

2017年8月22日 全7頁

# 欧州経済見通し まもなく終わる夏休み

当面の注目は緩和政策の修正検討と Brexit 交渉の行方

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

## [要約]

- 4-6 月期の GDP 統計が発表され、予想通りユーロ圏経済の堅調と、英国経済の低成長が確認された。ユーロ圏は前期比+0.6%成長となり、足下の景気回復局面の平均成長率である同+0.4%を3四半期連続で上回った。一方、英国は同+0.3%にとどまり、平均成長率である同+0.6%を2四半期連続で下回った。
- ユーロ圏の消費者と企業の景況感は7月にやや頭打ち感が出たものの、高水準を維持しており、年後半も内需が牽引役となった景気拡大が継続すると見込まれる。ユーロ圏の成長率は2017年+2.1%、2018年はやや減速して+1.8%になると予想する。景気好調を背景に ECB がいつ金融緩和の修正に動くか注目されているが、7月の消費者物価上昇率は原油価格の安定とユーロ高効果により前年比+1.3%と低水準にある。ECB はこの秋に緩和政策の修正を議論すると表明しているが、資産買取額の縮小は2018年前半、マイナス金利の修正は2018年後半以降と、慎重に時間をかけて実行されよう。
- 一方、英国の消費者信頼感はいわゆる悪化している。中でも景気見通しが悪化しており、Brexit を巡る先行き不透明感が影を落としているとみられる。英国の成長率は、2017年は+1.5%、2018年は+1.3%と減速を見込む。なお、Brexit に関しては、夏休み明けが意識され始めた8月半ばから英国政府の動きが活発化している。保守党内の意見対立の收拾を図り、Brexit 後の移行期間の設置を正式に EU に要請し、また国境管理や通関手続きに関する提案を行うなど、従来に比べればはるかに建設的な対応である。ただし、EU 側は通商協定の協議の前提に離脱協定の合意を掲げており、10月までの当面の交渉では離脱協定の3条件に関してどこまで歩み寄れるかが最大の焦点となろう。

## ユーロ圏経済

### 4-6 月期の成長率は前期比+0.6%と堅調

ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.6%と発表された。1-3月期は同+0.6%から同+0.5%へ下方修正されたが、2016年10-12月期の同+0.6%から3四半期連続で現在の景気回復局面の平均成長率である同+0.4%を上回った。なお、4-6月期の前年比成長率は+2.2%と約6年ぶりの高い成長率となっている。主要4カ国の4-6月期の成長率はスペインが前期比+0.9%、ドイツが同+0.6%と常連の2カ国が牽引したが、フランスは同+0.5%、イタリアは同+0.4%と2016年前半まで出遅れ感が強かった2カ国もまずまず堅調な伸びとなった。

