

2017年5月24日 全7頁

欧州経済見通し ユーロ圏は内外需揃い踏み

政治リスクの霧が晴れ、見えたのは青空

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は、前期比+0.5%と堅調な景気拡大が確認された。4月以降も企業と消費者の景況感は改善傾向にあり、金融危機後の景気回復は5年目に入った。オランダ議会選挙に続いてフランス大統領選挙でも反EU、反ユーロを掲げる候補者が退けられたことも、景況感の改善要因である。これまで景気回復を牽引してきた個人消費はインフレ加速を受けてやや減速しているが、代わって投資と輸出が伸びてきた。景気回復の足取りがしっかりしてきた中で、ECBの金融緩和スタンスがどう変化するか、6月8日のECB理事会が注目される。緩和解除に慎重な姿勢は変わらないものの、追加利下げの可能性に言及しているフォワード・ガイダンスを削除し、また来年以降の資産買取額の縮小等に関する検討を開始するのではないかと予想する。
- 一方、英国の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.3%と10-12月期の同+0.7%から急減速した。消費関連のサービス業が振るわず、小売売上高が落ち込んでいることから、個人消費が景気減速の主因と推測される。失業率が1975年以来の水準に低下するなど雇用改善は進んでいるが、インフレ加速が実質賃金上昇率を大幅に鈍化させてしまった。インフレ加速の原因であるポンド安は昨年6月の英国のEU離脱(Brexit)決定が契機となっており、Brexit決定による景気悪化が投資手控えだけでなく、個人消費にもついに波及してきたと判断される。今後2年の英国の成長率は、過去4年と比較して減速すると見込まれる。なお、Brexitを実現するための英国とEUとの交渉は、6月8日の英国の下院議会選挙を経て、6月19日以降に開始される運びとなった。

ユーロ圏経済

1-3 月期の成長率は前期比+0.5%

ユーロ圏の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+2.0%）となり、上方修正された10-12月期の同+0.5%（同+1.9%）に続いて堅調な景気拡大が確認された。金融危機とユーロ圏債務危機による2度の景気後退を脱したあとのユーロ圏の回復局面はこれで16四半期連続となる。1-3月期GDPの需要項目別の内訳は6月8日に発表されるが、インフレ加速を背景に個人消費がやや減速した一方、投資と輸出が伸びたと推測される。

なお、主要4カ国の1-3月期のGDP成長率は明暗が分かれた。スペインが前期比+0.8%、ドイツが同+0.6%へと加速した一方、フランスは同+0.3%へ減速し、イタリアは同+0.2%と停滞している。

消費者と企業のマインドは一段と強気に

ユーロ圏では2016年半ばから企業と消費者の景況感が総じて改善傾向にあり、この4月には欧州委員会が発表する経済センチメント指数（ESI）がリーマン・ショック前の水準をついに回復した。ESIの構成項目でここ半年余りの改善が特に目立つのは建設業部門と鉱工業部門だが、前者については低金利が追い風となり、後者については世界経済の持ち直しによる輸出拡大がプラスに作用していると見受けられる。ちなみに、ドイツの製造業受注統計では中間財、資本財という生産や投資のための財に対する国外（他のユーロ圏諸国も含む）からの受注が拡大傾向にある。

ESIの構成項目には消費者信頼感も含まれるが、ユーロ圏の5月の速報値は4月比で改善し、2007年7月以来の高水準となった。消費者信頼感の改善に大いに貢献しているのが雇用の改善（失業懸念の後退）であるが、企業の雇用意欲に注目すると、鉱工業、建設業のみならず、小売業、サービス業でも一段と高まっている。以上の景況感指標は、ユーロ圏の景気回復が5年目に入り、しかも内需に加えて外需も景気回復の牽引役として存在感を強めてきていることを示唆していると考えられる。

