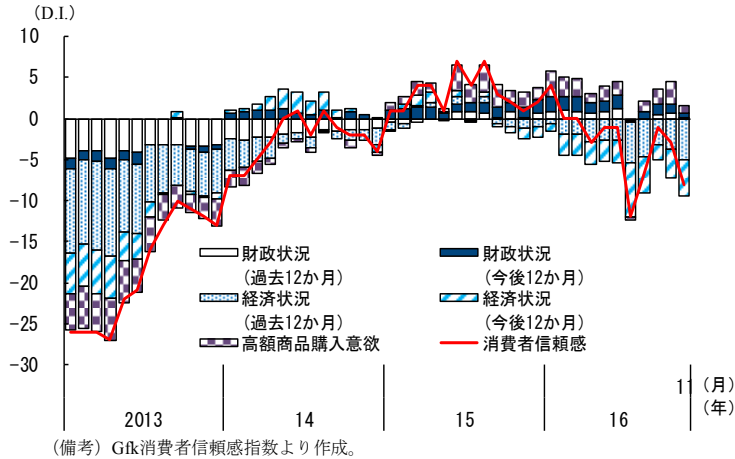


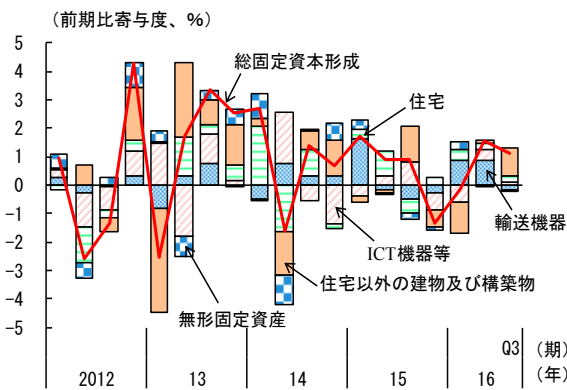
第2-3-18図 英国の消費者マインドの推移



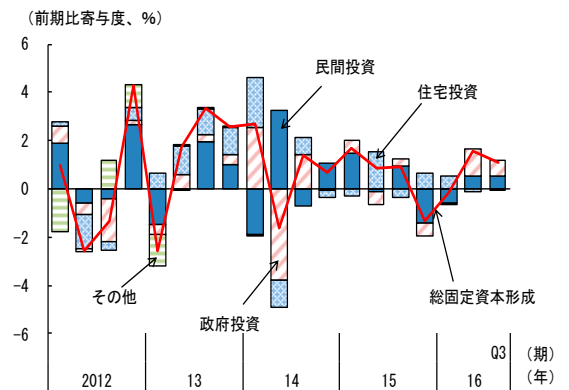
(企業部門は先行きに慎重な見方)

企業の設備投資は16年4～6月期から横ばいの動きとなっている(第2-3-19図、第2-3-20図)。原油価格の下落に加え、国民投票以前から高まっていた不透明感や、ポンド安による資本財価格の上昇等が企業の投資意欲を下押ししているとみられる<sup>8</sup>。イングランド銀行による調査によれば、製造業、サービス業のいずれも今後の投資意欲が低下していることがみてとれる(第2-3-21図)<sup>9</sup>。また、住宅価格の伸びの鈍化も、将来の不確実性の高まりを反映している可能性がある(第2-3-22図)。

第2-3-19図 固定投資 (分野別)



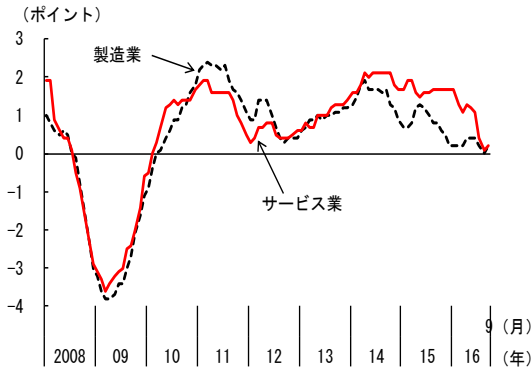
第2-3-20図 固定投資 (形態別)



<sup>8</sup> Bank of England (2016b)