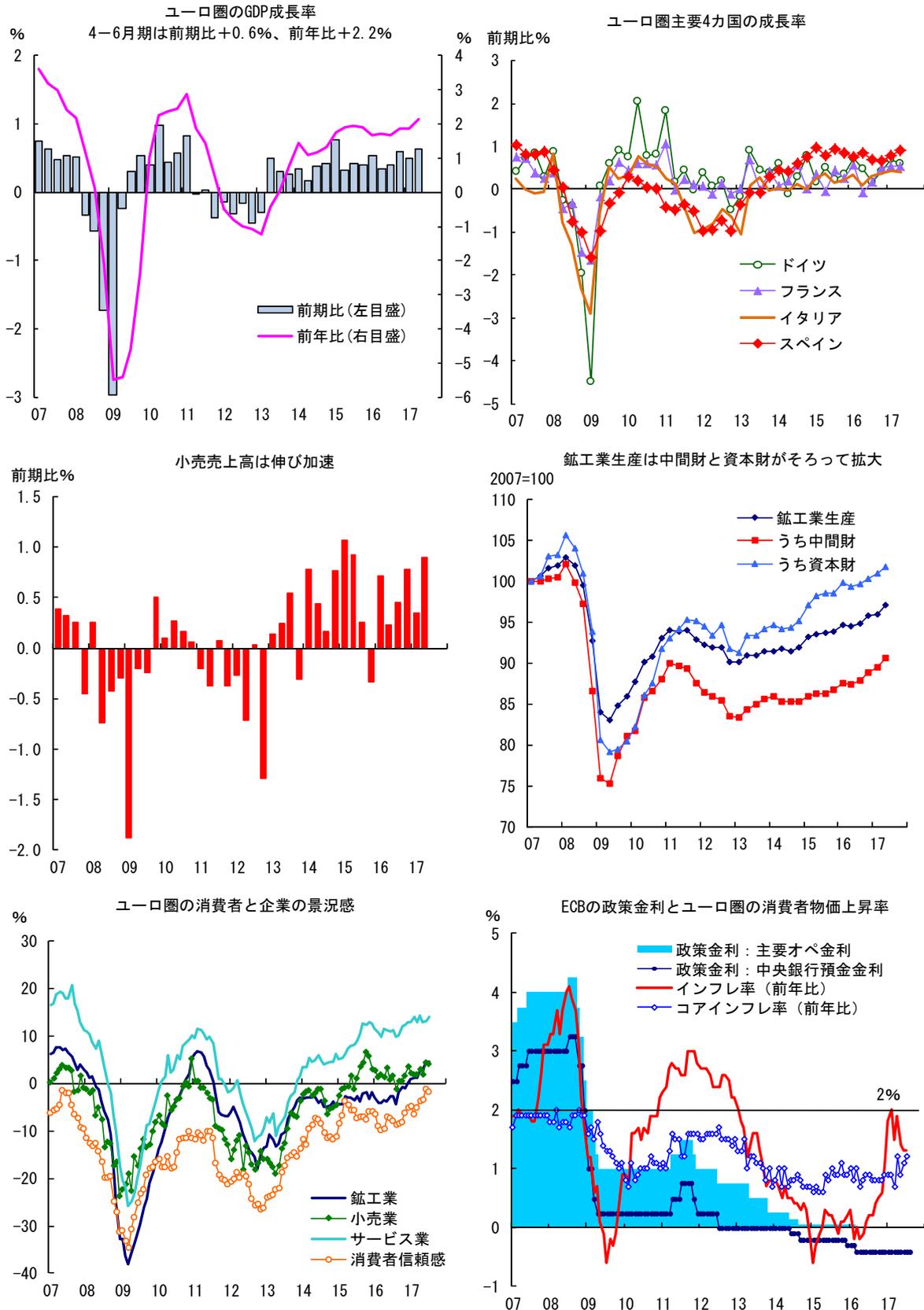
ユーロ圏のGDPの4-6月期の需要項目別内訳は9月7日発表だが、個人消費を中心とする内需が牽引したと推測される。小売売上高は1-3月期の前期比+0.4%から4-6月期は同+0.9%と加速している。同様に鉱工業生産も同+0.1%から同+1.2%へ、建設業生産は同+0.8%から同+1.1%へと加速した。鉱工業生産のうち4-6月期は中間財が同+1.2%、資本財が同+0.7%とそろって拡大しており、1-3月期に同-0.5%と落ち込んだ固定資本形成は4-6月期にはプラスの伸びに転じたと見込まれる。

### 消費環境は引き続き良好

ユーロ圏の消費者と企業の景況感は7月にやや頭打ち感が出たものの、高水準を維持しており、2017年後半も内需が牽引役となった景気拡大が継続すると予想する。ユーロ圏の失業率は6月に9.1%に低下した。これは2009年2月以来の低水準だが、企業の雇用意欲は引き続き旺盛であり、失業率は低下を続けよう。一方、消費者物価上昇率は原油高を反映して2月に前年比+2.0%に加速したが、その後は伸びが鈍化し、7月は同+1.3%となった。原油価格が1バレル50ドル前後で安定してインフレ要因でなくなりつつあることに加え、ユーロ高が輸入物価の抑制に作用し始めている。好ましい環境が継続することが消費拡大の追い風となろう。予想より強めの4-6月期のGDPを受けて、2017年の成長率予想を+2.0%から+2.1%に上方修正した。一方、2018年は外需の見通しが不透明になることを考慮して+1.8%で据え置く。