政治リスクはひとまず後退

オランダ議会選挙で反EU、反ユーロを主張した自由党が第1党となれなかったのに続き、フランス大統領選挙でマクロン候補が勝利したことで、欧州の政治リスクに対する懸念は大きく後退した。ただ、5月14日に就任したマクロン大統領の最大の課題であるフランス経済の停滞打破は、オランダ前政権とサルコジ前々政権が成果をあげられなかった手強い課題である。ユーロ圏経済が回復基調を強め、世界経済の成長加速も期待されるなど、前2政権と比べて外部環境は改善しているが、その中でフランスの失業率は高止まりを続けている。マクロン大統領はEU統合を一段と推進し、フランス経済の再活性化を目指す方針を掲げているが、具体的どのような政策を打ち出すか、それを遂行する力を掌握できるかがまず注目される。

1-3 月期の GDP 成長率が予想よりやや高かったこと、企業と消費者の景況感が改善傾向を強めていること、そして欧州の政治リスクがひとまず後退したことを踏まえ、ユーロ圏の成長率予想を2017年は+1.6%から+1.8%へ、2018年は+1.6%から+1.7%へそれぞれ上方修正した。

4 月のインフレ率加速には季節要因によるぶれも

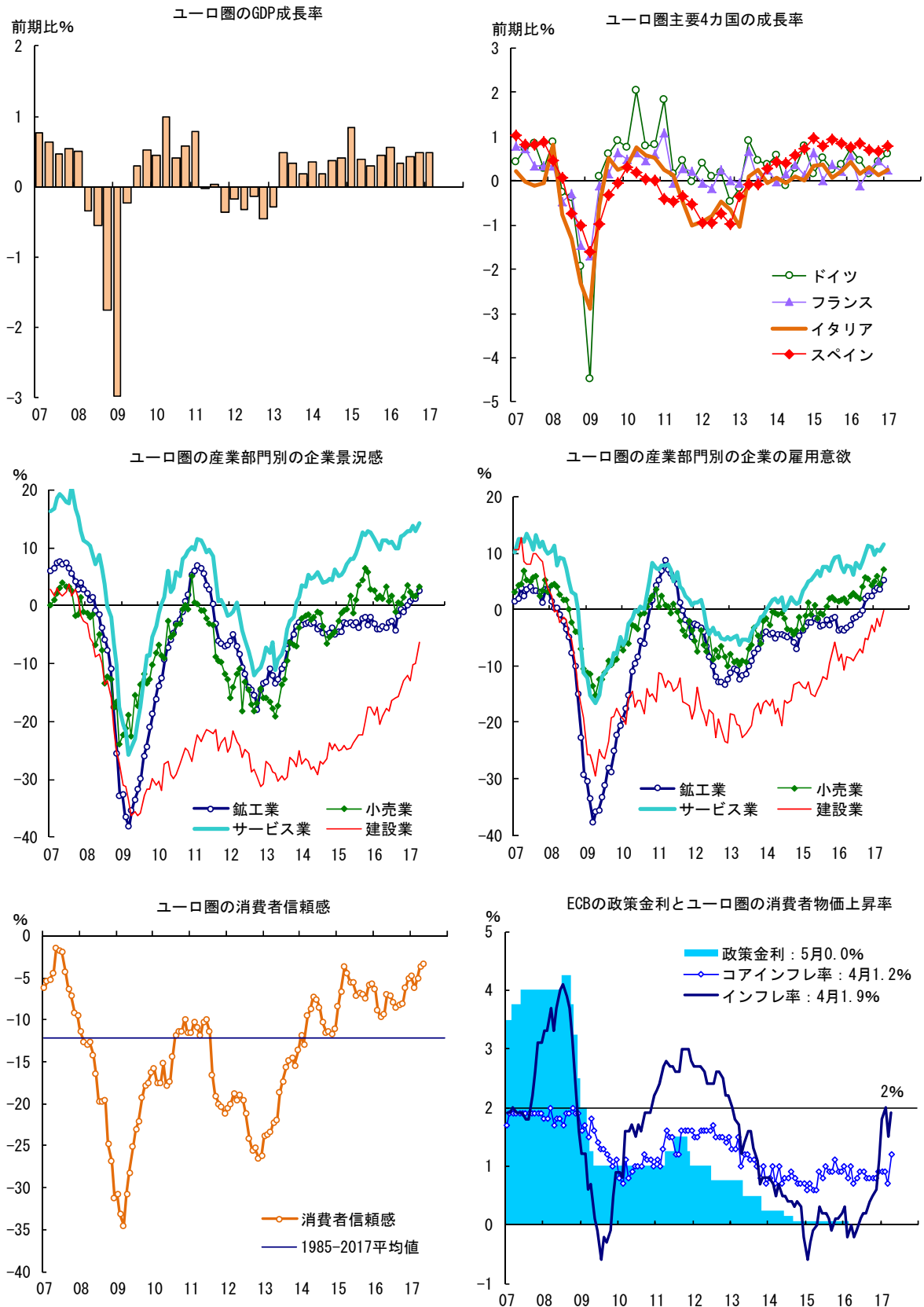
ユーロ圏の消費者物価上昇率は2月に前年比+2.0%に加速したあと、3月は同+1.5%、4月は同+1.9%と大きく変動した。変動要因の一つは原油価格の上昇で、特に2月の消費者物価上昇率の加速の主因である。ただし、原油価格の前年比伸び率は1月と2月が突出しており、3月以降は顕著に減速している。もう一つの変動要因は、イースターが昨年は3月、今年は4月とずれたことで、イースター休暇に伴う航空運賃やホテル代などの値上げの影響もずれたことである。エネルギー、食品、アルコール、たばこを除いたコアインフレ率は2月に同+0.8%、3月に同+0.7%と安定していたところから、4月は同+1.2%に急加速した。この季節要因による価格上昇は一過性である。また、原油価格はOPEC主導の減産と、米国のシェールオイルの増産が綱引きする中で1バレル当たり50ドル前後のレンジ内で推移しており、新たなインフレ要因とはなりにくいと予想される。労働需給の逼迫による賃金上昇率の加速が見られないユーロ圏で、インフレが懸念材料になるのはまだ先のことと予想される。

