

Weekly エコノミスト・ レター

欧州経済見通し

－ E C B の次の一手は利上げか緩和再拡大か？

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

1. ユーロ圏経済は低調に推移している。内需とサービス業は堅調を保っているが、輸出と製造業が弱い。国別にはイタリアの不振が目立ち、ドイツも製造業が低迷している。
2. 今後も、輸出環境は厳しいが、緩和的な金融環境とやや拡張的な財政政策の支えもあり、内需は底堅く推移するだろう。個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられた拡大が続く見通しだ。固定資本投資も勢いは鈍るが、拡大が続く見通しだ。企業の設備投資への姿勢は慎重化しつつも、前向きであり、技術革新や気候変動対策へのニーズもある。
3. 実質GDPは、19年1.1%、20年1.2%と予想する。インフレ率は19年1.3%、20年1.5%で低インフレが持続する。
4. E C B は、6月政策理事会で、想定以上の不確実性の長期化に対応し、政策金利を20年上半期を通して据え置く方針を表明、従来よりも半年延期する一方、T L T R O III は T L T R O II よりも厳しめの条件を適用することを決めた。
5. 今回の見通しでは、弱いながらも景気拡大が続くため、E C B は20年内に中銀預金金利のマイナス幅縮小に着手すると想定する。しかし、製造業の調整の影響が広がり、内需堅調シナリオが崩れ始めた場合や、F R B など他中銀の利下げでユーロ高圧力が強まった場合、次の一手は量的緩和の再開や中銀預金金利の深堀りなど緩和の再拡大となるだろう。
6. 域内では、イタリアは政治・政策リスクへの警戒が必要となっている。英国のE U 離脱を巡っても不確実性の高い状態が続く見通しだ。

< ユーロ圏経済見通し >

| | 単位 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2018年 | | | | 2019年 | | | | 2020年 | | | |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | | (実) | (予) | (予) | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 |
| | | | | | (実) | (実) | (実) | (実) | (実) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) |
| 実質GDP | 前年比% | 1.9 | 1.1 | 1.2 | 2.5 | 2.2 | 1.7 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| | 前期比年率% | 1.9 | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 0.5 | 1.0 | 1.6 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.5 |
| 内需 | 前年比寄与度 | 1.7 | 1.3 | 1.4 | 1.9 | 1.5 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| | 民間最終消費支出 | 前年比% | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.8 | 1.4 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 固定資本形成 | 〃 | 3.4 | 3.5 | 1.9 | 3.4 | 2.8 | 3.4 | 3.7 | 4.8 | 3.5 | 3.3 | 2.2 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 外需 | 前年比寄与度 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.6 | 0.7 | ▲0.2 | ▲0.4 | ▲0.2 | ▲0.3 | 0.0 | ▲0.0 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.0 |
| 消費者物価(HICP) | 前年比% | 1.7 | 1.3 | 1.5 | 1.3 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 失業率 | 平均、% | 8.2 | 7.6 | 7.4 | 8.5 | 8.3 | 8.0 | 7.9 | 7.8 | 7.6 | 7.6 | 7.5 | 7.5 | 7.4 | 7.4 | 7.3 |
| ECB市場介入金利 | 期末、% | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 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、% | 0.4 | ▲0.0 | 0.3 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 対ドル為替相場 | 平均、ドル | 1.18 | 1.13 | 1.15 | 1.23 | 1.19 | 1.16 | 1.14 | 1.14 | 1.12 | 1.13 | 1.12 | 1.13 | 1.14 | 1.15 | 1.16 |
| 対円為替相場 | 平均、円 | 130 | 124 | 125 | 133 | 130 | 130 | 129 | 125 | 123 | 123 | 124 | 124 | 125 | 125 | 126 |

（ ユーロ圏経済は輸出、製造業の弱さから低調に推移。内需は底堅さを保つ ）

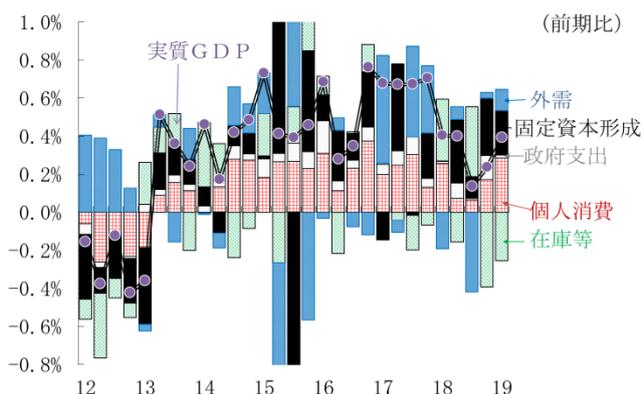
ユーロ圏経済は低調に推移している。雇用所得環境の改善傾向は続いており、内需とサービス業は堅調を保っている。しかし、米中の貿易摩擦や半導体市場の調整など厳しい外部環境の下で、輸出と製造業が引き続き弱い。

