

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

～英国のEU離脱選択の影響は中期にわたる～

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

1. ポンド安の恩恵もあり英国の国民のEUからの離脱の選択で英国経済が急激な景気後退に陥る事態はとりあえず回避された。しかし、ポンド安は輸入依存度の高い英国経済にとって諸刃の剣だ。CPIは17年前半には目標の2%に届きそうだ。個人消費を支えた実質賃金の押し上げ効果は17年前半にかけて剥落、雇用・所得両面からの環境悪化で個人消費の伸びは鈍る。先行きの不確実性が高さから民間投資も当面は低調に推移しよう。17年の実質GDPは1.2%近辺まで減速しそうだ。
2. ユーロ圏では緩やかな景気拡大が続いており、これまでのところ、英国がEU離脱を選択した影響は軽微に留まっている。圏内での格差の解消は進んでいない。
3. ECBの金融緩和策とやや拡張的な財政政策の下支えもあり、内需主導の緩やかな拡大基調が続く見通しだ。実質GDPは16年前年比1.6%、17年も1.4%と予想する。
4. ECBは9月理事会での追加緩和を見送った。資産買入れプログラムの円滑な実施に関する委員会の評価結果を受けて、12月には期限延長を決めるだろう。
5. 今回の見通し対象期間はEUの創設メンバーの国々で民意を問う機会が続く。主流派への支持低下は続きそうだが、英国以外の国が離脱へと一気に突き進むことは考え難い。

英国経済見通し

	単位	2014年	2015年	2016年	2017年	2015年				2016年				2017年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	3.1	2.2	2.0	1.2	2.9	2.3	2.0	1.8	2.0	2.2	2.1	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0
	前期比年率%	3.1	2.2	2.0	1.2	1.1	1.7	1.8	2.8	1.8	2.4	1.4	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
消費者物価(CPI)	〃	1.5	0.0	0.7	1.9	0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.8	1.2	1.8	2.0	1.9	1.8
失業率	平均、%	6.2	5.4	5.0	5.3	5.6	5.6	5.3	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4
BOE政策金利	期末、%	0.50	0.50	0.25	0.10	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10

ユーロ圏経済見通し

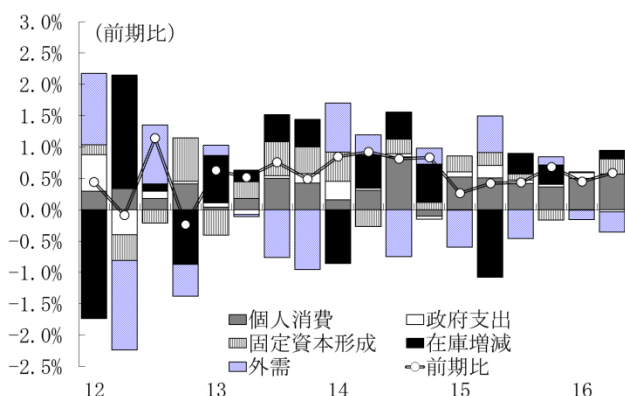
	単位	2014年	2015年	2016年	2017年	2015年				2016年				2017年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	1.1	2.0	1.6	1.4	1.8	2.0	2.0	2.0	1.7	1.6	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
	前期比年率%	1.1	2.0	1.6	1.4	3.3	1.4	1.5	1.8	2.1	1.2	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
内需	前年比寄与度	1.0	1.8	1.6	1.3	1.5	1.4	1.8	2.2	2.0	1.8	1.5	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4
	民間最終消費支出 前年比%	0.8	1.8	1.6	1.2	1.6	1.7	1.9	1.7	1.9	1.7	1.5	1.5	1.1	1.2	1.2	1.3
固定資本形成	〃	1.5	3.1	2.1	1.9	2.4	2.8	2.7	3.7	2.5	2.4	2.4	1.5	1.6	2.1	2.0	2.0
外需	前年比寄与度	0.0	0.3	▲0.0	0.0	0.3	0.6	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2	0.1	0.4	0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	0.4	0.0	0.2	1.3	▲0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	▲0.1	0.2	0.5	1.0	1.2	1.4	1.4
失業率	平均、%	11.6	10.9	10.1	9.7	11.2	11.0	10.7	10.5	10.3	10.1	10.0	9.9	9.8	9.7	9.6	9.5
ECB市場介入金利	期末、%	0.05	0.05	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.2	0.5	0.0	0.2	0.3	0.5	0.7	0.5	0.2	0.1	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
対ドル為替相場	平均、ドル	1.33	1.11	1.11	1.06	1.13	1.11	1.11	1.10	1.10	1.13	1.12	1.09	1.07	1.06	1.06	1.06
対円為替相場	平均、円	141	134	119	113	134	134	136	133	127	122	114	113	112	112	113	114