6 月 8 日の ECB 理事会に注目

ユーロ圏ではデフレ懸念は消えたものの、インフレ懸念への早急な対応を迫られているわけではない。とはいえ、景気回復の足取りがしっかりしてきたと判断される中、ECBの緩和政策の是正を迫る声は、マイナス金利が預金者の不利益になっている、超低金利が不動産バブルを過熱させていると懸念するドイツを中心に高まっている。

今回の6月8日のECB理事会は、ECBスタッフによる景気とインフレ見通しが発表されるタイミングであり、景気回復に関してこれまでより自信を深めるコメントがなされる可能性が高い。その中で、非伝統的な金融緩和の収束に関する手掛かりがどこまで得られるかが注目される。ドラギ総裁を筆頭にECB理事会の主流派は、金融緩和の解除に慎重な姿勢を変えないのではないかと予想される。賃金上昇率の加速が見られず、また欧州の政治リスクは後退したものの、米トランプ政権の政策の不透明性、地政学的リスクの高まりといった景気下振れ要因は引き続き存在していることがその理由となるだろう。とはいえ、金融緩和の解除を考慮していないわけではなく、時間をかけて慎重に進めようとしていると考えられる。その第一歩として、6月8日の理事会では、「政策金利水準は現行水準、またはそれを下回る水準」として追加利下げの可能性を排除していないフォワード・ガイダンスを削除すると予想する。また、ECBは2017年末まで月々600億ユーロの資産買取を継続する方針を明らかにしているが、現在は言及がない来年以降の資産買取額を段階的に縮小すること、あるいは政策金利の引き上げなどに関して、そのインパクトを検証し、タイミングを検討することを開始するのではないかと予想する。