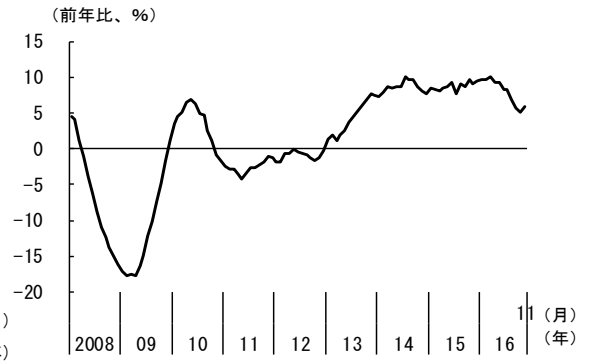
<sup>9</sup> Bank of England (2016a)

第2-3-21図 企業の設備投資意欲



(備考) 1. イングランド銀行より作成。  
 2. 今後12か月の企業の投資意欲について調査。  
 3. 点数は5ポイントから-5ポイントの範囲で回答。

第2-3-22図 住宅価格の推移

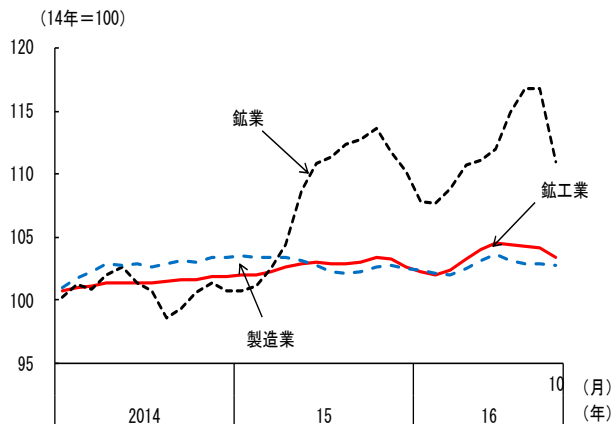


(備考) ロイズバンキンググループ ハリファックス住宅価格より作成。

生産については16年半ばには持ち直しの動きがみられた(第2-3-23図)。その要因としては、原油価格上昇による鉱業生産の持ち直しや、ポンド安による輸出の増加が考えられる(第2-3-24図)。このことは、新規輸出受注指数と生産活動指数が連動していることから確認できる(第2-3-25図)。

生産の持ち直しに対し、投資に弱い動きがみられる要因としては、企業が中長期的な視点に立って慎重な判断を行っていることが考えられる。

第2-3-23図 鉱工業生産の推移(3MA)