（ 顕現化した英国EU離脱選択のシナリオ。しかし、急激な景気後退は回避 ）

前回見通し公表から2週間後の6月23日の国民投票で英国の国民は欧州連合（EU）からの離脱を選択した。見通しのリスクとして指摘したとおり、世界の市場に影響は広がったが、中央銀行の流動性供給体制と監督・規制強化による銀行の経営基盤の強化によって、流動性の危機は回避されたこともあり、過度の緊張状態はごく短期間に留まった。

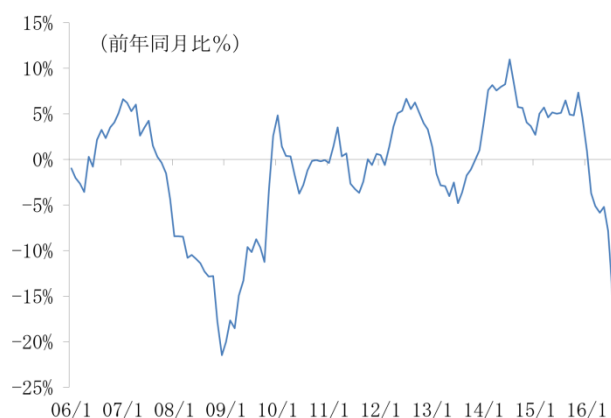
さいわい、EU離脱を選択したことで、英国経済が急激な景気後退に陥る事態はとりあえず回避された。国民投票キャンペーン期間の4～6月期実質GDPは前期比0.6%、前期比年率2.4%で、1～3月期の同0.4%、同1.8%を上回った（図表1）。実質GDPと連動性が高い総合PMIは、7月に47.6と生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を割込む水準まで一気に悪化した。8月は53.6と国民投票前の水準まで回復した。製造業、サービス業とも短期的にはポンド安の恩恵を受けている。

図表1 英国の実質GDP（需要項目別）



(資料)英国国家統計局

図表2 英ポンド名目実効為替相場の前年同月比変動率



(資料)イングランド銀行（BOE）

（ 17年の英国の実質GDPはインフレ圧力と不確実性の高まりにより減速 ）

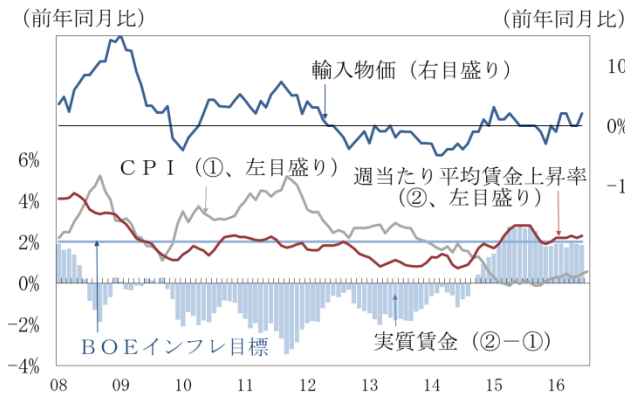
しかし、ポンド安は輸入依存度の高い英国経済にとって諸刃の剣だ。

ポンドの名目実効為替相場は、前年比で16%余り低下している（図表2）。足もとはポンド安も落ち着いており、下落率はリーマン・ショック後のピーク（月中平均ベースで21.5%）には届かないと見られる。

