

2017年2月22日 全7頁

欧州経済見通し 短期上振れ、中期は不透明

注目点は外需回復の持続性

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 欧州経済は堅調な成長を続けている。2016年10-12月期の実質GDP成長率はユーロ圏が前期比+0.4%、英国が同+0.6%と発表された。個人消費に加え、徐々に輸出が牽引役になったと推測される。輸出の先行指標である鉱工業部門の景況感には2016年半ばから改善傾向にあり、特に最近3カ月は「トランプ効果」で一段と押し上げられている。
- トランプ効果は短期的に欧州の景気上振れ要因となると予想される。一方、中期的には不透明材料が多い。まず、公約通りに減税、規制緩和、インフラ投資などを実行に移せるか、大統領と議会の関係が注目される。次にそれらの政策がすでに失業率が歴史的な低水準にある米国でインフレ高進を回避しつつ成長率を高めることができるか、米国の利上げペースを速め、成長加速が短命で終わらないかという懸念がある。加えて、トランプ大統領の保護貿易主義的な政策がどこまで遂行されるかも気がかりである。
- ユーロ圏、英国とも原油価格上昇を主因として消費者物価上昇率が前年比+2%に迫ってきた。エネルギー価格の上昇圧力はここ数カ月がピークと見込まれるが、ECB（欧州中央銀行）、BOE（英中銀）ともより広範囲なインフレをもたらす賃金上昇率の加速が生じないかを注視している。中期的な景気見通しに不透明材料が多く、加えて今年はオランダ、フランス、ドイツの国政選挙が続き、さらに英国が3月末までにEUへの正式な離脱通告を目指している。この状況下でECB、BOEとも金融緩和強化と緩和縮小の双方の選択肢を用意しつつ、しばらくは現行の金融緩和政策を維持する可能性が高いだろう。

ユーロ圏経済

2016年10-12月期は小売売上高に加え、輸出も伸びが加速

ユーロ圏の2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と堅調な伸びとなった。需要項目別の内訳は3月7日まで発表されないが、10-12月期の小売売上高数量が同+0.8%と高い伸びとなっており、個人消費が牽引役と推測される。

加えて輸出も徐々に牽引役になったと推測される。10-12月期の財輸出金額は前期比+3.4%に加速し、過去6四半期も続いた伸び悩みの局面を脱した。輸出品目別では鉱物エネルギー資源が同+13.2%、その他資源が同+9.7%、素材が同+7.9%と資源・素材の輸出拡大が目立ち、原油など資源価格の上昇の影響を割り引く必要はある。とはいえ、化学製品が同+3.4%、機械・輸送機器が同+3.4%と工業製品の輸出も堅調に拡大した。輸出相手国としては、原油価格反転が追い風となっているノルウェーやロシアなど資源国向けの輸出が拡大したほか、中国向けが前年比2桁の大幅増となった。

高まる外需回復期待

外需改善に対する期待を反映しているのが、輸出比率の高い鉱工業部門の企業景況感である。同指数は2016年半ばから改善傾向にあるが、ここ3カ月はトランプ氏が大統領に選出されたことで、減税、規制緩和、インフラ投資の拡充などの選挙公約が実行に移され、米国経済が一段と活性化されるとの期待が反映されていると考えられる。実はユーロ圏から米国に向けた輸出は2016年には前年比-0.9%と停滞しており、ここが持ち直してくれば、主として個人消費に牽引されてきたユーロ圏の経済成長が、輸出や投資も牽引役となる、よりバランスのとれた成長になると期待される。

ちなみに、トランプ大統領の景気浮揚策が具体化され、実際に動き出すのは早くても2017年末と予想されている。しかしながら、これらの政策に対する期待を織り込んで米国株が大統領選挙直後からほぼ一貫して上昇しているため、資産効果を通じた購買力の向上がユーロ圏の外需刺激要因として期待されているのである。