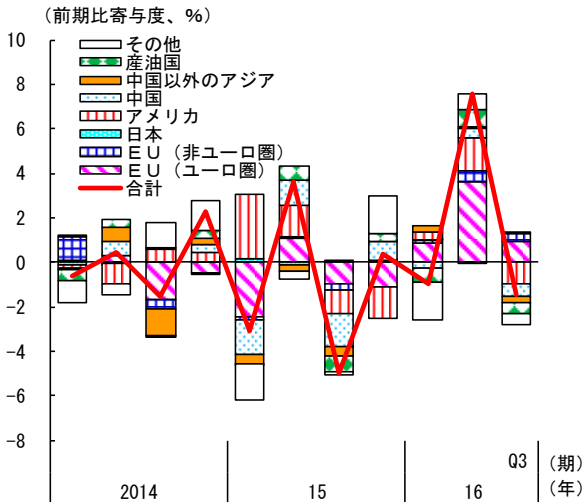


(備考) 英国統計局より作成。

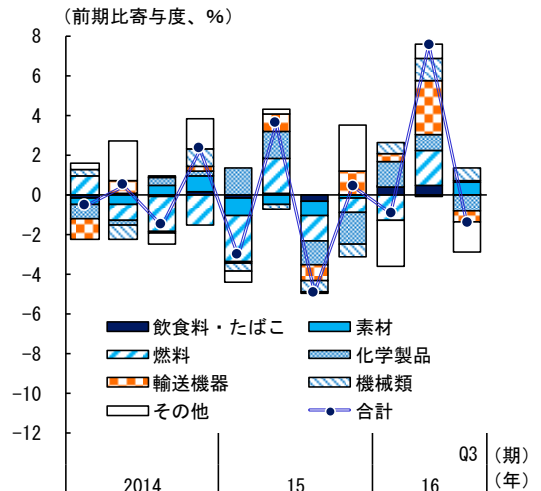
## 第 2-3-24 図 財輸出（金額）の動向（四半期）

(1) 仕向先別

(2) 財別



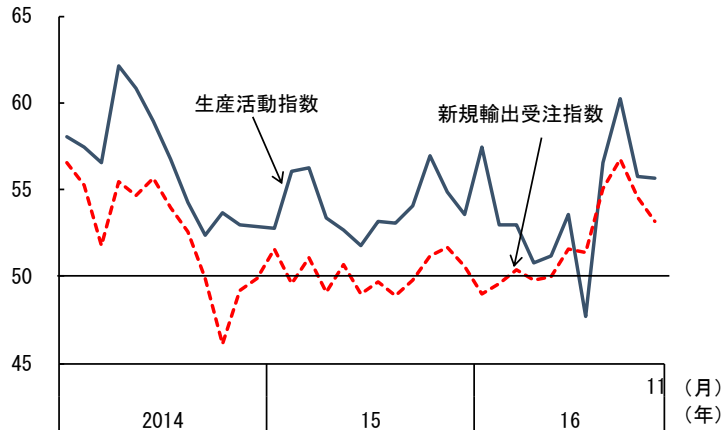
(備考) 英国統計局より作成。



(備考) 英国統計局より作成。

## 第 2-3-25 図 製造業 PMI の推移

(50=前月と変わらず)



(備考) Markit社より作成。

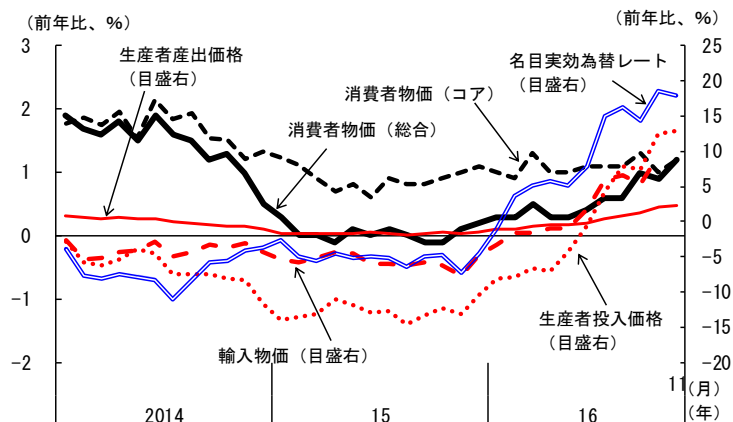
### (消費者物価は安定、輸入物価は高騰)

消費者物価指数（総合）は、エネルギー価格の下落の影響や食品価格の下落等により、14年後半以降、イングランド銀行のインフレ目標である前年比2%を大幅に下回って推移してきた。エネルギー価格の下落幅の縮小等により前年比で上昇に転じ、16年11月の上昇率は1.2%となっている（第2-3-26図）。

一方、15年末以降の大幅なポンド安を受け、輸入物価及び生産者投入価格は急激に上

昇しており、足元の上昇率（前年比）はそれぞれ9.4%（10月）と12.9%（11月）に達している。生産者産出価格についても緩やかに上昇率が高まってきており、11月には2.3%の上昇となった。

第2-3-26図 消費者物価・輸入物価等の動向

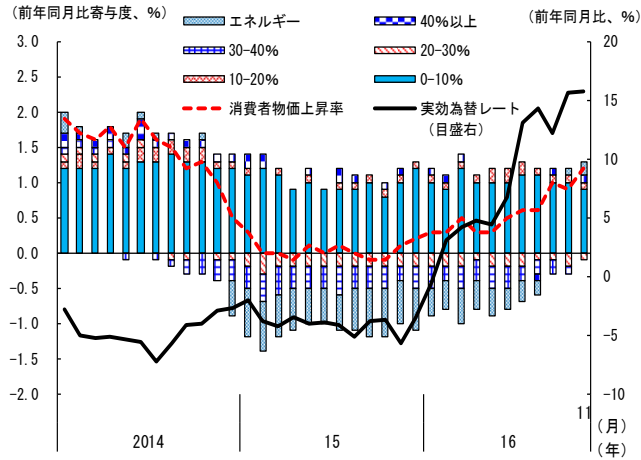


(備考) 1. 英国統計局より作成。  
2. コア消費者物価は、エネルギー、非加工食品を除いたもの。

英国統計局は、消費者物価の構成要素を輸入品の割合に応じてグループ分けし、各グループの消費者物価上昇率への寄与度を公表している。それによれば、消費者物価の押し上げへの寄与の大部分は輸入品割合の小さいグループによるものであり、これまでのところ、輸入品割合の大きいグループによる物価押し上げ効果はみられない（第2-3-27図）。しかしながら、輸入物価の上昇は一定のタイムラグを伴って消費者物価を押し上げることが予想される<sup>10</sup>。また、仮に転嫁が十分に進まない場合は企業収益が圧迫されることになる。イングランド銀行は16年11月のインフレーションレポートにおいて17年の消費者物価上昇率見通しを8月の見通しの2.0%から2.7%に引き上げている。物価の動向と個人消費への影響には注意が必要である。