（ 1～3月期の実質GDPは一時的要因も働き潜在成長率並みに回復 ）

19年1～3月期のユーロ圏の実質GDPは、前期比0.4%、前期比年率1.6%と3四半期ぶりに潜在成長率並みのペースを回復した。実質GDPへの寄与度は、個人消費が前期比0.3%、固定資本投資が同0.2%で内需が主導した。外需は、輸出入とも10～12月期より伸びが鈍化したが、輸入の伸びの鈍化幅がより大きかったため、同0.1%成長に寄与した。在庫投資の寄与度は10～12月期の同0.4%に続き、1～3月期も同0.3%のマイナスだった（図表1）。

1～3月期の成長加速には複数の一時的な押し上げ要因が働いた。製造業では、18年下期の成長を抑制した新たな乗用車排出ガス試験制度（WLTP）導入の影響が剥落し始めた。3月末に予定されていた英国のEUからの「合意なき離脱」のリスクに備えた在庫を積み増す動きが輸出の増加要因となった。暖冬のためドイツなどで建設業が好調だった。

図表1 ユーロ圏GDP（需要別）



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表2 ユーロ圏総合PMI／欧州委ESI



（資料）Markit、欧州委員会経済財政総局

（ 4～6月期は再び潜在成長率割れ。米中摩擦やブレグジットの混迷が下振れリスク ）

足もとのユーロ圏経済の基調は弱い。実質GDPと連動性が高い総合購買担当者指数（PMI）は、5月は51.8で、生産の拡大と縮小の分かれ目となる50をやや上回る水準で一進一退となっている。欧州委員会が作成する景況感指数（ESI）も、製造業主導で長期平均に向けて低下した後、低調に推移している（図表2）。

4～6月期の実質GDPは、再び潜在成長率を割り込む見通しだ。在庫調整の圧力は緩和が期待されるものの、1～3月期の成長を押し上げた要因の幾つかは剥落する。さらに5月に米中の関税引き上げ合戦の再開、英国のEU離脱が新期限の10月末に向けて一段と混迷を深めていることも重石となっている。

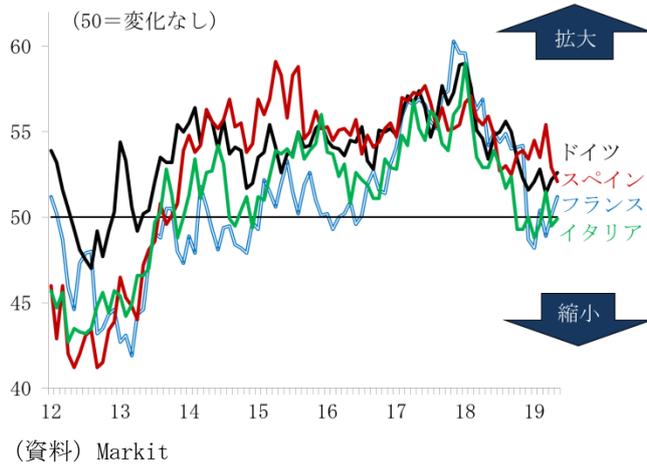
（ イタリアの不振が目立ち、ドイツも製造業が低迷している ）

国別にはイタリアの不振が引き続き目立つ。イタリアは1～3月期は前年比0.1%と3四半期ぶりにプラス成長となったが、4月以降、総合PMIが50を割り込んでおり（図表3）、再びマイナ

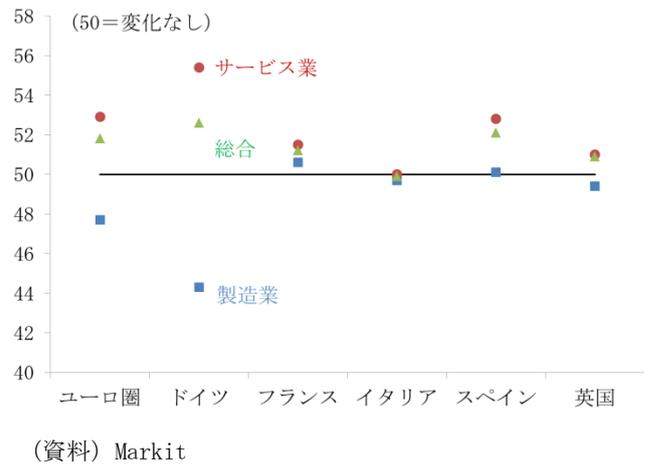
ス成長となるおそれがある。後述のとおり、政治・政策リスクが、イタリア経済に影を落としている。

