

2018年1月23日 全8頁

# 欧州経済見通し 輸出好調で投資拡大へ

Brexit を巡る不透明感は晴れず、ユーロ圏と英国の成長格差の原因に

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

## [要約]

- ユーロ圏では個人消費に加えて輸出が牽引役となり、2017年4-6月期に続いて7-9月期も年率換算で+3.0%近い成長率となった。7-9月期の総固定資本形成は大幅に下方修正されたが、製造業受注は高い伸びを記録し、企業景況感も鉱工業部門を中心に一段と改善しているため、投資の落ち込みは一時的な動きと考えられる。一方、消費者物価上昇率は12月も前年比+1.4%にとどまり、インフレ加速の兆しはまだ見られない。ただし、ECBの金融緩和スタンスの変更に対する金融市場の関心は高く、12月のECB理事会議事録でフォワードガイダンスの変更の可能性が示唆されると、市場金利が上昇し、ユーロ高が進んだ。ECBは先々の利上げを視野に入れているが、前のめりの利上げ期待とユーロ高、金利上昇は牽制しつつ、「非伝統的な金融緩和」の修正に向けた地ならしに取り組むと予想される。
- 英国でも輸出拡大を受けて鉱工業生産は拡大基調にある。しかし、英国経済の主役である個人消費は、Brexit（英国のEU離脱）決定に伴うポンド安でインフレとなったこと、さらに、Brexit交渉の行方が不透明であることが重石となり、2017年に明確に減速した。英国とEUは2018年初めから離脱交渉の第二段階に入ったものの、Brexit後の「移行期間」や、英国とEUの新たな通商関係に関する話し合いが進展するのか、2019年3月の離脱期限に間に合うように離脱協定が合意されるのか不透明なままである。

## ユーロ圏経済

### 7-9 月期の GDP 成長率は上方修正

ユーロ圏の 2017 年 7-9 月期の GDP 成長率は速報値の前期比+0.6%から同+0.7%に上方修正された。年率換算すると+2.9%となり、4-6 月期と並ぶ高い伸び率である。個人消費、政府消費、輸出の伸び率がそれぞれ若干ながら上方修正された。一方、輸入の伸び率は下方修正されたため、純輸出寄与度は前期比+0.1%pt から同+0.5%pt となった。「内需に加え外需も牽引役となった高成長」とのユーロ圏の景気判断を裏付ける内容である。

