

2018年3月23日 全7頁

欧州経済見通し 景気見通しに落ちる影

貿易摩擦と Brexit

経済調査部
主席研究員
山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏経済は天気にならば快晴で、2017 年年央に消費、投資、輸出がそろって拡大した。2017 年末から 2018 年初めにかけて景気拡大は小休止しているが、急拡大した反動によるスピード調整の期間とみられる。インフレ率は加速しておらず、ECB は「非伝統的な金融緩和」からの出口戦略を段階的に進めていくと予想される。
- 英国経済は薄曇り。Brexit（英国の EU 離脱）という難題を抱え、雨になることが懸念されたものの、2017 年は輸出と投資の拡大のおかげで持ちこたえた。BOE（英中銀）はインフレを警戒して早期利上げに言及しているが、最新の経済指標はその判断を難しくしている。消費者物価上昇率は 2 月に前年比+2.7%に減速した一方、賃金上昇率には加速傾向が見られる。BOE は 5 月に追加利上げを決める可能性が高いと予想されるが、今後の景気指標次第となろう。
- ユーロ圏と英国に共通する景気下振れリスクは、外部環境の見通しの不透明感である。足下の受注は好調だが、米国と EU の貿易摩擦の高まりが新たな懸念材料となっており、また Brexit 交渉は最低限のペースでしか進んでいない。Brexit に関する最新情報は EU と英国が「移行期間」について暫定合意したことだが、アイルランドとの国境問題を含む離脱協定全体が合意されなければ、「移行期間」に関する合意は無効となる。また、「移行期間」後の EU と英国の関係については、これから交渉が始まる場所である。

ユーロ圏経済

10-12 月期 GDP は投資と純輸出が牽引

2017 年 10-12 月期のユーロ圏の GDP 成長率の確報値（3 月 7 日発表）は前期比+0.6%と速報値と同じであった。需要項目に注目すると、総固定資本形成（前期比寄与度+0.2%pt）と純輸出（同+0.4%pt）が主な牽引役である。総固定資本形成は 7-9 月期に前期比-0.2%といったん落ち込んだが、10-12 月期は同+0.9%と反発した。好調な輸出を追い風に製造業受注は 2017 年後半に力強く拡大し、また、設備稼働率も上昇しているため、投資需要は旺盛と判断される。なお、個人消費の寄与度は 10-12 月期には前期比+0.1%pt に縮小し、2014 年 1-3 月期以来の小幅の寄与にとどまった。

外部環境の不透明要因が増大

ユーロ圏の小売売上高は 12 月に続いて 1 月も前月比マイナスと落ち込んだ。これに加えて、鉱工業生産、建設業生産、輸出も 1 月はそろって前月比マイナスに転じた。また、消費者信頼感、企業景況感などのマインド指標は、2017 年末から 2018 年初めにかけて改善傾向が頭打ちとなっている。もっとも、景況感指標はいずれも過去最高水準の近辺にあり、受注増を背景に企業の投資や雇用拡大への意欲は高い。ユーロ圏経済は 2017 年年央に消費、投資、輸出がそろって拡大する非常に力強い景気拡大を経験した反動で、2017 年末から 2018 年初めにかけて小休止していると考えられる。「スピード調整」が終われば、堅調な景気拡大軌道に戻るとするのがメインシナリオである。

ただ、このメインシナリオに対して、外部環境の不透明要因が増大することで、下振れリスクが高まる懸念がある。もともと 2018 年の輸出は、中国景気の緩やかな減速に伴い、2017 年と比べてやや鈍化すると見込んできた。ここに、米国と EU の貿易摩擦が新たな問題として浮上している。トランプ大統領が打ち出した鉄鋼とアルミに対する輸入関税は、米国内向けに鉄鋼産業やアルミ産業を保護しているというポーズを示すことと、対外的には貿易赤字削減のための取引材料にすることをねらっている。これに対して、EU は米国が輸入関税を導入した場合に、対抗措置を講じる品目としてハーレーダビッドソンのバイク、バーボン・ウイスキー、リーバイスのジーンズなどをリストアップする一方、輸入関税の適用除外を求めて米国と交渉を進めている。「報復合戦」は双方の望むところではないと考えられるものの、トランプ大統領がなにを「成果」と判断するのか読みづらいところに、EU 側も強硬姿勢が目立つ点は気がかりである。これに加えて、Brexit 後の EU と英国の通商関係が、Brexit まで残り 1 年となった現状でも明確となっていないことも景気見通しに影を落としている。