ドイツ経済も、1～3月期は一時的な押し上げ効果が強く働き、前期比0.4%に持ち直したが、主力の製造業の低迷が続いている。5月の総合PMIは52.6とプラスの領域を保っているが、製造業は50を大きく割り込んで縮小しており、サービス業が製造業をカバーする形が鮮明だ（図表4）。

図表3 ユーロ圏主要国総合PMI



図表4 ユーロ圏主要国PMI（5月）



（ 実質GDPは19年1.1%、20年1.2%。インフレ率は19年1.3%、20年1.5% ）

先行きのユーロ圏経済の最大のリスクは米国発の保護主義の高まりである。

今後も輸出環境は厳しい状態が続く。18年は新興国向けが伸び悩む一方、先進国向けは底堅く推移してきたが、足もと対米輸出の伸びに鈍化の兆候が表われている（図表5）。新興国向けで最も比重が高い中国向けは、中国の景気対策の効果が出始めたとしても、インフラ投資等の需要増によるものであれば、機械類が中心でユーロ圏からの輸出拡大には結びつき難い。米国向けの輸出は、米欧通商協議の結果次第で、主力の自動車に追加関税が課され、制裁と報復の応酬に陥るリスクがある。

他方、内需は緩和的な金融環境とやや拡張的な財政政策の支えもあり底堅く推移する見通しだ。

個人消費は雇用・所得環境の改善（図表6）に支えられた拡大が続く見通しだ。ユーロ圏全体では失業率は4月に7.6%まで低下、世界金融危機前のボトム（7.3%）が近づきつつある。企業の採用意欲は、製造業・建設業では慎重化しているが、サービス業は拡大が見込まれる（図表7）。家計のマインドも、17年末のピークに比べると慎重化しているものの、なお長期平均を上回るレベルを保っており（図表8）、底堅さが期待される。

固定資本投資も勢いは鈍るが、拡大が続く見通しだ（図表9）。欧州委員会が今年3～4月に実施した設備投資計画調査によれば、企業の設備投資への姿勢は、昨年秋の調査に比べてやや慎重化している（図表10）。保護主義の拡大によるグローバル・バリュー・チェーン寸断への懸念が影響したものだろう。3～4月の調査には、5月以降の米中摩擦の展開は反映されておらず、足もとでは一段と慎重化している可能性はある。それでも、稼働率は長期平均を上回る水準を保っていること、技術革新や気候変動への意識の高まりや規制に対応した投資のニーズも高い。

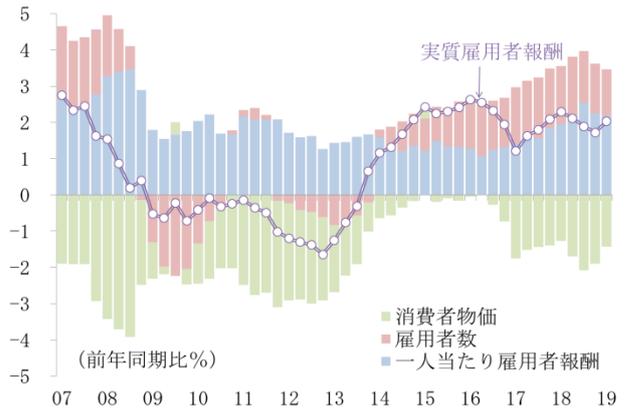
実質GDPは、19年1.1%、20年1.2%と予想する。

図表5 ユーロ圏相手地域別輸出額



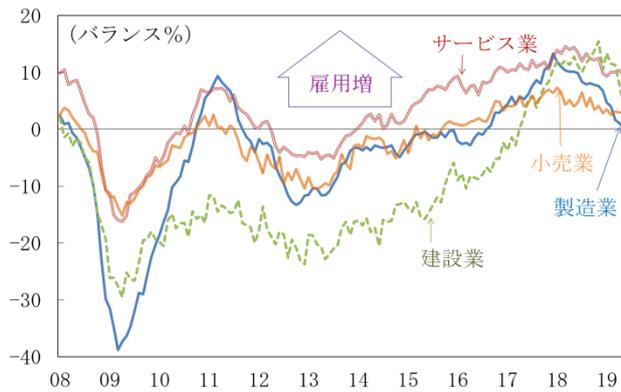
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表6 ユーロ圏実質雇用者報酬



