

2018年5月23日 全7頁

欧州経済見通し 4-6月期は反動増を見込む

カレンダー要因や寒波など一過性の押し下げ材料は剥落へ

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の2018年1-3月期の成長率は前期比+0.4%と前期の同+0.7%から減速した。需要項目別の内訳は未発表だが、ユーロ高という向かい風を受けた外需、カレンダー要因や寒波などが消費と生産の押し下げ材料となった内需の双方が減速したと推測される。もっとも、4-6月期は寒波など一過性の押し下げ材料がなくなり、内需を中心に持ち直すと見込む。2017年と比べれば緩やかなペースになろうが、ユーロ圏は景気拡大を続けるとの見方を保持する。見通すことが難しいのは外需で、米中の貿易摩擦が緩和に向かうのか予断はできず、また、米国とEUとの貿易摩擦が高まるリスクもくすぶる。なお、原油価格の上昇傾向が鮮明となっており、年央にはユーロ圏のインフレ率の加速要因となろう。ただし、エネルギーなどを除いたコアインフレ率の上昇は限定的と予想される。ECBの出口戦略の次の一手は資産買取の停止だが、遅くとも7月の理事会でその行程表が明らかにされるとみている。
- 英国の2018年1-3月期の成長率は前期比+0.1%と前期の同+0.4%から減速した。ポンド安という追い風がなくなった外需に加え、カレンダー要因や寒波の影響で消費や建設投資も振るわなかったと推測される。賃金上昇率の加速とインフレ率の低下により、足下の実質賃金上昇率は1年ぶりにプラスの伸びとなっており、個人消費の持ち直しに寄与すると見込まれる。ただし、消費者マインドは冴えず、4月に改めて悪化してしまった。英中銀（BOE）は予想通り5月の追加利上げは見送ったが、その採決は3月と同様、利上げ支持が2票、据え置き支持が7票であった。今後、利上げが検討されるタイミングは四半期ごとのインフレーション・レポートが公表される8月、11月となろう。当然ながらインフレ見通しが大きな鍵を握るが、原油価格上昇が続けば、BOEは年内に追加利上げを決定する可能性が高まるだろう。

ユーロ圏経済

1-3 月期は前期比+0.4%に減速

ユーロ圏の 2018 年 1-3 月期の経済成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.6%）と、2017 年 10-12 月期の同+0.7%（同+2.7%）から明確に減速し、7 四半期ぶりの低成長にとどまった。もっとも、2013 年 4-6 月期から続いている現在の景気拡大局面はこれで 20 四半期連続となり、1999 年のユーロ導入以降の最長記録に並んだ。

2018 年 1-3 月期の需要項目別の内訳はまだ公表されていないが、内需と外需の双方が減速したと推測される。外需に関してはユーロ高という向かい風の影響が大きかったとみられる。ユーロの実効為替レートは 2017 年 2 月の安値から 2018 年 3 月の高値まで 8%以上上昇した。ユーロ高の影響は企業業績にも表れており、STOXX Europe 600 指数の採用銘柄の増益率は 1-3 月期に前年比+3.7%と 10-12 月期の同+16.6%から大幅に減速した。これに加えて、昨年は 4 月だったイースター休暇が、今年は 3 月に一部かかったことで 3 月の営業日数が減少し、ユーロ圏の生産を縮小させた。また、寒波の到来と、それに伴うインフルエンザの大流行も個人消費を抑制したとされている。加えて、ドイツでは賃金交渉に伴うストライキが 1-3 月期の生産を抑制した。ドイツ最大の労働組合である IG メタル（金属・電機産業労組）と経営者団体との労使交渉は 1 月末から 2 月初めにかけて山場を迎え、全国規模でストライキが展開された。

