

2018年2月21日 全7頁

欧州経済見通し 変化の時を迎えた金融政策

鍵を握るインフレ見通し

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の GDP 成長率は 2017 年 10-12 月期も前期比+0.6%と堅調を維持し、2017 年通年では 10 年ぶりの高成長である+2.5%となった。個人消費に加え、輸出が景気拡大の牽引役として存在感を高めた。続く 2018 年のユーロ圏経済は、ECB の金融緩和の軌道修正を意識したユーロ高と金利上昇が幾分かの抑制要因になると予想されるが、内外の需要拡大を追い風に+2.2%成長が見込まれる。なお、原油価格の上昇や、ドイツ最大労組である IG メタルが高めの賃上げ率を勝ち取るなど、今後のインフレ圧力となる材料が出てきたが、他方でユーロ高はインフレ抑制要因である。ユーロ圏の 1 月の消費者物価上昇率は前年比+1.3%とまだ低水準で、急速にインフレ圧力が高まる環境にはない。ECB は先々の利上げを念頭に置いているが、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」の修正を徐々に進めると予想される。
- 英国の GDP 成長率は、2017 年 10-12 月期は前期比+0.5%と予想外に堅調で、2017 年通年も+1.8%と 2016 年の+1.9%とほぼ同水準であった。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り、実質所得が目減りしたことで減速したが、一方でポンド安と世界景気拡大が追い風となった輸出が英国景気を下支えしている。英中銀(BOE)は 2017 年 11 月にインフレ懸念を理由に政策金利を 0.25%から 0.50%へ引き上げたが、この 2 月の金融政策理事会で従来想定より早目の追加利上げを示唆した。Brexit という不透明要因はあるが、景気が底堅く推移する中、1 月の消費者物価上昇率はインフレターゲットの上限である前年比+3.0%にとどまった。BOE は労働需給の逼迫が賃金上昇率の加速につながると予想しており、政策金利は 5 月にも 0.75%へ引き上げられる可能性が高い。

ユーロ圏経済

2017年は2.5%成長

ユーロ圏の2017年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.6%となった。7-9月期の同+0.7%からは減速したが、2013年4-6月期に始まった現在の景気拡大局面の平均である同+0.5%は上回っている。2017年通年の成長率は+2.5%となり、2007年の+3.0%以来10年ぶりの高成長となった。ここまで5年近く続いている景気拡大局面の主役は個人消費で、そこに総固定資本形成と輸出の拡大が加わって持続的な景気拡大となっている。なお、2017年10-12月期の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、輸出拡大を背景に純輸出が最大の牽引役になったと推測される。

世界的な需要拡大が続いている

ユーロ圏経済は2018年に入ってから高成長が続いていると見込まれる。第一の牽引役は旺盛な外需である。2017年10-12月期の製造業受注は前期比+2.5%と高い伸びを記録したが、中でもユーロ圏外からの受注は同+4.5%と力強く伸びた。財別では資本財が同+5.0%、中間財が同+2.7%となっている。この受注拡大を受けて、ユーロ圏の12月の鉱工業生産は前年比+5.2%とほぼ7年ぶりの高い伸びとなり、続く1月の製造業の設備稼働率はユーロ圏主要国であるドイツ、フランス、イタリア、スペインで軒並みリーマン・ショック前の高水準を回復した。生産能力増強のための設備投資の必要性が高まっていると考えられ、ユーロ圏内でも投資拡大が見込まれる。なお、ユーロ圏の小売売上高は2017年後半にやや減速する傾向を見せた。ユーロ圏の消費者物価上昇率が2016年の+0.4%から2017年は+1.5%へと加速した一方、賃金上昇率はほぼ横ばいで推移したため、実質賃金上昇率の伸びが鈍化したことが一因と考えられる。とはいえ、企業の雇用拡大意欲は引き続き強く、雇用改善が個人消費拡大を後押しする構図に変化はないと考える。