ECB はフォワードガイダンスを 3 月に微修正

3 月 8 日の ECB 金融政策理事会では、予想通り政策金利をすべて据え置いた（主要オペ金利 0%、中央銀行預金金利 -0.40%、限界貸出金利 0.25%）。また、金融政策のフォワードガイダンスの

うち、資産買取プログラムを通じて2018年9月まで毎月300億ユーロの資産を購入し、必要があれば10月以降も資産買取を継続すること、保有する国債等が償還された場合にその資金を再投資すること、さらに資産買取の停止後しばらくは政策金利を据え置く方針に変更はなかった。

ただし、インフレ率の目標達成が想定通りに進まない場合、「資産買取の規模拡大やデュレーション（残存期間）の延長があり得る」と追加的な金融緩和の可能性を示唆していた文言が、今回削除された。これはECBがユーロ圏の景気拡大の持続性に自信を深めたことの表れと考えられる。ECBスタッフの経済予想は、2018年のGDP成長率が前回（12月）予想の+2.3%から、3月予想では+2.4%に上方修正された。2019年+1.9%、2020年+1.7%との成長率予想は前回と同じである。ユーロ圏の潜在成長率は+1.5%程度と欧州委員会が推計しているが、ECBスタッフ予想は2020年までこれを上回る高成長が続くと見込んでいることになる。一方、消費者物価上昇率は2020年によく+1.7%に加速すると予想しており、ECBが目指している「+2.0%をやや下回るインフレ率」の達成は微妙なところである。