一過性の抑制要因がなくなる 4-6 月期は内需を中心に持ち直しへ

カレンダー要因や寒波など一過性の景気押し下げ材料に関しては、4-6 月期には影響が薄れ、ユーロ圏景気は内需を中心に持ち直すと思込まれる。新車登録台数は 3 月に前年比-1.0%と落ち込んだあと、4 月は同+9.1%と急反発した。イースター休暇の時期がずれた影響を除くため 1-4 月累計で見ると、同+5.0%となる。これは 2015 年の同+9.6%、2016 年の同+7.1%よりは低い伸びだが、2017 年の同+4.9%とほぼ同水準で、ユーロ圏の個人消費は 2018 年に入ってから堅調に拡大していたと判断される。また、鋳工業部門の企業の「今後 3 カ月の生産見通し」は 4 月に若干ながら上向いた。同じく鋳工業部門の輸出向けの受注判断は、最近のピークをやや下回っているものの高水準を維持しており、外需に関しても 4-6 月期に一段と冷え込むより、持ち直す可能性が高いと予想する。なお、ここ 2 カ月はユーロ高の向かい風が弱まる兆候も出てきている。

ただし、中期的な外需の見通しに関する不透明感は晴れてはいない。米国と中国は、米国の対中貿易赤字の大幅削減で合意したとされるが、知的財産の侵害問題などが解決されたわけではない。米国と EU の貿易摩擦問題はむしろこれから本番になる可能性がある。EU からの鉄鋼とアルミに高額関税を発動するかどうかをトランプ政権が判断する期限は 6 月 1 日である。加えて、イランとの核合意から離脱を宣言した米国は、欧州企業にもイランに対する経済制裁に参加するよう圧力をかけてきている。これに対して、英国、ドイツ、フランスは、中国、ロシアと共にイランとの核合意を保持する方針で、トランプ政権と対立する姿勢を強めている。

原油高はユーロ圏のインフレ率を押し上げる要因に

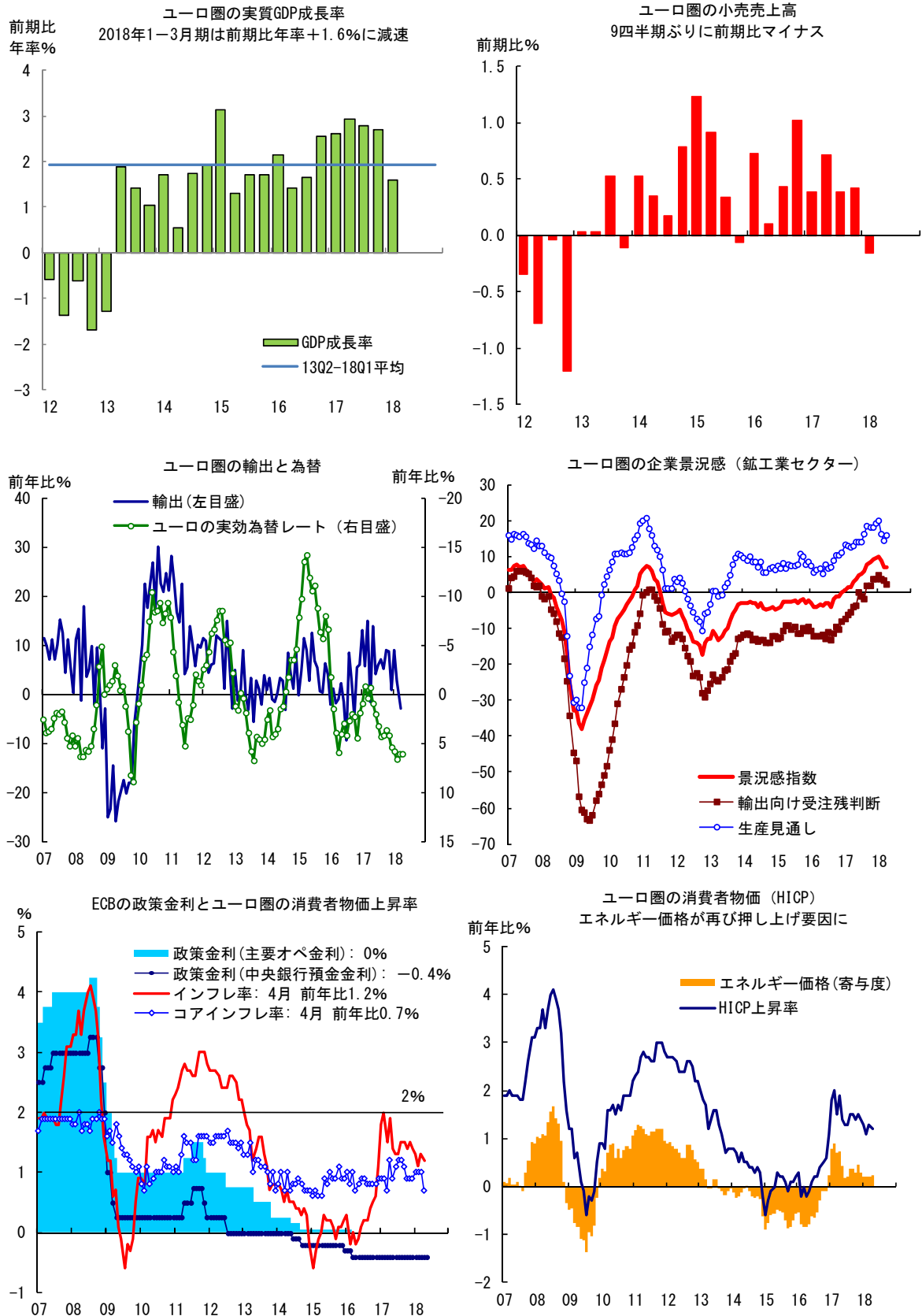
米国がイランとの核合意から離脱する一方、在イスラエルの米国大使館をエルサレムに移転させたことで中東地域の緊張が高まり、原油価格が上昇している。北海ブレント原油先物価格は5月18日に1バレル80ドル台と約3年半ぶりの高値をつけた。この原油高は、ユーロ圏のエネルギー価格の上昇を通じて、今後、消費者物価上昇率を押し上げる要因になると予想される。ただし、エネルギーや食品など除いたコアインフレ率に関しては、賃金上昇率がなかなか加速しない状況下で、ごく緩やかな上昇にとどまると予想される。4月のコアインフレ率はイースター休暇の時期がずれた影響で前年比+0.7%に低下したが、カレンダー要因が消える5月以降は同+1.0%台前半で推移すると予想している。