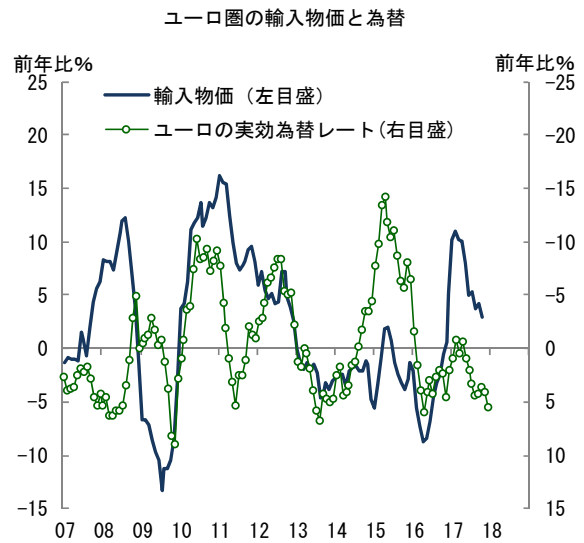
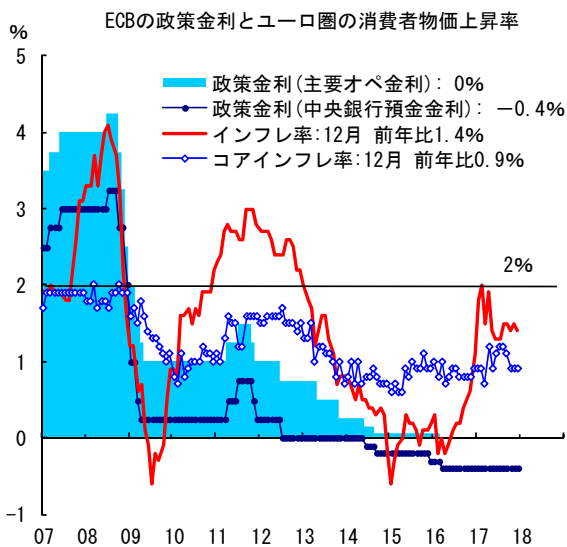
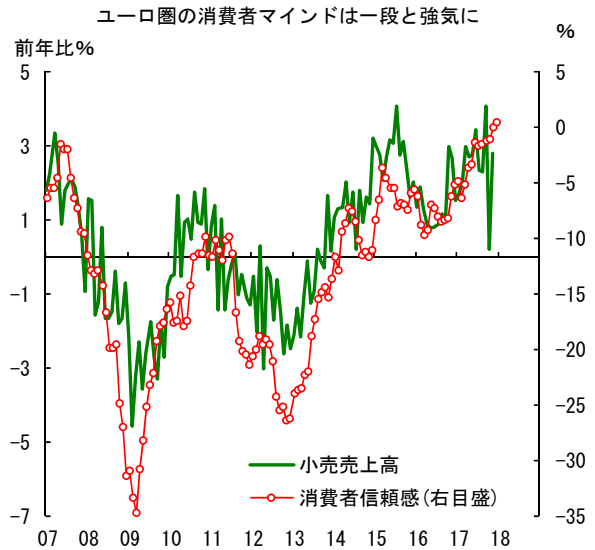
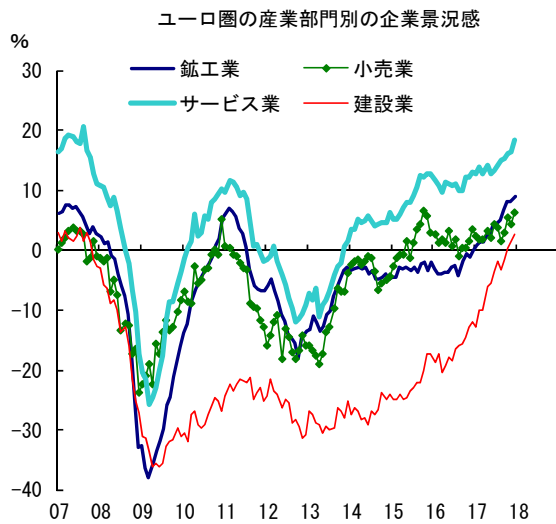
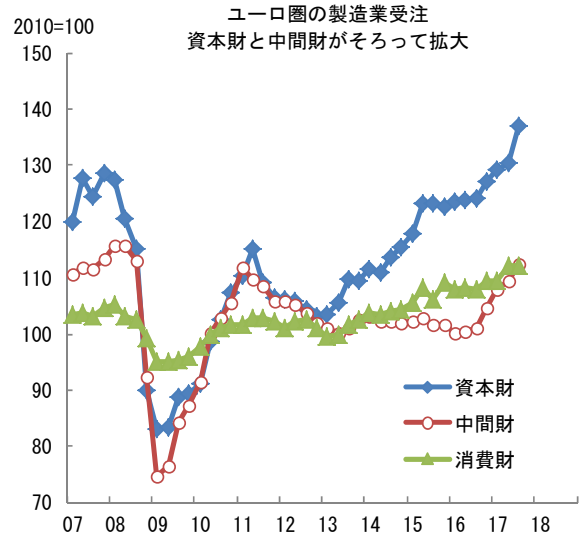
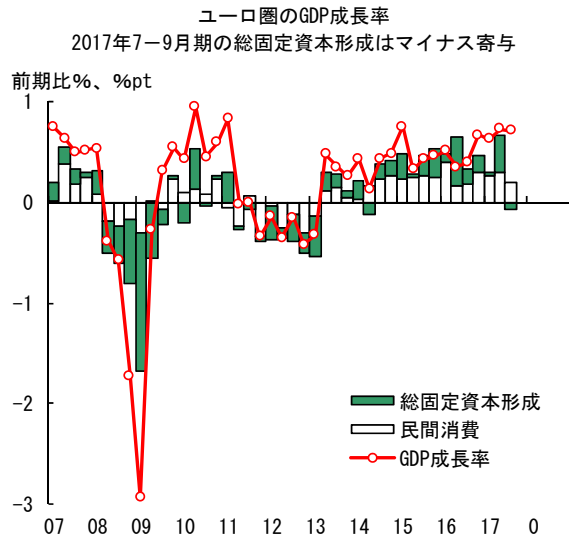
### 総固定資本形成の落ち込みは一時的と予想