ユーロ高と金利上昇が景気の抑制要因に

ただ、2018年の成長率が2017年を上回ることは難しいと考える。ユーロ高と金利上昇が内外の需要を幾分抑制する要因として働くと予想されるためである。ユーロの実効為替レートはすでに昨年から上昇傾向にあるが、これまではECBが2014年6月に導入し、その後拡充してきた「非伝統的な金融緩和」に伴う大幅なユーロ安の是正の範囲内であったと判断される。しかしながら、米国のトランプ政権が景気刺激のために大規模な歳出拡大を伴う景気刺激策を提案したことが、ドル安と米国の長期金利上昇要因となって以降、ユーロ圏でも金利が上昇し、また「ユーロ高」局面へと移行する兆しが見られる。10年前のユーロ圏の好況期に比べれば、現状はユーロ高でも金利高でもないが、2017年までの低金利、ユーロ安という追い風が、向かい風へと変わったことへの調整が必要となるだろう。ユーロ圏の成長率は2018年+2.2%、2019年+1.9%と予想している。

ECBのインフレ見通しがますます注目される

ECBは1月から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。ただし、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のみならず、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、金融緩和の修正に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」に向けた地ならしを求める声が出ている。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たが、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月の理事会への注目度が一段と高まっている。

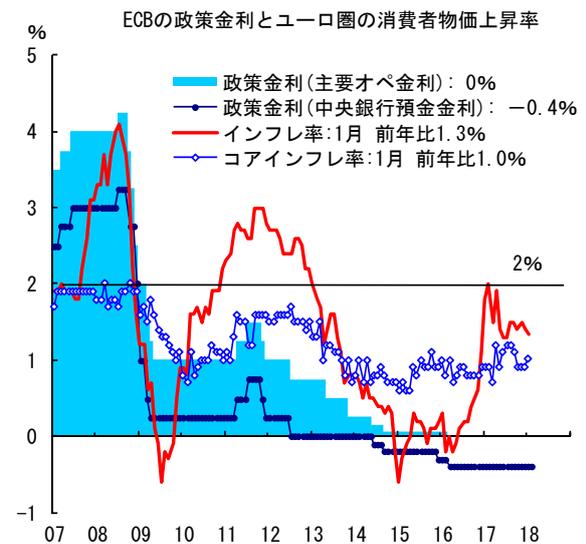
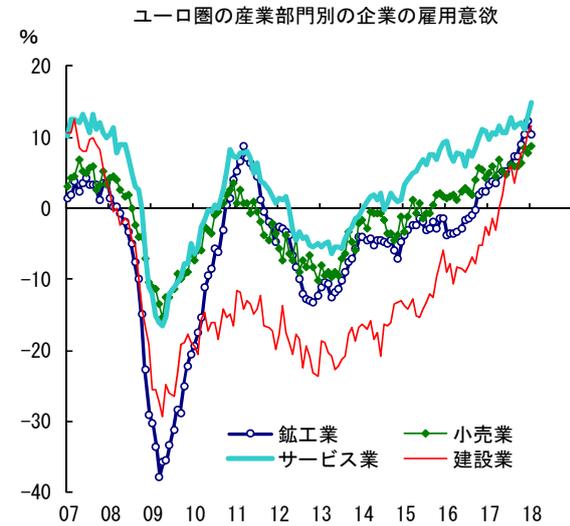
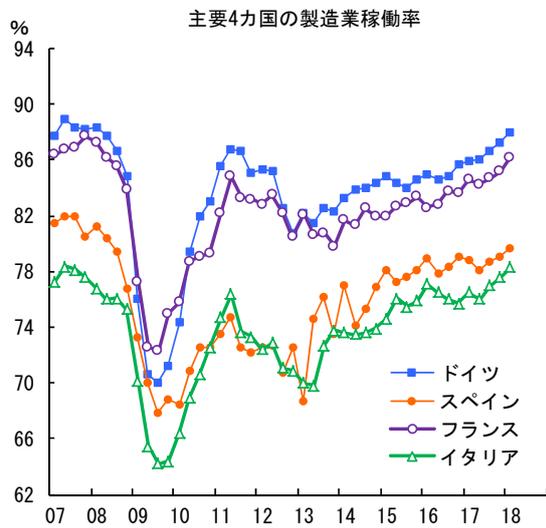
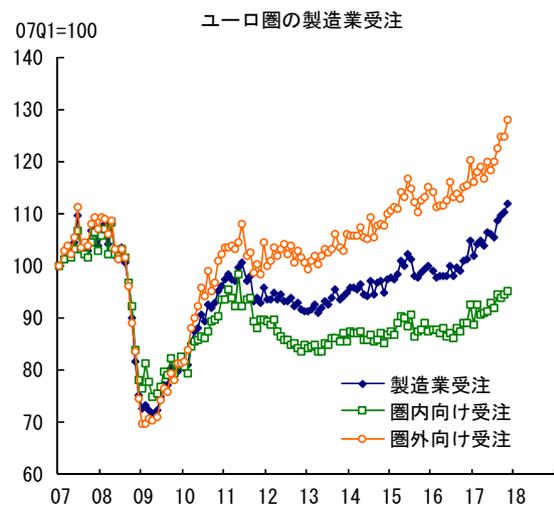
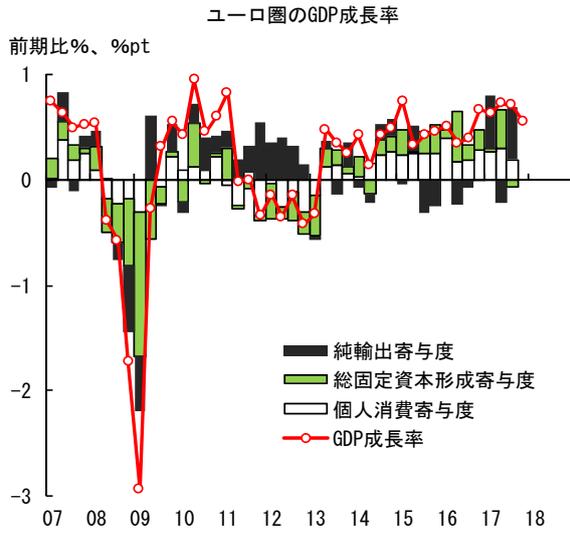
インフレ材料としては、原油価格の上昇に加え、2月初めにドイツ最大労組であるIGメタル(金属・電機産業労組)が勝ち取った高めの賃上げ率が注目される。2018年1月から2020年3月までを対象に、2018年4月の+4.3%の賃上げのほか、一時金の支払いなども盛り込まれた今回の労使合意は年率換算で+4%弱の賃上げ率に相当すると評されており、前回の労使合意の同+2%程度の賃上げ率を上回った。ドイツの失業率は歴史的な低水準にあるが、賃金上昇率は加速せず、低インフレの一因になっているとされてきたが、この流れを変える起点になり得る賃金交渉である。もっとも、ドイツの他産業の賃金交渉はそれぞれの労使協約が期限切れを迎えるタイミングで順次行われるため、今回の賃上げ率が一気に波及するわけではない。また、他のユーロ圏諸国ではまだ失業率は金融危機前の水準まで低下していない国が大半である。

一方、ユーロ高はインフレ抑制要因となる。ユーロ圏の消費者物価上昇率は1月には前年比+1.3%に低下してECBが目指す「+2%をやや下回るインフレ率」から依然として乖離しているが、急速にインフレ圧力が高まる環境にはないと考えられる。ECBは先々の利上げを念頭に置いているが、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」の修正を徐々に進めると予想される。

