

2018 年 4 月 19 日 全 7 頁

欧州経済見通し ドイツを筆頭に景況感悪化

「貿易戦争」の波及を警戒

経済調査部
主席研究員
山崎 加津子

[要約]

- 快晴だったユーロ圏経済の見通しがにわかに曇ってきた。生産、輸出、消費が総じて冴えず、2018 年 1-3 月期は 2017 年の高成長から減速したと推測される。景気指標の悪化が目立つのがユーロ圏主要国の中で輸出依存度の高いドイツで、ユーロ安の追い風がなくなったことが影響しているとみられる。加えて、米中の貿易摩擦の高まりやシリアに対する米英仏の空爆など、世界貿易の先行きを懸念させる出来事が続いており、今後の見通しを暗くしている。もっとも、ユーロ圏の雇用は改善傾向にあり、家計の所得環境は良好なことから、ユーロ圏景気はより緩やかなペースにはなろうが拡大基調を維持すると見込む。また、ユーロ圏のインフレ率の加速はごく緩やかで、ECB は「非伝統的な金融緩和」からの出口戦略を慎重に進めると予想される。
- 英国経済は引き続き薄曇り。失業率低下と賃金上昇率加速を追い風に個人消費がいくらか持ち直すと期待される一方、ユーロ圏同様、外需に関して不透明感が高まっている。また、Brexit（英国の EU 離脱）実現のための交渉時間が限られているにもかかわらず、英国政府や議会においていまだ大きな見解の相違があり、英国がどのような Brexit を目指そうとしているのか明確ではない。ところで、Brexit 決定に伴うポンド急落によるインフレ圧力が剥落したことで、3 月の消費者物価上昇率は前年比+2.5%に一段と減速した。早ければ 5 月に追加利上げする意向を示してきた英中銀（BOE）にとって、利上げに踏み切るための根拠が弱まったと判断される。

ユーロ圏経済

2018 年 1－3 月期は小休止？

ユーロ圏経済は 2013 年 4－6 月期から 2017 年 10－12 月期まで 19 四半期連続でプラス成長となっているが、特に 2016 年 10－12 月期以降の 5 四半期に景気拡大が力強さを増した。現在の景気拡大局面の実質 GDP 成長率の平均は前期比+0.5%（年率換算+1.9%）だが、2017 年 10－12 月期までの 5 四半期はこの平均値を明確に上回った。低金利、雇用改善、世界的な景気拡大を背景に、ユーロ圏でも内外需が拡大し、年率換算の成長率で+3%近い伸びとなったのである。

ところが、ここ数カ月はユーロ圏の景気減速を示す経済指標の発表が続き、2018 年 1－3 月期の成長率は減速したと推測される。鉱工業生産は 2017 年 12 月以降 3 カ月連続で前月比マイナスと停滞している。特に 2 月の製造業の生産が同-2.0%と大幅に落ち込んだが、その主因は輸出が伸び悩んだことにあるとみられる。ユーロ圏の輸出は 2016 年に前年割れとなったあと、2017 年は拡大に転じて景気拡大にも貢献したが、2018 年 1 月と 2 月は連続して前月比マイナスとなった。また、小売売上高もここ 3 カ月は伸び悩んでいる。

以上の景気指標が示唆する 1－3 月期の景気減速は、2017 年の高成長から巡航速度での成長へ移行するにあたっての「小休止」になるとみている。金利上昇やユーロ高進行など内外の需要拡大に対する逆風が徐々に強まる中、在庫水準の過剰感も出てきており、2017 年の高成長を続けることは難しくなっている。ユーロ圏主要国の中で最近の経済指標の悪化が目立つのがドイツだが、これはドイツの輸出依存度が高く、また EU 域外との貿易関係も相対的に高い国であるためと考えられる。ECB がマイナス金利の導入や資産買取を柱とする「非伝統的な金融緩和」に踏み切って以降、ユーロ安が進みユーロ圏、中でもドイツの輸出拡大の追い風となった。ただし、景気拡大を背景に 2017 年はユーロ高が進行したのである。