ECBが「前年比+2.0%をやや下回るインフレ率」と目標設定しているのはエネルギー価格も含んだ消費者物価上昇率だが、ECBはコアインフレ率の動向も基調的なインフレ動向を判断する上で重視している。2018年後半に原油価格が一段と上昇して消費者物価上昇率が前年比+2.0%を超過することがあったとしても、それがコアインフレ率に明確な波及効果を持たなければ、ECBの「非伝統的な金融緩和」からの出口戦略はこれまでの予想通り段階的に進められるだろう。ECBは、予告している通り9月まで月額300億ユーロの資産買取を継続したあと、10月以降はこれを減額して、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ことになる。政策金利の引き上げはまずは現在-0.4%となっている中央銀行預金金利のマイナス幅縮小から着手し、次いで0%に据え置かれている主要オペ金利を引き上げると予想される。

イタリアの新政権の影響

イタリアでは3月4日の上下両院の総選挙のあと連立政権交渉が難航してきたが、五つ星運動と同盟という二つのポピュリスト政党からなる新政権誕生の可能性が高まっている。両党は5月18日に政策合意し、21日には首相候補にフィレンツェ大学のコンテ教授を推薦した。マッタレラ大統領がコンテ氏を首相に指名すれば組閣作業が開始され、その内閣を大統領が承認して、上下両院も支持すれば政権誕生となる。両党の政策合意には、もっとも懸念されていたユーロ圏離脱の方針や、ECBに債務免除を求めることは盛り込まれなかった。とはいえ、最低所得保障の導入、所得税率の一本化（富裕層にとっては減税）、年金支給開始年齢の引き下げなど財政悪化につながる政策が並ぶ一方、必要な財源が確保されているとはいえない。財源の一つに挙げられている、将来の税収を担保とした特別短期国債（ミニBOT）を発行し、それを国が返済義務を持つ企業への支払いにあてる計画は、実質的に二重通貨制度の導入を意味するとして金融市場から警戒されている。EUとユーロに批判的なイタリア新政権の誕生の可能性は、イタリア国債利回りの急上昇だけでなく、ユーロ安の材料ともなっている。ユーロ圏で経済規模3位のイタリアの政治や財政状況は、イタリア一国にとどまらない影響を持つ。イタリアの次期政権がどのような形で樹立されるのか、その政策がどのように遂行されるのか、目が離せない。

