

2017年9月20日 全7頁

欧州経済見通し 軌道修正に動き始めた中銀

ECBは10月に資産買収の減額計画を発表へ

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 4-6月期のユーロ圏経済は消費、投資、輸出がそろって拡大し、前期比+0.6%、前年比+2.3%成長となった。雇用者所得の増加を追い風に個人消費が強い。4-6月期の就業者数は前年比+1.6%と9年ぶりの高い伸びとなり、賃金上昇率も同+2.2%に加速した。ユーロ高による輸出抑制効果が今後予想されるものの、消費者と企業の景況感が高水準を維持しており、内需主導の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+2.2%、2018年は+1.8%と予想する。なお、デフレ懸念がなくなったことを受けて、ECB（欧州中央銀行）が「非伝統的な」緩和政策をどう修正するかが注目されているが、10月26日のECB理事会後に2018年1月以降の資産買収額の縮小計画が公表される見通しとなった。ECBは資産買収額を段階的に減額し、その影響を精査する時間を設ける可能性が高い。マイナス金利の修正はその後になると見込まれる。
- 4-6月期の英国経済は前期比+0.3%、前年比+1.7%と低成長だった。特に個人消費が前期比+0.1%と減速したことが目を引く。失業率は1975年以来の水準に低下しているが、4月の自動車税増税に伴う新車販売の落ち込みに加え、Brexitを巡る先行き不透明感が影を落としたとみられる。消費者信頼感はじわじわ悪化し、中でも景気見通しの悪化が顕著である。英国の成長率は2017年+1.5%、2018年+1.3%と減速を見込む。ところで、BOE（英中銀）は9月の金融政策理事会で、英国の余剰生産能力の解消は想定していたよりもやや早いペースで進んでいるとし、向こう数カ月以内の利上げが適切と考えていることを示した。確かに8月の消費者物価上昇率は前年比+2.9%に再加速し、BOEのインフレ・ターゲットの上限である同+3.0%を遠からず超過すると見込まれる。とはいえ、賃金上昇率が明確に加速し、また景気見通しが好転しなければ、利上げに踏み切るのは難しいと予想される。

ユーロ圏経済

4-6 月期は消費、投資、輸出がそろって拡大

ユーロ圏の 4-6 月期の GDP 成長率は前期比+0.6%となり、4 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。前年比では+2.3%と 6 年ぶりの高成長である。消費、投資、輸出がそろって拡大しており、個人消費と政府消費は共に前期比+0.5%、総固定資本形成は同+0.9%、輸出は同+1.1%となった。このうち、総固定資本形成は 1-3 月期には同-0.3%と落ち込んだが、2 四半期ぶりに反発した。

ここまでの景気回復の主役は個人消費だが、その好調の背景には就業者数が 2013 年 4-6 月期に底打ちしたあと一貫して増加していることがある。就業者数は 2007 年 1-3 月期に金融危機前のピーク時の水準を超えたあと 4-6 月期も増加傾向にあり、前年比+1.6%と 9 年ぶりの高い伸びとなった。過去 4 年の雇用増に貢献しているのは専門職、流通・旅行・外食、教育・ヘルスケア部門である。加えて、この 4-6 月期には民間部門の賃金上昇率が同+2.2%と 1-3 月期の同+1.4%から明確に加速し、これも消費拡大に寄与した。

内需主導の景気拡大が見込まれる

ユーロ圏の消費者と企業の景況感の総合指数である ESI（経済センチメント指数）はここ 1 年改善傾向にあり、8 月には金融危機前の 2007 年 7 月以来の高水準に達した。鉱工業部門とサービス業部門の景況感改善が目立つほか、消費者信頼感も高水準を維持している。需要拡大を背景に企業が雇用意欲を高め、それが消費者の失業懸念を後退させる好循環が働いている。なお、4-6 月期の投資比率（総固定資本形成が GDP に占める割合）は 20.5%と 1-3 月期からわずかに 0.1%ポイントの上昇にとどまったが、7 月の製造業稼働率は 83.2%と 9 年ぶりの高水準となっており、これが投資拡大を促す要因になると考えられる。

