

2018年6月21日 全8頁

欧州経済見通し ECBは量的緩和停止を予告

景気とインフレ見通しの不透明感を高める貿易摩擦

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ECBは6月14日の金融政策理事会で量的緩和の停止計画を決定した。毎月の資産買取額は10月から150億ユーロに半減し、年末で停止する。ただし、償還分の再投資は継続し、資産規模は当面は維持される。また、政策金利は「少なくとも2019年夏まで」現行水準で据え置くとされ、急激な金利上昇やユーロ高を回避したい姿勢がにじむ。ECBの出口戦略が計画通り進むかは、今後のユーロ圏の景気とインフレ動向次第だが、米中の制裁関税の応酬が激化し、また、米国がEUに制裁関税を発動するなど、外需見通しの不透明感が高まっている。ユーロ圏では雇用増と賃金上昇率の緩やかな加速、低金利の継続などが個人消費の追い風となり、堅調な成長が続くと予想する。とはいえ、先の見通せない「貿易戦争」が企業の景況感を悪化させ、投資や新規雇用の手控えにつながることを警戒される。
- 英国経済が2018年1-3月期に前期比+0.1%成長に減速したのは、ポンド安の追い風がなくなった輸出が落ち込んだことに加え、個人消費と建設投資も振るわなかったためである。消費関連指標は、4月、5月の小売売上高、新車販売が共に持ち直している。他方で、輸出は4月も冴えず、鉱工業生産の落ち込みを誘った。英国のEU離脱を巡る不透明感に、貿易摩擦の高まりへの懸念が加わることで、企業景況感が悪化すると予想される。英国経済は4-6月期にやや持ち直すと見込まれるが、低成長が継続しよう。

ユーロ圏経済

ECBは資産買取プログラムの停止計画を発表

ECB（欧州中央銀行）は6月14日の金融政策理事会で資産買取プログラム（APP）の停止計画を決定した。ECBによる毎月の資産買取は、デフレ懸念が重くのしかかっていた2015年3月に始まり、当初はユーロ圏加盟国の国債やEU機関債を中心に600億ユーロの金融資産を購入し、2016年4月から2017年3月までは購入額が800億ユーロに拡大された。その後、デフレ懸念の後退を受けて2017年4月以降は600億ユーロに戻り、2018年1月からは300億ユーロに減額された。これまでECBは「少なくとも2018年9月末まで300億ユーロの資産買取を継続する」としてきたが、今回決定されたAPP停止計画は以下の通りである。

- ① 9月末まで300億ユーロの資産買取を継続したのち、10月からは150億ユーロに減額し、2018年12月末で新規の資産買取を停止する
- ② ECBがAPPで保有する債券が償還期限を迎えた場合の再投資は、新規の資産買取の停止後も当分継続する
- ③ 政策金利は少なくとも2019年夏まで現行水準（主要オペ金利：0.0%、限界貸出金利：0.25%、中央銀行預金金利：-0.40%）で据え置く

このうち、①と②は事前に予想されていた。ECBがデフレ懸念の後退を宣言したのは2017年3月で、それからすでに1年以上が経過している。景気拡大局面が6年目に入ろうとしている中で、「非伝統的な」と形容される金融緩和措置を段階的に終わらせようとするのは自然な流れである。加えて、実務的な観点からもAPPの新規買取は遠からず停止されると見込まれていた。APPはECBに対する出資比率に応じてユーロ圏加盟国の国債を購入する仕組みだが、ECBの保有上限を一発行体につき33%に設定しており、何らかのルール変更がなければ早晚ドイツ国債を買えなくなる見通しである。ただ、過去に例のない金融緩和策をやめるに際して、急激な金利上昇や通貨高などの副作用が生じる懸念がある。これを回避するために再投資を継続し、ECBの資産規模をしばらく維持する方針は、以前から繰り返し表明されてきた。

一方、政策金利を2019年夏まで現行水準に据え置く方針はやや意外感をもって受け止められ、ユーロ安と金利低下の原因となった。もともとECBは資産買取の停止後しばらくは政策金利を据え置くとしていたが、この期間は半年程度との予想が多かったのである。2019年10月末で任期が切れるドラギ総裁が果たして最後の最後に利上げに踏み切るのか、あるいは一度も利上げをしなかったECB総裁として名前を残すのか、かなり微妙なタイミングである。