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

1-3 月期は前期比+0.1%と急減速

2018 年 1-3 月期の英国の経済成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.4%）となり、2017 年 10-12 月期の同+0.4%（同+1.6%）から予想以上に減速した。生産ベースの GDP 統計で鉱工業は同+0.7%と堅調な伸びだったが、サービス業は同+0.3%と低調で、建設業に至っては同-3.3%と大きく落ち込んだ。需要項目別の内訳はまだ公表されていないが、ポンド安という追い風がなくなった外需だけでなく、内需も伸び悩んだと推測される。小売売上高は 1-3 月期に前期比マイナスとなり、新車販売も不振だった。

ユーロ圏と同様に、カレンダー要因や寒波といった一過性の押し下げ要因の影響は、4-6 月期に剥落すると見込まれる。個人消費に関しては、就業者数が 2012 年から一貫して増加傾向にあり、直近の失業率は 1975 年に並ぶ水準に低下しているところに、実質賃金上昇率がほぼ 1 年ぶりにプラスの伸びに転じるという好材料が重なっている。これは賃金上昇率が加速する一方、消費者物価上昇率が低下したことによる。ちなみに、英国の個人消費が 2017 年に明確に減速した最大の原因は、実質賃金上昇率がマイナスになったことであると判断される。

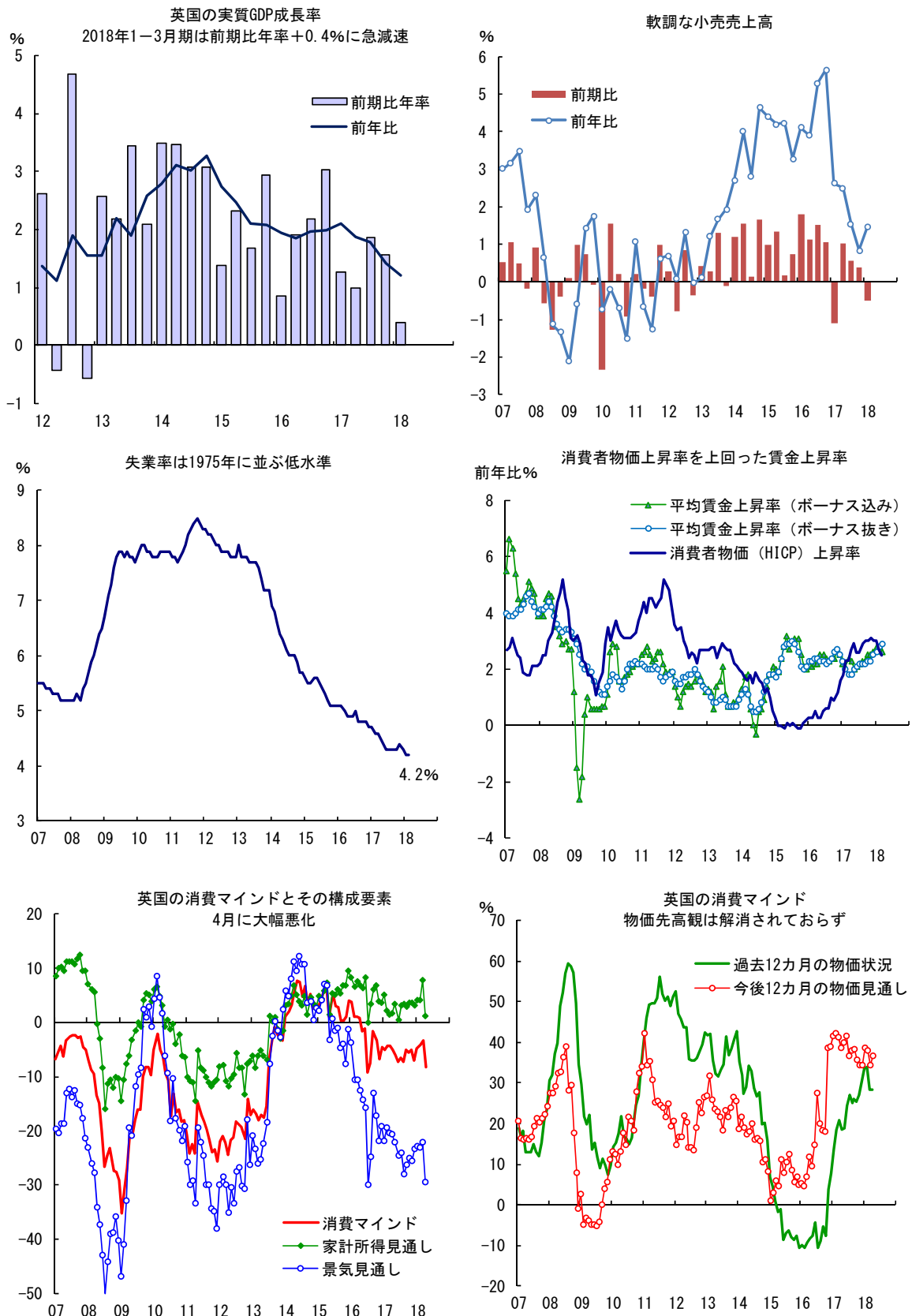
もともと、足下の所得状況の改善を家計はさほど高く評価していない可能性がある。消費者マインドは 3 月には小幅に改善したが、4 月は明確に悪化してしまった。構成項目の中では景気見通しの悪化が目立つものの、所得見通しも悪化している。その一因は、原油価格が上昇傾向にあることを受けて、物価の先高観が薄れていないことにあるかもしれない。英国景気は 1-3 月期の減速のあと、4-6 月期に持ち直すものの、低成長にとどまると予想する。