<sup>10</sup> Bank of England (2016b)

第2-3-27図 英国の消費者物価上昇率（輸入割合別寄与）

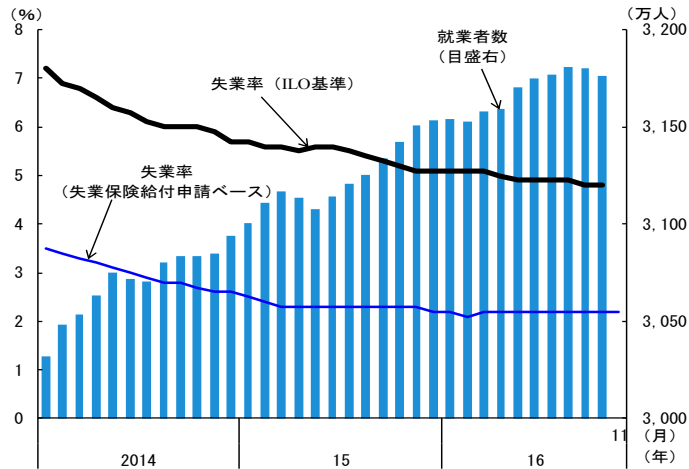


(備考) 1. 英国統計局資料より引用。  
 2. 寄与度における分類は、輸入品割合によるグループ分け。  
 「0-10%」はもっとも輸入品割合が小さいグループを意味する。

(雇用情勢の改善が続く中、企業の採用意欲は低下傾向)

雇用情勢は改善が続いている。就業者数の増加が続いており、9月の失業率（ILO基準）は05年7～9月期以来の低水準となる4.8%（16年10月）に低下した（第2-3-28図）。

第2-3-28図 英国の失業率及び就業者数の推移

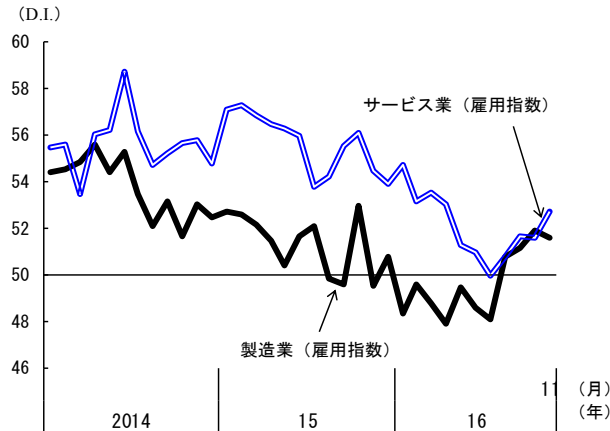


(備考) 1. 英国統計局より作成。  
 2. 失業率 (ILO基準) の各月値は3か月平均値。10月値は、8～10月の平均となる。

また、企業景況感を示すPMIの内訳である雇用指数を見ると、製造業、サービス業のいずれについても国民投票以前の悪化傾向が反転し、持ち直しの動きが見られている。ポンド安による輸出競争力の向上や外国人観光客の増加が足元の雇用情勢の持ち直しに

つながっていると考えられる（第2-3-29図）。

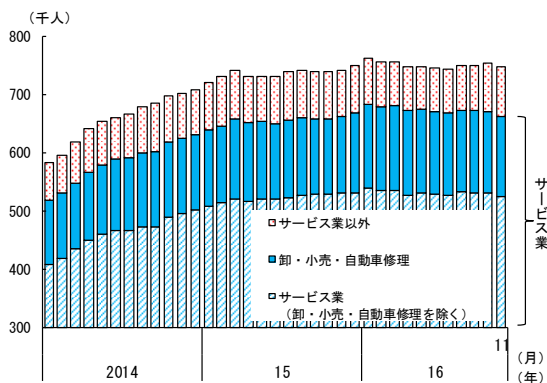
第2-3-29図 英国PMI（製造業・サービス業）雇用指数の推移



(備考) 1. Markit社より作成。  
2. PMI雇用指数（前月と比べた当月の変化（方向性）について、指数化したもので、「50」が改善と悪化の分かれ目となる。）

