
図表1 ユーロ圏の実質GDP（需要別）



（注）4～6月期の内訳は未公表

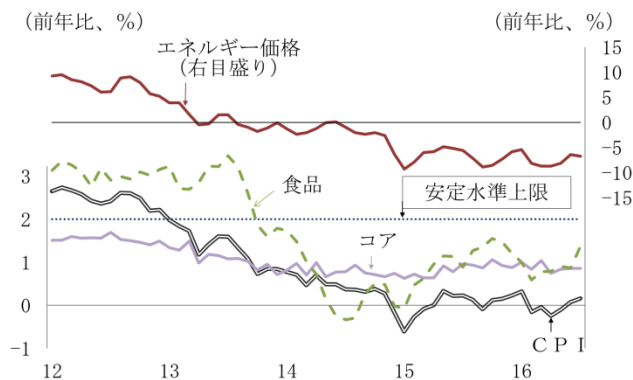
（資料）欧州委員会統計局

図表2 ユーロ圏失業率



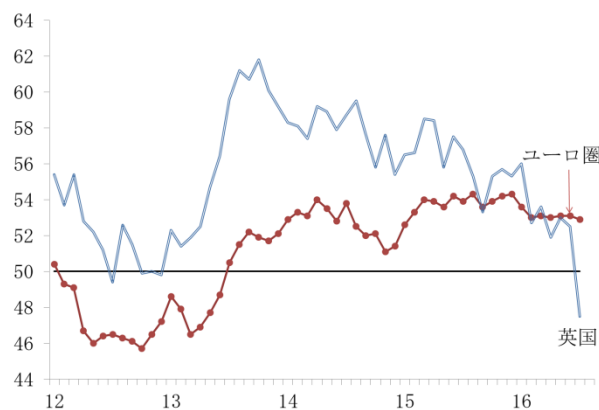
（資料）欧州委員会統計局

図表3 ユーロ圏インフレ率



（資料）欧州委員会統計局

図表4 ユーロ圏、英国の総合PMI



（資料）Markit

## （ 英国のEU離脱選択後も急ブレーキが掛かる兆候はない ）

英国がEUからの離脱を選択した影響が確認できる7月以降のデータは限られているが、現段階では、ユーロ圏経済に急ブレーキが掛かる兆候はない。

実質GDPと連動性が高いユーロ圏の総合PMI（購買担当者指数）は、7月（確報値）も53.2と生産の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準で僅かに改善した（図表4）。英国は6月の52.5から7月は47.4へと大きく悪化している。離脱選択の初期の影響は英国経済には大きかったが、ユーロ圏経済には軽微だった。

英国のEU離脱選択ショック後の動きは、世界的に矢継ぎ早に経済見通しの下方修正を迫られた2008年9月のリーマン・ショック後とは大きく違う。

### （ リーマン・ショック後とは大きく異なる ）

リーマン・ショック後は、大手金融機関の破綻を引き金に取引相手の信用リスクへの不安が急激に高まり、銀行間の取引が消失するなど、短期金融市場が麻痺状態に陥ったため、世界経済に急ブレーキが掛かった。国際通貨基金（IMF）は、リーマン・ショックからおおよそ2週間後の10月2日に公表した「世界経済見通し」で2009年の世界経済の成長率を前年比3%と、同年7月に公表した見通しから0.9%ポイント下方修正した。特に、危機の影響が大きかったユーロ圏の見通しは同0.2%と1.0%ポイントも大きく下方修正された。

さらに、IMFはおおよそ1ヶ月後の同年11月6日に世界経済見通しを同2.2%、ユーロ圏の見通しは同マイナス0.5%へとさらに引き下げ、世界経済の回復のための財政出動と金融緩和による政策対応を呼びかけた。同年11月14～15日にはワシントンで世界金融危機への対応を協議するための主要20か国・地域首脳による初の会合（金融サミット）が開催、2009年4月にはロンドンで第2回会合が開催され、金融監督規制の強化とともに成長と雇用の回復のための措置をとることで合意した。それでも、2009年の世界経済の成長率はマイナス0.05%、ユーロ圏はマイナス4.5%に落ち込んだ。

IMFは、7月19日に公表した「世界経済見通し（改定見通し）」で、英国のEU離脱という選択を反映した下方修正を行なったが、その幅は僅かだった。17年の世界経済の成長率は3.4%で4月の段階での見通しからの下方修正幅は0.1%ポイントだった。ユーロ圏は同1.4%で0.2%ポイントだった。その後の推移も、世界的に経済見通しの下方修正を矢継ぎ早に迫られた2008年9月のリーマン・ショック後とは大きく違う。

IMFは、2008年10月の見通しで、リーマン・ショックを「1930年代以降で最も深刻な成熟市場における金融ショックに直面し、世界経済は大幅な減速局面にさしかかっている」と位置づけたが、離脱ショックは「金融市場の反応は激しかったが、総じて秩序は保たれていた」と評価している。