もっとも、金利は歴史的にみてごく低水準にとどまっており、また、2 月の失業率が 8.5%と 2008 年 12 月以来の水準に低下したように、雇用情勢も改善傾向にある。2018 年のユーロ圏経済は、2017 年と比べれば減速するものの、堅調な景気拡大を続けるというのがメインシナリオである。

米国の保護主義的な通商政策への警戒高まる

ユーロ圏の景況感指数は年末年始にピークアウトして軒並み悪化傾向にある。欧州委員会が発表している経済センチメント指数（ESI）は 2017 年 12 月に 1985 年の統計開始以来の高水準を更新したあと、3 カ月連続で前月の水準を下回った。また、PMI 製造業指数も 2017 年 12 月をピークとして 3 カ月連続で、PMI サービス業指数は 2018 年 1 月をピークとして 2 カ月連続で悪化した。ESI は長期的な平均値を引き続き明確に上回り、また 2 つの PMI 指数も好不況の分岐点である 50 ポイントを超えている。ただし、今後も悪化傾向に歯止めがかからなければ、ユーロ圏景気が「小休止」ではなく、より長期的な調整局面に入ることが懸念されるようになる。

ユーロ圏の 4 月の景況感指数の中で真っ先に発表された ZEW 指数（今後 6 カ月のドイツ経済

見通し)は、予想されていた以上に大幅に悪化した。ZEW 指数はアナリストなどを調査対象とし、市場関係者の景況感を反映する指標であるため、ドイツ経済の実態を把握するには企業の購買担当者を対象とするアンケートである ifo 指数や PMI 指数がより重要となる。とはいえ、ユーロ圏最大の経済規模を有し、2017 年の景気拡大の牽引役でもあったドイツの景気見通しが 4 月に一段と悪化したことは気がかりである。ZEW (欧州経済研究センター) は、ZEW 指数の悪化要因として米国を震源地とする貿易摩擦とシリア紛争に対する懸念の高まりを指摘している。