ただし、輸出に関しては、ここ数カ月の急速なユーロ高進行が輸出競争力の阻害要因として作用し、徐々に減速すると見込まれる。そもそも主要輸出相手国である英国は、Brexit という不透明要因で景気が減速しており、英国向けの輸出はすでに伸び悩んでいる。これに対して、原油価格持ち直しで購買力が改善した産油国向けと、中国・ASEAN 向けの輸出がこれまでのところ好調だが、中国経済の減速はやや気がかりである。ユーロ圏経済は内需主導で 2017 年+2.2%、2018 年は+1.8%成長を予想する。

ところで、4-6 月期の賃金上昇率が前年比+2.2%に加速したことで、インフレを懸念するのは時期尚早である。過去 3 年の平均である同+1.5%は明確に上回ったが、2001 年から金融危機前までの平均は同+3.0%であった。就業者数増にもかかわらず、賃金上昇率の加速が遅れているのは、8 月の失業率が 9.1%と危機前の 7.3%をまだ大きく上回っているように労働需給が逼迫していないためである。加えて、賃金上昇率が相対的に高い鉱工業や金融サービス部門で雇用改善が遅れていることも一因であろう。労働需給がタイト化し、賃金上昇率が継続的に加速するようになるには、まだしばらく時間を要すると思われる。

ECB は資産買取プログラムの縮小計画を 10 月に発表する見込み

9 月 7 日の ECB 金融政策理事会では政策金利の据え置きが決定されたほか、資産買取プログラムは少なくとも 2017 年 12 月末まで月額 600 億ユーロの買取を継続するというこれまでの方針が再確認された。また、金融政策の方向性を示すフォワード・ガイダンスにも修正はなかった。

とはいえ、ユーロ圏の景気の足取りが一段としっかりしてきていることは、ECB スタッフによる景気予想にも反映され、2017 年の成長率予想は 3 カ月前の +1.9% から +2.2% へ上方修正された（2018 年と 2019 年は変更なし）。一方、インフレ率予想は 2017 年については +1.5% で据え置かれたのに対し、2018 年は +1.2%、2018 年は +1.5% とそれぞれ 0.1% ポイントずつ下方修正された。直近の消費者物価上昇率は 2 月の前年比 +2.0% から 6、7 月は同 +1.3% に減速したあと、8 月は同 +1.5% とやや加速した。エネルギー価格の反発が主因であり、コア物価上昇率は 8 月も同 +1.2% と低水準にある。ECB はインフレ率予想の下方修正の原因として、ユーロ相場の変動が不確実性を高めていると説明しており、ユーロ高への警戒感を示した。