BOE の利上げはインフレ見通し次第

英中銀（BOE）は予想通り 5 月の理事会では追加利上げは見送ったが、その評決は前回の 3 月の理事会と同様、利上げ支持が 2 票、据え置き支持が 7 票であった。消費者物価上昇率は 3 月に前年比+2.5%と、昨年 11 月の同+3.1%をピークとして低下してきた。ただし、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である。ここに原油価格の上昇が加わることで、消費者物価上昇率がインフレターゲットの同+2.0%まで低下する可能性が遠退いたと考えられる。

今後、利上げが検討されるタイミングは四半期ごとのインフレーション・レポートが公表される 8 月、11 月となろう。当然ながらインフレ見通しが大きな鍵を握るが、原油価格の上昇が継続すれば、BOE は年内に追加利上げを決定する可能性が高まるだろう。

図表2 英国の景気指標



(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				2018				2019				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.6%	2.9%	2.8%	2.7%	1.6%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	2.4%	2.2%	1.8%
民間消費支出	2.0%	2.0%	1.3%	0.7%	1.1%	1.8%	1.7%	1.5%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.7%	1.4%	1.4%
政府消費支出	1.0%	1.6%	1.8%	1.3%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%
総固定資本形成	0.4%	8.4%	-1.3%	4.7%	3.2%	4.9%	4.5%	3.2%	2.8%	3.2%	2.8%	2.4%	2.9%	3.7%	3.3%
輸出等	5.6%	4.7%	6.8%	9.3%	-0.8%	4.5%	3.6%	3.2%	2.8%	3.6%	4.1%	3.9%	5.1%	4.1%	3.5%
輸入等	1.3%	7.3%	2.6%	6.4%	-1.2%	4.9%	4.5%	3.4%	2.6%	4.1%	4.3%	3.6%	4.3%	3.3%	3.7%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.1%	2.4%	2.7%	2.8%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	2.4%	2.2%	1.8%
民間消費支出	1.7%	1.9%	1.9%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.7%	1.4%	1.4%
政府消費支出	1.0%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%
総固定資本形成	4.1%	3.5%	2.5%	3.0%	3.7%	2.9%	4.3%	4.0%	3.9%	3.4%	3.0%	2.8%	2.9%	3.7%	3.3%
輸出等	4.8%	4.5%	5.8%	6.6%	4.9%	4.9%	4.1%	2.6%	3.5%	3.3%	3.4%	3.6%	5.1%	4.1%	3.5%
輸入等	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%	3.7%	3.1%	3.0%	2.9%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	4.3%	3.3%	3.7%
鉱工業生産 (除建設)	1.2%	2.5%	4.1%	4.0%	3.3%	3.1%	1.7%	1.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.0%	2.9%	2.4%	2.3%
実質小売売上高	1.9%	2.6%	2.5%	1.9%	1.4%	1.3%	1.5%	1.1%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	2.2%	1.3%	1.8%
消費者物価	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.5%	1.4%	1.6%
生産者物価	3.8%	3.2%	2.2%	2.0%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%	1.4%	1.9%	1.8%	2.8%	1.3%	1.6%
失業率	9.5%	9.1%	9.0%	8.7%	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	9.1%	8.4%	7.9%
10億ユーロ															
貿易収支	75.6	83.1	92.6	94.2	88.3	85.0	82.0	77.0	75.0	75.0	73.0	73.0	345.5	332.3	296.0
経常収支	87.6	77.6	115.7	105.9	108.5	99.9	95.7	88.6	83.4	83.3	81.1	76.0	386.9	392.7	323.9
財政収支													-100	-81	-72
独 国債10年物 (期中平均)	0.36%	0.31%	0.45%	0.38%	0.62%	0.57%	0.60%	0.64%	0.78%	0.90%	1.00%	1.09%	0.37%	0.61%	0.94%
独 国債2年物 (期中平均)	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.57%	-0.58%	-0.54%	-0.49%	-0.40%	-0.25%	-0.10%	0.00%	-0.72%	-0.55%	-0.19%
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%	0.25%	0.25%	0.00%	0.00%	0.25%