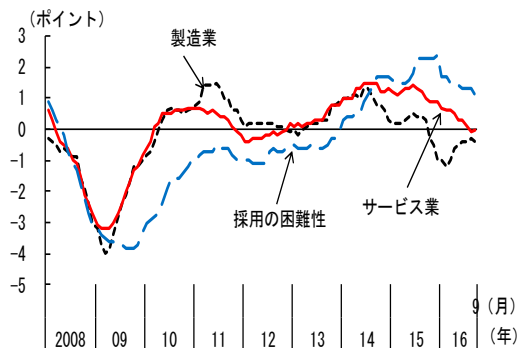
一方、求人数については、16年に入ってから横ばいで推移している（第2-3-30図）。イングランド銀行の調査によれば企業の雇用意欲も低下傾向にあり、EU離脱を巡る先行き不透明感により、企業が採用に慎重になってきている様子が見え始める（第2-3-31図）。

第2-3-30図 英国の求人数の推移



(備考) 1. 英国統計局より作成。  
2. 農林水産業を除く求人数の推移。  
3. 各月の当りは3か月平均値。

第2-3-31図 企業の雇用意欲

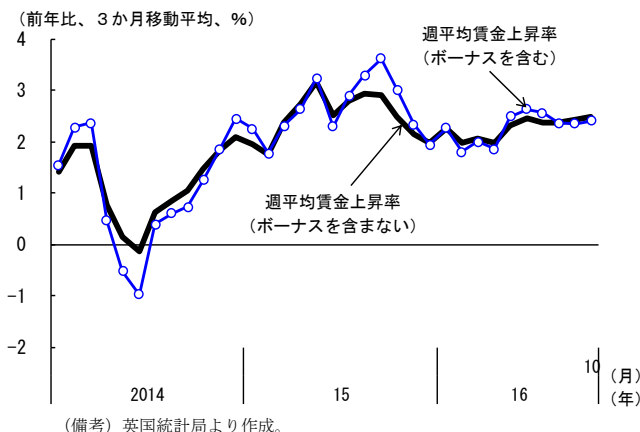


(備考) 1. イングランド銀行より作成。  
2. 今後12か月の企業の設備投資意欲について調査。  
3. 点数は5ポイントから-5ポイントの範囲で回答。

また、賃金の動向を見ると、労働市場のひっ迫感にもかかわらず、週平均賃金上昇率（ボーナスを含まない。）は16年に入ってから横ばいで推移している（第2-3-32図）。

今後消費者物価の上昇が加速し、賃金の伸びがそれに追いつかなかった場合、個人消費に影響を与える可能性がある。

第2-3-32図 英国の週平均賃金上昇率の推移



#### (政府は財政健全化目標を変更)

英国政府は、16年11月23日に秋季財政演説及び経済財政見通し<sup>11</sup>を公表した。英国経済は国民投票後も強靱さを保っているとする一方で、EU離脱に伴う不確実性の高まりによる民間投資の減速と、ポンド安に伴う物価上昇による個人消費の減速が見込まれるとし、17年の実質経済成長率見通しが2.2% (16年3月時点) から1.4%に、18年については2.1% (同) から1.7%へと下方修正された (第2-3-33表)。

このような経済見通しを踏まえ、政府は、道路、鉄道、研究開発、住宅等への投資の拡大<sup>12</sup>により景気を下支えする方針を明らかにした。同時に、キャメロン前政権による19年度までの財政収支黒字化目標に代わり、より柔軟な財政目標を設定する観点から、20年度までに構造的財政赤字をGDP比で2%以内に削減するという目標を新たに掲げた。また、補助的な目標として、公的部門の純債務残高のGDP比を20年度までに低下させるとした (第2-3-33表)。

<sup>11</sup> Autumn Statement 2016

<sup>12</sup> 新たに「国家生産性投資ファンド」(NPIF : National Productivity Investment Fund) を創設。住宅、研究開発、交通、デジタル情報通信分野における生産性を向上させるため、17年度から21年度にかけて230億ポンドの支出を行うとしている。

第2-3-33表 財政責任庁の経済及び財政見通し（16年11月）

	実績	見通し					
	2015年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度
実質経済成長率（％） （前年比）	2.2 (2.2)	2.1 (2.0)	1.4 (2.2)	1.7 (2.1)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (－)
財政収支のGDP比（％）	▲4.0 (▲3.8)	▲3.5 (▲2.9)	▲2.9 (▲1.9)	▲2.2 (▲1.0)	▲1.0 (0.5)	▲0.9 (0.5)	▲0.7 (－)
構造的財政収支のGDP比（％）	▲3.8 (▲3.6)	▲3.3 (▲2.7)	▲2.6 (▲1.9)	▲1.8 (▲1.0)	▲0.8 (0.5)	▲0.8 (0.5)	▲0.7 (－)
純債務残高のGDP比（％）	84.2 (83.7)	87.3 (82.6)	90.2 (81.3)	89.7 (79.9)	88.0 (77.2)	84.8 (74.7)	81.6 (－)