ところで、ユーロ高が進行したのは、ECB（欧州中央銀行）が金融政策を方向転換することで、金利が上昇するとの思惑が高まったためである。確かにECBはデフレリスクの消滅を宣言し、この秋には資産買取額の縮小（テーパリング）の検討を開始すると示唆した。ただし、これはECBのバランスシートの拡大ペースを鈍化させる措置にすぎず、バランスシートの縮小ではない。ECBが現在明らかにしているタイミングは「少なくとも2017年12月までは月額600億ユーロの資産買取を継続する」ということのみで、買取期限の延長や買取規模の拡大という選択肢もまだ残している。ユーロ圏の景気回復の足取りがしっかりしてきており、またインフレ率も前年比+1%を上回っている中で、ECBは緩和政策の軌道修正を徐々に進めると予想されるが、インフレ圧力が高まっていないことは、ECBに時間的な余裕をもたらす。欧州の長めの夏休み期間が明ければ、ECBの緩和政策の修正に関する議論が活発になろうが、資産買取額の縮小は2018年前半、マイナス金利の修正は2018年後半以降と、慎重に時間をかけて実行されよう。

図表1 ユーロ圏の景気指標



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

## 英国経済

### 4-6 月期の成長率は前期比+0.3%と低成長

英国の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.3%と発表された。1-3月期の同+0.2%からは若干加速したが、2013年以降の景気回復局面の平均成長率である同+0.6%を明確に下回る低成長である。生産ベースのGDP統計によれば、1-3月期に同+0.2%と急減速したサービス業が4-6月期は同+0.5%と小幅反発した。一方、4-6月期の鉱工業は同-0.5%、建設業は同-0.9%とそろって落ち込んだ。鉱工業生産が落ち込んだのは、4月からの増税効果もあって自動車販売がピークアウトし、自動車の生産が減少した影響が大きい。それに加えて、Brexitに伴う景気見通しの不透明感も重石になりつつあると考えられる。3月末にメイ政権がEU離脱(Brexit)を正式に表明し、2年後の2019年3月末に英国がEUから離脱することが既定路線となった。ところが、その後のBrexit交渉はほとんど進展しておらず、企業は新規投資に慎重にならざるを得ない。なお、需要項目別の内訳は8月24日に発表予定である。