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表7 ユーロ圏雇用見通し



(資料) 欧州委員会「企業サーベイ (月次)」

図表8 ユーロ圏消費者信頼感



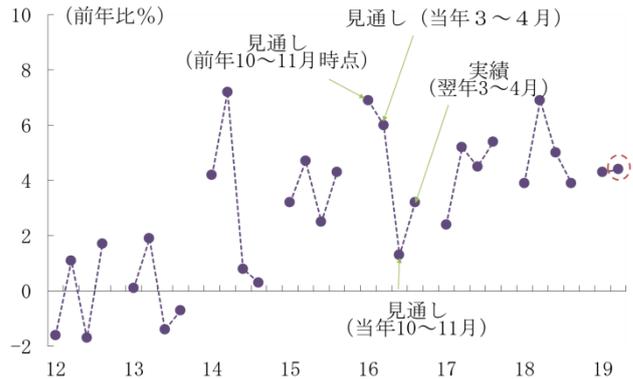
(資料) 欧州委員会「消費者サーベイ (月次)」

図表9 ユーロ圏固定資本投資



(資料) ECB

図表10 ユーロ圏設備投資計画調査



(資料) 欧州委員会「設備投資サーベイ (半期)」

インフレ率は、5月時点で前年同月比1.2%、エネルギー・食品、アルコール、煙草を除くコアCPIは同0.8%だった(図表11)。景気拡大の勢いは鈍っているとは言え、拡大局面が長期にわたっていることから、雇用情勢はタイト化、賃金指標も明確に上向いているが(図表12)、価格転嫁は抑えられており、低インフレが続いている。

今後も、景気拡大は続くものの、勢いは鈍いことから、価格転嫁が抑制されやすい状況は続く見

通した。

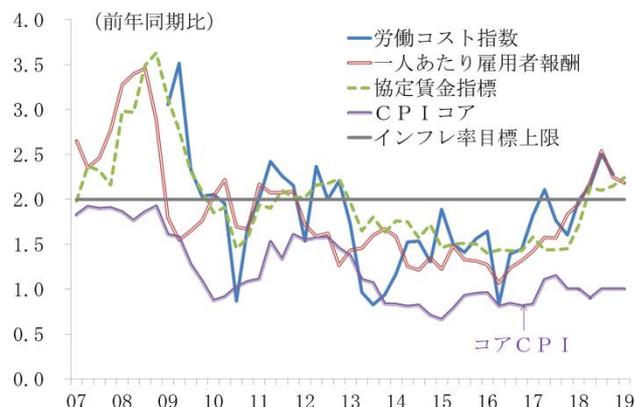
インフレ率は、19年1.3%、20年1.5%と予想する。

図表 11 ユーロ圏消費者物価指数



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表 12 ユーロ圏賃金指標



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(6月ECB政策理事会は利上げ開始時期の半年延期を決定)

ECBは、6月政策理事会で、想定以上の不確実の長期化に対応し、政策金利を20年上半期を通して据え置く方針を表明、従来よりも半年延期した。ECBは、今年3月に続き、政策金利の先行きを示すフォワード・ガイダンスの2度目の修正を迫られた。

6月政策理事会では、3月に決定し、19年9月から3カ月毎に21年3月まで実施するターゲット型資金供給第3弾 (TLTRO III) の貸出条件も決めた。3月の段階で、TLTRO IIIは期間2年で、16年6月から17年3月まで実施されたTLTRO IIの4年よりも期間を短くすることを決めている。今回決めた貸出条件も、現在0%のオペ金利プラス10bpポイントで提供、基準値を超える貸出を行った銀行への優遇金利も最大で現在0.4%の中銀預金金利プラス10bpポイントと、10bpポイントの上乗せ分だけ、TLTRO IIよりも厳しく設定した (図表13)。利用可能額は基準時点での貸出残高の30%までを上限とし、既存のTLTRO利用額を差し引くことはTLTRO IIと同じだが、TLTRO IIIではさらに各回の利用額についても同10%までとする制限を設けた。TLTRO IIは償還期限の2年前から四半期毎に早期返済ができるが、期間がそもそも短いTLTRO IIIでは早期返済は認めない。