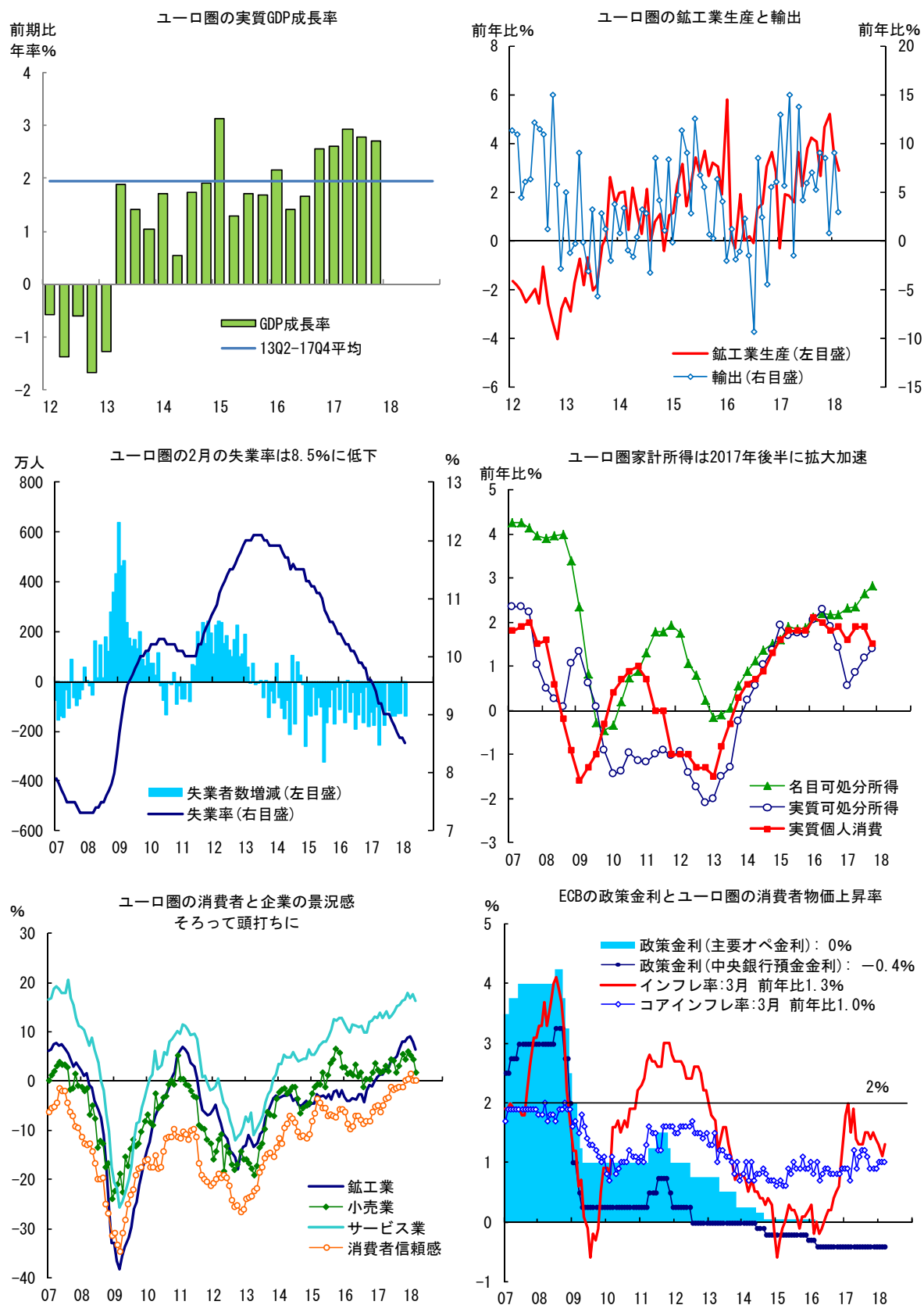
米国が 3 月 23 日に発動した鉄鋼とアルミの輸入関税の大幅引き上げは、名指しはしなかったものの中国を主な対象としていることは明らかで、中国はすぐさま米国の果物や豚肉などの輸入関税引き上げという対抗措置を発表した。続いて米国が、中国の知的財産権の侵害を理由に 1,300 品目に上る中国製品の輸入関税引き上げを発表すると、中国は大豆や航空機などの輸入関税引き上げという対抗措置を発表した。ちなみに、EU はメキシコ、カナダ、ブラジル、アルゼンチン、オーストラリア、韓国と共に、米国の鉄鋼とアルミの輸入制限措置の適用を暫定的に免除されており、「貿易戦争」の矢面には立っていない。また、米国にしろ、中国にしろ、全面対決を回避しつつ落としどころを探っているように見受けられる。とはいえ、世界の 2 大国間の通商摩擦は世界貿易の縮小懸念を呼び覚まし、ユーロ圏でも企業の生産見通しの下方修正と投資抑制という影響が波及する可能性がある。また、トランプ大統領が中間選挙までに成果を上げたいのは貿易赤字の縮小であり、対米貿易で大幅な黒字を計上しているユーロ圏にいつその矛先が向くか分からない。

ユーロ圏の消費者物価の加速は限定的

3 月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比+1.3%と、2 月の同+1.1%からは加速したが、ECB が中期的な目標とする「同+2.0%をやや下回る」水準とは依然として大きな隔たりがある。3 月の消費者物価上昇率を押し上げたのは主に食品価格で、食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除いたコア物価の上昇率は同+1.0%と 2 月から変わらなかった。このところ原油価格が上昇する一方、ユーロ高が一服しているため、エネルギー価格が物価押し上げ要因として再び存在感を増してくると予想される。また、ドイツでは金属・電機産業に続いて公共部門の賃金交渉が妥結し、今年 3 月に遡って+3.2%の賃上げが実施されることが決まった。もっとも、対象となるのは 230 万人に限定され、ドイツ全体の賃金上昇率の加速にすぐつながるわけではない。失業率が最も顕著に低下しているドイツですらなかなか賃金上昇率が加速しない状況であるため、ユーロ圏の賃金上昇率加速がインフレ懸念を呼び起こすようなシナリオは描きにくい。

