

2017年11月21日 全7頁

欧州経済見通し ドイツの政治波乱？

英国の二の舞を避けることはできるか

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、18四半期連続のプラス成長となった。バランスのとれた経済成長となっており、フランスやイタリアなど回復が遅れていた国々でも景気回復の足取りがしっかりしてきた。牽引役としては従来からの個人消費に加え、総固定資本形成や純輸出も貢献しつつある。消費者と企業の景況感が一段と改善していることを踏まえ、ユーロ圏の成長率予想を2017年+2.3%（これまで+2.2%）、2018年+2.0%（同+1.8%）へそれぞれ上方修正した。ECB（欧州中央銀行）は2018年1月以降、毎月の資産買取額を現行の600億ユーロから300億ユーロに減額し、少なくとも9月まで継続する方針を決めた。2014年6月に導入した「非伝統的な」金融緩和の収束に向けた第一歩だが、低インフレを脱する兆しが見られない中で、緩和政策の修正は慎重に進められよう。
- BOE（英中銀）は11月2日の金融政策理事会で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げた。2007年7月以来、10年4カ月ぶりの利上げで、消費者物価上昇率がインフレターゲットの上限である前年比+3.0%まで加速したことがその理由である。ただ、早期に追加利上げが決定される可能性は低いだらう。ポンド安と原油高に伴うインフレ圧力はピークアウトしつつあることに加え、Brexit交渉の進展が見られない中、英国経済は一段と下振れするリスクをはらんでいる。
- 世界経済が好調に推移する中、英国経済が取り残されている原因は今年のEU離脱という決断にある。政治の決定が経済に悪影響を及ぼしているわけだが、ドイツの連立協議の決裂が同様の影響をドイツとユーロ圏経済に及ぼすか、にわかに注目度が高まっている。株安、ユーロ安、金利上昇といった金融市場経由の悪影響はとりあえず生じていないが、ドイツはEU最大の経済規模を有し、政治的なリーダーシップも求められる国であるため、早期の政治の不透明感払拭が望まれる。

ユーロ圏経済

18 四半期連続のプラス成長

ユーロ圏の7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と発表された。18 四半期連続のプラス成長で、この間の成長率の平均は同+0.5%となるが、最近4 四半期は連続してこの平均値を上回った。成長率が加速したのは、ユーロ圏の景気回復がより広範囲に及ぶバランスのとれた回復となってきたためである。まず、地理的には、フランスやイタリアなど景気回復の遅れがたびたび指摘されてきた国々で、景気回復の足取りがしっかりしてきた。また、景気回復の牽引役としては、従来からの個人消費に加えて、総固定資本形成や純輸出も貢献するようになってきた。