図表1 ECBスタッフの経済予想（2018年3月）

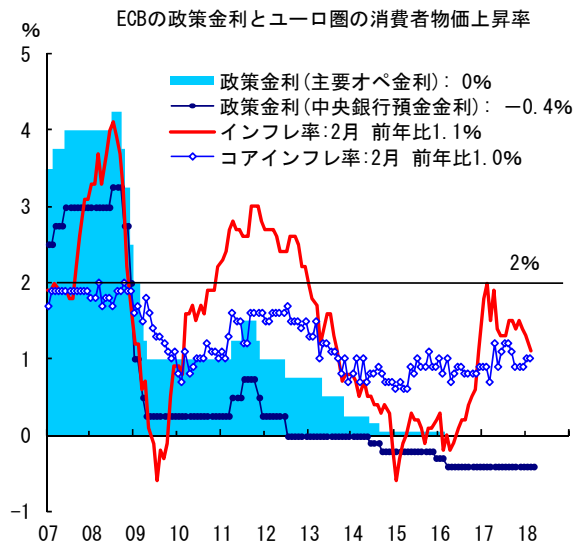
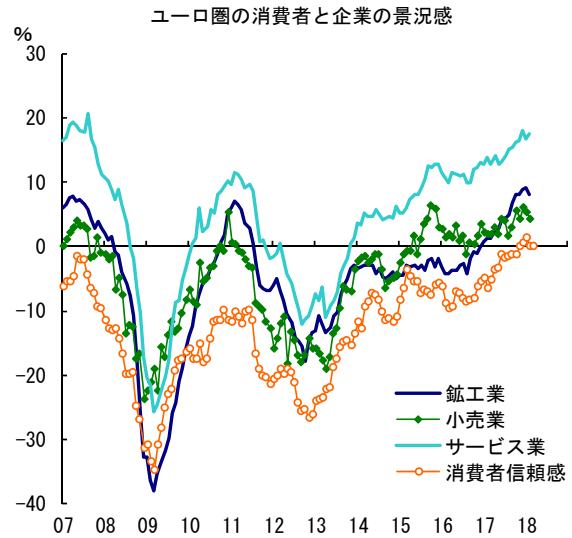
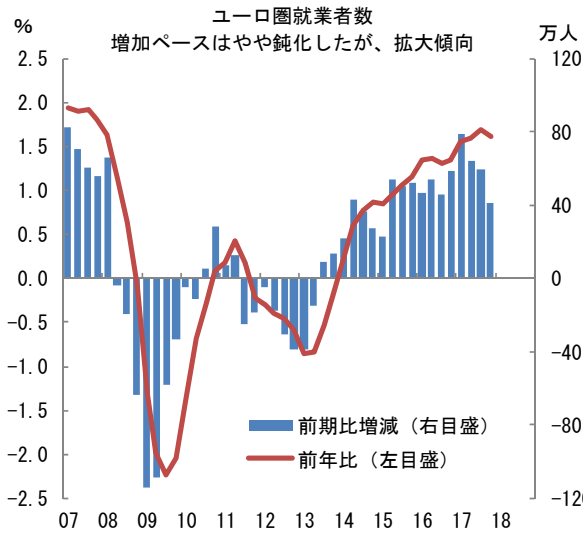
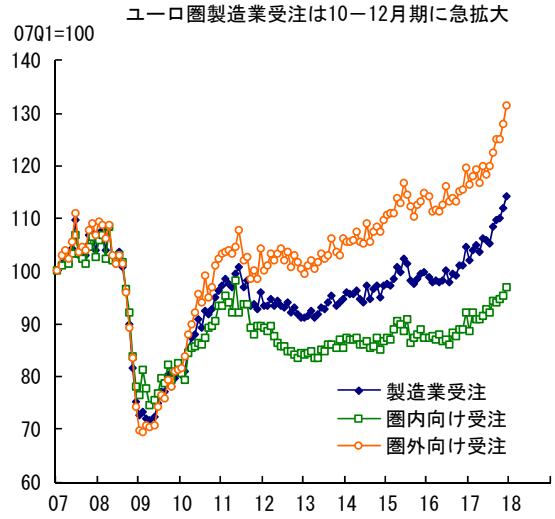
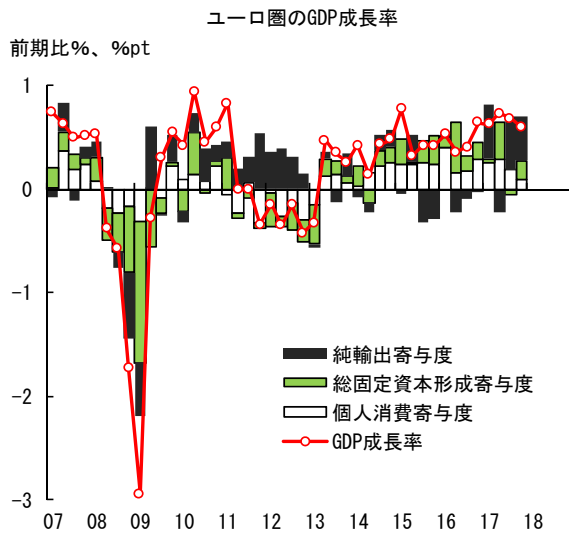
	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2017	2.5	2.4	1.5	1.5
2018	2.4 (2.1~2.7)	2.3 (1.7~2.9)	1.4 (1.1~1.7)	1.4 (0.9~1.9)
2019	1.9 (0.9~2.9)	1.9 (0.9~2.9)	1.4 (0.6~2.2)	1.5 (0.7~2.3)
2020	1.7 (0.7~2.7)	1.7 (0.6~2.8)	1.7 (0.8~2.6)	1.7 (0.8~2.6)

(出所) ECB データより大和総研作成

2月のインフレ率は一段と低下

ユーロ圏の2月の消費者物価上昇率は前年比+1.1%と14カ月ぶりの低い伸びを記録した。直接的な原因は、昨年2月に原油高とユーロ安、それに天候要因も加わって高騰したエネルギーと食品の価格が、今年は落ち着いていることである。ECBは原油先物価格の動向から、年末にかけてエネルギー価格が物価押し上げ要因となり、消費者物価上昇率が同+1.5%程度に加速すると予想している。とはいえ、エネルギーや食品を除いたコアインフレ率も2月は同+1.0%にとどまり、インフレ圧力は強いとは言えない。今後のインフレを占う上で注目されるのは賃金上昇率だが、ユーロ圏の10-12月期の民間部門の賃金上昇率は前年比+1.9%で、リーマン・ショック以前の賃金上昇率が同+3.0%前後だったのと比べるとまだ低調である。ちなみに、ユーロ圏主要国の賃金上昇率はドイツが同+2.2%、フランスが同+2.1%と堅調だが、イタリアは同-0.5%と落ち込み、スペインも同+1.3%にとどまっており、国ごとのばらつきが大きい。賃金上昇率がインフレ加速の材料となるまで、しばらく時間を要すると考えられる。