ドラギ総裁は、政策理事会後の記者会見で、TLTRO IIIの条件設定の理由を問われ、「安全策に留めるべきこと」と「目的は民間部門、経済への貸出を増やすことにあり、キャリートレードに活用される可能性を最小化すること」を挙げた。TLTROは、ECBがデフレ・リスク回避策として、14年9月から第1弾を実施 (図表14)、利下げ、量的緩和との相乗効果も働き、銀行貸出は増加に転じた (図表15)。ECBが四半期毎に作成している「銀行貸出サーベイ」でも、TLTROの導入と前後して、企業向けの貸出条件の緩和が進んだことも確認できる (図表16)。

ECBが3月の段階でTLTRO IIIの実施を決めたのは、TLTRO IIの第1回の償還が1年後に迫ってきたことや、向こう3年間、規制適合のための債券発行の圧力が続くことから、利用割合が高いスペインやイタリアなどで、中小・零細企業向けの銀行貸出の環境が激変し、景気下押し圧力が強まることを未然に防止すべきと判断したからだろう。しかし、中銀資金頼みからの脱却を促す必要もあり、厳しめの条件を適用することを決めたものと思われる。

図表 13 ECB 4年物資金供給オペ第2弾 (TLTRO II) 実施状況

| 開始日 | 償還日 | 金利* | 供給額 | 残高 |
|------------|------------|---------|-------|-------|
| | | | 億ユーロ | |
| 2016/6/29 | 2020/6/24 | 0~▲0.4% | 3,993 | 3,794 |
| 2016/9/28 | 2020/9/30 | 0~▲0.4% | 453 | 442 |
| 2016/12/12 | 2020/12/16 | 0~▲0.4% | 622 | 614 |
| 2017/3/29 | 2021/3/24 | 0~▲0.4% | 2,335 | 2,304 |
| 合計 | | | 7,403 | 7,153 |

(*) 最終的な借入金利は貸出実績に応じて決まる

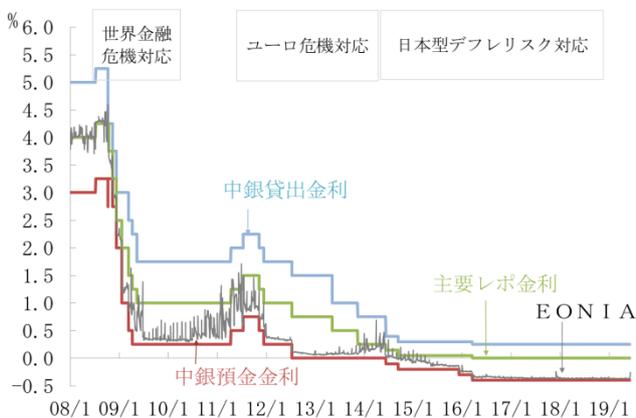
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表 15 ユーロ圏貸出増加率



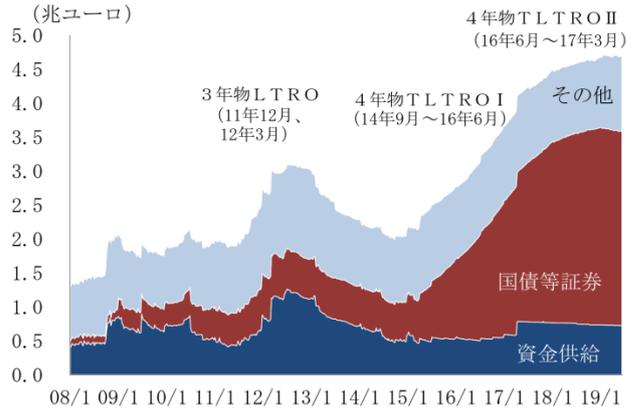
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表 17 ECB 政策金利



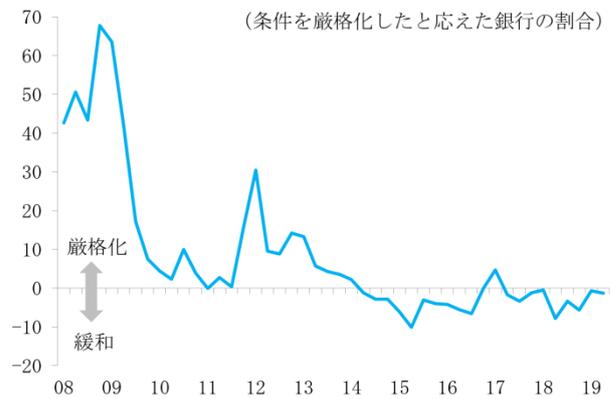
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)、欧州マネーマーケット協会 (EMMI)