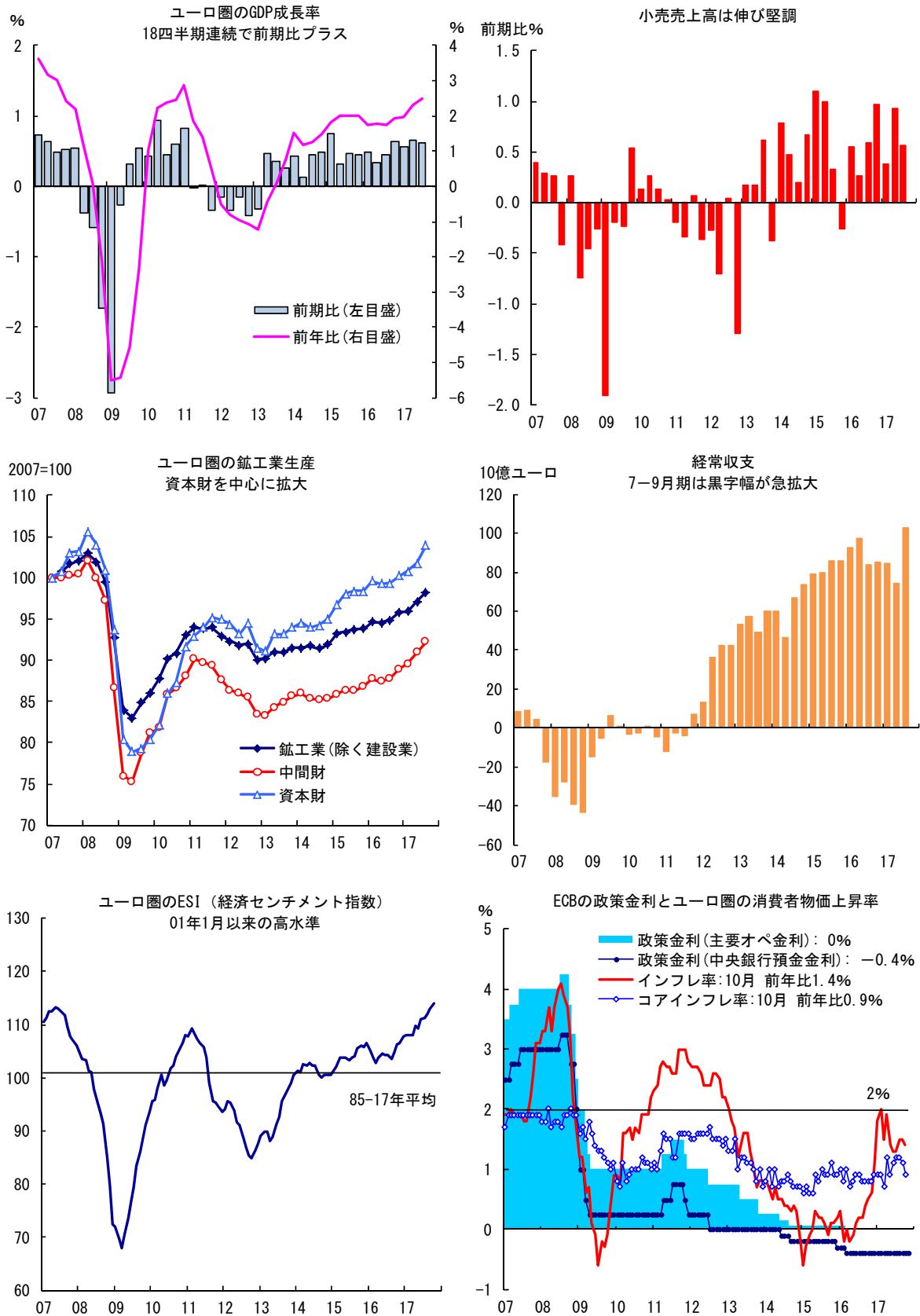
7-9月期の GDP の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、同時期の小売売上高は前期比+0.6%となり、4-6月期の同+0.9%からは減速したものの、現在の景気回復局面の平均である同+0.5%は上回っている。また、鉱工業生産は4-6月期の同+1.2%に続き、7-9月期も同+1.1%と高い伸びを維持した。中でも資本財は同+2.1%と急拡大し、中間財も同+1.4%と堅調であるため、投資回復が継続したと推測される。ユーロ圏の製造業稼働率は10月に83.8%に上昇したが、これは金融危機前の2008年4月以来の高水準である。なお、7-9月期の経常収支は1,028億ユーロの黒字となり、黒字幅が急拡大した。財・サービスの貿易収支の黒字拡大に加え、所得収支の黒字幅も拡大している。

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、10月に一段と改善し、金融危機前の2007年のピークを抜いて、2001年1月以来の高水準に達した。消費者信頼感に加え、鉱工業、建設業、小売業、サービス業の企業景況感がそろって改善している。7-9月期の成長率が予想を上振れし、加えて景況感が一段と改善していることを踏まえ、ユーロ圏の成長率予想を2017年+2.3%（これまでは+2.2%）、2018年+2.0%（同+1.8%）へそれぞれ上方修正した。