トランプ効果

「トランプ効果」がユーロ圏経済に及ぼす影響は、短期的には株価上昇による資産効果に加え、企業及び消費者の景況感を改善させ、投資や消費を刺激することで上振れ要因になると見込まれる。ただし、中長期的には不透明材料が多く、下振れ要因になる可能性が高いだろう。

トランプ大統領は1月20日の就任直後から大統領令を多用してTPPからの離脱、NAFTAの再交渉、オバマケアの見直し、メキシコとの国境における壁の建設などの選挙公約の実行を矢継ぎ早に指示している。ただし、1月末にイスラム圏の7カ国の国籍保有者の入国を一時的に禁止することを命じた大統領令は大きな混乱を招き、裁判所が執行差し止めを命じる仮処分を決定

した。米国の世論はトランプ大統領の政策を支持する人々と、批判する人々に大きく二分されてしまっている。また、トランプ政権の閣僚人事の議会承認が遅れており、トランプ体制がいつ整うのかまだ見通すことができていない。

就任から 1 カ月が経過したところで、トランプ大統領の政策に対する賛否は大きく分かれているが、米国の株価上昇傾向は継続している。ただ、中期的にはさまざまな不透明材料があり、トランプ・ラリーが腰折れして、景気に対する楽観的な見方が後退する懸念が小さくない。まず、トランプ大統領が議会と良好な関係を保って景気刺激策を実現できるか未知数である。昨年の選挙では上下両院とも共和党が過半数を得て、大統領と議会の過半数の政党が異なるねじれ現象が 6 年ぶりに解消されたが、トランプ大統領は共和党の異端児であり、その選挙公約は共和党の従来政策とは異なる点が少ない。次に、景気刺激策を実行に移せたとして、すでに失業率が非常に低い水準にある米国でインフレ高進を招くことなく景気活性化を実現できるかという問題がある。米国ではこれまで慎重な利上げが進められてきたが、トランプ政権の景気刺激策がインフレを招けば、利上げペースが速められ、成長加速が短命で終わるシナリオも十分に考えられる。加えて、欧州の視点に立てば、米国第一主義を掲げるトランプ大統領が輸入品に対する課税強化などの保護貿易主義的な政策をどこまで遂行するかという懸念も引き続き強い。