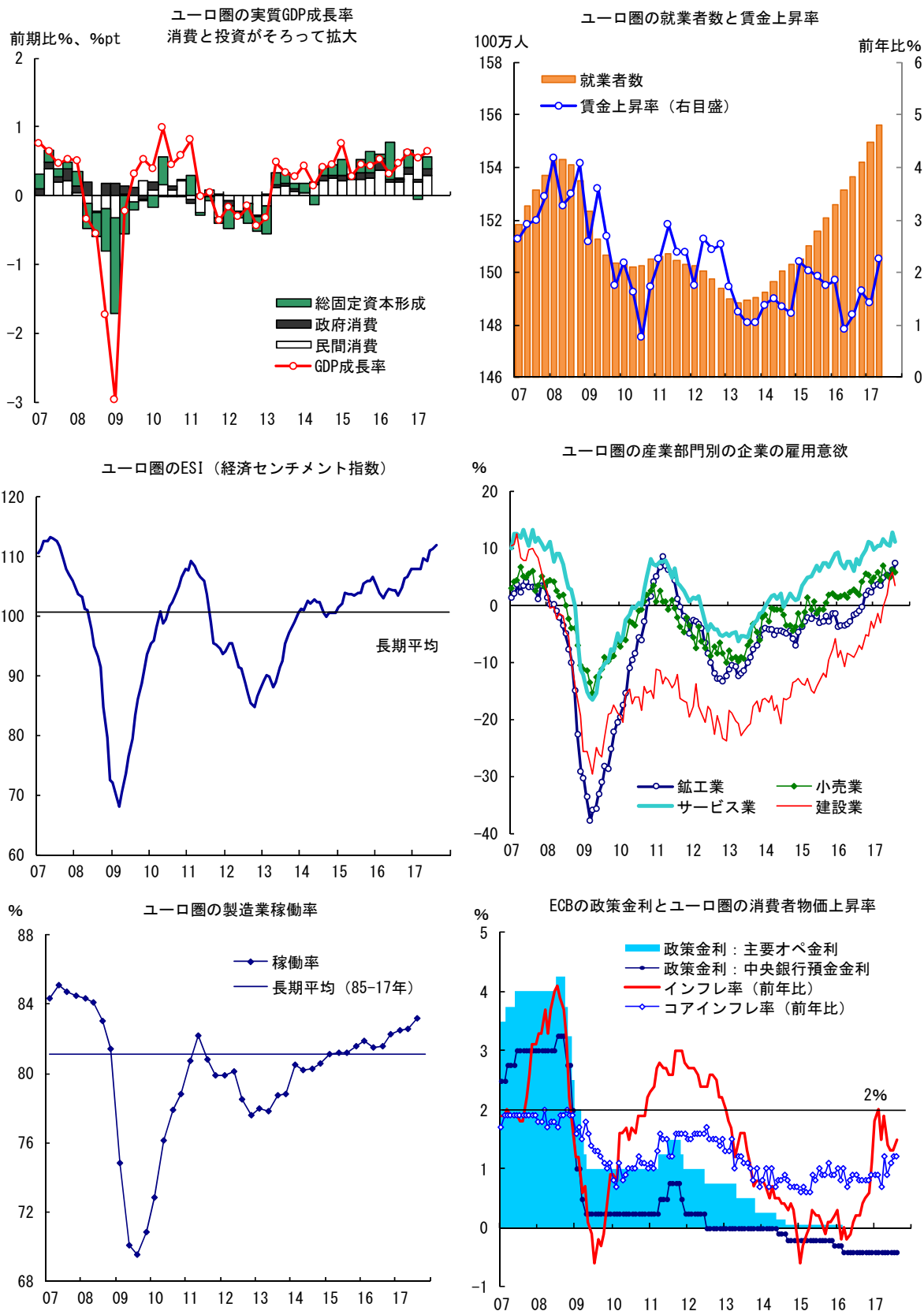
図表 1 ECB スタッフによる景気・インフレ予想 (2017 年 9 月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		6月予想		6月予想
2016	1.8	1.7	0.2	0.2
2017	2.2 (2.1~2.3)	1.9 (1.6~2.2)	1.5 (1.4~1.6)	1.5 (1.4~1.6)
2018	1.8 (1.0~2.6)	1.8 (0.8~2.8)	1.2 (0.6~1.8)	1.3 (0.6~2.0)
2019	1.7 (0.6~2.8)	1.7 (0.6~2.8)	1.5 (0.7~2.3)	1.6 (0.7~2.5)