2018年1月以降の資産買取額の減額を決めた ECB

ECBは10月26日の金融政策理事会で資産買取プログラムの減額を決定した。2018年1月以降、毎月の資産買取額は現行の600億ユーロから300億ユーロに減額され、少なくとも9月まで継続される。2014年6月の導入以降、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が、ドラギ ECB 総裁は10月以降の資産買取プログラムについて、さらなる減額や実施期間の延長だけでなく、増額の可能性も残っているとしている。過去に例のない緩和策を講じてきただけに、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 の目標を明らかに超過しない限り、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、慎重に政策の修正を進めていくと予想される。ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は前年比+1.4%、エネルギーなどを除いたコア物価上昇率は同+0.9%と、9月の同+1.5%と同+1.2%から共に減速しており、インフレ圧力は高まっていない。なお、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。

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

BOE は 10 年ぶりに利上げを実施

BOE は 11 月 2 日の金融政策理事会で政策金利を 0.25% から 0.50% へ引き上げた。2007 年 7 月以来、10 年 4 カ月ぶりの利上げである。もっとも、前回の 9 月 14 日の金融政策理事会で年内の利上げが示唆されていたこと、9 月の消費者物価上昇率が前年比 +3.0% と BOE のインフレ・ターゲットの上限に達したことなどから、金融市場では 11 月の利上げを予想しており、混乱は生じなかった。むしろ、BOE が追加利上げに慎重な姿勢を示したこともあって、利上げ決定直後に英国の 10 年国債利回りは低下し、ポンドは売られた。

消費者物価上昇率は 10 月も前年比 +3.0% だったが、過去 1 年の消費者物価上昇率を加速させたポンド安と原油価格上昇の影響は共にピークアウトしている。川上の物価である輸入物価の上昇率は 1 月の同 +11.6% をピークとして、9 月は同 +5.8% に減速している。また、生産者物価のうち仕入れ価格は同じく 1 月の同 +19.9% がピークで、この 10 月は同 +4.6% まで減速した。生産者物価のうち販売価格は 2 月と 3 月に同 +3.7% をつけたあと、10 月は同 +2.8% と 3% 台を割り込んだ。一方、失業率は 1975 年以來の水準まで低下しているため、前年比 +2% 台前半で推移している賃金上昇率が加速してくる可能性が高まっている。とはいえ、英国の消費者物価上昇率は前年比 +3.0% を超えてさらに加速する可能性は低く、BOE は政策金利をしばらく据え置くことになると予想する。