上記のAPP停止計画がECBの思惑通りに進むか、鍵を握るのはユーロ圏の景気とインフレ動向である。ECBスタッフによる最新の6月予測では、2018年に入ってから景気減速と、原油高を背景とする物価上昇を反映し、2018年のGDP成長率を3月時点の予測の2.4%から2.1%に引き下げた一方、消費者物価上昇率は2018年と2019年を1.4%から1.7%へ共に上方修正した。

図表 1 ECB スタッフによる景気・インフレ予測 (2018年6月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		3月予想		3月予想
2017	2.5	2.5	1.5	1.5
2018	2.1 (1.8~2.4)	2.4 (2.1~2.7)	1.7 (1.6~1.8)	1.4 (1.1~1.7)
2019	1.9 (0.9~2.9)	1.9 (0.9~2.9)	1.7 (1.0~2.4)	1.4 (0.6~2.2)
2020	1.7 (0.6~2.8)	1.7 (0.7~2.7)	1.7 (0.9~2.5)	1.7 (0.8~2.6)

(出所) ECB 資料より大和総研作成

ユーロ圏のコアインフレ率はごく緩やかな加速が見込まれるが

ユーロ圏の5月の消費者物価上昇率は前年比+1.9%と4月の同+1.3%から急加速し、ECBが中期的に目指している「+2%をやや下回る水準」に合致した。もっとも、これは原油高によるエネルギー価格の上昇が主因で、エネルギー、食品、アルコール、たばこを除いたコア物価上昇率は同+1.1%と低水準にとどまる。北海ブレント原油先物価格は、中東などの政治不安の高まりで供給制約が意識された5月半ばに一時1バレル当たり80ドルの大台に乗せたが、サウジアラビアとロシアが協調減産の緩和を協議する見通しとなったことを受けて70ドル台半ばに押し戻されている。

ECBの利上げ判断にとってより重要なのはコア物価上昇率が持続的に加速する見通しが立つことで、その鍵を握るのは賃金上昇率の動向である。最新データである1-3月期の賃金上昇率は前年比+1.8%と前期の同+1.6%から若干加速した。民間部門で同+2.2%と3四半期ぶりの高い伸びとなったことに牽引されている。国別では、失業率低下が顕著なドイツの民間部門で同+2.7%へ加速したほか、スペインも同+2.3%へ加速した。スペインの失業率の水準はまだ相対的に高いが、3年にわたって+3%台の高成長が続く中で、成長の阻害要因に労働力不足が指摘されるようになっており、これが賃金上昇率の加速につながったと考えられる。一方、雇用改善で遅行しているイタリアの賃金上昇率は同横ばいにとどまった。労働需給の引き締まりに伴う賃金上昇率加速が徐々にユーロ圏全域に及べば、コア物価上昇率の持続的な加速が実現されると見込まれる。ただし、この見通しに対して、不透明要因が増しつつある。

景気見通しの不透明感高まる

2018年以降のユーロ圏経済は、10年ぶりの高さとなる+2.4%成長を達成した2017年に比べて、原油価格上昇、ユーロ高、金利先高観の台頭など成長抑制要因が増えており、緩やかな減

速が想定されるものの、内外需がそろって拡大し、潜在成長率を上回る堅調な成長が続くというのがメインシナリオである。2018年1-3月期のGDP成長率が前期比+0.4%（年率換算+1.5%）と前期の同+0.7%（同+2.8%）から明確に減速したことは期待外れであったが、寒波、インフルエンザの大流行、ストライキによる操業停止など一過性の下押し要因が重なっており、その影響が剥落する4-6月期には再加速すると見込んでいた。ところが、4月の鉱工業生産は前月比-0.9%と大幅に落ち込み、またドイツの製造業受注は4月まで4カ月連続で前月比マイナスとなって、「再加速シナリオ」が実現しない可能性を示唆している。