ただし、一点だけ思惑違いがあり、総固定資本形成は速報値の前期比+1.1%から同-0.3%に大幅な下方修正となってしまった。前期比マイナスの伸び率は 2014 年 4-6 月期以来のことである。もっとも、このマイナス成長を過度に悲観する必要はないだろう。ユーロ圏の製造業受注や企業景況感は 2017 年末にかけて改善傾向にあるため、総固定資本形成の落ち込みは一時的な動きと考えられる。製造業受注は 2016 年半ばからユーロ圏内からとユーロ圏外からの受注がそろって拡大に転じ、財別では中間財と資本財の受注増が牽引してきた。中でも資本財受注は 2017 年 7-9 月に拡大ペースが加速した。続く 10-11 月の鉱工業生産は前期比+1.0%と堅調に伸び、中でも資本財は同+1.4%となった。同様にユーロ圏の企業景況感は 2016 年半ばから 2017 年 12 月まで総じて改善傾向にあるが、このうち鉱工業の企業景況感は 12 月まで 3 カ月連続で 1985 年の統計開始以来の最高水準を更新している。その内訳に注目すると、受注残判断の改善を受けて、生産見通しと雇用見通しが改善しており、ユーロ圏の生産拡大が今後も継続すると予想される。

### 消費の伸びはやや鈍化したが、家計の所得環境は悪くない

2013 年半ばからユーロ圏の景気回復の牽引役を務めてきた個人消費は、2017 年 10 月以降でいくつか鈍化の兆しが見られた。小売売上高は 10 月に前年比+0.2%に急減速し、12 月の新車登録台数は同-2.8%と 8 カ月ぶりに前年割れとなった。もっとも、11 月の小売売上は同+2.8%と堅調な伸びに回帰し、また新車登録台数も 2017 年合計では同+5.0%と 4 年連続で増加している。こちらも単月の変化に神経質になる必要はないだろう。消費の伸びを鈍化させる一因として、消費者物価上昇率が 2016 年の前年比+0.2%から 2017 年は同+1.5%に加速したことが考えられるが、雇用改善を背景に可処分所得の伸びも加速しており、実質可処分所得はプラスの伸び率を維持している。ユーロ圏の 11 月の失業率は 8.7%と 2013 年初めにつけた 12.1%から順調な低下を続けており、消費者信頼感は 12 月まで改善傾向にある。以上を勘案すると、ユーロ圏の個人消費は景気の牽引役という役割を今後も果たしていくと予想される。ユーロ圏の 2017 年通年の成長率は従来予想の+2.4%から+2.5%へ若干上方修正し、2018 年と 2019 年に関してはそれぞれ+2.2%と+1.9%で据え置いた。

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

(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会のデータより大和総研作成

## ECBの金融政策に対する注目度は2018年も高い

欧州委員会はユーロ圏の潜在成長率を+1.5%と算出している。GDP成長率の実績値は2017年まで3年連続でこれを上回り、さらに2018年、2019年も上回る可能性が高い。この状況下でECBが金融政策を「緩和」から「中立」に戻すだけでなく、「引き締め」へと転じるのかどうか、金融市場の注目が高まっている。