- (備考) 1. 英国財政責任庁より作成。  
 2. 構造的財政収支とは、財政収支から景気変動に応じて変動する循環的財政収支を除いた収支。  
 3. 対象は公的部門（一般政府及び公的企業）。  
 4. 英国の会計年度は4月から翌年3月。  
 5. 括弧内は2016年3月時点の見通し。

### （金融政策による景気下支え）

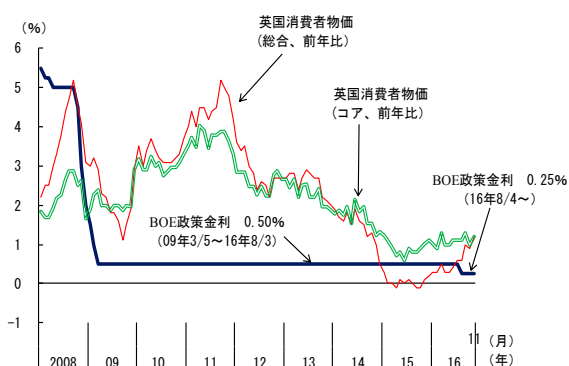
イングランド銀行は8月3日、景気下支えの観点から、政策金利を0.5%から0.25%に引き下げるとともに、資産買入れ枠を3,750億ポンドから4,350億ポンドに拡大するなどの金融緩和を決定した。政策金利の引下げは、09年3月以来7年4か月ぶりのことであった（第2-3-34図）。

一方、11月2日の金融政策委員会では、金融政策の維持を決定すると同時に、足下のポンド安の物価への影響にかんがみ、場合によっては今後利上げもあり得るとした。

先行き不確実性の高まりによる景気への下押し圧力とポンド安による物価上昇圧力の下、イングランド銀行の政策運営が注目される。

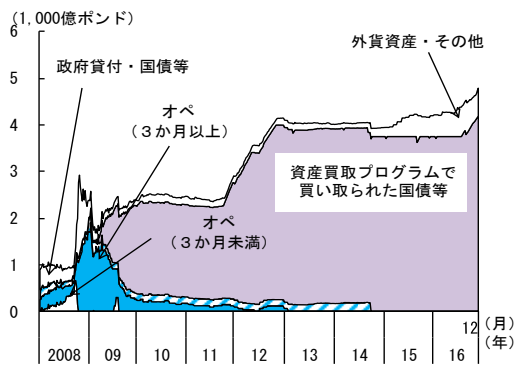
第2-3-34図 イングランド銀行の金融緩和

#### （1）政策金利と消費者物価上昇率



(備考) イングランド銀行より作成。

#### （2）BOEのバランスシート（資産側）



(備考) イングランド銀行より作成。

### （EU離脱交渉を巡るその後の動き）



16年10月、メイ首相は、17年3月末までに欧州連合条約第50条の発動（離脱通告）を行う方針を発表した。メイ首相は首相の権限で離脱通知を行うことができるとしていたが、英国高等法院は11月3日、同通告については英国議会の承認が必要との判決を出した。これに対し英国政府は上告し、17年1月に最高裁判所による判決が出される見込みとなっている（第2-3-35表）。離脱交渉を巡る動きに引き続き注視が必要である。

第2-3-35表 国民投票後の英国の動き

2016年 6月23日	EU残留・離脱を問う国民投票（翌24日開票）
7月13日	メイ英首相就任
8月3日	イングランド銀行が金融緩和 （政策金利を0.25%に引下げ、資産買取プログラムの上限を4,350億ポンドに拡大する等）
10月2日	メイ英首相が2017年3月末までにEU条約第50条（離脱通知）の発動を行うと表明
11月2日	イングランド銀行は8月の金融緩和の現状維持を全会一致で決定
11月3日	英国高等法院が、EU離脱通告については政府は議会の承認を得ることが必要との判決を下す
17年 1月	英国最高裁の判決 （EU離脱手続きに係る議会承認の必要性の有無）