米国と欧州の貿易戦争？

ユーロ圏経済は内外の需要拡大を追い風に好調に推移しているが、景気下振れの最大のリスクは外需の変調にあると考えられる。その観点から、2月半ばに米国のロス商務長官が打ち出した鉄鋼とアルミ製品に関する輸入関税導入もしくは輸入量制限の提案の行方が注目される。トランプ大統領と米議会は4月までにこの提案を実行に移すか否かを判断することになっている。米国第一主義を掲げるトランプ大統領は、就任前から対米の貿易黒字が大きい国々を繰り返し非難してきたが、今回の鉄鋼とアルミの輸入規制の対象には欧州も含まれる。欧州委員会は米国が輸入規制を実行に移した場合は、広範囲の米製品に関して対抗措置を講じると表明している。欧州委員会の発言は輸入規制の導入撤回を促すためだが、2018年11月の中間選挙が視野に入るトランプ政権もあとには引かず、米とEUの貿易戦争に発展しないか、好調な世界貿易に水を差すことにならないか懸念される。

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

英国経済

利上げの前倒しを予告した英中銀 (BOE)

BOEは2月8日に金融政策理事会の決定事項と、2月のインフレーション・レポートを公表した。政策金利を0.50%に据え置くことと、4,350億ポンドの国債購入と100億ポンドの社債購入の枠組みを維持することが全会一致で決定された。ここまでは事前に予想されていた通りだが、同時に11月のインフレーション・レポートで想定していたより早期の利上げが望ましいとの見解が示された。想定よりタカ派のBOEのコメントは、英国の長短金利の上昇材料となった。

BOEは昨年11月に政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げたが、これが金融危機以降の初めての利上げであった。それから3カ月後の2月に、早めの追加利上げが適切と判断した第一の理由は、昨年秋以降、インフレターゲットの上限である前年比+3.0%近辺で推移する消費者物価上昇率がなかなか低下してこないと予想したためである。もともとBOEはBrexit(英国のEU離脱)選択に伴うポンド急落によるインフレ圧力が低減し、2018年の消費者物価上昇率は緩やかに低下してくると見込んでいた。ところが、労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率が加速し、インフレ率の低下を遅らせる懸念が高まっているというのがBOEの見立てである。

