

2017年10月19日 全6頁

# 欧州経済見通し ユーロ圏は好調持続

## 英国の消費は持ち直しつつあるが、利上げを正当化できるか疑問

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏では堅調な景気拡大が継続すると見込まれる。8月の鉱工業生産は資本財と中間財を中心に大幅に拡大し、投資回復の進展を示唆している。一方、8月の小売売上高と9月の新車販売は減速したが、良好な雇用情勢と低インフレを背景に消費者信頼感が高水準にあり、減速は一時的と考えられる。また、企業景況感も9月にかけて一段と改善している。ユーロ高や中国の景気減速による輸出の伸び鈍化が予想されるが、ユーロ圏の成長率は2017年+2.2%、2018年は+1.8%を達成できると見込む。なお、ECB（欧州中央銀行）は10月26日の理事会後に、2018年1月以降の資産買取りの縮小計画を公表する見込みだが、「非伝統的な」緩和策の修正を慎重に進める方針であり、マイナス金利のマイナス幅縮小を含む低金利政策の変更は2018年半ば以降になるだろう。
- 英国の9月の消費者物価上昇率は前年比+3.0%と、BOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの上限に達した。カーニーBOE総裁は利上げに意欲を示しており、11月2日の金融政策理事会で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げる可能性が高まっている。英国経済は減速したものの景気後退に陥っているわけではなく、就業者増を背景に小売売上高はこの夏場に持ち直しの兆しを見せている。ただし、消費者や企業の景況感は冴えず、また住宅販売業者の景況感は悪化している。インフレ率の加速は利上げの根拠となるが、過去の利上げ局面に比べBOEが性急であるとの印象が拭えない。

## ユーロ圏経済

### 8月の鉱工業生産は資本財が大幅拡大

ユーロ圏の8月の鉱工業生産は前月比+1.4%と7月の同+0.3%から拡大した。中でも資本財が同+3.1%と急拡大し、また中間財も同+1.2%と堅調であった。鉱工業生産指数は月ごとの振れが比較的大きく、とりわけ8月分は夏休みの集中期が年によってずれることもあり、季節調整が難しい統計である。このため、8月の生産急拡大はやや割り引いてみるのが適当だが、7-8月平均の前年比の伸び率も資本財+4.8%、中間財+5.2%と高い伸びで、この夏の生産が活況であったことが読み取れる。鉱工業生産全体では7-8月は前年比+3.7%となった。

中間財と資本財を中心に鉱工業生産が拡大していることは、ユーロ圏の投資回復を示唆している。実は10月半ばに発表されたGDP統計の改定値では、4-6月期の総固定資本形成が前期比+0.9%から同+2.0%に上方修正された。投資比率（GDPに占める総固定資本の割合）も20.8%と7年ぶりの高水準となったが、7-9月期は投資回復がさらに進展したと推測される。