ECB は予告通り 9 月まで月額 300 億ユーロの資産買取を継続し、10 月以降はこれを減額して、早ければ年内に新規の資産買取を中止することを目論んでいるとみられる。その後も償還された資金は再投資を行って保有資産残高を減らさないようにしつつ、次のステップと ECB が位置付ける政策金利の引き上げのタイミングを探ると予想される。ただし、インフレ率が適正水準を下回る可能性が高い中、「非伝統的な金融緩和」からの出口戦略は慎重に進められるだろう。

図表1 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

2017 年に減速した消費が持ち直す？

2017 年の英国経済は+1.8%成長で 2016 年+1.9%とほぼ同水準だったが、個人消費に着目すると 2016 年の+2.9%から 2017 年は+1.7%に大幅に減速した。英国の EU 離脱（Brexit）を懸念したポンド急落によりインフレが加速し、購買力が損なわれたことが背景にある。

とはいえ、Brexit を決定した国民投票から 2 年近くが経過し、ポンド相場は安値水準ながら安定しており、もはやインフレ要因ではない。3 月の消費者物価上昇率は前年比+2.5%となり、昨年 11 月の同+3.1%をピークとする低下傾向が続いている。インフレターゲットである同+2.0%はまだ上回っているが、同+3.0%までが英中銀（BOE）にとって許容範囲となる。なお、食品、アルコール、たばこ、エネルギーを除くコア物価上昇率は 3 月に同+2.3%に低下した。

一方、2 月までの直近 3 カ月平均の賃金上昇率は前年比+2.8%と 1 カ月前と変わらなかったが、過去 1 年では緩やかに加速してきている。また、雇用市場の逼迫は一段と進んでいると見受けられる。失業率は 4.2%と 1975 年以来の水準に低下した一方、16-64 歳人口に占める就業者の割合は 75.4%に上昇し、こちらは 1971 年の統計開始以来の最高を更新した。3 月の消費者信頼感、家計所得見通しの好転を受けて改善しており、個人消費の持ち直しを期待させる。

貿易摩擦と Brexit は外需の懸念材料

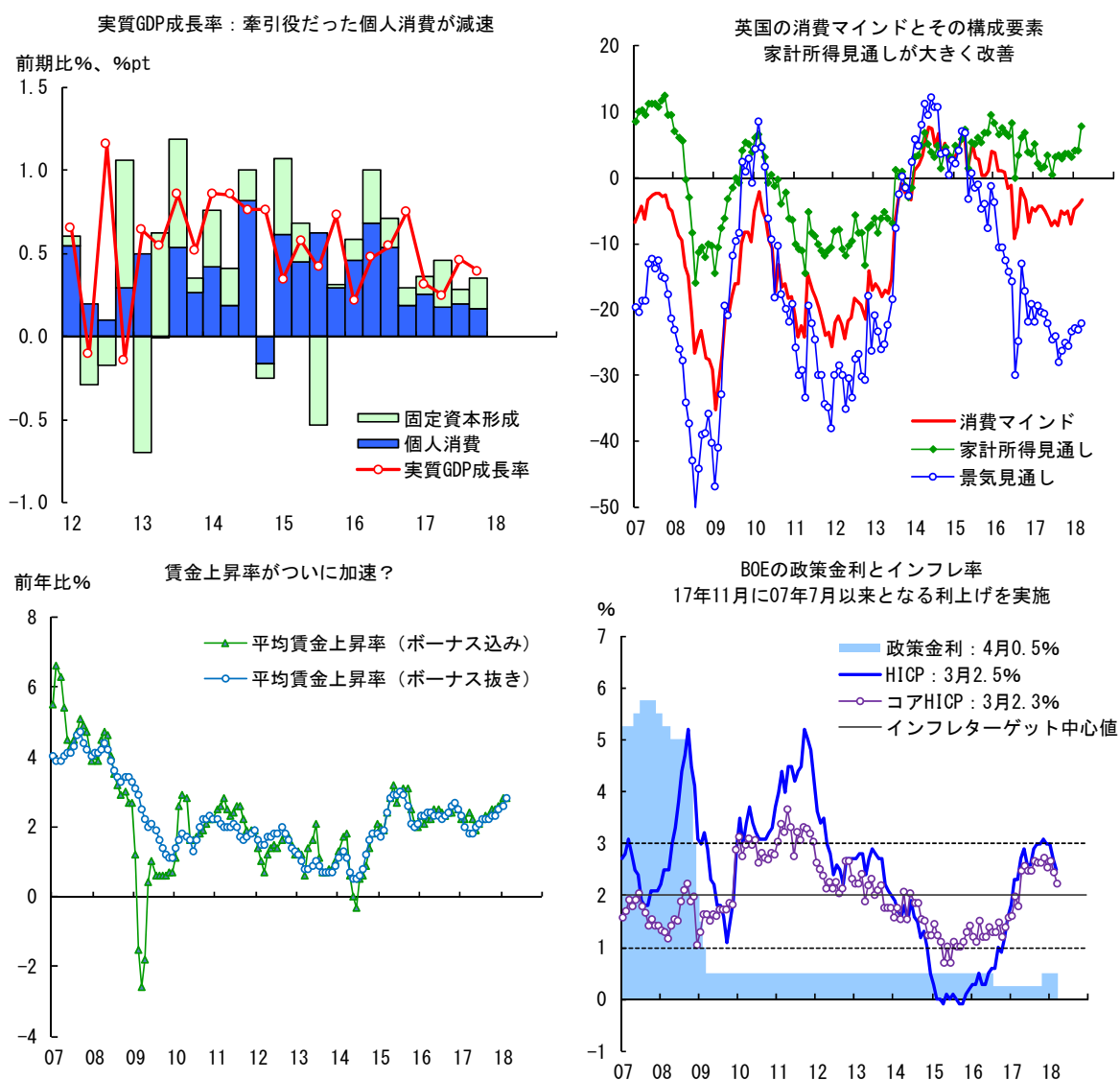
もっとも、英国でも輸出見通しに関しては不透明感が高まっている。2017 年には減速した個人消費の代わりに輸出と生産が拡大して経済成長を支えたが、2018 年はポンド安という追い風がなくなったところに、米中の貿易摩擦問題が急浮上した格好である。