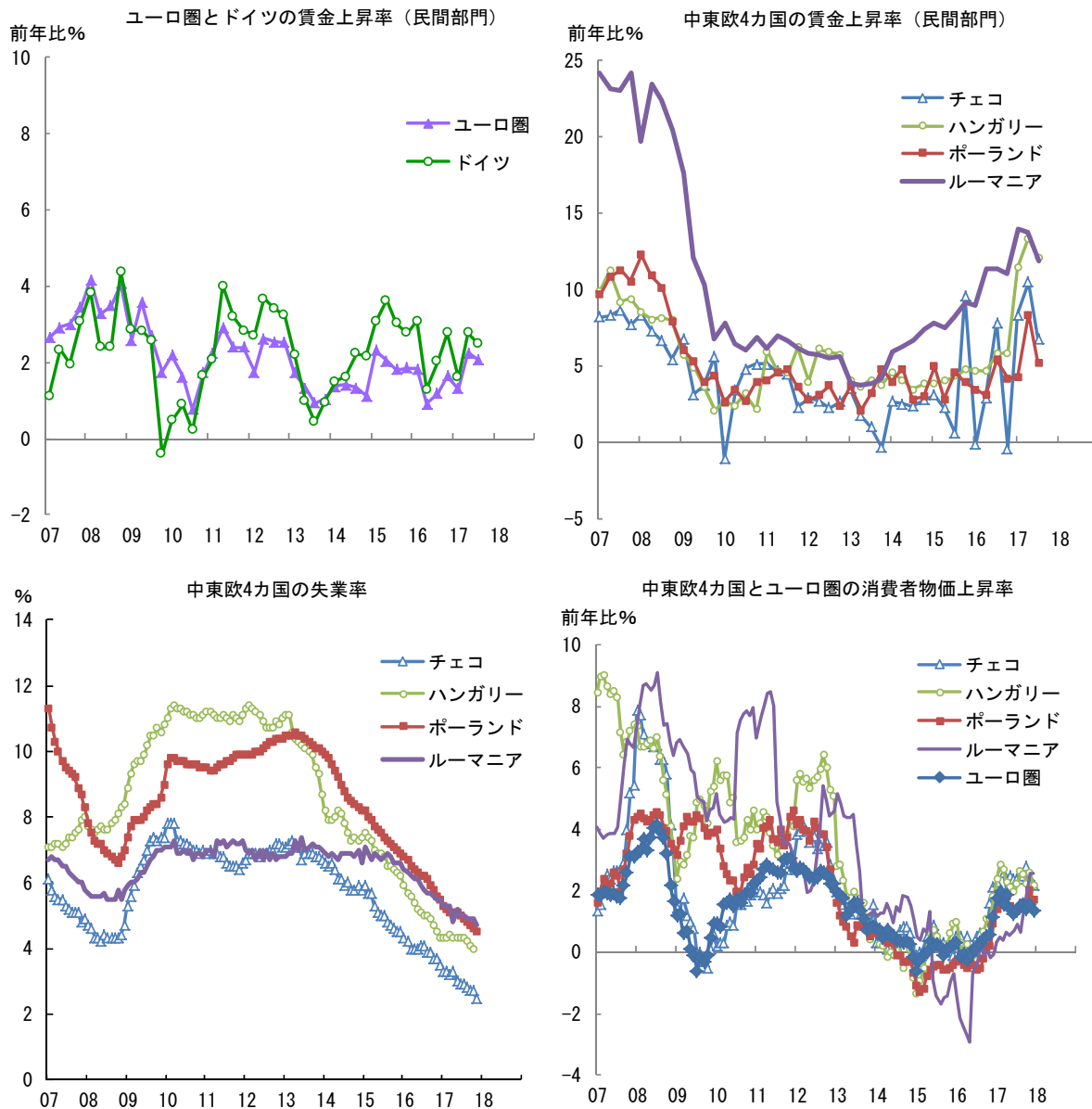
この1月にECBはAPP（資産買取プログラム）を通じた毎月の資産買取額を600億ユーロから300億ユーロに半減し、「非伝統的な金融緩和」の軌道修正で一步前進した。とはいえ、ECBは300億ユーロの資産買取を「少なくとも9月まで」継続すると予告しているだけでなく、10月以降はさらなる減額だけでなく、実施期間の延長や増額の可能性もあるとして、金融緩和の修正に関して慎重な姿勢を崩していない。もっとも、ECB理事会の内部ではこの慎重姿勢に批判的な意見が増え、資産買取の実施期限を明確にするべきとの主張や、金融政策に関するフォワードガイダンスを修正して次のステップである「利上げ」に向けて地ならしするべきとの意見も出てきている。12月のECB理事会の議事録が公表された1月11日以降、ユーロ圏の市場金利とユーロには上昇圧力が高まった。ECBは先々の利上げを視野に入れているが、前のめりの利上げ期待とユーロ高、金利上昇は好ましくないと判断し、ユーロ高を牽制しつつ、「非伝統的な金融緩和」の修正に向けた地ならしに取り組むと予想される。1月25日のECB理事会ではフォワードガイダンスの修正は見送られると予想される。むしろ、10月以降の金融政策に関する方向付けは事前に着手されると予想されるが、それは次のECBスタッフによる景気とインフレ見通しが発表される3月の理事会になる可能性が高い。