それでも、輸入物価は、4～5月のゼロから6月の段階で前年同月比2.1%に上向いている。中央銀行のイングランド銀行（BOE）が目標とするCPIは6月同0.5%、7月同0.6%と上向きつつある（図表3）。この先、CPIは、世界的な原油安による輸入物価押し下げ効果が剥落することもあり、上昇ピッチが加速、17年前半には目標の2%に届くことになりそうだ。

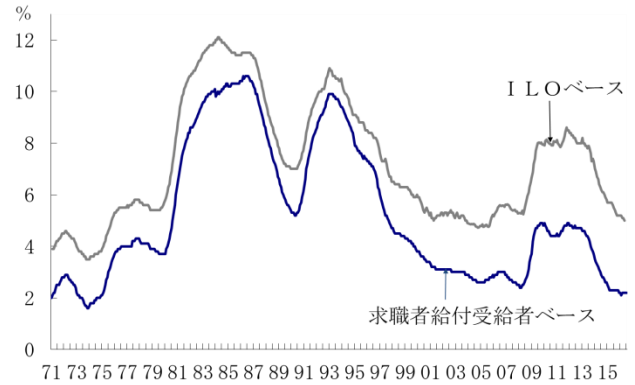
世界金融危機後の英国の不況が長期化した一因は、ポンド安と原油価格急落の反動による輸入物価上昇でインフレが高進し、賃金の伸びを上回る状態が続いたことにあった（図表3）。この先、リーマン・ショック時のような雇用の急激な悪化（図表4）は避けられそうだが、個人消費を支えた実質賃金の押し上げ効果は17年前半にかけて剥落に向かう。在英国の金融機関は、EU離脱という選択がなくても、収益力回復のためのリストラを必要としていた。製造業も含めて、先行き不透明感から、新規の採用を手控える傾向も続くだろう。国民投票で争点となったEUからの移民の流入も細る可能性が高い。

図表3 英国のCPI、輸入物価、賃金



(資料)英国国家統計局 (ONS)

図表4 英国の失業率



(資料)英国国家統計局 (ONS)

雇用・所得両面からの環境の悪化が予想されることから、個人消費の伸びは鈍る見通しだ。先行きの不確実性が高いだけに民間投資も当面は低調に推移しよう。

実質GDPは、16年は前半まで高めの成長が続いたこともあり2%という高めの水準を維持しようだが、17年は1.2%まで減速すると予想する。

BOEは8月4日に、①政策金利の引き下げ(0.5%→0.25%)、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)、③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い入れ(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。8月の追加緩和決定時には、BOEは、景気がBOEの17年実質GDP0.8%という予測と整合的な経路となる減速傾向を辿った場合には年内にも追加利下げをする方針を示していた。

現時点では経済指標もまちまちで判断が難しいが、金融政策委員会(MPC)が政策金利の下限は「ゼロをやや上回る水準」と考えており、追加の下げ余地が狭いことから、輸入インフレを増幅するリスクも伴う利下げは11月は見送り、来年2月の実施を予想した。

EUとの離脱協議、新たな関係についての協定締結の作業には年単位の時間を要する。経済への影響は中期にわたり、その度合いは、協議のスピードや成果に依存することになる。

(4～6月期のユーロ圏は前期比年率1.2%。圏内格差は持続)

4～6月期のユーロ圏の実質GDPは前期比0.3%、前期比年率1.2%だった。天候など特殊要因に押し上げられた同0.5%、同2.1%に比べれば鈍化したが、おおむね緩やかな拡大傾向が続いた。4～6月期は1～3月期までの基調と異なり、個人消費の寄与度が低下し、外需が最大の成長押し上げ要因となった(図表5)。