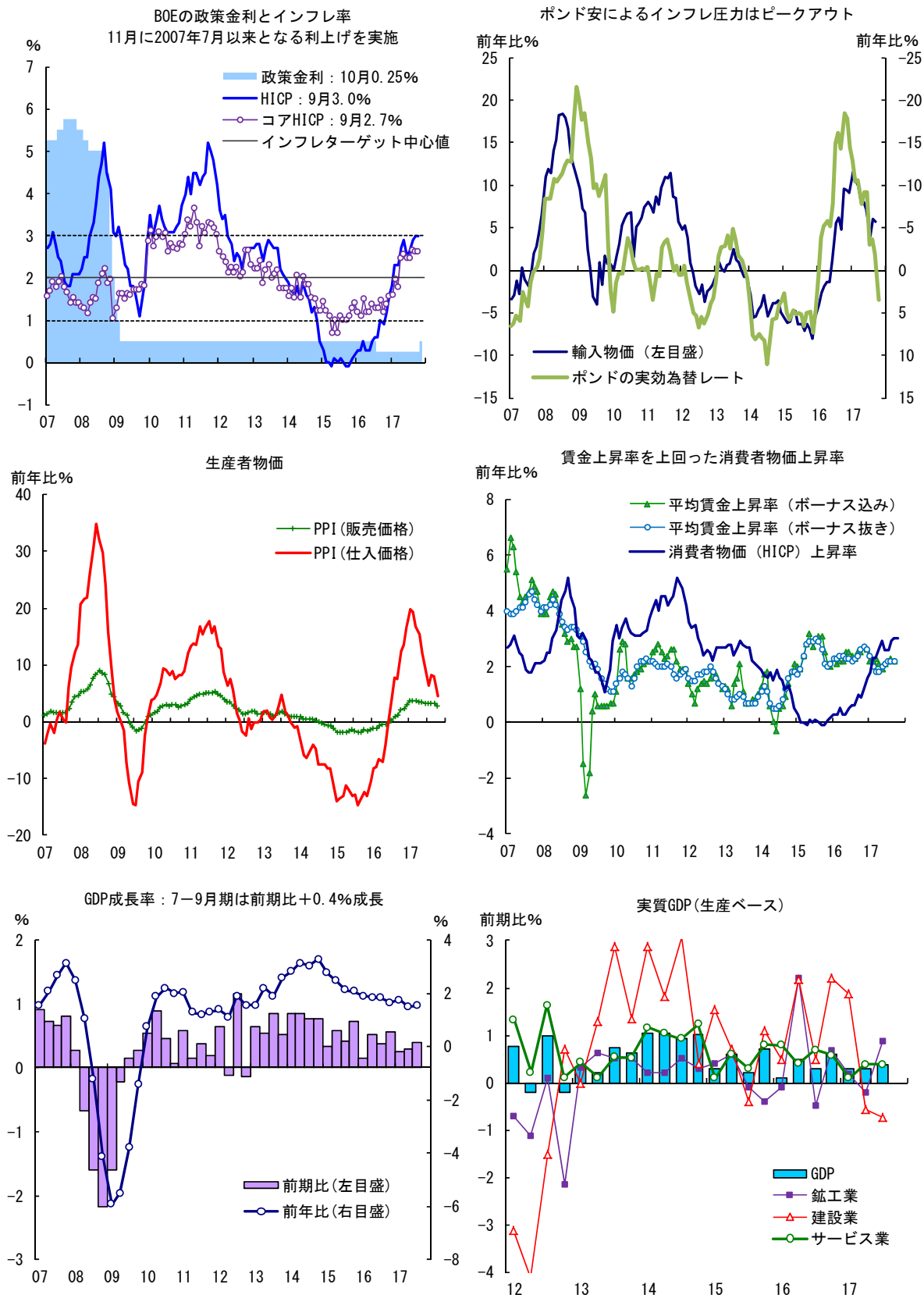
景気見通しの不透明感は晴れず

BOE が追加利上げに踏み切ることが難しくなるであろうもう一つの要因として低成長も指摘される。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.4% と 1-3 月期、4-6 月期の同 +0.3% からはやや加速したが、2013 年以降の景気回復局面の平均である同 +0.5% は下回ったままである。生産ベースの GDP 統計に注目すると、鉱工業部門の生産が同 +0.9% と反発したものの、サービス業は同 +0.4% にとどまり、建設業は同 -0.7% と落ち込んだ。ポンド安を追い風に輸出が伸び、鉱工業生産が拡大したものの、投資拡大にはつながっていない。

7-9 月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていない。ただし、新車販売は前年割れが続き、小売売上高も 2016 年ほどの勢いがなくなること考え合わせると、個人消費は伸び悩んだと推測される。実質賃金上昇率が前年割れを続けていることに加え、Brexit 交渉がほとんど進展をみせていないことが景気の先行きに対する不透明感を強めていると考えられる。英国と EU による離脱交渉は、6 月から 10 月までの 5 度の交渉を経ても「十分な進展がない」と 10 月 19-20 日の EU 首脳会議で判断され、そのため英国と EU との新たな通商協定に関する協議を開始するかどうかの判断は次の 12 月 14-15 日の EU 首脳会議に先送りされた。2019 年 3 月 29 日というデッドラインのみが決定され、それから新たな通商協定が発効するまでの「移行期間」をどうするかも明確でない中、在英の企業から早期の協議開始を求める声が一段と高まっている。