(出所) ECB データより大和総研作成

注目された資産買取プログラムの縮小計画に関しては、ドラギ総裁はまだごく初期の段階と断りつつも、ECB 理事会で議論したことを明らかにした。そして、次の ECB 理事会が開催される 10 月 26 日には具体的な決定事項について公表できる見通しとした。10 月の ECB 理事会では、資産買取プログラムの実施期限を「少なくとも 2017 年 12 月末まで」から延長することと、2018 年 1 月以降の買取金額の縮小計画の 2 つが発表されることになろう。資産買取額は月額 100 億ユーロもしくは 200 億ユーロずつ減額されると見込まれるが、買取額をゼロにするタイミングは当初は明示されず、ECB 理事会ごとに検討が加えられるのではないかと予想する。ECB にとって資産買取額の縮小は、2014 年 6 月に導入し、その後も継続的に拡充してきた「非伝統的な」金融緩和の収束に向けた第一歩となる。過去に例のない緩和政策ただけに、その収束がどのような影響を及ぼすかを見極めつつ、慎重に進めていくと予想される。また、マイナス金利の修正については、さらにその先の検討事項になると予想する。

図表2 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 月期の個人消費は大幅減速

英国の 4-6 月期の GDP 成長率は前期比+0.3%と 1-3 月期の同+0.2%からは若干加速したものの、2013 年以降の景気回復局面の平均である同+0.6%を明確に下回った。4-6 月期の GDP 統計で特に目を引くのが個人消費の大幅減速である。個人消費も 2013 年以降の平均成長率は同+0.6%で景気回復の牽引役を担ってきたが、この 4-6 月期は同+0.1%に減速した。一方、政府消費は同+0.6%、総固定資本形成は同+0.7%と景気の下支え役を果たした。また、1-3 月期に同-0.7%と落ち込んだ輸出が、4-6 月期は同+0.7%と持ち直した。

英国では就業者数が順調に増加し、失業率は 1975 年以來の低水準にある。それにもかかわらず個人消費が減速した原因の一つは、4 月の自動車税 (VED) 増税を見越した駆け込み需要の反動減で新車販売が大きく落ち込んだことである。4-6 月期の新車登録台数は前年比-11.0%となった。ただし、個人消費の減速傾向は 2017 年初めに始まっている。Brexit 決定に伴う急激なポンド安を原因とする物価上昇で、実質賃金上昇率が前年比マイナスに落ち込んでいること、それ以上に Brexit の行方がいつまでたっても不透明であることが消費者のマインドを冷え込ませている。消費者信頼感はいわゆる悪化傾向にあるが、中でも今後 12 カ月の景気見通しの悪化が顕著である。英国の成長率は 2017 年+1.5%、2018 年+1.3%と減速を予想する。