図表2 ユーロ圏の経済指標



(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

英国経済見通し

消費減速を投資と輸出の拡大がカバー

2017年の英国経済は+1.7%成長となり、2014年+3.1%、2015年+2.3%、2016年+1.9%からの減速傾向が継続している。ただし、2017年は個人消費の減速で、GDP成長率もより大幅に減速すると見込んでいたが、そうはならなかった。確かに個人消費は2016年の+2.9%から2017年は+1.7%に減速したが、他方で輸出が+2.3%から+5.0%へ、総固定資本形成が+1.8%から+3.9%へ加速したことで相殺されたのである。

個人消費が減速したのはインフレ加速で購買力が損なわれたためで、インフレ加速の主因は2016年6月の国民投票でのBrexit選択を契機とするポンド急落である。Brexitが実現すれば英国とEUの通商関係は大きく変わる可能性があり、その時期は最短で2019年3月29日と決まっている一方、具体的にどうなるかは未だ確定していないが、この不透明感が投資や雇用を抑制しているという証拠はまだない。Brexit後、英EUの新たなFTA（自由貿易協定）が発効するまでは「移行期間」として激変緩和措置が講じられることが前提となっているからだろうか。

「移行期間」設置に関する暫定合意

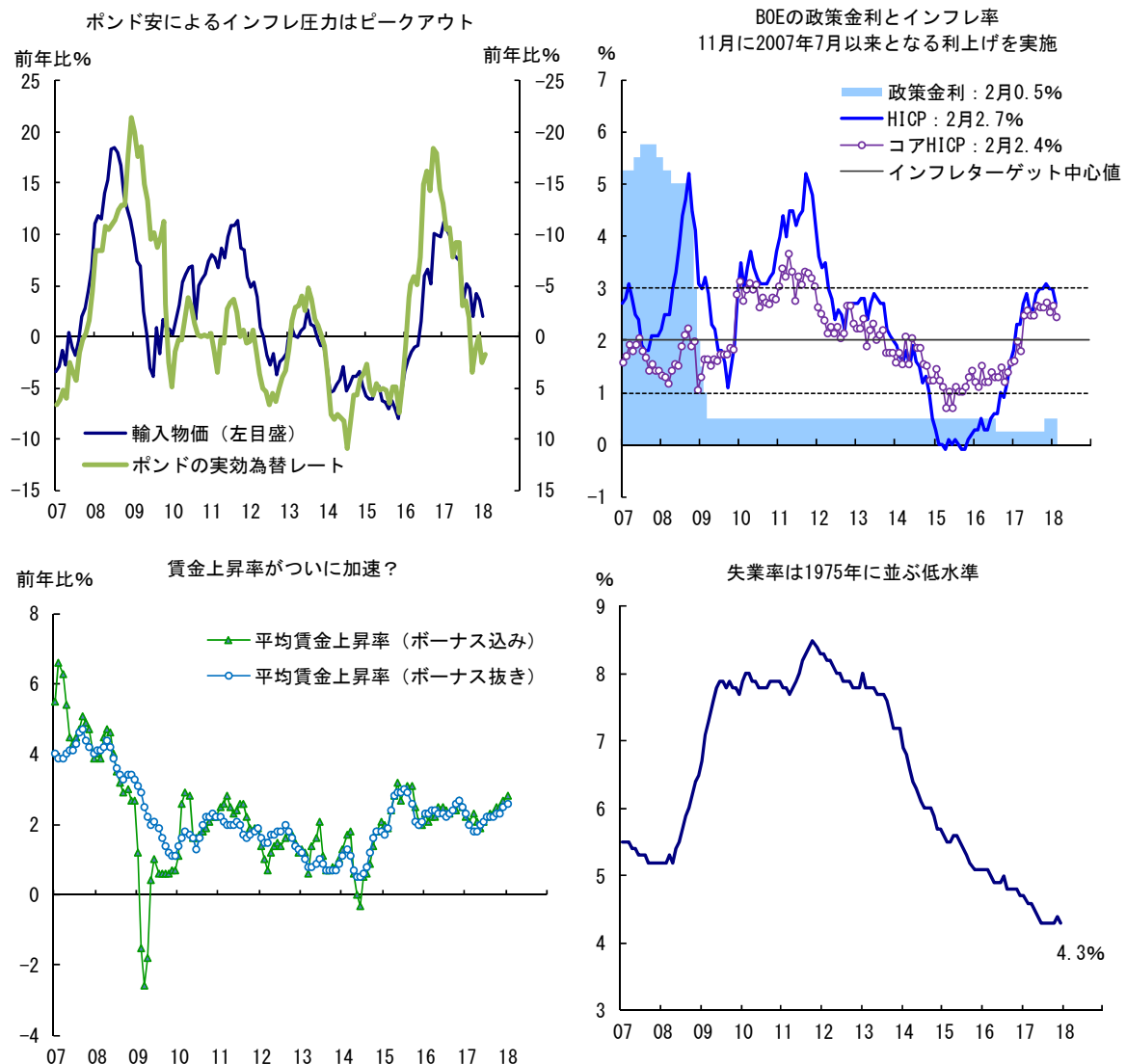
3月19日にEUのバルニエ首席交渉官と英国のデービスEU離脱担当相は「移行期間」に関して暫定合意したと発表した。この間、英国はEUの単一市場と関税同盟にとどまり、現状の通商関係から大きな変化は生じない。また、「移行期間」中に英国は第3国とのFTA協議を開始することが可能となる。他方で、「移行期間」はEUが主張していた2020年末までとされ、そのほかにも英国は「移行期間」中はEU予算に対する拠出金をこれまで同様支払うこと、移住してきたEU市民の権利をBrexit前と同様に保障すること、EUの法規制を受け入れることなど、EUの主張の多くを受け入れた。今回の交渉結果が3月23日のEU首脳会議で了承されれば、英国とEUの離脱交渉はFTA交渉という新たな段階に進むことになる。