## 失業率低下が賃金上昇率の加速に波及している中東欧

ユーロ圏のインフレ動向の最終的な鍵を握るのは、ユーロ高ではなく、賃金上昇率が加速するかどうかであると考えられる。これまでのところ、失業率が大幅に低下しているドイツですら、賃金上昇率の加速はまだ限定的である。なお、失業率が大きく低下しているのに、賃金上昇率が伸び悩み、消費者物価上昇率の加速も限定的という現象は日米欧に共通している。

しかしながら、欧州の中でも中東欧諸国に目を向けると、失業率の低下が賃金上昇率の加速につながり、消費者物価上昇率にも加速の兆しが出てきている国々がある。具体的にはスロバキア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニアである。各国の失業率は2017年末に1998年以降の最低水準を更新しており、賃金上昇率は2015年ごろから加速傾向が見られる。各国の消費者物価上昇率は概ねユーロ圏の消費者物価上昇率に連動してきたが、2017年に入ってこれをやや上回るが増えた。このうちルーマニアは、インフレ加速を理由に1月に政策金利を1.75%から2.00%へ引き上げた。利上げは2008年8月以来のことである。中東欧諸国と西欧諸国の間の賃金格差はまだ大きいですが、中東欧が低コストの労働供給国でなくなっていく過程で、例えばドイツの賃金上昇率にこれまでよりも上向きの圧力が高まっていく可能性が考えられる。ユーロ圏のインフレ圧力の高まりを見るには、ドイツの賃金上昇率に注目するべきと考えるが、これら中東欧諸国の労働需給の逼迫と賃金上昇率の加速にも目配りが必要となろう。

図表2 中東欧諸国の失業率、賃金上昇率、消費者物価上昇率の推移



(出所) Eurostat データより大和総研作成

## 英国経済

### 輸出増で生産は拡大しているが、個人消費は 2017 年末にかけて減速

英国でも輸出拡大を追い風に鉱工業生産が順調に拡大している。輸出は 2016 年 10 月以降、世界的な景気回復にポンド安効果も加わって前年比二桁の伸びとなり、企業景況感指数でも鉱工業部門だけは Brexit（英国の EU 離脱）決定のあと大幅な改善を見せてきた。2017 年半ば以降、ようやく鉱工業生産も安定した拡大基調に入った。