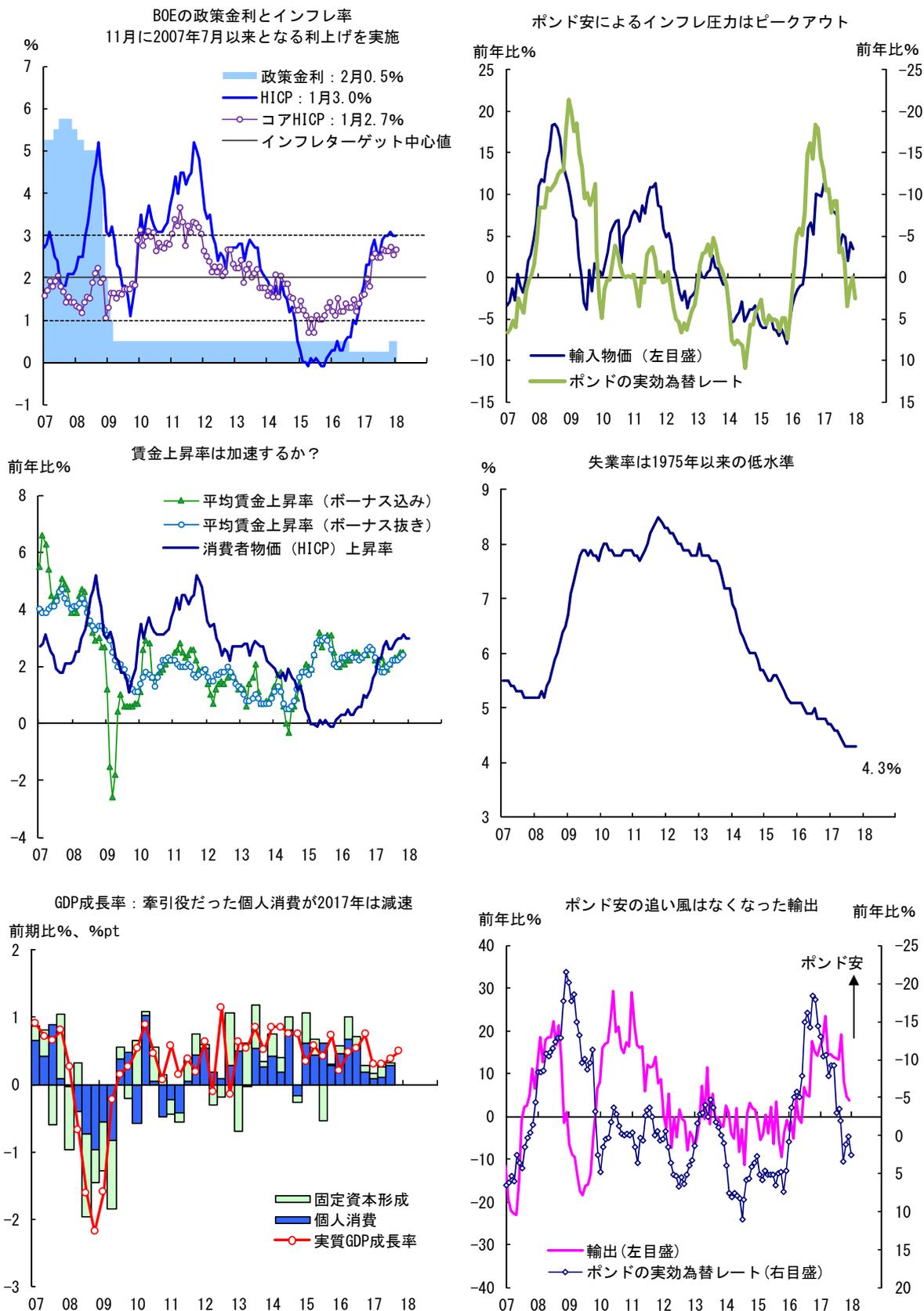
この見直し修正の背景には、世界経済が想定以上に好調で、英国経済も十分とは言えないものの、その恩恵を得ていることがあると考えられる。英国のGDP成長率は2017年10-12月期は前期比+0.5%と予想外に堅調で、2017年通年も+1.8%と2016年の+1.9%とほぼ同水準であった。個人消費は実質所得が目減りしたことで減速したが、一方でポンド安と世界景気拡大が追い風となった輸出が英国景気を下支えしている。BOEは2月のインフレーション・レポートで今後3年の成長率予想を+1.75%に上方修正した。今後、原油価格急落などインフレ見通しを大きく引き下げる出来事や、英国の輸出見通しを急速に冷やす材料が出なければ、BOEは次のインフレーション・レポートを公表する5月に0.25%の追加利上げを実施すると予想される。

Brexitに関する不透明感は払拭されていない

5月に追加利上げに踏み切ったとして、その後の利上げの幅とペースに関しては、BOEは小幅かつ緩やかに進めていくとしている。追加利上げの行方を決定する第一の要因はインフレ率の動向で、BOEが予想するように賃金上昇率が加速してくるかどうか注目される。

ところで、BOEの景気見通しは、Brexitに関してEUとの協議が順調に進み、2019年3月末以降は現状と大差のない移行期間が開始されることを想定している。ただし、離脱交渉は2018年1月から第2段階に入ったものの具体的な進展に乏しく、移行期間とその後の英国とEUの新たな通商関係がどのような姿になるのか、いまだに見えてこない。2018年半ば以降、Brexitに関する不透明感が景気の下振れ材料として存在感を高め、英国経済は2018年+1.4%、2018年+1.2%と減速傾向をたどると予想される。BOEにとって重要なのはインフレ見通しへの影響だが、Brexit懸念が改めてポンド安材料となった場合、インフレ見通しの上方修正と、景気見通しの下方修正が同時に必要になる可能性も想定される。