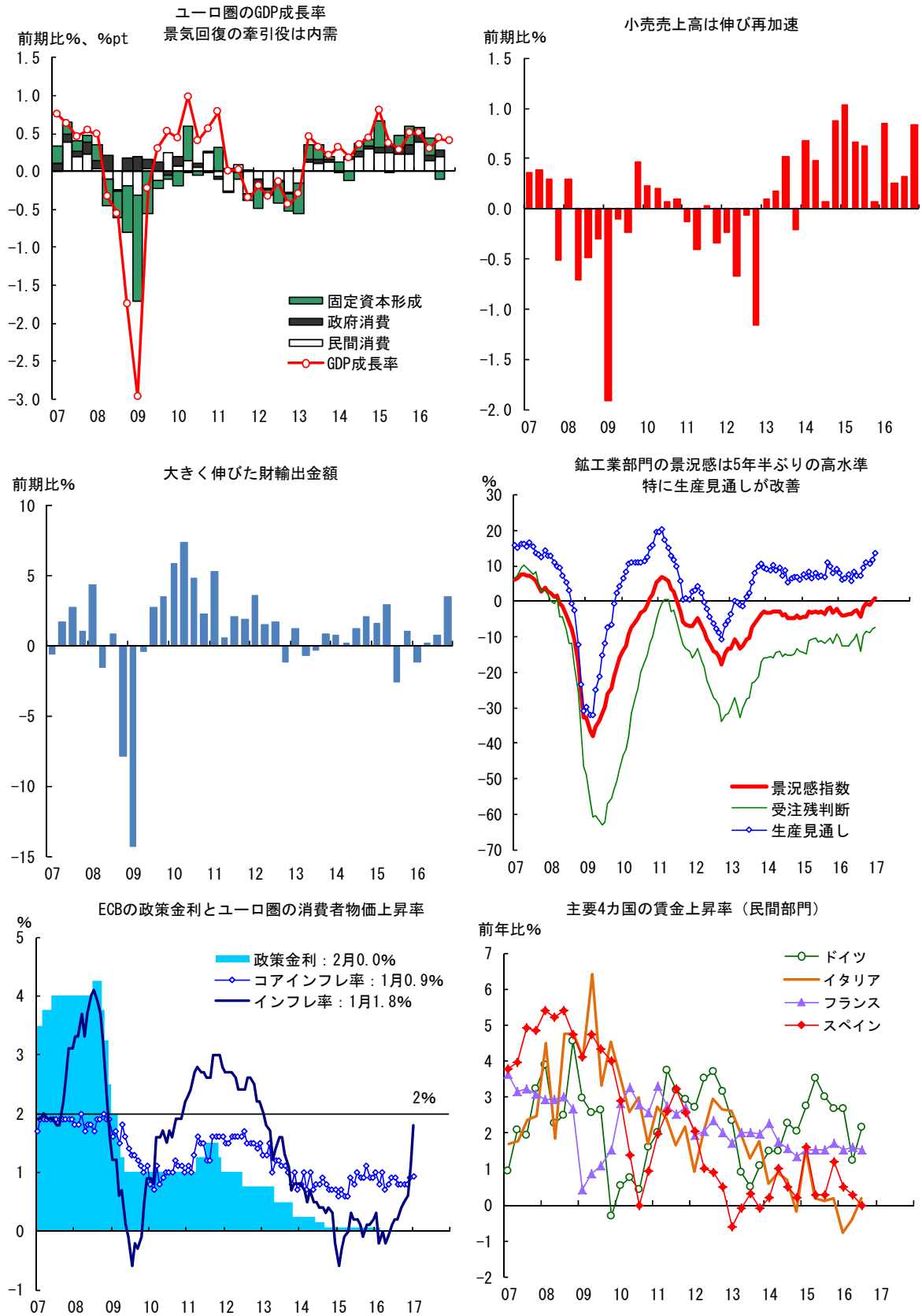
消費者物価上昇率は加速したものの ECB は様子見継続か

ユーロ圏の 1 月の消費者物価上昇率は前年比+1.8%と 12 月の同+1.1%から大きく加速した。原油価格の上昇が主因だが、原油価格は 2015 年末から 2016 年初めにかけて急落したあと反転したため、この 1、2 月が前年比の落差が最も大きくなる。OPEC を中心とした減産合意と米国のシェール・オイルの増産見通しというプラスとマイナスの材料が綱引きする中で、原油価格が急上昇する可能性は低いと予想され、年央以降はエネルギー価格による物価押し上げ効果は低減すると見込まれる。

ECB の金融政策の行方を占う上ではエネルギーや食品を除くコア物価の動向がより重要と考えられるが、1 月は前年比+0.9%と引き続き低水準にある。コア物価が加速するかの鍵は各国の賃金上昇率が加速するかにかかっているが、ユーロ圏の失業率は低下傾向にあるとはいえ 12 月は 9.6%と危機前の 7%台に比べればまだ高い。労働需給のひっ迫が賃金上昇率を加速させるような状況にユーロ圏のほとんどの国はまだ至っていない。

すでにみてきたように、輸出の持ち直しの動きが出ており短期的に景気の上振れが期待される一方、中期的な景気見通しに不透明材料が多い。加えて今年オランダ、フランス、ドイツの国政選挙が続き、さらに英国が 3 月末までに EU への正式な離脱通告を目指している。この状況下で、ECB は金融緩和強化と緩和縮小の双方の選択肢を用意しつつ、しばらくは現行の金融緩和政策を維持する可能性が高いと予想される。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース
(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会データより大和総研作成

英国経済

2016年10-12月期も個人消費が牽引

英国の2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と堅調な伸びを維持した。需要項目別の内訳は2月22日の発表を待たねばならないが、同時期の小売売上高数量が同+1.2%と高い伸びとなっているため、これまでと同様に個人消費が牽引役と推測される。