ただし、2017 年の英国経済で特筆すべきは個人消費の減速で、12 月の統計でもこのトレンドに変化はなかった。小売売上高は前月比-1.6%と落ち込み、前年比も+1.4%に減速した。2017 年平均は同+1.9%で、2016 年の同+4.7%の半分以下の伸びにとどまった。また、12 月の新車登録台数は同-14.4%とマイナス幅が拡大した。2017 年合計は同-5.7%で、6 年ぶりの前年割れとなった。失業率は 1975 年以来の低水準にあるが、消費者信頼感はほとんど改善していない。ポンド安と原油高による物価上昇に加え、EU 離脱期限まで 1 年強となっても Brexit の見通しが不透明であることが重石になっていると考えられる。ポンド安はもはやインフレ要因ではなく、消費者物価上昇率は 11 月の前年比+3.1%をピークとして徐々に低下すると見込まれるが、Brexit に関する不透明感は容易には解消されそうにない。

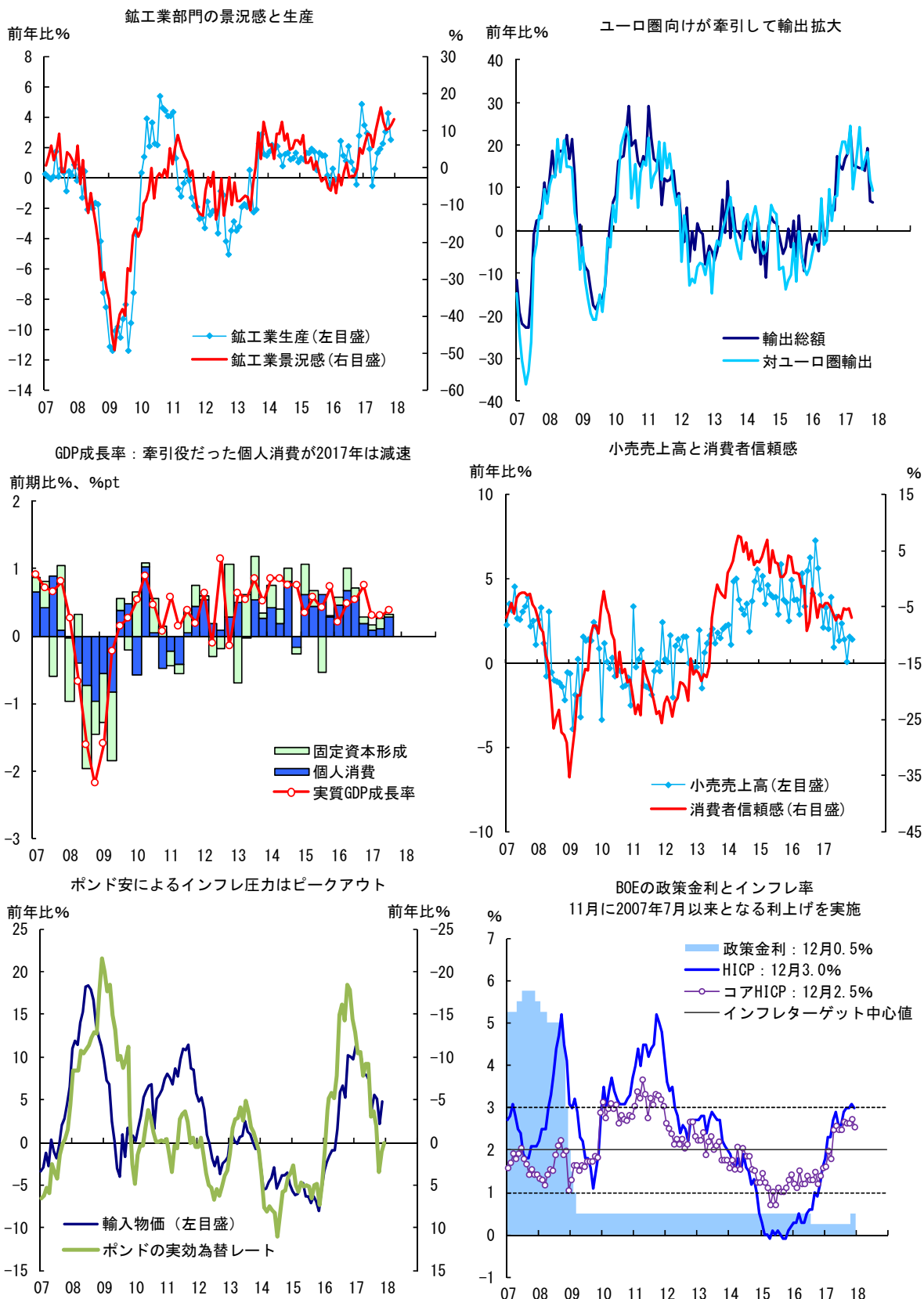
英国経済は 2018 年+1.3%、2018 年+1.2%と低成長が続くとの予想を据え置く。Brexit 交渉の行方が見通せない中、企業は新規の投資や雇用に一段と消極的になり、消費も伸び悩むと予想する。インフレ率は 2018 年+2.4%、2019 年+2.2%と緩やかに減速すると見込む。