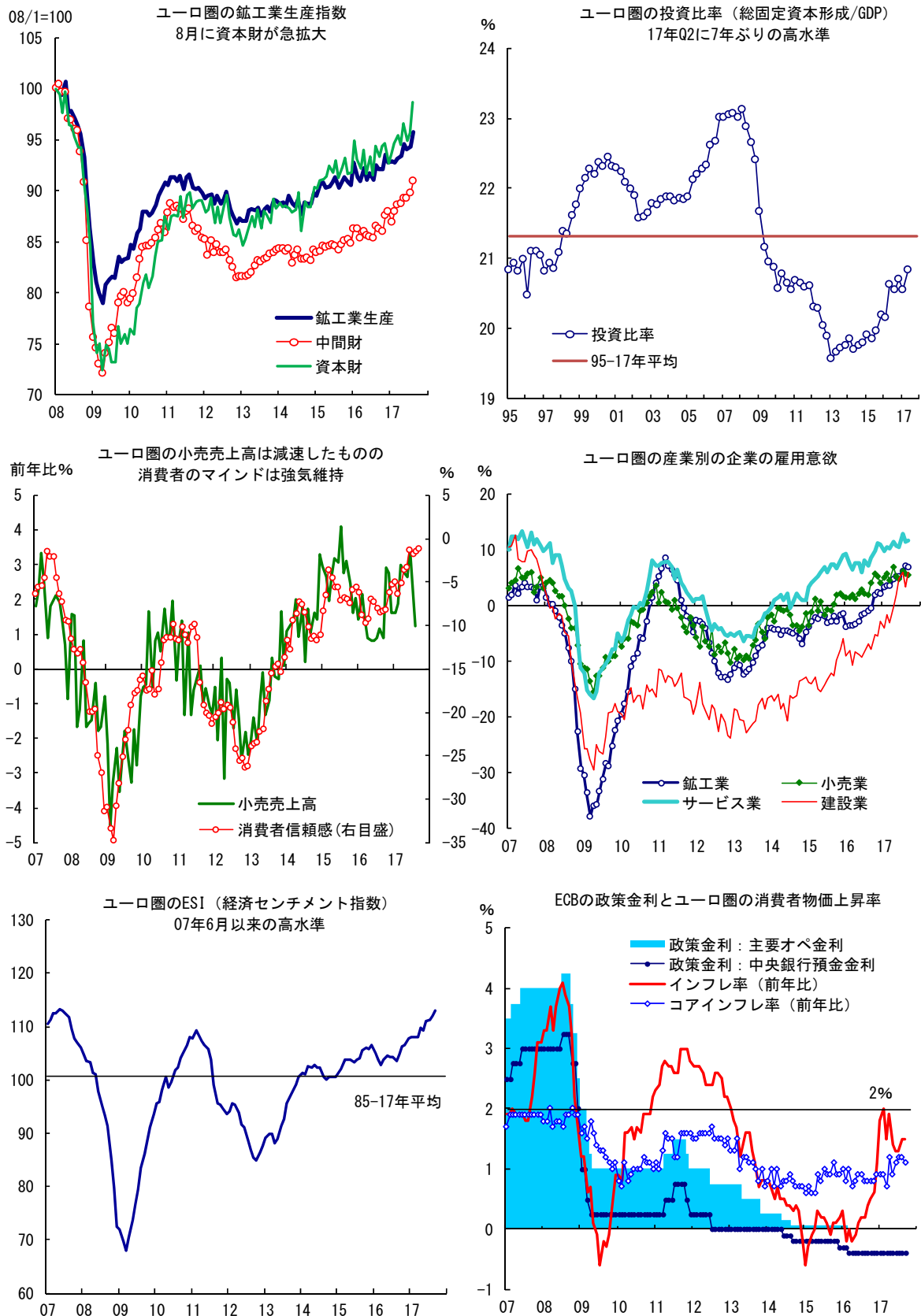
投資回復を後押ししているのは内外の需要拡大で、8月の輸出金額は前月比+2.5%となった。一方、小売売上高は7月と8月の2カ月連続で前月比マイナスとなり、9月の新車登録台数は前年比+1.4%に減速したが、これらは一時的な落ち込みであろう。ユーロ圏の企業の雇用意欲は高く、9月の消費者信頼感（2001年4月以来の高水準となっている）。また、消費者と企業の景況感の総合指数であるESI（経済センチメント指数）も、9月には金融危機前の2007年6月以来の高水準に達した。今後、ユーロ圏と中国経済の減速がユーロ圏の輸出を幾分抑制すると予想されるが、ユーロ圏の成長率予想は2017年+2.2%、2018年は+1.8%で据え置く。

### 物価安定を背景にECBは緩和政策の修正を慎重に進める見通し

堅調な景気拡大が続いている一方で、ユーロ圏のインフレ圧力はさほど高まっていない。9月の消費者物価上昇率は前年比+1.5%と8月と同水準であった。また、エネルギーなどを除いたコア物価上昇率は同+1.1%となり、こちらは8月の同+1.2%から小幅ながら減速した。