また、Brexit 実現のための交渉時間が限られているにもかかわらず、英国政府や議会においていまだに Brexit 後の英国と EU の関係に関して見解の相違が大きく、企業にとって中期的なビジネス環境の見通しが不透明な状況が続いている。メイ首相が「EU 単一市場からも関税同盟からも離脱する」と明言しているため、英国と EU の新たな通商関係は CETA（EU とカナダとの FTA）に準ずる形になるとの予想が優勢である。ところが、英国議会では EU の関税同盟に残留することを求める決議が提出され、保守党内にもこれを支持する議員がいると報じられている。関税同盟に残留する場合は、英国が独自に第 3 国と FTA を締結する権利を取り戻すことができない。他方で、関税同盟を離脱した場合、英国から EU に向けた輸出で、関税のみならず、税関手続きの時間と労力というコストの増大が想定される。両者の間をとってか、英国は「CETA プラス」あるいは「CETA プラスプラス」という言い方で、CETA にプラス α の取り決めで上乗せした FTA 交渉を進めようとしている模様で、例えば、自動車、医薬品、金融サービスといった重要産業に関しては、可能な限り現状に近い関係を望んでいる。これに対して EU は、これまでのところ、Brexit 後の英国が EU 加盟国と同等の市場へのアクセス権を得ることはないとの姿勢だが、世界的な通商摩擦とその悪影響に対する懸念が高まる中で、EU と英国の交渉がどのように進むか注目される。

BOE の早期利上げの可能性は後退

BOE は昨年 11 月に政策金利を 0.25% から 0.50% に引き上げた。2007 年 7 月以来、10 年以上ぶりの利上げとなったが、その理由は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% を超過する可能性が高まったことであった。その後、BOE は 2 月に発表したインフレーション・レポートで追加利上げに積極的な姿勢を示し、5 月の金融政策理事会で追加利上げに踏み切るのではないかと予想された。しかしながら、消費者物価上昇率が 3 月にかけて明確に低下してきたように、インフレ圧力は低減してきていると見受けられる。労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率が緩やかながら加速してきていることは、引き続き BOE にとってインフレを警戒させる材料だが、世界経済見通しに関して、これまでの強気見通しに下振れリスクが出ていることもあって、5 月の追加利上げの可能性は後退したと考えられる。