リーマン・ショックは金融危機、離脱ショックはむしろ政治・地勢学リスクの顕現化であり、そもそも危機のタイプが違う。主要な中央銀行は、著しく緩和的な金融政策を維持しており、世界金融危機を教訓に必要な応じて流動性を供給する意志を表明した。金融規制・監督体制の改革の進展が金融市場のショックへの耐性を高めている。これらも、市場の秩序の維持に貢献したと思われる。

### （ しかし警戒は怠れない ）

しかし、英国のEU離脱に関わる不確実性の解消には時間が掛かり、他方、現在の世界経済はリーマン・ショックとは異なる新たなタイプの危機のリスクがあることから、警戒は怠れない。潜在的なリスクとしては、超金融緩和策の長期化による金融機関の収益力の低下、金融緩和の恩恵を受けてきたセクター（エネルギー、新興国など）の債務問題、銀行への規制強化を背景とするファ

ンドや投信などシャドー・バンキングの拡大などがある。著しい金融緩和や規制・監督体制強化の副作用という面もあり、慎重な政策対応が必要とされている。

欧州については政治リスクへの警戒も怠れない。欧州の統合を推進してきた中道右派・中道左派という主流派の政治勢力への支持が低下、英国のEU離脱という選択との共振が起きやすい地合いがある。向こう1年間、ユーロ圏の主要国で国民に信を問う機会が続き、結果に市場が一喜一憂することが繰り返されそうだ。

筆者は、主流派の支持低下という基調は短期的には変わりそうにないが、直ちに離脱ドミノに発展することはないと思っている。市場ユーロを導入している国々を中心に英国よりも深く統合に組み込まれていることや、ビジネス環境不利化の回避、安全保障面での必要性などから、離脱のコストがベネフィットを上回るという判断が働くと考えている。

### （ 包括的な金融緩和に動いたイングランド銀行 ）

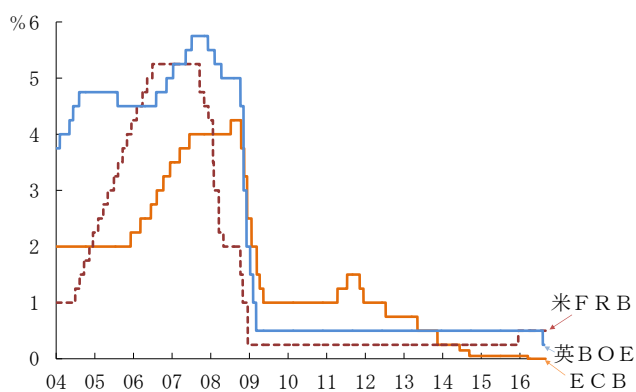
英国では、国民投票におけるEU離脱の選択が景気に及ぼす影響が明確になりつつある。

中央銀行のイングランド銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）は、8月4日に、①2009年3月から0.5%に据え置かれてきた政策金利の0.25%への引き下げ、②銀行の負担を軽減、利下げの波及効果を高めるための新たな資金調達支援スキーム（Term Funding Scheme、TFS）の設定（16年9月19日～18年2月28日まで）、③2012年11月から3750億ポンドで据え置かれてきた国債買い入れ残高の600億ポンドの引き上げ（16年8月中旬開始、6カ月間で買入れ）、④100億ポンドの社債の買入れ（16年9月中旬開始、18カ月間で買入れ）という包括的な緩和策を公表した。

緩和自体は想定されていた。国民投票後最初に開催された7月会合で追加緩和を見送る一方、声明文に「殆どの委員は8月の金融緩和を予想している」との文言を挿入していたからだ。

しかし、その内容は、予想以上に包括的だった。

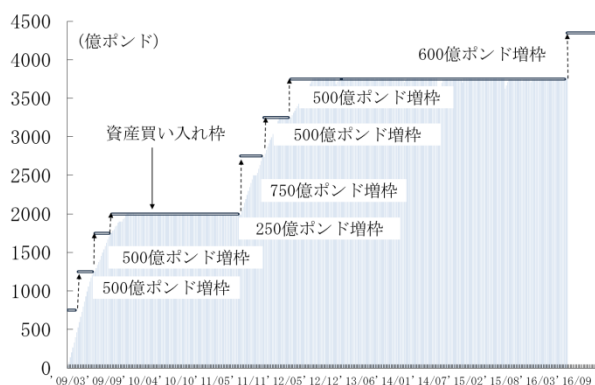
図表5 欧米英の政策金利



(注) ECBは主要オペ金利(中銀預金金利は14年6月からマイナス)

(資料) BOE、ECB、FRB

図表6 BOEの資産買入れプログラム  
(買入れ枠と残高の推移)