英国の成長率予想は 2017 年 +1.5%、2018 年 +1.3% との予想を据え置く。

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) データより大和総研作成

経済に対する政治の影響：英国とドイツ

ユーロ圏経済と英国経済は目下のところ対照的なポジションにある。すなわちユーロ圏では高成長と低インフレの組み合わせであるのに対し、英国では低成長と高インフレの組み合わせになっている。地理的に近く、経済的なつながりが大きいとはいえ、異なる経済圏なのだから、経済状況がそっくり同じになることはないが、ここまで対照的なのは珍しい。もっとも、米国も日本も高成長と低インフレの組み合わせなので、英国が例外とみるべきかもしれない。

この状況を生み出した最大の原因は、英国が EU 離脱を決断したことである。英国はまだ EU の一員だが、Brexit という選択を受けたポンド急落が高インフレの原因となり、Brexit 交渉が難航し、国民投票から 1 年半近くがたった今でも着地点が明確でないことが、企業の投資意欲を削ぎ、消費者の景気見通しを悪化させている。なお、BOE は Brexit に伴う経済の「調整」を防ぐすべを持たないとのスタンスである。予想される景気悪化に対して激変緩和に努めるとはしているが、当然ながら Brexit という選択をなかつたことにはできない。

一方、大陸欧州では、昨年の Brexit 決定を受けて、類似の政治波乱の伝播が懸念された。各国で EU の財政政策や難民政策への不満が蓄積していることに加え、今年オランダ、フランス、ドイツで国政選挙が相次いだことも注目材料となった。結局のところ、これらの選挙で EU 離脱や反移民を掲げる過激な政党は政権に参画することにはならず、むしろフランスでは親 EU を掲げたマクロン大統領が誕生し、議会の過半数も獲得して、政治不安はひとまず後退したと受け止められていた。

ここに降ってわいたのがドイツの連立政権樹立に向けた協議の決裂である。メルケル首相率いる CDU（キリスト教民主同盟）は姉妹政党の CSU（キリスト教社会同盟）と共に、FDP（自由民主党）と緑の党との連立政権（通称ジャマイカ連立）の樹立を目指して 1 カ月余り協議を続けてきた。ところが、最後の大詰めとみられたタイミングで FDP が協議決裂を宣言したのである。メルケル首相に残された選択肢は、(1) SPD（社会民主党）との大連立政権の続行、(2) 少数与党政権（CDU/CSU&FDP、または CDU/CSU&緑の党）、(3) 再選挙と言われている。ただし、SPD は 9 月の議会選挙で SPD と CDU/CSU の得票率が大幅に低下したのは、大連立政権が国民に拒否されたことを示すとして再選挙を主張している。これに対して、首相の任免権と議会解散権を有するシュタインマイヤー大統領は、連立政権樹立に向けた努力を続けるよう各党に呼びかけており、再選挙が決まるとしてもしばらく時間がかかると予想される。

ドイツの政治の混乱は経済にどのような影響を及ぼすだろうか。短期的な影響としては、ユーロ安、株安、金利上昇といった金融市場経由の影響がまず想定されるが、協議決裂直後の 11 月 20 日の市場ではひとまず大きな波乱はなかった。欧州で新政権の誕生まで数カ月かかることが珍しくないことが一因と考えられるが、「金融市場にとって重要なのはベルリン（ドイツの政治の中心）ではなくフランクフルト（ECB の所在地）だ」という意見も聞かれた。とはいえ、ドイツは EU 最大の経済であり、また、ここまで欧州統合をフランスと共にリードしてきた国でもある。政治の混乱が長期化すれば、ドイツのみならず、欧州経済全体への影響も避けられないため、ドイツの各政党は政治の不透明感の早期払拭に努めるべきである。