10月26日のECBの金融政策理事会では、いよいよ資産買取プログラムの減額計画が発表される見込みである。2017年12月末まで月額600億ユーロの買取を継続することになっているが、10月のECB理事会では資産買取プログラムの実施期間の延長と、2018年1月以降の買取額の減額の2つが発表されると予想される。買取額は一気にゼロにはせず、段階的に減額されると見込まれる。また、これ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減額は、2014年6月の導入以降、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策だっただけに、消費者物価上昇率が「前年比+2.0%をやや下回る水準」というECBの目標を大幅に超過しない限り、緩和策の修正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、マイナス金利のマイナス幅縮小を含む低金利政策の変更は、2018年半ば以降と予想される資産買取プログラムの終了後になるだろう。

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

### 減速していた個人消費に持ち直しの兆し

英国では長らく牽引役を務めてきた個人消費の減速により、1-3月期、4-6月期ともGDP成長率が前期比+0.3%と、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。個人消費は2016年4-6月期の同+0.9%をピークとして減速傾向が続き、1-3月期は同+0.3%、4-6月期は同+0.2%にとどまった。2016年6月の国民投票でBrexitが選択されて以降、ポンド安でインフレが加速し、消費者は景気の先行きを懸念している。ただし、小売売上高は7月に前月比+0.5%、8月には同+0.9%と堅調な伸びとなり、消費の減速傾向に歯止めがかかる兆しが出てきた。消費者信頼感の構成項目のうち景気見通しは大幅に悪化している一方、実は家計所得の見通しはさほど悪化していない。これは就業者数の増加が継続している影響が大きいと考えられる。6-8月平均の失業率は4.3%と実に1975年以来の低水準にある。