2月2日に公表されたBOEの季刊のインフレーション・レポートでは、2017年のGDP成長率予想を昨年11月時点の+1.4%から+2.0%に上方修正し、2018年は+1.6%、2019年は+1.7%と予想している。上方修正の理由としてBOEは、メイ政権が財政健全化目標を放棄したこと、外需見通しが改善したことなどを挙げている。

企業景況感は鉱工業部門とサービス業部門で明暗

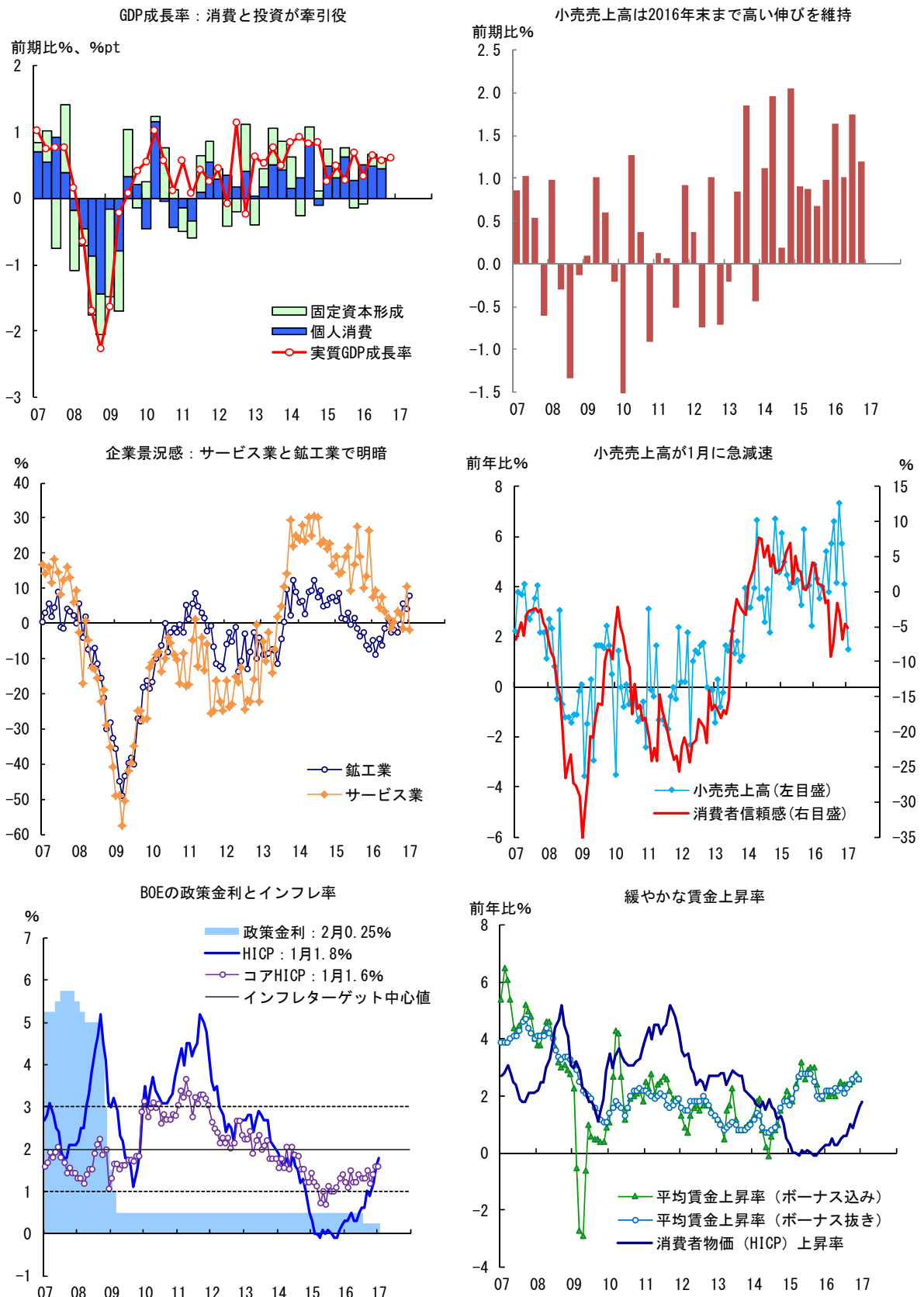
確かに、ユーロ圏と同様に英国でも鉱工業部門の景況感が輸出拡大期待で明確に改善している。1月の鉱工業部門の景況感は受注残判断と今後3カ月の生産見通しの改善により、ほぼ2年ぶりの高水準に改善した。とはいえ、英国のGDPに占める鉱工業部門の割合は13%（2015年）にすぎず、ここが大きく伸びても経済全体へのインパクトは小さい。それよりはるかに影響力の大きいサービス業部門の景況感は軟調に推移し、2016年5月以降は1997年からの長期平均である4.6%ポイントをほぼ一貫して下回っている。