### Brexit 交渉は第二段階に入ってもなお迷走

Brexit 交渉は 1 月に第二段階に入った。まず移行期間の協議が行われ、新たな FTA 協定の協議開始は 3 月の EU 首脳会議の判断待ちとされる。離脱協定に則った Brexit を実現するには、批准手続き等を勘案すると今年 10 月までに離脱協定が合意される必要がある。けれども、離脱交渉を重ねるほど、英国が主張する単一市場と関税同盟からの完全離脱と、これまでと遜色ない通商関係の維持の両立の難しさが浮き彫りになる。例えばアイルランドとの国境問題は、「物理的な国境は設けない」と英国が約束して第二段階の交渉開始が承認された。しかし、アイルランド国境で厳格な手続きを回避することと、Brexit 推進派が求める厳格な人の流入の監視とをどう両立させるのか解は見えてこない。そもそも、英国内で Brexit をどう進めるかについて意見統一が今もできていないと見受けられる。この状況下で「国民投票のやり直し」の議論が浮上した。もともと、EU 残留派ながら 2016 年の国民投票に不参加を決め込んだ人々が要求してきたが、1 月に UKIP（英国独立党）のファラージュ元党首が国民投票のやり直しに言及したことでもにわかに注目された。元党首は国民投票をもう一度実施すれば、より大差をつけて離脱派が勝利し、Brexit にはずみがつくと考えているのである。ただし、メイ首相は国民投票を現時点でやり直すという選択肢を否定した。