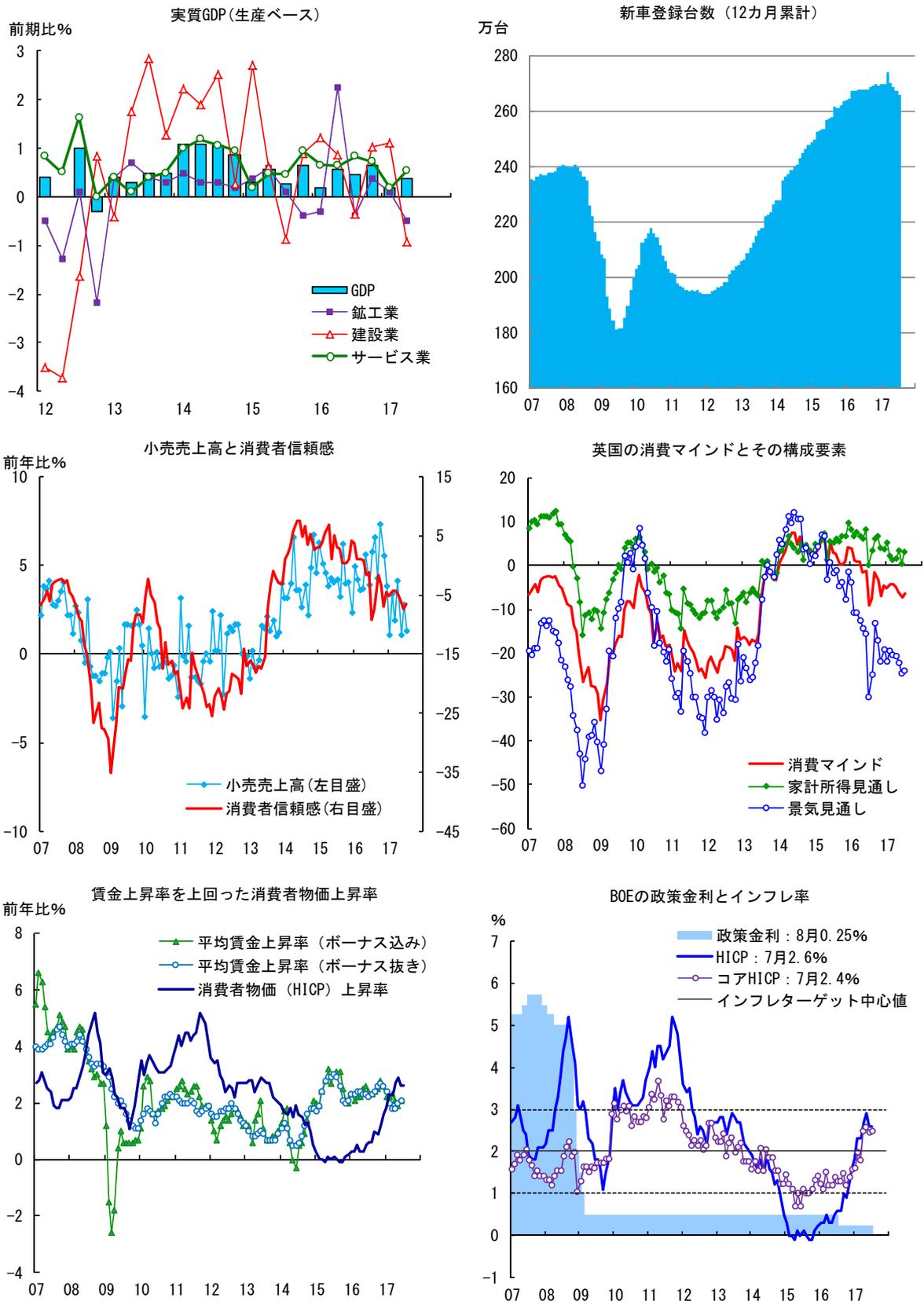
### 景気見通しを好転させる材料に乏しい

7月までの月次統計がほぼ出そろったが、英国経済に楽観的になれる材料は乏しい。牽引役である個人消費が低成長を続けると見込まれるためである。雇用改善は継続しており、失業率は直近の4-6月平均で4.4%と1975年以来の低水準である。しかし、4-6月平均の賃金上昇率はボーナス込み、ボーナスなしのいずれでも前年比+2.1%と伸び悩んでいる。消費者物価上昇率は5月に前年比+2.9%まで加速したあと、6月と7月は同+2.6%とやや減速したが、引き続き賃金上昇率を上回る。この状況下で7月の小売売上高は前年比+1.3%と低成長で、2013年以降の平均値である同+3.4%を大幅に下回った。また、7月の消費者信頼感6月比でごく小幅に反発したものの、景気見通しはほとんど改善していない。英国の成長率予想は、2017年は+1.5%、2018年は+1.3%で据え置く。

英国経済の見通しに関しては、BOE(英中銀)も従来の強気見通しを8月に下方修正した。8月3日に公表されたインフレーション・レポートで、英国の2017年のGDP成長率予想を5月時点の+1.9%から+1.7%へ、2018年は+1.7%から+1.6%へそれぞれ下方修正した。実質所得の目減りを受けて個人消費はしばらく低迷する一方、ポンド安が輸出の追い風となり、輸出増に伴う投資拡大も呼び込むとの予想である。ただし、Brexit交渉がスムーズに進むことを前提にしており、下方修正後も楽観的な見通しと考えられる。なお、BOEのインフレ見通しは、2017年10月ごろに前年比+3.0%まで加速したあと低下に転じると予想し、2017年は+2.8%、2018年は+2.5%となっている。