図表2 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 通年	2017					2018					2019 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	1.8%	2.5%	2.9%	2.9%	2.4%	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%	1.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.4%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	0.6%	7.1%	-1.2%	4.5%	3.2%	3.2%	4.9%	4.5%	4.1%	3.7%	3.6%
輸出等	3.3%	5.5%	4.3%	6.0%	4.5%	5.0%	4.9%	4.3%	3.2%	2.8%	4.5%	4.0%
輸入等	4.7%	1.2%	6.7%	1.8%	3.5%	4.2%	4.5%	4.7%	3.6%	3.2%	4.0%	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%	2.7%	2.5%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%	2.2%	1.9%
民間消費支出	2.0%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
政府消費支出	1.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	4.2%	3.5%	2.4%	2.7%	3.2%	3.4%	2.8%	4.3%	4.2%	3.7%	3.6%
輸出等	3.3%	4.8%	4.5%	5.6%	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.2%	3.8%	4.5%	4.0%
輸入等	4.7%	4.8%	4.4%	4.3%	3.3%	4.2%	4.1%	3.6%	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%
鉱工業生産（除建設）	1.5%	1.2%	2.6%	3.6%	4.3%	2.9%	5.2%	4.2%	3.5%	2.8%	3.9%	2.0%
実質小売売上高	1.5%	2.2%	2.9%	2.9%	2.1%	2.5%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%	1.7%
生産者物価	-2.0%	4.0%	3.2%	2.2%	2.1%	2.9%	1.7%	2.1%	2.2%	1.8%	1.9%	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	87.7	348.2	83.0	85.0	81.0	77.0	326.0	296.0
経常収支	367.6	91.1	80.9	124.2	95.2	391.4	83.5	84.2	77.9	71.6	317.1	271.4
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%	0.66%	0.70%	0.73%	0.80%	0.72%	1.20%
独 国債2年物(期中平均)	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.72%	-0.54%	-0.50%	-0.45%	-0.38%	-0.47%	-0.10%
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%	0.50%

(注) 2017年Q4まで実績値（GDP内訳のみ同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					2019 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	1.9%	1.2%	1.2%	1.6%	2.0%	1.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%
民間消費支出	2.9%	0.6%	0.6%	1.8%	1.2%	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%	2.4%	3.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.3%	0.8%
輸出等	2.3%	1.6%	7.2%	3.3%	1.2%	5.9%	3.6%	3.6%	3.2%	2.8%	3.3%	2.8%
輸入等	4.8%	4.1%	1.7%	3.5%	1.2%	3.0%	2.4%	2.8%	2.0%	2.0%	2.3%	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%	1.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%	1.4%	1.2%
民間消費支出	2.9%	2.3%	1.4%	1.0%	1.0%	1.4%	1.2%	1.4%	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%	2.4%	3.1%	2.1%	1.3%	1.2%	0.8%	1.3%	0.8%
輸出等	2.3%	6.6%	5.5%	8.3%	3.3%	5.9%	3.8%	2.9%	2.9%	3.3%	3.3%	2.8%
輸入等	4.8%	4.4%	3.8%	1.3%	2.6%	3.0%	2.2%	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
鉱工業生産	1.3%	2.7%	0.7%	2.6%	2.3%	2.1%	0.9%	0.6%	-0.2%	-0.3%	0.2%	0.9%
実質小売売上高	4.8%	2.6%	2.5%	1.6%	0.9%	1.9%	1.8%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.9%	2.7%	2.4%	2.4%	2.6%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%	2.8%	2.5%	2.3%	2.1%	2.4%	2.2%
失業率	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	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	-135.5	-34.4	-32.5	-33.9	-37.2	-138.0	-34.1	-33.2	-34.2	-37.2	-138.7	-140.1
経常収支	-113.6	-21.6	-25.8	-22.8	-28.0	-98.2	-26.4	-25.5	-27.6	-30.7	-110.2	-114.6
財政収支	-49.4	15.5	-17.6	-4.3	-13.6	-20.0					-31.3	-32.4
国債10年物(期中平均)	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.20%	1.49%	1.61%	1.68%	1.73%	1.63%	1.69%
国債2年物(期中平均)	0.29%	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.25%	0.64%	0.73%	0.81%	0.88%	0.77%	0.90%
政策金利(末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%

(注) 2017年Q4まで実績値（GDP内訳と経常収支は同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