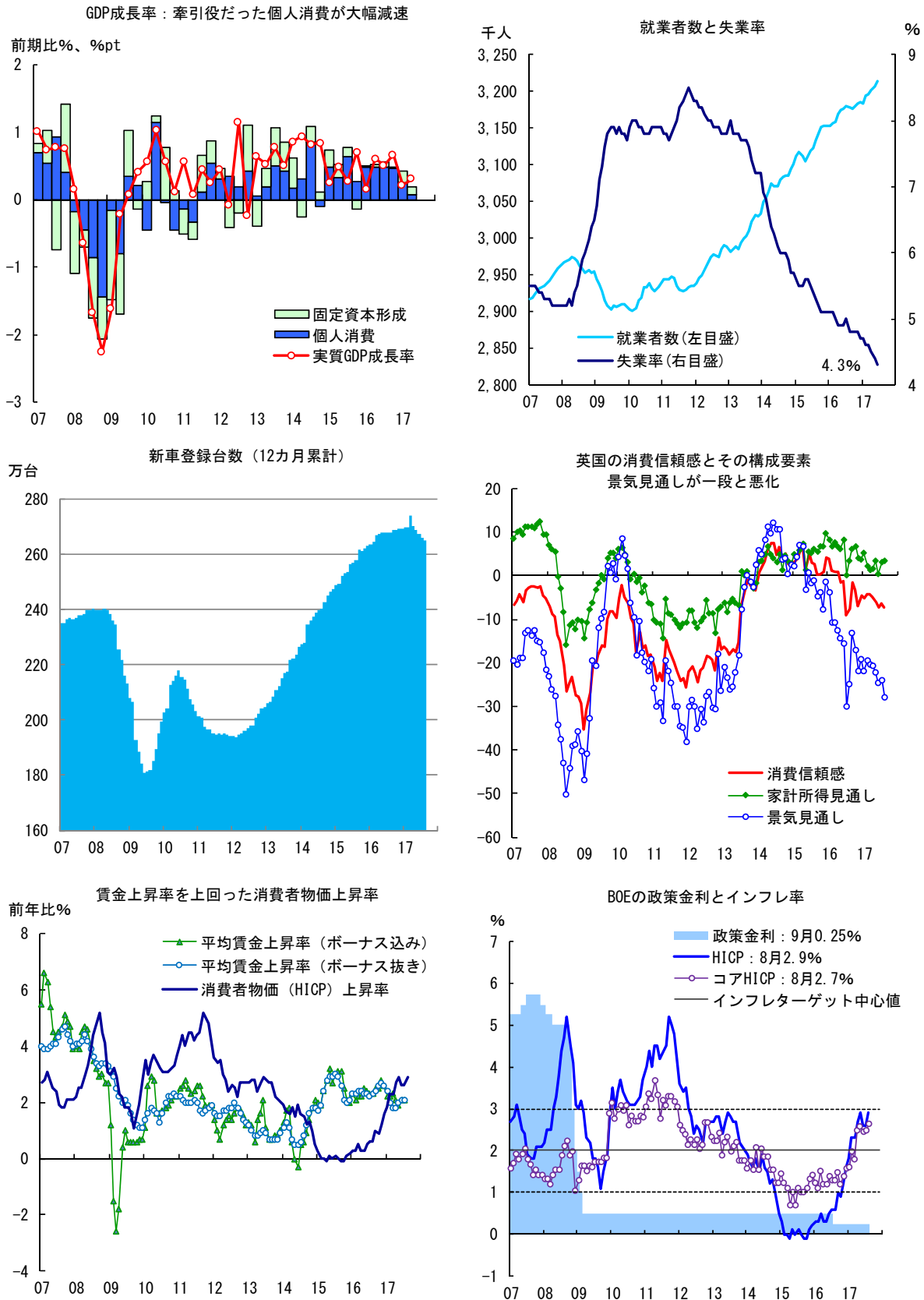
利上げの織り込みを図る BOE

BOE は 8 月のインフレーション・レポートで英国経済の見通しを 2017 年は+1.7%、2018 年は+1.6%と 5 月時点の予想から下方修正した。ところが、9 月 14 日の BOE の金融政策理事会では、英国の余剰生産能力の解消が 8 月時点の想定よりもやや早いペースで進んでいるとし、向こう数カ月以内の利上げが適切と考えていることを示した。金融市場では年内どころか、2018 年に関しても BOE の利上げをメインシナリオとは考えていなかったため、この BOE の声明を受けて英国の 10 年国債利回りは 1.1%から 1.3%へ急上昇した。

確かに失業率は 42 年ぶりの低水準にあり、また、消費者物価上昇率は 8 月に前年比+2.9%に再加速して、BOE のインフレ・ターゲットの上限である同+3.0%を超過するのは時間の問題となりつつある。問題は失業率低下から想起される労働需給の逼迫が、賃金上昇率の加速につながるかである。失業率が歴史的な低水準にある中、5-7 月平均の賃金上昇率は前年比+2.1%にとどまり、BOE が予想しているような賃金上昇率の加速はまだ見られない。BOE の利上げ判断は今後の経済指標次第と考えられるが、賃金上昇率が明確に加速し、また景気見通しが好転しなければ、利上げに踏み切るのは難しいと予想される。

その景気見通しの悪化の大きな原因となっている Brexit は、EU との離脱交渉に目立った進展はない。そもそも英国政府内でどのような Brexit を目指すのかの意見集約もまだできていないと見受けられる。メイ首相は 9 月 22 日にイタリアのフィレンツェで Brexit の方針に関するスピーチを行うことになっているが、果たして実現可能な統一見解を打ち出せるのか注目される。