(資料) BOE

### （ BOEは新たな見通し通り景気が減速すれば追加利下げの構え ）

7月の追加緩和を見送り、8月にした理由は、離脱選択を織り込んだデータを確認し、3カ月に1度の頻度で行なう「インフレ報告」の経済見通しの改定に合わせるためだった。



今回、実質GDPの見通しは、国民投票前の5月の段階の予測値は16年2.0%、17年2.3%だったが、8月の予測では17年が0.8%に大きく下方修正された（図表7）。17年の実質GDP見通しの国民投票前後での修正幅は、7月に公表されたIMFやEUの欧州委員会の見通しの「マイルド・シナリオ」に比べて幅が大きい。

BOEのインフレ目標である2%の達成時期は18年半ばから17年半ばにおよそ1年早められた。その主な要因は、離脱選択ショックによるポンド安だ。失業率も5月の段階では5%を下回る完全雇用の水準での推移が予想されていたが、国民投票の結果を織り込んだ8月の予測では、向こう2年間で5.6%まで上昇するという予測に修正された。BOEは離脱を選択したことによる経済へのマイナスの影響を重く見ている。

しかし、BOEの金融緩和策がいかに包括的なものであったとしても、その効果には限界があるだろう。急激な経済見通し悪化の原因は、言うまでもなく、国民投票でEU離脱を選択したことによる不確実性の高まりにある。離脱のプロセスや離脱後のEUとの関係が見通せるようにならない限り、経済活動は抑制されざるを得ない。

図表7 各機関の英国実質GDP見通し

	BOE		IMF		欧州委員会			
					マイルド・シナリオ		シビア・シナリオ	
	16年	17年	16年	17年	16年	17年	16年	17年
投票前	2.0	2.3	1.9	2.2	1.8	1.9	1.8	1.9
投票後	2.0	0.8	1.7	1.3	1.6	1.1	1.3	-0.3
修正幅	0.0	-1.5	-0.2	-0.9	-0.2	-0.8	-0.5	-2.2

（資料）BOE、IMF、欧州委員会

金融政策の手詰まりは日銀や欧州中央銀行（ECB）で深刻だが、BOEにとっても追加緩和の選択肢が多く残されている訳ではない。8月MPCの議事録には、「大多数のメンバーは、インフレ報告の予想通り景気が急減速した場合は年内のMPCで政策金利を、ゼロをやや上回る水準まで引き下げることを予想している」と明記、追加利下げを強く示唆している。追加利下げがあるとすれば、9月15日結果公表の次回会合ではなく、年内最後の「インフレ見通し」の改定が予定される、11月3日結果公表の会合となろう。

### （ BOEの政策金利の下限は「ゼロをやや上回る水準」 ）

BOEのMPCが政策金利の下限は「ゼロをやや上回る水準」と考えていることは、議事録の記述からも、8月4日の記者会見でのカーニー総裁の「他の中央銀行の経験から、マイナス金利政策は、金融システムへの負荷が高まりマイナスの影響を及ぼすと判断している。MPCは政策金利の下限はゼロに近いプラスと確信している」という発言からも確認できる。

すでに0.25%に達した政策金利の追加の下げは、せいぜい1回か2回ということになる、その先は資産買い入れの量や質の拡大、資金調達支援スキームの強化という方向に進むほかない。

### （ ECBも9月8日理事会時には見通しを改定、追加緩和も ）

欧州中央銀行（ECB）の次回の政策理事会は9月8日に開催される。スタッフ経済見通しの改定も予定されている。前回7月21日の政策理事会では、EU離脱選択の影響の評価は時期尚早

としたが、9月には見通しの小幅な下方修正と合わせて、資産買入れプログラムの半年程度の期限延長（17年3月→17年9月）を決めると思われる。

8月18日に公表された7月理事会の議事要旨からは、英国の国民投票結果を受けて市場が一時的に動揺したものの、秩序を保ったことへの安堵感が伺われた。緩和的な金融政策や強化された監督規制体系の強化が貢献したと評価している。

半面、銀行の株価のボラティリティが高まり、水準的にも国民投票前の水準を回復できていないことへの懸念も示されている。国民投票の結果ばかりでなく、低成長、低金利による収益力の弱さ、さらに一部の銀行システムでは高水準の不良債権問題なども影響していると受け止められている。

ユーロ圏では銀行監督や破綻処理の一元化による銀行同盟が始動し、リーマン・ショック後よりも制度は強化、新たな規制への適合のため、銀行の自己資本の増強も進んだ。それでも、欧州銀行監督庁（EBA）が7月29日公表したストレス・テストで浮き彫りになったように、イタリアなどにストレスに脆弱な銀行が残る。一段の金融緩和は、銀行の低収益問題を深刻化させるという思惑も働き易く、ECBは難しい判断を迫られている。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。