同じく8月3日のBOEの金融政策理事会では政策金利を0.25%に据え置いた。前回の6月の理事会では利上げを支持した委員が3名に増えて注目されたが、うち1人が退任した今回の利上げ支持は2名にとどまり、6名は金利据え置きを支持した。消費者物価上昇率が前年比+2.0%というインフレ・ターゲットを上回っていることから、「利上げ」が念頭に置かれてはいるものの、他方で景気は減速しており、BOEは様子見姿勢を続けると予想される。

図表2 英国の景気指標



(注) コアインフレ率は食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除いたベース  
(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

## Brexit 交渉の進捗状況

### 保守党内の意見対立に終止符？

夏休み明けが意識され始める 8 月半ば以降、英国の与党である保守党から Brexit に向けた発言が活発化している。まず目を引いたのが、これまで Brexit に関して「強硬派」と「穏健派」のそれぞれの代表と目されてきたフォックス国際貿易相とハモンド財務相が 13 日付のサンデーテレグラフに共同寄稿したことである。両氏は 2019 年 3 月末の Brexit 実現で英国は EU の単一市場からも、関税同盟からも離脱することを明示する一方、Brexit に伴う混乱を回避するために Brexit から EU との FTA（自由貿易協定）締結までの期間を移行期間とすることを求めるとの方針を示した。これまで EU 離脱の早期実現を主張するフォックス国際貿易相が移行期間の設置に否定的であった一方、EU との良好な通商関係の保持を重視するハモンド財務相は EU から離脱しても関税同盟には残留する可能性を含みを持たせていた。両者が歩み寄ることで、保守党内の意見対立が原因で Brexit をどのように進めようとしているか明確にならない、Brexit 交渉がいつまでも進まないとの懸念を払拭するねらいがあったとみられる。なお、移行期間を設定することは、この後、デービス離脱担当相から正式に表明された。

### 通関手続きや国境管理に関する提案

これに続けて、英国政府は Brexit 後の EU との貿易における新関税システムに関する提案、英国領の北アイルランドとアイルランドとの国境に関する提案などを相次いで発表している。そのねらいは、Brexit 後の英国と EU との通商や人の往来に関する手続きの増加やコスト負担をできるだけ抑えることと説明されており、例えば、新関税システムに関しては、これまでの英国と EU との取り決めに一部流用すること、アイルランドとの国境管理ではパスポートや通関検査を行わずに両国の国民が行き来可能な「共通旅行区域（CTA）」の設置が提案されている。英国政府が矢継ぎ早に提案書を出してきたのは、8 月 28 日に始まる第 3 回の Brexit 交渉の進展にはずみをつけ、さらに EU との新たな FTA 交渉も早期に開始したいねらいがある。

### EU 側は離脱交渉の合意をまず求める方針

このような英国政府の対応は、従来に比べればはるかに建設的である。ただし、EU 側は通商協定の協議の前提に離脱協定の合意を掲げており、10 月までの当面の交渉では離脱協定の 3 条件に関してどこまで歩み寄れるかが最大の焦点となる。3 条件とは、(1) 在英の EU 市民と在 EU の英国市民の権利保護、(2) 未払いとなっている英国の EU 分担金の清算、(3) 英国とアイルランドの国境問題の解決である。このうち、(3) に関しては英国側が提案書を出してきたが、(1) に関連して司法の場で争うことになった時に EU 司法裁判所の管轄権限をどこまで認めるか、(2) に関連してどのように清算額を算出するかが大きな争点になると予想される。今後の離脱交渉の日程は、8 月 28 日、9 月 18 日、10 月 9 日からそれぞれ 1 週間程度である。