図表3 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

<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%	2.2%	2.6%	1.9%	1.6%	2.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.4%	2.1%	1.6%	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.7%	0.7%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.4%	-1.0%	3.6%	4.9%	4.5%	3.0%	3.6%	3.2%	3.2%	2.8%	3.8%
輸出等	3.2%	5.5%	4.4%	4.1%	2.8%	4.5%	3.2%	3.9%	3.2%	3.6%	3.5%
輸入等	4.6%	1.8%	3.7%	5.1%	3.6%	4.2%	3.6%	4.1%	3.6%	3.6%	3.9%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%
民間消費支出	2.1%	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.4%	3.8%	2.0%	3.2%	3.0%	3.0%	4.2%	4.1%	3.6%	3.2%	3.8%
輸出等	3.2%	4.5%	4.4%	5.0%	4.2%	4.5%	3.6%	3.5%	3.3%	3.5%	3.5%
輸入等	4.6%	4.7%	3.9%	4.7%	3.6%	4.2%	4.0%	4.1%	3.8%	3.8%	3.9%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	1.3%	2.6%	2.8%	2.6%	2.3%	2.8%	2.0%	2.1%	2.0%	2.2%
実質小売売上高	1.4%	2.2%	2.8%	2.6%	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.2%	1.6%	2.7%	0.8%	1.2%	1.6%	1.7%	1.3%
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	79.3	76.0	71.0	307.1	69.0	66.0	65.0	62.0	262.0
経常収支	373.0	90.8	75.8	76.1	70.1	312.9	66.1	70.1	65.0	60.0	261.1
財政収支	-161					-156					-149
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.47%	0.40%	0.50%	0.52%	0.54%	0.56%	0.53%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.66%	-0.71%	-0.63%	-0.60%	-0.56%	-0.52%	-0.58%
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Q2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%	1.6%	1.6%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.5%	0.4%	1.4%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
政府消費支出	0.8%	2.9%	2.6%	2.0%	2.0%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	0.5%	4.2%	3.0%	-0.8%	-1.2%	1.9%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.1%
輸出等	1.8%	-2.9%	2.9%	4.1%	2.4%	3.1%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%
輸入等	2.8%	7.0%	2.9%	3.0%	2.4%	3.2%	2.8%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%
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%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.6%	1.9%	1.6%	1.2%	1.8%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
政府消費支出	0.8%	0.8%	1.2%	1.9%	2.4%	1.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%
総固定資本形成	0.5%	2.0%	2.5%	1.7%	1.3%	1.9%	0.1%	-0.4%	-0.0%	0.5%	0.1%
輸出等	1.8%	2.9%	2.4%	5.7%	1.6%	3.1%	2.9%	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%
輸入等	2.8%	3.3%	3.7%	2.1%	3.8%	3.2%	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
鉱工業生産	1.2%	2.3%	-0.3%	0.6%	0.3%	0.7%	0.5%	0.9%	0.6%	0.5%	0.6%
実質小売売上高	4.9%	2.1%	2.6%	1.4%	1.0%	1.8%	1.3%	1.1%	2.1%	2.2%	1.7%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.1%	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%	2.5%	2.7%
生産者物価 (出荷価格)	0.5%	3.7%	3.5%	3.3%	2.9%	3.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
失業率	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
10億英ポンド											
貿易収支	-134.1	-34.3	-33.2	-37.4	-34.7	-139.5	-35.1	-33.9	-38.5	-35.7	-143.2
経常収支	-84.5	-16.9	-18.4	-27.6	-24.9	-87.8	-25.9	-24.8	-30.5	-27.7	-108.9
財政収支	-48.8					-59.9					-62.3
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.30%	1.21%	1.30%	1.25%	1.25%	1.30%	1.28%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.30%	0.40%	0.24%	0.40%	0.36%	0.37%	0.37%	0.38%
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(経常収支のみ同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