サービス業の景況感が冴えないのは、Brexit（英国のEU離脱）の行方を懸念しているためと考えられる。英国政府は3月末までにEUに正式に離脱を通告しようとしているが、関連法案はすでに下院で承認され、現在は上院での審議中である。上院では法案修正が求められ、修正案をもう一度下院で審議することになるとの予想もあるが、離脱通告を阻むことにはならず、3月末もしくは若干の遅れでEU離脱が通告されると見込まれる。これを受けて離脱交渉が開始されれば、ようやくBrexitが経済に及ぼす影響を判断する手掛かりが得られることになろう。

ついに消費が減速？

昨年6月の国民投票でBrexitが決まってからも、懸念されていたような景気減速は2016年中には顕在化しなかった。しかしながら、1月の小売売上高は前年比+1.5%と急減速した。前年比で+1%台の伸びは2013年11月以来のことである。ここ半年あまり小売売上高と消費者信頼感の乖離が目立っていたが、小売売上高の伸び減速という形で収斂した。なお、消費者はBrexit決定後のポンド安に伴うインフレへの懸念も強めているが、1月の消費者物価上昇率は前年比+1.8%となり、1年前の同+0.3%から明確に加速した。もっとも、エネルギーと食品などを除くコア物価の上昇率は1月に同+1.6%で1年前の同+1.2%から若干の加速にとどまっている。英国でも賃金上昇率の加速は限定的であるため、BOEとしては金融緩和強化と緩和縮小の双方の選択肢を用意しつつ、しばらくは現行の金融緩和政策を維持する可能性が高いと予想される。

図表2 英国の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース
(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、欧州委員会データより大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.0%	2.0%	1.2%	1.8%	1.6%	1.7%	1.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%
民間消費支出	1.8%	2.8%	1.0%	1.4%	1.8%	1.8%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.3%	1.5%	1.7%	0.8%	1.9%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	1.5%
総固定資本形成	3.2%	1.5%	4.6%	-2.1%	2.4%	2.5%	3.2%	4.5%	2.8%	2.4%	2.6%	2.6%
輸出等	6.5%	0.6%	4.7%	0.6%	3.2%	2.3%	4.5%	3.6%	2.8%	2.4%	3.3%	3.5%
輸入等	6.4%	-0.2%	4.6%	-1.4%	4.1%	2.8%	4.9%	4.9%	3.6%	3.2%	3.7%	4.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.0%	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
民間消費支出	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.5%
総固定資本形成	3.2%	2.5%	3.6%	2.3%	1.6%	2.5%	2.0%	2.0%	3.2%	3.2%	2.6%	2.6%
輸出等	6.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.3%	3.2%	3.0%	3.5%	3.3%	3.3%	3.5%
輸入等	6.4%	3.5%	3.9%	2.3%	1.7%	2.8%	3.0%	3.1%	4.4%	4.2%	3.7%	4.0%
鉱工業生産（除建設）	2.0%	1.4%	1.1%	1.2%	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
実質小売売上高	2.7%	2.2%	1.8%	1.5%	2.3%	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	1.6%	1.7%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	1.5%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%	1.5%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.6%	-1.9%	0.6%	-2.0%	2.4%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.1%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	9.9%	9.7%	10.0%	9.6%	9.4%	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%
10億ユーロ												
貿易収支	348.2	89.3	97.5	96.8	88.6	372.2	88.0	86.0	85.0	80.0	339.0	313.0
経常収支	319.3	84.9	95.1	88.8	95.8	364.7	84.7	86.0	82.3	77.7	330.7	307.2
財政収支	-211					-174					-148	-152
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.07%	0.19%	0.14%	0.32%	0.39%	0.42%	0.45%	0.40%	0.69%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.69%	-0.59%	-0.75%	-0.70%	-0.66%	-0.60%	-0.68%	-0.50%
欧 政策金利(未値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016年Q4まで実績値（GDP内訳のみ同Q3まで実績値）。それ以降は大和総研予想