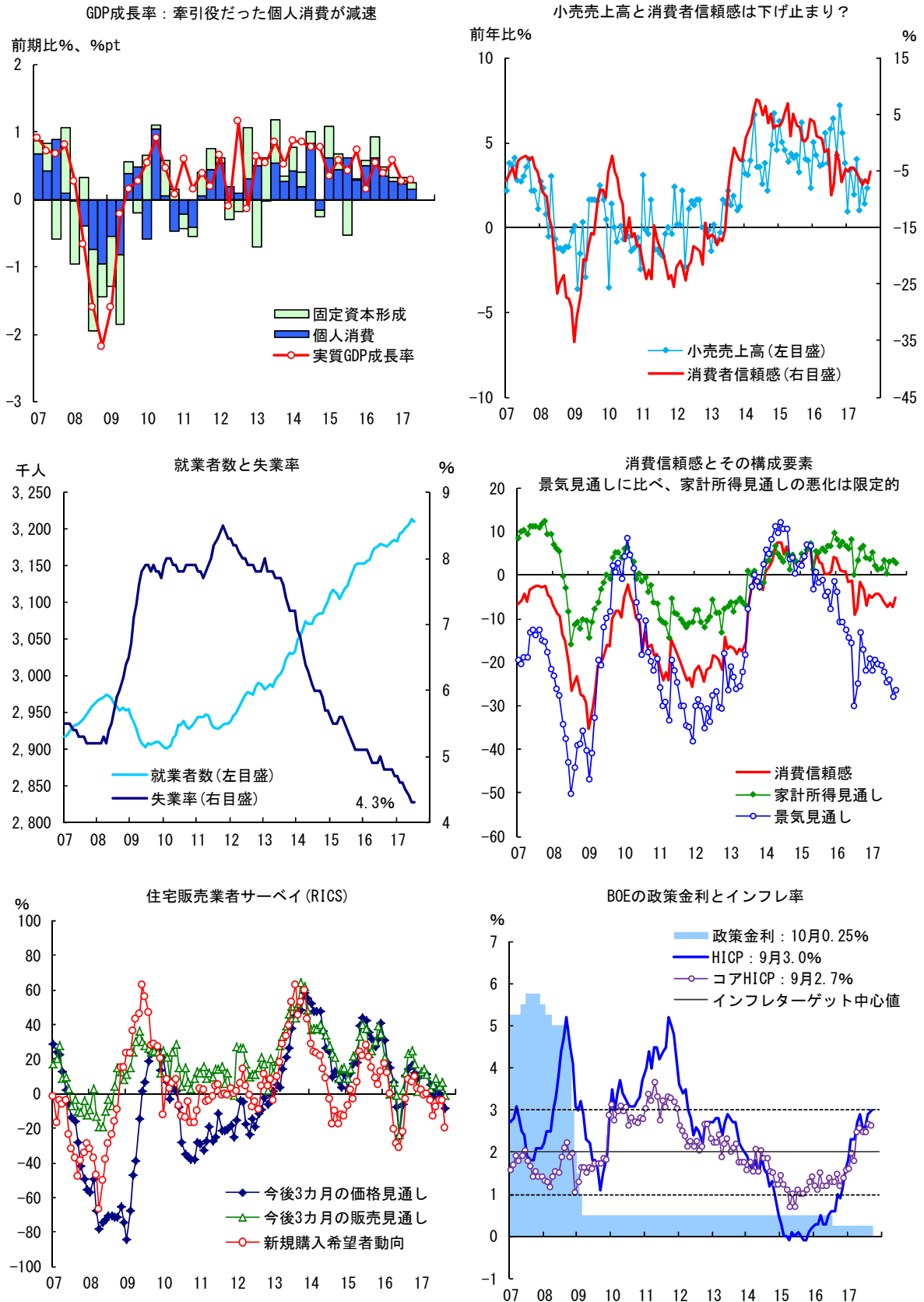
### 11月の利上げの可能性が高まっている

BOEは9月14日の金融政策理事会で、英国の余剰生産能力の解消が進んでいることを理由として、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。この声明を受けて長短金利が上昇し、金融市場では利上げの可能性を織り込みつつある。その後に発表された9月の消費者物価上昇率は前年比+3.0%と8月の同+2.9%から加速し、BOEのインフレ・ターゲットの上限に到達した。他方で6-8月平均の賃金上昇率はボーナス込みで前年比+2.2%と引き続き加速の兆しは見られないが、BOEは失業率が42年ぶりの水準に低下し、余剰生産能力の縮小を示唆していることをより重視していると思われる。次回の11月2日の金融政策理事会で政策金利が0.25%から0.50%へ引き上げられる可能性が高まっていると考えられる。

ところで、BOEが政策金利を0.50%から0.25%に引き下げたのは2016年8月で、Brexit決定に伴う流動性低下や景気悪化の懸念に対応した緩和策の一環であった。政策金利を0.50%に引き上げた場合、それはBrexit決定が経済に及ぼすダメージが懸念されたほどではなかったという結論に至ったことになるのだろうか。確かにBrexit決定直後の英国で急速な景気悪化は生じず、むしろ2016年後半の景気は加速した。2017年前半の景気は減速したが、景気後退には至っていない。ただし、肝心のBrexit交渉は今年6月から10月まで5度の交渉を経ても全くと言っていいほど進展していない。Brexit決定は短期的には景気を大幅に悪化させることはなかったが、長期的な影響についてはまだほとんど見通せないという判断が妥当であろう。この間、消費者信頼感はじわじわと悪化したあと、ようやく底打ちの兆しが出てきたところであり、サービス業などの企業景況感は冴えない展開が続いている。また、住宅市場の停滞感が改めて強まっている。住宅販売業者のアンケートでは、住宅購入希望者の減少を背景に、9月の住宅販売見通しと販売価格見通しが共に悪化した。利上げに対する警戒も重石となった可能性がある。

インフレ率の加速は利上げの根拠となるが、過去の利上げ局面に比べBOEが性急であるとの印象が拭えない。利上げは住宅市場を一段と悪化させるリスクがあるため、0.50%に利上げされたあとは、金利据え置きが長期化すると予想される。