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

1-3 月期の成長率は前期比+0.3%に急減速：個人消費がついに失速？

英国の1-3月期のGDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.2%）と10-12月期の同+0.7%（同+2.7%）から急減速した。これまで牽引役を務めてきたサービス業の生産が同+0.7%から同+0.4%に減速したため、特に流通、外食など消費関連サービスの落ち込みが目立つ。なお、需要項目別の内訳の発表は5月25日まで待たねばならないが、小売売上高が10-12月期の同+1.0%から1-3月期は同-1.5%に落ち込んでおり、個人消費が最大の減速要因と推測される。背景にあるのは実質賃金上昇率の伸び鈍化で、賃金上昇率が前年比+2%台半ばで伸び悩む一方、消費者物価上昇率はポンド安と原油高の影響で加速傾向にある。

英国ではもともと個人消費が経済成長の主役だが、昨年6月のBrexit（英国のEU離脱）決定後は新規案件を中心に投資が手控えられ、個人消費の存在感は一段と大きくなっている。その個人消費が失速すれば、英国経済は牽引役不在となる可能性が高い。もっとも、個人消費拡大の追い風となってきた雇用状況の改善は足元まで継続している。就業者数は2012年以降ほぼ一貫して増加し、失業率は1-3月平均が4.6%と1975年以来の水準まで低下している。また、消費者信頼感には2014年から2015年にかけて記録した高水準には及ばないが、1985年以降の長期平均は上回っている。このため、個人消費が失速すると予想するのは行き過ぎと判断されるが、英国の経済成長率は過去4年の景気回復局面の+2%台半ばから、2017年は+1.5%、2018年は+1.3%への減速を予想する。