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

	2017 通年	2018					2019				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	2.5%	2.0%	2.0%	1.7%	1.8%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%
民間消費支出	1.7%	1.3%	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	1.2%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	3.2%	3.2%	4.9%	4.5%	3.6%	3.7%	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.5%
輸出等	5.4%	2.4%	3.6%	3.2%	2.8%	4.7%	4.1%	4.9%	4.5%	4.5%	3.9%
輸入等	4.5%	1.8%	4.1%	4.1%	3.2%	3.9%	4.1%	4.9%	4.5%	4.6%	4.1%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	2.5%	2.6%	2.4%	2.1%	1.9%	2.2%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
民間消費支出	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.2%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
総固定資本形成	3.2%	3.7%	2.9%	4.3%	4.1%	3.7%	4.0%	3.6%	3.3%	3.1%	3.5%
輸出等	5.4%	5.8%	5.5%	4.6%	3.0%	4.7%	3.4%	3.8%	4.1%	4.5%	3.9%
輸入等	4.5%	4.5%	3.7%	4.1%	3.3%	3.9%	3.9%	4.1%	4.2%	4.5%	4.1%
鉱工業生産（除建設）	2.9%	3.3%	2.7%	1.4%	1.0%	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.0%	2.2%
実質小売売上高	2.2%	1.6%	1.6%	1.8%	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
消費者物価	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%
生産者物価	2.8%	1.3%	1.4%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%
失業率	9.1%	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%	8.4%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.9%
10億ユーロ											
貿易収支	346.0	88.0	85.0	82.0	77.0	332.0	75.0	75.0	73.0	73.0	296.0
経常収支	386.6	95.7	90.0	84.3	77.1	347.1	71.9	71.7	69.5	69.3	282.5
財政収支	-123					-104					-108
独 国債10年物（期中平均）	0.37%	0.62%	0.55%	0.59%	0.66%	0.61%	0.82%	1.08%	1.26%	1.30%	1.12%
独 国債2年物（期中平均）	-0.72%	-0.57%	-0.55%	-0.48%	-0.40%	-0.50%	-0.30%	-0.16%	0.00%	0.00%	-0.12%
欧 政策金利（末値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.50%	0.50%

（注）2017年Q4まで実績値（消費者物価と金利は2018年Q1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

	2017 通年	2018					2019				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
民間消費支出	1.7%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	0.1%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.0%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	2.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
輸出等	5.7%	-3.6%	3.6%	3.2%	2.8%	1.1%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
輸入等	3.2%	-6.2%	2.4%	2.0%	1.6%	0.2%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.1%
前年同期比（除く失業率）											
国内総生産	1.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
民間消費支出	1.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	0.1%	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
総固定資本形成	4.0%	3.6%	2.1%	1.8%	1.0%	2.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
輸出等	5.7%	1.9%	0.9%	-0.1%	1.5%	1.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%
輸入等	3.2%	0.5%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.2%	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.1%
鉱工業生産	1.9%	1.9%	1.4%	1.0%	0.9%	1.3%	0.7%	1.3%	0.8%	0.6%	0.8%
実質小売売上高	1.9%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%
消費者物価	2.7%	2.7%	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%
生産者物価（出荷価格）	3.4%	2.6%	2.2%	2.0%	1.8%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
失業率	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
10億英ポンド											
貿易収支	-135.6	-35.4	-34.2	-33.5	-34.2	-137.3	-35.2	-34.2	-33.6	-34.6	-137.7
経常収支	-82.9	-27.6	-26.5	-26.8	-27.6	-108.5	-28.7	-27.7	-27.2	-28.3	-111.9
財政収支	-20.1					-31.2					-32.3
国債10年物（期中平均）	1.20%	1.45%	1.40%	1.44%	1.50%	1.45%	1.50%	1.56%	1.62%	1.60%	1.57%
国債2年物（期中平均）	0.25%	0.69%	0.80%	0.75%	0.70%	0.74%	0.72%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%
政策金利（末値）	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%

（注）2017年Q4まで実績値（物価と金利は2018年Q1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