図表 14 ユーロ圏銀行貸出サーベイ



(資料) 欧州中央銀行 (ECB) 「銀行貸出サーベイ」

図表 16 ユーロ圏銀行企業向け貸出条件の変化



(資料) 欧州中央銀行 (ECB) 「銀行貸出サーベイ」

図表 18 ユーロの実効為替相場



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

(20年内の利上げ開始を見込むが、内需堅調シナリオが崩れれば、次の一手は利下げ)

今回の見通しでは、弱いながらも景気拡大が続くと見ており、ECBも20年内に預金金利のマ

マイナス幅縮小に着手すると想定している。

しかしながら、外部環境が一層悪化した場合には、ECBの次の一手は、量的緩和の再開や中銀預金金利の深堀りなど、緩和の再拡大となるだろう。緩和再拡大のリスク・シナリオとしては2つの可能性が想定できる。1つは、保護主義の圧力の一段の高まりなどで、製造業の調整がさらに長引き、域内の雇用や設備投資に影響が広がり、内需堅調シナリオが崩れた場合。もう1つは、米連邦準備制度理事会（FRB）など他の中央銀行が利下げに動くことで、ユーロ高が進んだ場合だ。すでに、5月以降、米中摩擦懸念を背景とする人民元安や世界の中央銀行に利下げの動きが広がったことで、対ドル、対円ではユーロ安だが、主要貿易相手国通貨との加重平均のユーロの実効相場はユーロ高に転じ始めている（図表18）。

6月の政策理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は、政策金利のフォワードガイダンスは「利上げバイアス」であり、「次の一手が利下げよりも利上げの可能性が高い」との見方を否定、「不測の事態が発生した場合にはすべての政策手段を活用する準備が来ている」と述べた。さらに、次の一手として、「国債等の資産買入による量的緩和の再開の余地はかなり残されて」おり、不測の事態に対応する選択肢として、マイナス金利の深堀りによる追加利下げについても協議したことを明らかにした。ECBは、長期にわたる金融緩和が銀行の仲介機能に及ぼす副作用について検証を行ってきたが、「現時点では政策効果を損なうものではない（6月政策理事会声明文）」との結論付けている。ドラギ総裁も「フォワードガイダンスの延長や追加利下げが貸出を妨げることはない」との見方を示しており、緩やかな回復持続シナリオが崩れた場合には、政策対応を講じる意思も余地あることを強調した。

（ イタリアには連立政権内の不協和音と財政政策を巡るEUとの対立が影 ）

ユーロ圏にとって最大のリスクは、保護主義の広がりによる世界貿易の縮小にあるが、域内のリスクではイタリアの政治・政策のリスクを警戒する必要性が増している。

「五つ星運動」と「同盟」のポピュリズム政党2党によるコンテ政権発足から1年が経過したが、連立政権内での不協和音が表面化、解散・総選挙への観測が高まりつつある。5月の欧州議会選挙では、サルビーニ副首相率いる「同盟」が、34.33%の票を得て第一党に躍進した、厳しい移民政策で成果を挙げたことに、ソーシャル・メディアや集会を通じた有権者へのアピールの巧みさが支持拡大につながった。他方、ディマيو副首相率いる「五つ星運動」は、南部を中心とする支持者の期待に答えきれておらず、得票率は17.07%と18年の総選挙での32.7%から半減している。この機会に、サルビーニ副首相が、同盟主導の政権樹立に向けて動き出すとの見方が強まっている。

EUの欧州委員会は、6月5日に公表した加盟国の政策評価の報告で、イタリアについて「過剰な財政赤字是正手続き（EDP）の開始が正当化される」との判断を示した。イタリアの場合、財政赤字は18年時点で名目GDPの2.1%とEUの基準値である3%以内に留まっている。だが、政府債務残高の名目GDP比の基準値（60%）からの乖離に応じて求められる削減目標を満たしていないばかりか、基礎的収支の黒字縮小や、景気の減速、民営化の遅れで、18年の132.2%から20年には135.2%へと増加するとの懸念を示している。欧州委員会の判断を受けて、財務相理事会がイタリアへのEDPの開始を特定多数決で決めた場合、期限を設定し、債務削減への具体的な取り組みを求め、その実行状況を評価するプロセスに入る。対応が不十分であれば、GDP0.2%の制裁金、さらにEUの構造基金の利用の停止などが課される。サルビーニ副首相は、同盟中心の政権樹立につなげるためにも、減税の旗を容易には降ろしそうにない。ディマيو副首相も、EUとの交渉には応じる構えながら、欧州委員会が問題視する「クォータ100」と称する年金改革の見直し