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

## <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%	2.0%	1.9%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
民間消費支出	2.0%	1.5%	2.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.8%	0.7%	2.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	4.5%	-0.9%	8.3%	6.1%	4.9%	4.2%	3.6%	3.2%	3.2%	2.8%	4.3%
輸出等	3.3%	5.4%	3.7%	4.1%	2.8%	4.5%	3.2%	3.9%	3.2%	3.6%	3.4%
輸入等	4.7%	1.7%	6.0%	4.9%	3.2%	4.5%	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%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
民間消費支出	2.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	4.5%	4.0%	3.3%	4.8%	4.5%	4.2%	5.7%	4.5%	3.8%	3.2%	4.3%
輸出等	3.3%	4.6%	4.4%	4.9%	4.0%	4.5%	3.5%	3.5%	3.3%	3.5%	3.4%
輸入等	4.7%	4.8%	4.3%	5.1%	3.9%	4.5%	4.4%	4.0%	3.6%	3.8%	3.9%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	1.4%	2.6%	3.5%	3.2%	2.7%	3.3%	2.5%	2.0%	2.0%	2.4%
実質小売売上高	1.5%	2.2%	2.9%	2.2%	1.9%	2.3%	2.1%	1.8%	2.4%	2.2%	2.1%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.1%	1.5%	2.7%	1.1%	1.5%	1.9%	2.1%	1.6%
失業率	10.0%	9.5%	9.2%	9.1%	8.9%	9.2%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%	8.6%
10億ユーロ											
貿易収支	375.2	79.5	81.7	76.0	71.0	308.1	69.0	66.0	65.0	62.0	262.0
経常収支	360.2	85.0	71.7	76.1	70.1	303.0	66.1	70.1	65.0	60.0	261.1
財政収支	-161					-156					-150
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.43%	0.39%	0.45%	0.50%	0.53%	0.56%	0.51%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.69%	-0.67%	-0.71%	-0.66%	-0.64%	-0.60%	-0.57%	-0.62%
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(消費者物価と金利は同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

	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%	1.0%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.4%	0.9%	1.6%	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
政府消費支出	1.1%	0.9%	0.5%	1.2%	1.6%	0.7%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
総固定資本形成	1.3%	2.2%	2.3%	0.4%	-1.2%	2.1%	-0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.2%
輸出等	1.1%	-1.0%	7.1%	-2.0%	2.4%	4.6%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.2%
輸入等	4.3%	4.2%	0.8%	-0.8%	2.4%	2.3%	2.4%	3.0%	2.8%	2.8%	2.1%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%
政府消費支出	1.1%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	0.7%	1.3%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%
総固定資本形成	1.3%	3.7%	2.4%	1.6%	0.9%	2.1%	0.3%	-0.1%	-0.0%	0.5%	0.2%
輸出等	1.1%	5.6%	4.9%	6.4%	1.6%	4.6%	2.4%	1.3%	2.5%	2.6%	2.2%
輸入等	4.3%	4.1%	3.4%	0.3%	1.6%	2.3%	1.2%	1.8%	2.7%	2.8%	2.1%
鉱工業生産	1.3%	2.6%	0.2%	1.5%	1.0%	1.3%	1.0%	1.4%	0.7%	0.5%	0.9%
実質小売売上高	4.9%	2.1%	2.6%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.7%
生産者物価(出荷価格)	0.5%	3.7%	3.5%	3.3%	2.7%	3.3%	2.4%	2.2%	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	-135.4	-34.0	-31.7	-37.8	-36.1	-139.7	-34.9	-32.4	-38.9	-37.2	-143.4
経常収支	-115.5	-22.3	-23.2	-27.5	-25.9	-98.8	-25.2	-22.8	-30.3	-28.7	-107.0
財政収支	-48.9					-59.8					-62.3
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.34%	1.22%	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%	0.28%	0.43%	0.24%	0.42%	0.40%	0.43%	0.45%	0.43%
政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

(注) 2017年Q2まで実績値(物価と金利は同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