(注) 2018年Q1まで実績値 (GDP内訳は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

	2017				2018				2019				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.3%	1.0%	1.9%	1.6%	0.4%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.8%	1.3%	1.3%
民間消費支出	1.5%	1.1%	1.2%	1.0%	0.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.7%	1.0%	1.2%
政府消費支出	-0.6%	1.3%	-0.3%	1.8%	1.6%	1.2%	0.8%	1.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	0.1%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	2.6%	6.9%	2.0%	4.4%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	4.0%	2.1%	1.0%
輸出等	-0.6%	7.7%	7.6%	-3.4%	-2.0%	3.2%	3.2%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	5.7%	1.4%	2.6%
輸入等	3.7%	2.4%	4.9%	1.4%	-2.6%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	3.2%	1.2%	2.2%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.1%	1.9%	1.8%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.8%	1.3%	1.3%
民間消費支出	2.5%	1.7%	1.2%	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.7%	1.0%	1.2%
政府消費支出	-0.4%	0.2%	0.1%	0.6%	1.1%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	0.1%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	4.5%	4.2%	3.6%	4.0%	3.5%	2.1%	1.9%	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	4.0%	2.1%	1.0%
輸出等	6.1%	5.1%	9.0%	2.7%	2.3%	1.3%	0.2%	1.8%	2.9%	2.7%	2.5%	2.4%	5.7%	1.4%	2.6%
輸入等	4.3%	3.8%	1.7%	3.1%	1.5%	1.5%	0.8%	0.9%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	3.2%	1.2%	2.2%
鉱工業生産	2.8%	0.6%	2.2%	1.9%	2.0%	2.0%	1.6%	1.5%	1.2%	1.3%	0.8%	0.6%	1.9%	1.8%	1.0%
実質小売売上高	2.6%	2.5%	1.5%	0.8%	1.5%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%	1.3%	1.5%	1.9%	1.1%	1.4%
消費者物価	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.2%	2.0%	2.7%	2.5%	2.3%
生産者物価 (出荷価格)	3.7%	3.5%	3.4%	3.1%	2.6%	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%	2.7%	2.4%	2.2%	3.4%	2.6%	2.6%
失業率	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.2%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-34.4	-32.5	-32.9	-35.7	-34.6	-34.2	-33.5	-34.2	-34.4	-34.2	-33.6	-34.6	-135.6	-136.5	-136.9
経常収支	-19.6	-25.6	-19.2	-18.4	-22.1	-21.5	-20.8	-21.6	-21.9	-21.7	-21.2	-22.3	-82.9	-86.0	-87.1
財政収支	15.4	-17.5	-3.9	-13.8									-19.8	-40.2	-35.1
国債10年物 (期中平均)	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.45%	1.48%	1.53%	1.58%	1.62%	1.60%	1.60%	1.57%	1.20%	1.51%	1.60%
国債2年物 (期中平均)	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.69%	0.84%	0.80%	0.85%	0.85%	0.80%	0.80%	0.75%	0.25%	0.80%	0.80%
政策金利 (末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.75%	0.75%

(注) 2018年Q1まで実績値 (GDP内訳と経常収支は2017年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