は拒否の構えであり、対立は続くおそれがある。

すでに、イタリアの10年国債利回りの対ドイツ国債との利回り格差は、コンテ政権の発足以来、平均300bpほど開いた状態が続いており、他国に比べて、景気の弱さが目立つ一因となっている。さらに、ここにきて、政府の未払い債務の支払い手段として、同盟の経済アドバイザーが提唱する「ミニボツ (Mini-Bot)」と称する無利子で償還期限のない少額の政府債務証券発行案が再浮上し、波紋が広がっている。「ミニボツ」は、納税や公共サービスの利用できる「通貨でも債務でもない第3の支払い手段」と位置付けられているが、もともとはユーロ離脱への布石として構想されたもので、仮に実際に発行されることになれば、「並行通貨」、「政府債務残高ルールの迂回策」とみなされ、政府の信用を大きく毀損する。

これまでのところ、イタリアへの警戒強化が、ユーロ圏内で債務危機が拡大した2010~12年のように域内他国の国債市場に伝播する兆候はないが、イタリアの債務問題は、ユーロ圏の金融システムの安定を脅かすリスクであるだけに、今後の動きを注視する必要がある。

(EU離脱を巡り混迷する英国経済)

英国経済は3月29日に予定されていたEU離脱を巡る混迷で基調が見極め難くなっている。

19年1~3月期の実質GDPは前期比0.5%、前期比年率2.0%に加速した。18年10~12月期の同0.2%、同0.9%から加速した。EU離脱の当初期限(3月29日)の「合意なき離脱」で通関手続きが混乱するリスクに備えて家計が前倒しの購入に動き、製造業企業は在庫の積み増し、受注の早期化に動いた。英国国家統計局は、1~3月期の輸入と在庫投資の寄与度の大幅な拡大は、非貨幣用金の輸入の影響と説明している。国民投票後にも、同じような傾向が観察されていた。ポンドの下落に金の購入で備えるという動きが拡大したようだ(図表18)。

EU離脱の期限が10月31日に延期されたことで、4~6月期は「合意なき離脱」対応の影響が剥落し、成長率も低下する見込みだ。6月7日に、メイ首相が与党・保守党党首を辞任、10日には後任首相となる次期党首を選ぶプロセスが始まった。6月のEU首脳会議では、英国の離脱手続きの進捗を確認することになっているが、新たな党首が選出される7月22日までは、EU離脱を巡る動きは一旦小休止となる。現時点で、次期首相として有力視されるボリス・ジョンソン前外相は、強硬派が離脱後の英国がEUに恒久的に縛られることにつながると懸念する「アイルランドの安全策」の再協議を求める構えだ。EUは新首相の要望に耳は傾けるだろうが、すでに協議しつくされた「安全策」について、抜本的に方向転換することは考え難い。ジョンソン前外相は、「合意があってもなくても10月31日に離脱する」方針を明確にしており、7~9月期以降、再び、「合意なき離脱」観測が高まり、家計、企業が対応を迫られることになる。さらに「合意なき離脱」を強行した場合には、10~12月期の経済活動には大きな混乱が生じるおそれがある。

(EU離脱を巡り不確実性の高い状態が続く、離脱撤回でも悪影響は残る)

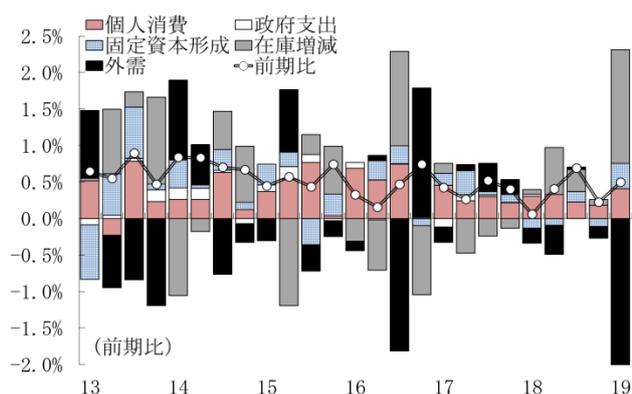
英国のEU離脱を巡っては不確実性の高い状態が続く見通しだ。首相の交代で「合意なき離脱」の確率が高まるとともに、「合意なき離脱」阻止の動きが、総選挙や再国民投票など民意を問うプロセスに至る可能性もあり、EU離脱を巡る不透明感は著しく高い状態が少なくとも7~9月いっぱいはずは続き、10月に再び、「合意なき離脱」への備えを迫られるおそれもある。