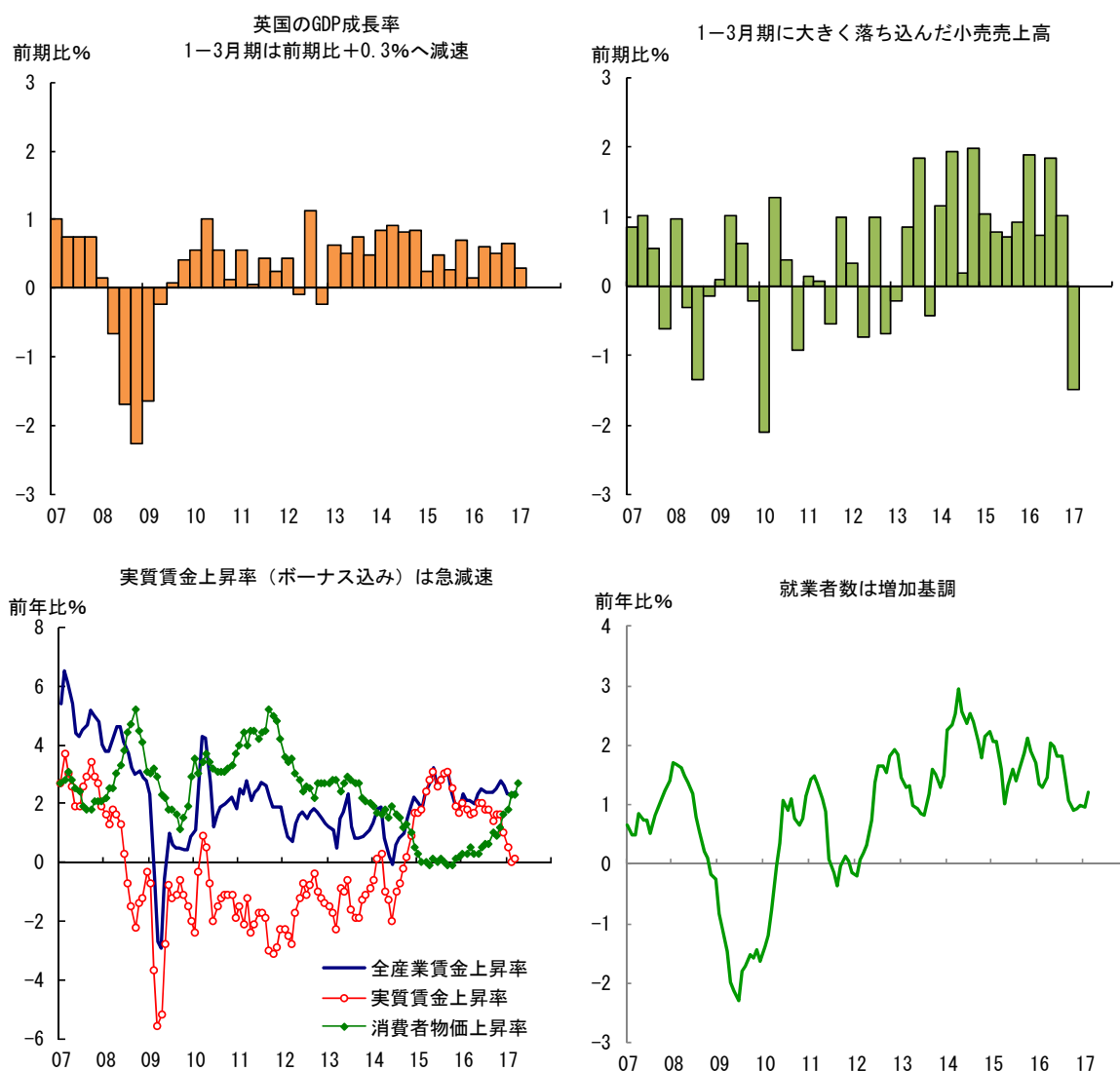
EU 離脱交渉は6月19日以降で開始される見込み

Brexit という方針を決定したことが英国の投資や消費の抑制要因となりつつあるものの、そのことがBrexitに反対する世論を盛り上げることにはつながっていない模様である。Brexit 実現に取り組むメイ首相は3月29日にEUに正式に離脱を通告し、2019年3月末までにEU離脱条約を締結しようとしている。そのメイ首相率いる保守党は、5月4日に行われた88の地方議会と8つの首長選挙では圧勝した。6月8日に繰り上げ実施が決まった下院議会選挙についても、保守党の優勢が伝えられている。

離脱通告を受理したEU側は、英国を除く27カ国による首脳会議を4月29日に開催し、英国との離脱交渉に関する基本的な方針である「交渉指針」を全会一致で可決した。さらにこの交渉指針に沿って離脱交渉の詳細を定めた「交渉指令」が5月22日の閣僚理事会で採択され、英国との交渉に向けた法的な準備が整った。交渉担当の責任者である欧州委員会のバルニエ首席交渉官は、英国との離脱交渉の開始時期について「6月19日に始まる週」との見通しを示した。EU側が採択した交渉の原則は、まずは英国在住のEU市民とEU在住の英国市民の身分保障、年金や社会保障の問題、英国がEUに支払いを約束している負担金の未払い分の清算、英国にあるEU機関の移転などを盛り込んだ離脱協定について協議し、そのめどがたったところでEUと英国との新たなFTAについて交渉を開始するというものである。これは離脱交渉と新FTA交渉を同時に開始したい英国にとって不本意な方針で、交渉難航は必至との見方がコンセンサスである。

実際に交渉が開始されるまでまだ1カ月近くある中で、英国、EUの双方がまずは強面の姿勢を前面に出している状況と考えられる。英国にとってEUは輸出の5割近くを占める重要なパートナーであり、EUにとっても米国に次ぐ主要な輸出相手国である。また、外交、安全保障政策などでは引き続き良好な関係を保ちたいという点で、EU、英国どちらにも異存はないはずである。しかしながら、EU側にとってEU加盟国でなくなることを選択した英国にEU加盟国と同等の権利を認めることは非常に難しいであろう。他方で英国側では移民流入の制限という成果を獲得することが、英国の主権回復の象徴となってしまっていると見受けられる。2019年3月末というタイムリミットをにらみつつも、離脱交渉はなかなか進展が見られないという展開になる可能性が高いだろう。