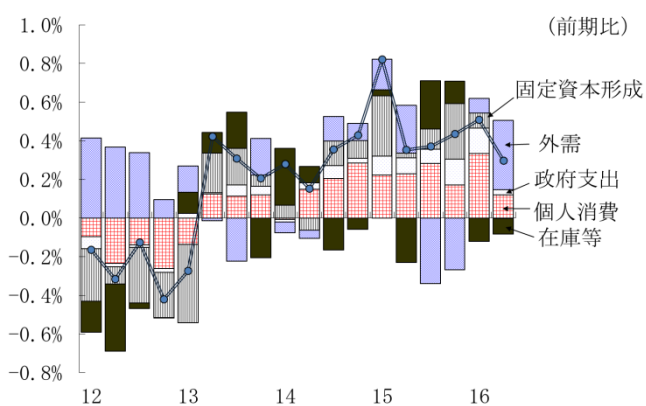
外需の改善は、輸出が1～3月期の前期比実質ゼロから4～6月期は同1.1%に加速する一方、輸入が前期の同マイナス0.1%から同0.4%と弱い伸びに留まった。財輸出の金額の推移を見ると、米国を中心とする域外先進国向けの伸びが高まっており、英国を中心とする欧州、新興国は伸び悩んだ(図表6)。英国向け輸出は、ユーロ圏の域外向け輸出の13.5%を占める。今回の見通しでは英国の深刻な景気後退は予想していないが、ポンド安も影響するため、英国向け輸出は、この先伸び悩むと思われる。

個人消費は1～3月期の同0.6%に対し、4～6月期は同0.2%と期待外れに留まった。固定資本投資は同ゼロに失速し、ともに期待外れに留まった。しかし、足もとまでユーロ圏全体では雇用の拡大と賃金の伸びの回復、さらに物価がゼロ近辺で推移していることによる実質所得の押し上げ効果が続いている（図表7）。個人消費は基調としては底堅さを保っていると思われる。

ユーロ圏経済は、これまでのところ、英国がEU離脱を選択した影響は軽微に留まっている。実質GDPと連動性が高い総合PMIはユーロ圏全体では7月53.2から8月は52.9へと50を上回る水準でやや低下した（図表8）。成長テンポが加速する兆しはないが、景気の拡大は続いているようだ。

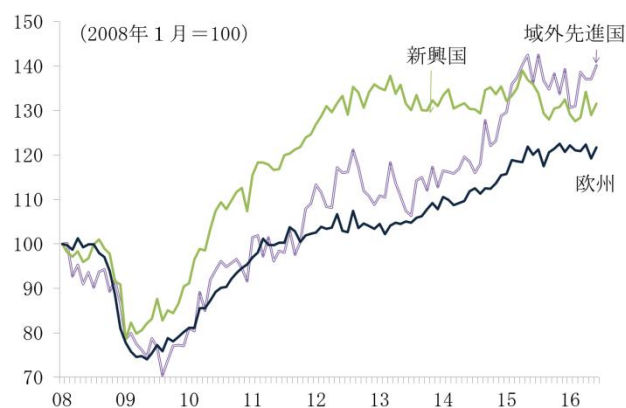
圏内での国毎の生産活動の水準、成長テンポの差の解消は進んでいない。4～6月期はフランスとイタリアがゼロ成長に失速した（図表9）。総合PMIは両国でも辛うじて景気の拡大が続いていることを示唆するが、独り勝ちが続くドイツ、回復ピッチの加速が見られるスペインに見劣りする。