## <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%	2.5%	2.0%	1.9%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.4%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.2%	-2.1%	7.0%	4.1%	3.6%	3.1%	2.8%	2.2%	2.6%	2.4%	3.2%
輸出等	3.3%	4.9%	4.9%	4.5%	2.8%	4.6%	3.2%	3.9%	3.2%	3.6%	3.6%
輸入等	4.6%	2.0%	5.7%	4.5%	2.8%	4.5%	3.2%	3.6%	3.2%	3.6%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.8%	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.2%	3.5%	2.4%	3.6%	3.1%	3.1%	4.4%	3.2%	2.8%	2.5%	3.2%
輸出等	3.3%	4.5%	4.4%	5.1%	4.3%	4.6%	3.9%	3.6%	3.3%	3.5%	3.6%
輸入等	4.6%	4.8%	4.3%	5.0%	3.7%	4.5%	4.1%	3.5%	3.2%	3.4%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	1.4%	1.3%	2.6%	3.1%	2.8%	2.5%	3.0%	2.2%	2.1%	2.0%	2.3%
実質小売売上高	1.4%	1.8%	2.5%	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.1%	1.8%	2.7%	1.1%	1.5%	2.0%	1.8%	1.6%
失業率	10.0%	9.5%	9.2%	9.0%	8.9%	9.2%	8.8%	8.6%	8.4%	8.3%	8.5%
10億ユーロ											
貿易収支	373.5	80.9	78.5	75.0	71.0	305.4	69.0	66.0	65.0	62.0	262.0
経常収支	373.0	90.8	74.6	74.5	69.5	309.4	65.4	69.4	64.3	59.3	258.5
財政収支	-161					-156					-150
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.47%	0.50%	0.41%	0.52%	0.54%	0.57%	0.60%	0.56%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.66%	-0.62%	-0.69%	-0.57%	-0.49%	-0.40%	-0.30%	-0.44%
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%	0.25%	0.25%

(注) 2017年Q2まで実績値 (GDP内訳のみ同Q1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%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	2.9%	2.8%	2.0%	1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	4.2%	1.6%	-1.6%	-1.6%	1.5%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	-0.2%
輸出等	1.8%	-2.9%	4.5%	3.2%	2.8%	3.3%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%
輸入等	2.8%	7.0%	-4.3%	3.2%	2.8%	1.9%	2.8%	2.4%	2.8%	2.8%	2.3%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.8%	2.0%	1.7%	1.5%	1.1%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.6%	2.2%	1.8%	1.5%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	0.8%	0.8%	1.3%	1.9%	2.3%	1.6%	2.1%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
総固定資本形成	0.5%	2.0%	2.2%	1.2%	0.6%	1.5%	-0.5%	-0.7%	-0.1%	0.5%	-0.2%
輸出等	1.8%	2.9%	2.8%	5.8%	1.9%	3.3%	3.2%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%
輸入等	2.8%	3.3%	1.8%	0.3%	2.1%	1.9%	1.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.3%
鉱工業生産	1.2%	2.3%	-0.3%	-0.2%	-0.9%	0.2%	-0.3%	0.5%	1.0%	1.0%	0.5%
実質小売売上高	4.9%	2.1%	2.6%	1.3%	1.1%	1.8%	1.2%	1.0%	2.1%	2.0%	1.6%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.4%
生産者物価 (出荷価格)	0.5%	3.7%	3.5%	3.2%	2.7%	3.2%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.3%
失業率	4.9%	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%	4.5%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	4.8%
10億英ポンド											
貿易収支	-134.1	-34.3	-34.4	-40.4	-32.5	-141.5	-34.9	-35.1	-41.2	-33.2	-144.3
経常収支	-84.5	-16.9	-19.6	-30.5	-22.8	-89.8	-25.8	-25.9	-33.1	-25.2	-110.0
財政収支	-48.8					-59.8					-62.1
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.14%	1.08%	1.14%	1.11%	1.14%	1.16%	1.20%	1.15%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.22%	0.20%	0.17%	0.23%	0.25%	0.27%	0.30%	0.26%
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Q2まで実績値 (GDP内訳と経常収支は同Q1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