2016年の国民投票の前から、英国では前向きな設備投資が抑えられてきた(図表20)。英国の産業が深く結びつくEU市場との将来の関係が見通せない状況が続く限り、投資の本格的な回復は見込めない。仮に、再び民意を問うプロセスを経て、離脱を撤回したとしても、離脱を巡る混乱が続

いた影響は、今後数年間にわたって、英国の経済成長を抑えることになるだろう。

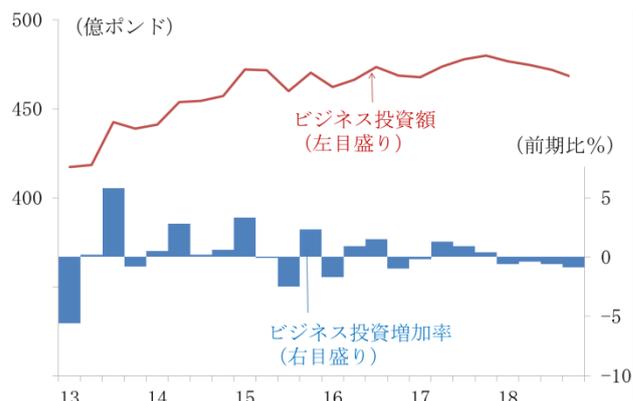
10月末に「合意なき離脱」となった場合にも、世界経済の基調を変えるような影響はないと考えるが、英国経済に相応の混乱が生じ、ユーロ圏にとっても良い材料とはならない。「合意なき離脱」に伴うリスクの把握や、深刻な混乱回避のための政策対応は英国とEUで個別に進められている。しかし、アイルランド国境管理が直接関わる零細企業などの対応力にはそもそも限界がある。大企業にとっても、期限の延期の都度対応を迫られることの負担は決して軽くはない。ユーロ圏の内需堅調シナリオの実現を妨げる要因となり得る。

図表 19 英国実質GDP（需要項目別）



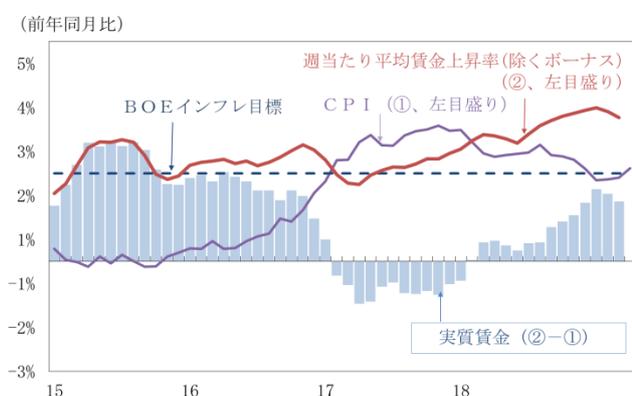
(資料) 英国国家統計局 (ONS)

図表 20 英国ビジネス投資



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

図表 21 英国CPIと賃金上昇率



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

図表 22 ポンド対ドル相場



(資料) 英国国家統計局 (ONS)

(BOEは5月初めの時点で利上げバイアス継続。内外環境の変化を受けた判断が注目)

英国のインフレ率は、国民投票後のポンド安が輸入インフレを引きこしたことで、中央銀行のイングランド銀行 (BOE) が目標とする2%を超える状態が続いてきた (図表 21)。足もとでは、失業率が3.8%と1974年10~12月期以来という低水準にあるなど、労働市場がタイト化しており、賃金の伸びも高まっている (図表 21)。

BOEは、5月2日に金融政策委員会 (MPC) の結果とともに公表した「インフレ報告」でも、秩序立ったEU離脱という前提の下、インフレ目標の達成のために、「限定的な範囲での緩やかな利上げが適当」との判断を維持している。

次回、MPCの結果は6月20日に公表される。為替市場では、EUとの合意をまとめたメイ首

相の辞任で、「合意なき離脱」への確率が上がったとの見方もあり、ポンド安が進んだ（図表 22）。5月のMPC以降、世界の中央銀行で利下げの動きが広がり、ECBも金利据置き期間の再延期を決めている。これらの内外環境の変化を受けて、フォワード・ガイダンスの修正、さらに「利上げバイアス」の変更はあるのか、その判断が注目される。

（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。