図表5 ユーロ圏の実質GDP（需要項目別）



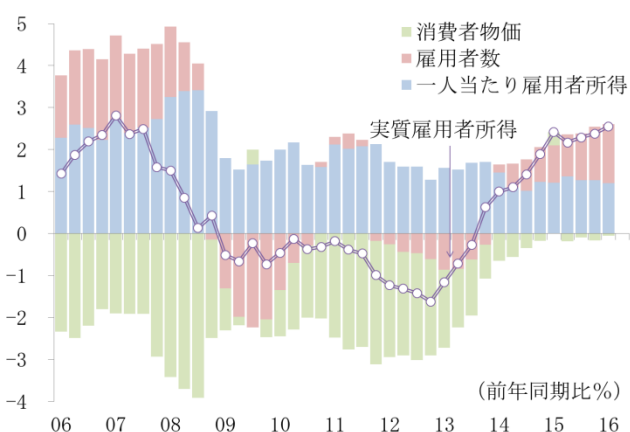
(資料) 欧州委員会統計局

図表6 ユーロ圏の輸出



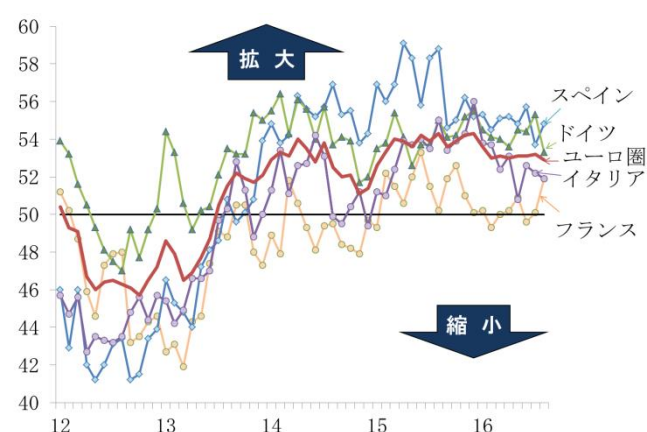
(資料) 欧州委員会統計局

図表7 実質雇用者報酬



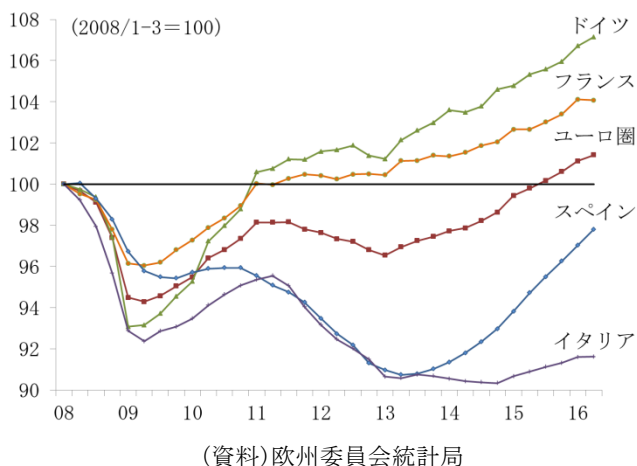
(資料) 欧州委員会統計局

図表8 ユーロ圏主要国の総合PMI

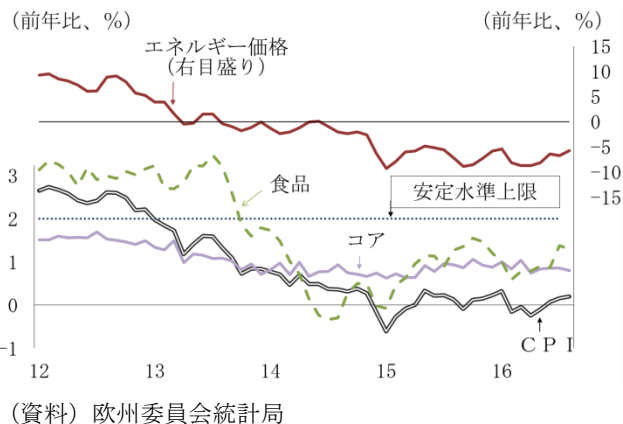


(資料) 欧州委員会統計局

図表9 ユーロ圏と主要国の実質GDP（国別）



図表10 ユーロ圏のインフレ率



（ 実質GDPは2016年の1.6%、17年は1.4% ）

ユーロ圏全体としてはECBの金融緩和策とやや拡張的な財政政策の下支えもあり、内需主導の緩やかな拡大基調が続く見通しだ。16年年間の実質GDPは前年比1.6%と予測する。4～6月期の実績工業と合わせて改定された15年年間の同2.0%に比べて鈍化するが、潜在成長率は上回る。