（備考）イングランド銀行、各種報道より作成。

### （3）2017年の見通し・先行きリスク

（ユーロ圏では緩やかな回復が続く一方、英国では回復が緩やかに）

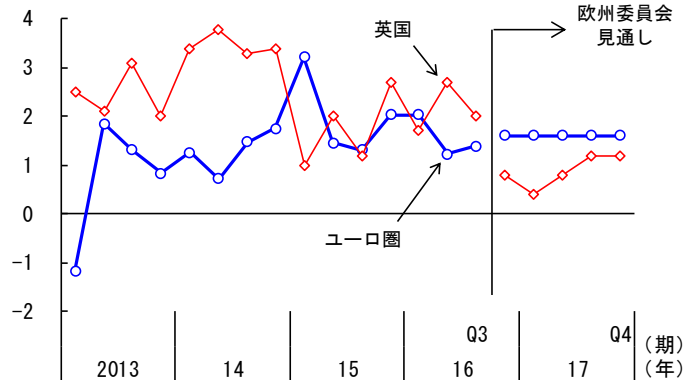
ユーロ圏の景気は、雇用・所得環境の改善や消費の増加に支えられ、引き続き緩やかな回復が続くことが期待される。

英国では、EU離脱問題に伴う不透明感の高まりによる影響から、回復が緩やかになることが見込まれる。また、今後離脱に向けた動きが具体化するにつれて、そのような影響が拡大する可能性があることに留意が必要である。

国際機関等による経済見通しでは、17年の実質経済成長率は、ユーロ圏では16年よりやや低下、英国は大幅に低下する見込みとなっている。

### 第2-3-36図 ユーロ圏及び英国の実質経済成長率

(前期比年率、%)



(備考) 1. ユーロスタット、英国統計局、欧州委員会より作成。  
2. 見通しは前期比で公表されるため、内閣府で年率換算。

### 第2-3-37表 ユーロ圏及び英国の国際機関等の見通し

(前年比、%)

		16年	17年
OECD (16年11月)	ユーロ圏	1.7	1.6
	ドイツ	1.7	1.7
	フランス	1.2	1.3
	英国	2.0	1.2
欧州委員会 (16年11月)	ユーロ圏	1.7	1.5
	ドイツ	1.9	1.5
	フランス	1.3	1.4
	英国	1.9	1.0
IMF (16年10月)	ユーロ圏	1.7	1.5
	ドイツ	1.7	1.4
	フランス	1.3	1.3
	英国	1.8	1.1
ECB (16年12月)	ユーロ圏	1.7 (1.6~1.8)	1.7 (1.1~2.3)
BOE (16年11月)	英国	2.2	1.4

(備考) OECD "Global Economic Outlook, November 2016", 欧州委員会 "European Economic Forecast, Autumn 2016", IMF "World Economic Outlook, October 2016", ECB "December 2016, Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area", BOE "Inflation Report, November 2016"より作成。

#### (主なリスク)

ユーロ圏及び英国における当面の主なリスクとして以下が考えられる。

#### (i) 英国のEU離脱問題と政策に関する不確実性

英国では、国民投票直後の市場の混乱はその後ひとまず落ち着いたものの、EU離脱問

題に伴う不透明感は極めて高い状態が続いている。16年10月にメイ首相がEU離脱通告を17年3月末までに行うことを発表した直後にはポンドが一時的に急落した。今後離脱後の英国とEUとの新たな経済関係等に関する不確実性が高まることで景気が予想以上に下振れするリスクに注意が必要である。また、英国における景気の大幅な減速はユーロ圏経済にもマイナスの影響を及ぼすことになる。

イタリアでは、12月4日に行われた上院の権限縮小等を内容とする国民投票において、反対が賛成を上回る結果となったことを受け、レンツィ首相が辞任した。ジェンティローニ新首相の下で構造改革がどのように進められるかが注目されている。同じく12月4日に行われたオーストリアの大統領選挙では、反移民を掲げる右派の大統領が選出される結果にはならなかったものの、17年にはオランダ総選挙（3月）、フランス大統領選挙（4月）、ドイツ総選挙（8～10月に実施）といった重要な選挙が予定されており、政策に関する不確実性の影響等に留意する必要がある（第2-3-38表）。

第2-3-38表 ヨーロッパの17年の主な政治日程

17年	1月	英国最高裁の判決 (EU離脱手続に係る議会承認の必要性の有無)
	3月15日	オランダ総選挙
	3月末まで	英国のEU離脱通告
	4月23日	フランス大統領選挙（第1回投票）
	5月7日	フランス大統領選挙（決戦投票）
	8月～10月	ドイツ総選挙