図表2 英国の景気指標



(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

	2016 通年	2017					2018				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.8%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
民間消費支出	2.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	3.7%	6.6%	3.6%	3.2%	2.8%	5.6%	2.8%	2.2%	2.6%	2.4%	2.8%
輸出等	2.9%	5.7%	4.9%	4.1%	2.4%	4.9%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	3.9%
輸入等	4.0%	4.5%	4.1%	4.1%	3.0%	6.0%	3.6%	4.5%	4.3%	4.5%	3.9%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
民間消費支出	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.9%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	3.7%	6.0%	5.7%	6.8%	4.1%	5.6%	3.1%	2.8%	2.6%	2.5%	2.8%
輸出等	2.9%	4.9%	4.8%	5.5%	4.3%	4.9%	3.9%	3.8%	3.8%	4.2%	3.9%
輸入等	4.0%	6.7%	6.2%	7.2%	3.9%	6.0%	3.7%	3.8%	3.8%	4.2%	3.9%
鉱工業生産（除建設）	1.4%	1.2%	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7%
実質小売売上高	2.2%	1.9%	2.2%	2.2%	1.9%	2.0%	2.1%	1.7%	1.5%	1.3%	1.7%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.4%	1.5%	1.8%	1.7%	1.6%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.7%	3.9%	1.7%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
失業率	10.0%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%	9.4%	9.2%	9.1%	9.0%	9.0%	9.1%
10億ユーロ											
貿易収支	372.7	80.0	85.0	83.0	80.0	328.0	80.0	78.0	78.0	77.0	313.0
経常収支	359.4	72.2	79.2	75.2	72.2	298.7	70.2	70.2	70.2	71.3	281.9
財政収支	-161					-156					-149
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.37%	0.43%	0.47%	0.41%	0.52%	0.56%	0.63%	0.67%	0.60%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.70%	-0.62%	-0.60%	-0.67%	-0.56%	-0.53%	-0.50%	-0.46%	-0.51%
欧 政策金利(末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2017年Q1まで実績値（GDP内訳は2016年Q4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

	2016 通年	2017					2018				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.8%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.2%	1.8%	1.6%	1.6%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	1.6%	0.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%
総固定資本形成	0.5%	1.2%	0.8%	-2.0%	-1.6%	0.6%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	-0.3%
輸出等	1.8%	-2.0%	4.5%	3.6%	2.4%	3.6%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%
輸入等	2.8%	-1.6%	3.2%	3.2%	2.8%	1.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.6%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	2.1%	1.7%	1.4%	1.0%	1.5%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	2.0%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	0.4%	0.5%	1.2%	1.6%	0.9%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%
総固定資本形成	0.5%	1.3%	1.2%	0.1%	-0.4%	0.6%	-0.8%	-0.8%	-0.1%	0.5%	-0.3%
輸出等	1.8%	3.2%	3.0%	6.2%	2.1%	3.6%	3.2%	2.8%	2.6%	2.7%	2.9%
輸入等	2.8%	1.2%	1.7%	0.1%	1.9%	1.2%	2.9%	2.7%	2.5%	2.4%	2.6%
鉱工業生産	1.2%	2.3%	0.2%	0.1%	-0.5%	0.5%	-0.0%	0.4%	1.0%	1.0%	0.6%
実質小売売上高	4.9%	2.1%	3.5%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.3%	2.0%	1.9%	2.2%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.7%	2.8%	3.0%	2.7%	2.8%	3.0%	2.9%	2.8%	2.9%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.6%	3.7%	3.9%	3.6%	3.7%	3.2%	3.0%	2.7%	2.5%	2.9%
失業率	4.9%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%
10億英ポンド											
貿易収支	-134.1	-36.9	-32.0	-40.4	-32.5	-141.7	-37.6	-32.6	-41.2	-33.2	-144.5
経常収支	-84.5	-21.2	-20.6	-30.6	-22.8	-95.2	-28.5	-23.5	-33.2	-25.3	-110.5
財政収支	-48.2					-59.9					-62.4
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.09%	1.11%	1.12%	1.15%	1.14%	1.18%	1.21%	1.25%	1.20%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.10%	0.11%	0.12%	0.12%	0.14%	0.15%	0.15%	0.16%	0.15%
政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2017年Q1まで実績値（GDP内訳と経常収支は2016年Q4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