17年も個人消費を牽引役とする緩やかな拡大が持ち、実質GDPは1.4%と予想する。

インフレ率は、16年は年間で0.2%と著しく低い水準に留まる。しかし、17年は世界的な原油安の修正によるエネルギー価格の押し下げ効果が16年末～17年初にかけていったん消失することで1%台を回復、年間では1.3%と予測する。

個人消費は、雇用所得環境の改善に支えられ拡大が続くが、インフレ率が上向くことが実質所得を押し下げるため、勢いは鈍りそうだ。

投資は、著しく緩和的な金融環境が追い風となる一方、英国のEU離脱を含む、外部環境の不透明感が重石となり、緩やかな拡大に留まりそうだ。

（ ECBは、9月8日政策理事会の追加緩和は見送り。APPの期限はいずれ延長へ ）

欧州中央銀行（ECB）の14年6月以降の金融緩和策は、①中銀預金金利をマイナスとするマイナス金利政策、②国債等を買入れる資産買入れプログラム（APP、量的緩和）、③最長4年の資金を供給するターゲット型資金供給（TLTRO）、④政策金利の先行きに関するフォワード・ガイダンスの4本柱からなる（図表11）

9月8日の政策理事会では、期限が17年3月と半年後に近づいているAPPの期限延長を決めると予想していたが、新たな決定は見送られた。しかし、APPの円滑な実施のための選択肢の評価を関連する委員会に指示したことは明らかになった。ECBのAPPには、①出資比率毎の買入れ、②1銘柄・発行体あたりの上限（33%）、③買入れ対象債券の利回り制限（中銀預金金利のマイナス0.4%を適用）があり、期限を延長するにせよ、買入れ金額を増やすにせよ、買入れ対象債券の不足が指摘されてきた。

12月の理事会では経済見通しの改定月でもある。委員会の評価を受けて、APPの半年間の期限延長を決める可能性は高いと思われる。

その他の追加緩和については、ECBは、基本的には慎重な構えを崩さず、各国政府の財政・構造改革を促すスタンスとりそうだ。ユーロ圏でも、ドイツを中心に、超低金利政策の長期化が銀行

の収益を圧迫することへの懸念が広がっている。16年12月以降、米FRBが、半年ごとの0.25%ポイントずつ利上げするという前提で、対ドルで緩やかなユーロ安を予想していること、インフレ率もゼロ近辺での推移を一旦抜け出すことも予想される。マイナス金利政策の深堀りは回避すると見ている。

図表11 14年6月以降のECBの金融緩和強化策の4本柱

マイナス金利政策
•14年6月開始。現在の中銀預金金利はマイナス0.4%
資産買入れプログラム (APP)
•15年3月本格始動。当初月600億ユーロ。16年3月に800億ユーロに拡大
•対象は国債等、カバードボンド、資産担保証券、社債
ターゲット型資金供給 (TLTRO)
•バージョンIは14年9月から3カ月毎7回で4253億ユーロを供給(16年6月末より初回実行分から前倒し返済可)
•バージョンIIは16年6月、9月、12月、17年3月の4回
政策金利の先行きに関するフォワード・ガイダンス
•政策金利はAPPの継続期間(現在は17年3月)をはるかに超えて現状かそれよりも低い水準に留まる

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(政治的な緊張は続く)