今回の英国とEUの暫定合意は、ぎりぎりのタイミングで双方が交渉決裂を回避した結果と考えられる。ただし、これで「移行期間」の設置が確約されたわけではない。「移行期間」設置は離脱協定の一環だが、バルニエ首席交渉官は離脱協定に関わるすべての問題が合意されなければならないという方針を明確にしている。まだ合意されていない問題のうち最も厄介なのは、英国とアイルランドの国境問題である。英国とEUは、英領北アイルランドとアイルランドの間の国境に税関や検問所を設置しないことで合意しているが、英国が関税同盟を離脱するのであれば、どこかに税関と検問所を設ける必要がある。EUは北アイルランドをEUの関税同盟に残す特別措置を提案しているが、英国では北アイルランドとそれ以外の英国を分断する措置と反発する声が根強い。また、欧州司法裁判所の管轄を英国が受け入れるかどうかはまだ決着していない。2019年3月に間に合うように離脱協定が発効するには、今年秋までにこれらの問題をすべて解決する必要があるとされているが、時間との競争は今後も継続すると予想される。しかも、企業にとって一番関心の高いFTAに関する協議はこれからで、いつその中身が明確になるかも定かではない。英国の景気見通しの改善に、今回の暫定合意では力不足と考えられる。

賃金上昇率はじわり加速

英国の2月の消費者物価上昇率は前年比+2.7%となり、昨年11月の同+3.1%から減速傾向が強まった。インフレターゲットの同+2.0%はまだ大きく上回るが、ポンド安によるインフレ押し上げ効果が一巡した効果がようやく出てきた。他方で、これまで同+2%台前半で推移してきた賃金上昇率が、同+2%台後半に加速してきた。英国の失業率は4.3%と1975年に並ぶ低水準で推移しており、労働需給が締まっていることが賃金上昇率加速の原因であろう。BOE（英中銀）は昨年11月に政策金利を0.25%から0.50%に引き上げたあと、2月の金融政策理事会で早期の追加利上げを示唆した。賃金上昇率の加速傾向が維持されれば、次のインフレーション・レポートが公表される5月に追加利上げが決定される可能性が高いと予想される。