<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%	2.2%	2.6%	2.5%	2.1%	2.3%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	2.0%
民間消費支出	2.0%	1.5%	2.1%	1.6%	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%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
総固定資本形成	4.5%	-0.9%	8.3%	6.6%	5.3%	4.3%	2.4%	3.2%	3.2%	2.8%	4.1%
輸出等	3.3%	5.4%	3.7%	4.1%	3.6%	4.5%	4.5%	3.9%	3.2%	3.6%	3.9%
輸入等	4.7%	1.7%	6.0%	3.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.1%	3.6%	3.6%	4.2%
前年同期比（除失業率）											
国内総生産	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	2.0%
民間消費支出	2.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
総固定資本形成	4.5%	4.0%	3.3%	4.9%	4.8%	4.3%	5.6%	4.4%	3.5%	2.9%	4.1%
輸出等	3.3%	4.6%	4.4%	4.9%	4.2%	4.5%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%
輸入等	4.7%	4.8%	4.3%	4.8%	3.9%	4.5%	4.6%	4.2%	4.2%	4.0%	4.2%
鉱工業生産（除建設）	1.5%	1.4%	2.7%	3.5%	3.0%	2.6%	3.1%	2.3%	1.8%	2.0%	2.3%
実質小売売上高	1.5%	2.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	3.0%	2.8%	2.7%	2.2%	2.7%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.2%	2.0%	2.8%	1.6%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
失業率	10.0%	9.5%	9.2%	9.0%	8.9%	9.1%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%	8.6%
10億ユーロ											
貿易収支	375.0	79.1	81.5	90.9	85.0	336.5	81.0	78.0	74.0	71.0	304.0
経常収支	359.0	84.1	74.1	102.8	81.8	342.9	77.5	76.2	67.9	64.5	286.0
財政収支	-118					-100					-92
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.37%	0.37%	0.38%	0.40%	0.43%	0.46%	0.42%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.69%	-0.71%	-0.72%	-0.70%	-0.70%	-0.67%	-0.63%	-0.68%
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Q3まで実績値（GDP内訳は同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%	1.0%	1.2%	1.6%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%
民間消費支出	2.8%	1.4%	0.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%
政府消費支出	1.1%	0.9%	0.5%	1.2%	0.8%	0.6%	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%
総固定資本形成	1.3%	2.2%	2.3%	1.2%	-1.6%	2.2%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%
輸出等	1.1%	-1.0%	7.1%	2.0%	2.4%	5.1%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%
輸入等	4.3%	4.2%	0.8%	2.4%	1.8%	2.7%	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.3%
前年同期比（除失業率）											
国内総生産	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
民間消費支出	2.8%	2.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%
政府消費支出	1.1%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%
総固定資本形成	1.3%	3.7%	2.4%	1.8%	1.0%	2.2%	0.8%	0.4%	0.3%	0.9%	0.6%
輸出等	1.1%	5.6%	4.9%	7.5%	2.6%	5.1%	3.5%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%
輸入等	4.3%	4.1%	3.4%	1.1%	2.3%	2.7%	1.8%	2.3%	2.4%	2.7%	2.3%
鉱工業生産	1.3%	2.6%	0.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	0.8%	0.6%	1.2%
実質小売売上高	4.8%	2.5%	2.5%	1.6%	0.5%	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.9%	1.3%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	2.9%	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%	2.8%	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	-135.4	-34.0	-31.7	-35.7	-36.1	-137.6	-34.9	-32.4	-36.8	-37.2	-141.3
経常収支	-115.5	-22.3	-23.2	-25.7	-29.4	-100.5	-28.2	-25.8	-30.2	-30.7	-114.9
財政収支	-49.3	12.5	-21.1	-8.0		-45.9					-47.7
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.31%	1.21%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.28%	0.47%	0.25%	0.50%	0.51%	0.50%	0.50%	0.50%
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Q3まで実績値（GDP内訳と経常収支は同Q2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