(備考) 各種資料より作成。

### (ii) 地政学的リスク

15年11月のパリ同時多発テロ以降も、フランス、ドイツ、ベルギーにおいてテロが発生し、イスラム過激派組織（ISIL）との関係も指摘されている。このようなリスクの高まりは企業や消費者のマインドの悪化、観光客の減少等を通じて投資や消費を抑制し、景気を下押しする可能性がある。また、ウクライナ和平合意の完全履行が実行されない中、EUによるロシアに対する経済制裁が続いており（16年12月に17年7月末までの延長を決定）、今後の動向には注意が必要である。

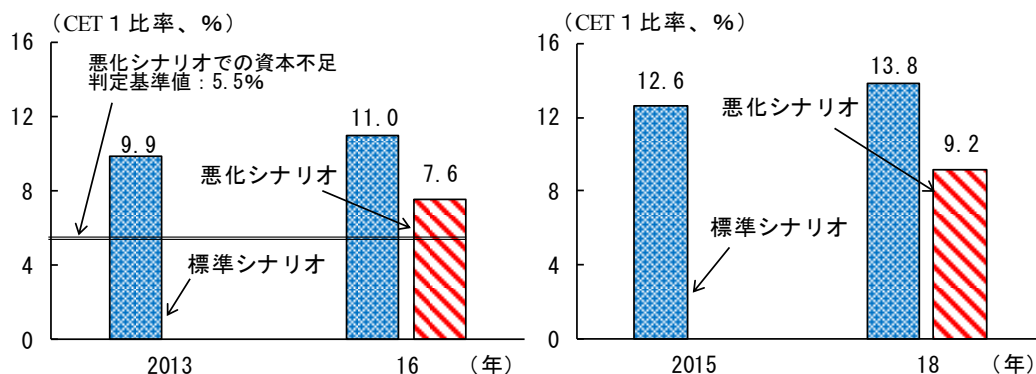
### (iii) その他のリスク

低下が続いていたユーロ圏の失業率はこのところ横ばいとなっている。特に若年層の失業率は南欧諸国を中心に極めて高い水準となっており、注意が必要である。

また、ユーロ圏の物価上昇率は累次の金融緩和にもかかわらずECBの目標を下回って推移しており、金融政策の動向と併せ、注意が必要である。

加えて、一部の金融機関の財務体質の脆弱性に起因する金融市場の変動にも注意が必要である。16年7月には欧州銀行監督機構（EBA）が主要51行を対象にストレステストを実施し、EU内の銀行部門全体としては健全であるものの、個別行の結果には大きなばらつきがあるとの結果を公表した。金融機関の動向には引き続き注意が必要である（第2-3-39図）。

第2-3-39図 欧州銀行監督機構（EBA）のストレステスト結果の概要  
 (1) 14年ストレステスト (2) 16年ストレステスト



- (備考) 1. EBA (欧州銀行監督機構) より作成。  
 2. 16年ストレステストは、EU及びEEA (欧州経済領域) の15か国に所在する51行を対象に、各リスク項目 (実質経済成長率、長期金利、失業率、株価、インフレ率等) に対して、一定シナリオ (ベースライン及びリスクシナリオ) の下で、16~18年の対象銀行の自己資本や収益、資産内容がどのように変化するかを評価。テスト結果は、EBAの監督上の検査・プロセス (Supervisory Review and Evaluation Process) の下で、各行毎に必要な自己資本を分析するための判断材料になる。合否基準は設定されていない。なお、前回の14年ストレステストにおいては、悪化シナリオ下での資本不足判定基準値 (CET 1 比率5.5%) が設けられていた。  
 3. 上記シナリオは、いずれも自己資本比率等の規制強化も完全に実現することを前提としている。  
 4. CET 1 (Common Equity Tier 1) 比率とは、自己資本比率の中でも、より質の高い自己資本の割合を示す指標。

## 2. ドイツの労働市場改革とその効果

### (1) シュレーダー政権下での労働市場改革とその影響

これまでみてきたとおり、ドイツとユーロ圏の他の主要国との間には経済格差や不均衡がみられる。労働市場についても、ドイツの失業率は東西ドイツ統一後の最低水準まで低下しており、高い失業率が続くユーロ圏の多くの国とは対照的な状況となっている。

もっとも、ドイツの失業率が大幅に低下したのは比較的近年のことである。90年代後半には、低成長、高失業率、経常収支赤字の続くドイツが「欧州の病人」と形容されることもあった。経済停滞の要因として、90年10月の東西ドイツ統一に伴う財政負担、中東欧諸国の工業化による競争の激化、少子高齢化の進展等に加え、手厚い社会保障制度や硬直的な労働規制等の制度面の問題も指摘された。