図表3 英国の経済指標



(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 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%	3.0%	2.8%	2.4%	2.5%	2.0%	2.1%	2.0%	1.8%	2.2%	1.9%
民間消費支出	1.9%	1.9%	2.1%	1.4%	0.7%	1.7%	1.2%	1.7%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.0%	1.5%	1.7%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	0.6%	7.1%	-1.0%	3.6%	3.1%	3.2%	4.9%	4.5%	3.6%	3.5%	3.5%
輸出等	3.4%	5.2%	4.7%	6.6%	7.8%	5.3%	3.8%	4.1%	3.2%	2.8%	4.8%	4.0%
輸入等	4.8%	0.8%	7.2%	2.4%	4.4%	4.3%	3.6%	4.5%	4.1%	3.2%	4.0%	4.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%	2.2%	1.9%
民間消費支出	1.9%	1.6%	1.9%	1.9%	1.5%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.6%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.8%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	4.1%	3.4%	2.4%	2.5%	3.1%	3.2%	2.7%	4.0%	4.1%	3.5%	3.5%
輸出等	3.4%	4.7%	4.5%	5.8%	6.1%	5.3%	5.7%	5.5%	4.7%	3.5%	4.8%	4.0%
輸入等	4.8%	4.7%	4.5%	4.4%	3.7%	4.3%	4.4%	3.7%	4.2%	3.9%	4.0%	4.2%
鉱工業生産（除建設）	1.6%	1.2%	2.7%	3.7%	4.2%	2.9%	3.8%	3.2%	2.3%	1.8%	2.8%	2.3%
実質小売売上高	1.7%	2.1%	2.7%	2.6%	1.9%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	1.8%	2.0%	1.8%
消費者物価	0.2%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.6%
生産者物価	-1.9%	3.8%	3.0%	2.1%	2.0%	2.7%	1.1%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%	1.8%
失業率	10.0%	9.5%	9.1%	9.0%	8.7%	9.1%	8.6%	8.5%	8.4%	8.2%	8.4%	7.9%
10億ユーロ												
貿易収支	373.0	79.2	82.6	98.6	88.1	348.6	85.0	85.0	81.0	77.0	328.0	296.0
経常収支	367.6	91.1	80.9	124.2	95.6	391.7	88.5	85.2	79.9	74.6	328.2	271.5
財政収支	-118					-123					-104	-108
独 国債10年物（期中平均）	0.14%	0.36%	0.31%	0.45%	0.38%	0.37%	0.62%	0.57%	0.61%	0.66%	0.62%	1.20%
独 国債2年物（期中平均）	-0.59%	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.72%	-0.58%	-0.55%	-0.48%	-0.40%	-0.50%	-0.12%
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%	0.9%	1.1%	2.0%	1.6%	1.7%	1.4%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%
民間消費支出	2.9%	1.5%	1.0%	1.5%	1.3%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
政府消費支出	0.8%	-0.3%	1.6%	-0.0%	2.3%	0.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%
総固定資本形成	1.8%	3.1%	4.8%	2.9%	4.4%	3.9%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	2.0%	0.9%
輸出等	2.3%	-0.0%	7.1%	0.8%	1.7%	5.0%	3.6%	3.6%	3.2%	2.8%	2.6%	2.8%
輸入等	4.8%	4.2%	2.1%	4.1%	6.3%	3.5%	-1.6%	2.4%	2.0%	1.6%	2.2%	2.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%
民間消費支出	2.9%	2.5%	1.7%	1.3%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%
政府消費支出	0.8%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.9%	0.3%	1.4%	1.3%	1.6%	1.3%	1.4%	1.2%
総固定資本形成	1.8%	4.6%	3.8%	3.4%	3.8%	3.9%	3.2%	2.2%	1.7%	0.9%	2.0%	0.9%
輸出等	2.3%	6.2%	5.1%	7.2%	1.7%	5.0%	2.6%	1.8%	2.4%	3.3%	2.6%	2.8%
輸入等	4.8%	4.4%	3.9%	1.6%	4.2%	3.5%	2.7%	2.8%	2.3%	1.1%	2.2%	2.1%
鉱工業生産	1.3%	2.7%	0.7%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%	1.8%	1.0%	0.8%	1.4%	0.9%
実質小売売上高	4.8%	2.6%	2.5%	1.6%	0.9%	1.9%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
消費者物価	0.6%	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.3%	2.5%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	0.5%	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%	2.7%	2.3%	2.1%	1.9%	2.2%	2.2%
失業率	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	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	-32.9	-35.7	-135.6	-35.4	-34.2	-33.5	-34.2	-137.3	-137.7
経常収支	-113.6	-21.6	-25.8	-22.8	-25.0	-95.2	-27.7	-26.6	-26.9	-27.7	-108.9	-112.3
財政収支	-49.4	15.5	-17.8	-4.0	-13.8	-20.1					-31.2	-32.3
国債10年物（期中平均）	1.23%	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.20%	1.45%	1.54%	1.60%	1.63%	1.56%	1.66%
国債2年物（期中平均）	0.29%	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.25%	0.69%	0.76%	0.83%	0.87%	0.79%	0.90%
政策金利（未値）	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（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