(出所) EU統計局（Eurostat）、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

英国経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.2%	1.4%	2.6%	2.3%	2.4%	2.0%	1.5%	0.8%	0.7%	0.6%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.4%	3.2%	3.0%	2.8%	3.2%	2.8%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.3%	1.9%	-0.5%	0.2%	2.8%	0.9%	0.8%	1.6%	2.8%	2.8%	1.5%	2.4%
総固定資本形成	3.4%	-2.1%	4.3%	3.6%	2.4%	0.9%	1.6%	0.8%	-2.8%	-3.6%	1.1%	-0.9%
輸出等	6.1%	-10.5%	5.5%	-9.9%	10.4%	1.3%	5.3%	4.1%	4.1%	2.4%	3.6%	2.9%
輸入等	5.5%	1.3%	1.5%	5.6%	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	3.2%	2.7%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.2%	1.8%	2.0%	2.2%	2.2%	2.0%	2.2%	1.7%	1.4%	0.9%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.4%	2.7%	3.0%	2.7%	3.1%	2.8%	2.8%	2.4%	2.1%	1.7%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.3%	1.8%	0.7%	0.2%	1.1%	0.9%	0.8%	1.3%	2.0%	2.0%	1.5%	2.4%
総固定資本形成	3.4%	0.6%	0.4%	0.5%	2.0%	0.9%	3.0%	2.1%	0.5%	-1.0%	1.1%	-0.9%
輸出等	6.1%	1.6%	3.8%	1.7%	-1.6%	1.3%	2.5%	2.2%	5.9%	4.0%	3.6%	2.9%
輸入等	5.5%	0.6%	3.4%	4.2%	3.1%	2.8%	3.5%	3.8%	3.0%	2.6%	3.2%	2.7%
鉱工業生産	1.2%	0.1%	1.6%	1.1%	1.9%	1.2%	3.3%	1.8%	1.7%	1.1%	2.0%	0.7%
実質小売売上高	4.3%	4.2%	4.4%	5.5%	5.7%	5.0%	2.4%	2.5%	1.8%	1.7%	2.1%	2.0%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.2%	0.6%	2.0%	2.6%	2.6%	2.8%	2.5%	2.8%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	2.4%	0.5%	3.6%	3.9%	4.1%	3.9%	3.9%	2.9%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.1%	5.4%
10億英ポンド												
貿易収支	-119.7	-32.1	-31.0	-39.2	-32.5	-134.9	-33.3	-32.1	-40.4	-33.4	-139.2	-142.0
経常収支	-80.2	-23.6	-22.1	-25.5	-19.2	-90.3	-21.0	-20.8	-30.6	-23.7	-96.2	-108.1
財政収支	-74.8	0.4	-24.2	-15.7	-19.9	-59.5					-59.9	-62.4
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.72%	1.26%	1.23%	1.30%	1.42%	1.54%	1.63%	1.47%	1.80%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.14%	0.16%	0.29%	0.14%	0.20%	0.31%	0.34%	0.25%	0.50%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2016年Q4まで実績値（GDP内訳と経常収支は同Q3まで実績値）。それ以降は大和総研予想

(出所) 英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）、大和総研