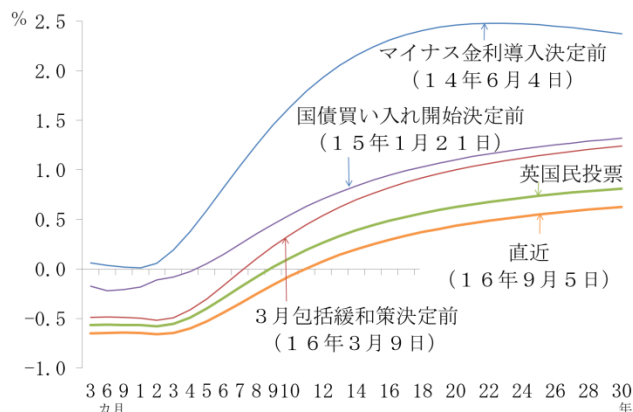
今回の見通しの対象期間である17年末までは、EUの創設メンバーの国々で民意を問う機会が続く。16年内には、イタリアで上院の権限縮小のための憲法改正の是非を問う国民投票が予定されている。17年春にはオランダ総選挙、フランス大統領選挙と議会選挙、秋にはドイツ総選挙がある。その他の国でも民意問う機会続く(図表13)。

イタリアでは国民投票が否決となった場合には首相が辞任する。総選挙が行われればユーロ離脱の国民投票を掲げる「5つ星運動」が第1党となる可能性がある。オランダでもEU離脱を掲げる「自由党」が支持率でトップに立つ。フランスではオランダ政権の人气が低迷している。大統領選挙では反移民・反EUを掲げる右派の国民戦線マリーヌ・ルペン党首が決戦投票に進む可能性が高いと考えられている。ドイツでは、難民危機対応への国民の不満からメルケル政権の支持率が低下し、難民受け入れ制限を求め、ユーロ離脱を掲げる「ドイツのための選択肢 (AfD)」が勢力を拡大している。

10月2日に予定されるハンガリーの国民投票、オーストリアの大統領選挙の再選挙も含めて、欧州統合を支えた主流派離れやEU懐疑の広がりが確認される可能性は高い。しかし、欧州の統合の屋台骨である独仏両国の場合は、新興勢力への支持は、主流派を上回るところまでは達していない。その他の国々でも、政治がユーロ離脱、EU離脱に動こうとすれば、市場が激しく反応し、政治には軌道修正を有権者に慎重な選択を促すだろう。

英国は、そもそも「離脱に最も近いEU加盟国」であり、ユーロ導入を見送り、通貨主権を保持して

図表12 ユーロ圏最高格付け国のイールドカーブ



(資料) ECB

いたために、離脱のハードルが低かった。その他の国々には、①EUにより深く組み込まれており、既得権も大きい（主にユーロ圏）、②EU離脱でEU予算からの補助金を失い、市場へのアクセスが悪化するコストが大きい（主に中東欧）、③安全保障の観点から欧州とのより深い統合を望む（主に東側のEU域外国境隣接国）などが、EU残留への強いインセンティブとして働く。

英国以外の国が離脱へと一気に突き進むことは考え難いというのが今回の予測のベースとなる基本的な認識だ。

図表 1 3 今後の主要政治日程

時 期	国 名	内 容
16年10月2日	ハンガリー	EUの難民受け入れ分担策の是非を問う国民投票
16年10月2日	オーストリア	大統領選挙（再選挙）
16年秋	イタリア	上院権限縮小のための憲法改正の是非を問う国民投票
17年春	オランダ	総選挙
17年春	フランス	大統領選挙、議会選挙
17年秋	ドイツ	総選挙
18年春	イタリア	総選挙
19年春	EU	欧州議会選挙
20年5月	英国	総選挙

i Weekly エコノミスト・レター2016-6-9「欧州経済見通し～緩やかな景気拡大、低インフレ、そして政治的な緊張も続く～」をご参照下さい (<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53101?site=nli>)。

（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。