図表3 英国の景気指標



(注) コア HICP はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く消費者物価上昇率  
 (出所) 英国統計局 (ONS)、BOE、欧州委員会の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	2017					2018					2019
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	1.8%	2.5%	2.9%	2.9%	2.1%	2.5%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	1.9%
民間消費支出	2.0%	1.9%	2.2%	1.4%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.4%	1.0%	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	0.6%	7.1%	-1.2%	6.6%	3.3%	3.2%	4.9%	4.5%	4.1%	4.0%	3.6%
輸出等	3.3%	5.5%	4.3%	6.0%	3.6%	4.9%	4.9%	4.3%	3.2%	2.8%	4.3%	4.0%
輸入等	4.7%	1.2%	6.7%	1.8%	4.5%	4.2%	4.5%	4.7%	3.6%	3.2%	4.1%	4.1%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.8%	2.1%	2.4%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%	2.0%	2.0%	2.2%	1.9%
民間消費支出	2.0%	1.7%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	4.2%	3.5%	2.4%	3.2%	3.3%	3.9%	3.3%	4.8%	4.2%	4.0%	3.6%
輸出等	3.3%	4.8%	4.5%	5.6%	4.8%	4.9%	4.7%	4.7%	4.0%	3.8%	4.3%	4.0%
輸入等	4.7%	4.8%	4.4%	4.3%	3.5%	4.2%	4.4%	3.9%	4.3%	4.0%	4.1%	4.1%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	1.3%	2.7%	3.6%	3.6%	2.8%	3.8%	2.9%	2.4%	2.1%	2.8%	2.0%
実質小売売上高	1.5%	2.2%	2.9%	2.9%	2.0%	2.5%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.0%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.7%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.2%	2.3%	2.9%	2.1%	2.5%	2.6%	2.0%	2.3%	1.8%
失業率	10.0%	9.5%	9.2%	9.0%	8.7%	9.1%	8.7%	8.5%	8.4%	8.2%	8.5%	7.9%
10億ユーロ												
貿易収支	373.0	79.2	82.6	98.6	93.0	353.5	88.0	85.0	81.0	77.0	331.0	296.0
経常収支	367.6	91.1	80.9	124.2	98.8	395.0	88.5	84.2	77.9	71.6	322.3	271.5
財政収支	-118					-123					-104	-96
独 国債10年物(期中平均)	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.38%	0.37%	0.52%	0.58%	0.63%	0.65%	0.60%	1.20%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.72%	-0.63%	-0.57%	-0.50%	-0.42%	-0.53%	-0.15%
欧 政策金利(未値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%

(注) 2017年Q3まで実績値(消費者物価と金利は同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	2017					2018					2019
	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	通年
前期比年率												
国内総生産	1.9%	1.2%	1.2%	1.6%	1.1%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.9%	0.6%	0.6%	1.8%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.1%	0.9%	0.5%	1.0%	1.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%
総固定資本形成	1.8%	1.9%	4.2%	1.0%	1.2%	3.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	0.8%
輸出等	2.3%	1.6%	7.2%	3.3%	0.8%	5.9%	3.6%	3.6%	3.2%	2.8%	3.2%	2.8%
輸入等	4.8%	4.1%	1.7%	3.5%	2.4%	3.1%	2.4%	2.8%	2.0%	2.0%	2.5%	2.3%
前年同期比 (除く失業率)												
国内総生産	1.9%	2.1%	1.9%	1.7%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.9%	2.3%	1.4%	1.0%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.1%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%
総固定資本形成	1.8%	4.3%	3.3%	2.4%	2.1%	3.0%	1.8%	1.0%	0.9%	0.8%	1.1%	0.8%
輸出等	2.3%	6.6%	5.5%	8.3%	3.2%	5.9%	3.7%	2.8%	2.8%	3.3%	3.2%	2.8%
輸入等	4.8%	4.4%	3.8%	1.3%	2.9%	3.1%	2.5%	2.8%	2.4%	2.3%	2.5%	2.3%
鉱工業生産	1.3%	2.8%	0.6%	2.4%	2.8%	2.1%	2.1%	1.9%	1.1%	0.4%	1.4%	0.9%
実質小売売上高	4.7%	2.5%	2.5%	1.7%	1.0%	1.9%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.8%	2.4%	2.2%	2.1%	2.4%	2.2%
生産者物価(出荷価格)	0.5%	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%	3.1%	2.8%	2.7%	2.4%	2.8%	2.2%
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%	4.5%
10億英ポンド												
貿易収支	-135.5	-34.3	-32.3	-33.6	-33.7	-133.9	-34.0	-33.0	-33.8	-33.6	-134.5	-135.8
経常収支	-113.6	-21.6	-25.8	-22.8	-24.9	-95.1	-26.3	-25.4	-27.3	-27.1	-106.1	-110.4
財政収支	-49.0	12.5	-21.0	-7.2		-42.1					-39.4	-32.2
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.20%	1.27%	1.23%	1.20%	1.20%	1.23%	1.24%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.25%	0.53%	0.51%	0.50%	0.50%	0.51%	0.51%
政策金利(未値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

(注) 2017年Q3まで実績値(小売売上高、物価、金利は同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