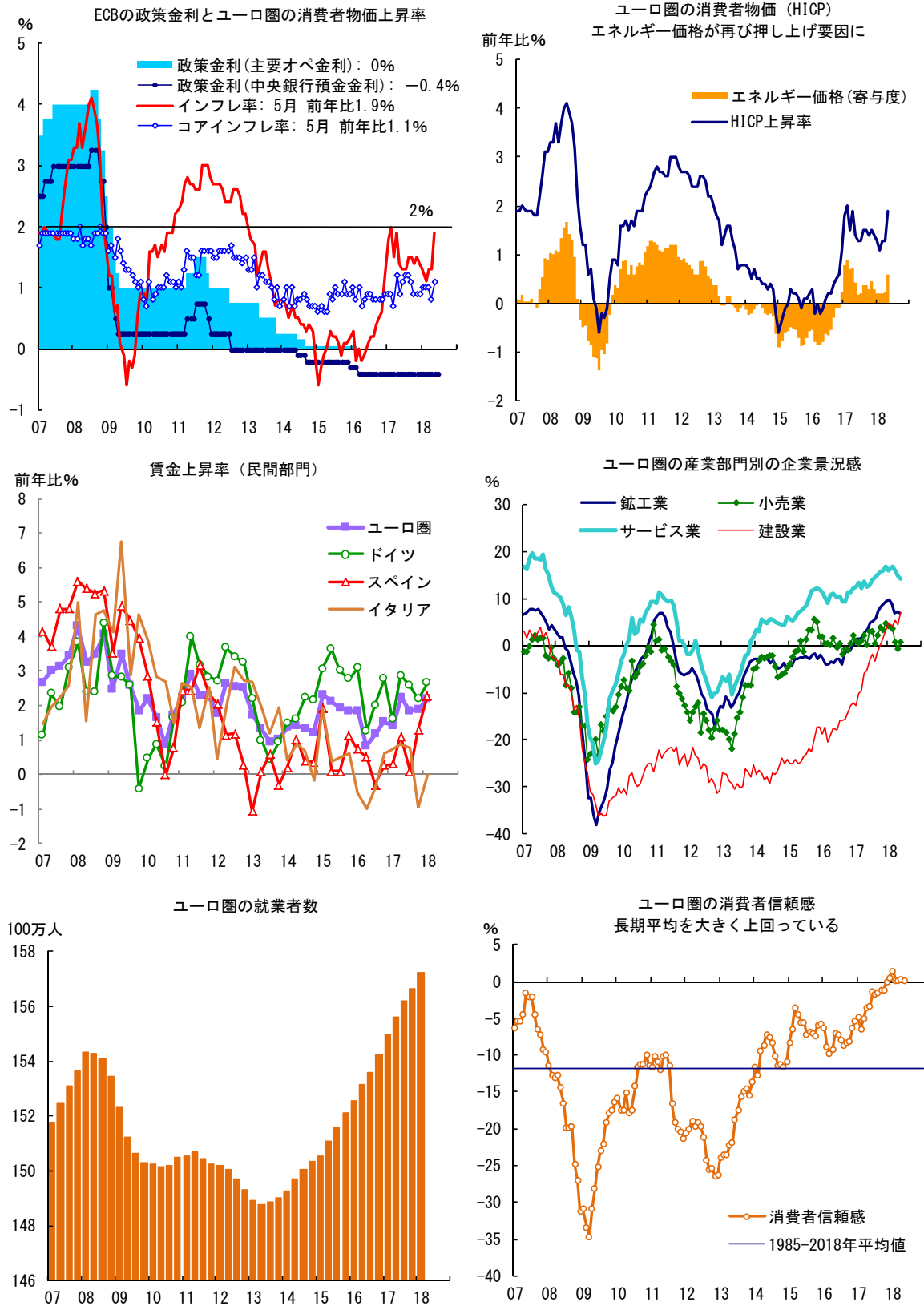
先行き不透明感を高めている最大の要因は、かねて懸念されてきた米国のトランプ大統領の保護主義的な通商政策がますます拡大し、それが報復関税の応酬につながり、世界貿易の阻害要因となる可能性が高まっていることである。6月1日に米国が発動した、EUから輸入する鉄鋼とアルミに対する関税引き上げは、直接的な影響は大きくないとみられる。ただし、米国は自動車の輸入関税引き上げにも言及しており、実現されればユーロ圏にとって打撃ははるかに大きくなると予想される。また、米国と中国の間の報復関税合戦が一段と拡大する動きとなっており、それが間接的にユーロ圏企業にも影響を及ぼす可能性が十分考えられる。先の見通せない「貿易戦争」がユーロ圏企業の景況感を悪化させ、投資や新規雇用の手控えにつながることへの警戒が必要になりつつある。4月、5月の企業景況感は、好調な建設業を除けば、過去と比較して強気水準にあるものの、年初からの頭打ち感が解消されていない。とりわけ、輸出比率の高い鉱工業部門の企業景況感が、6月以降に一段と悪化しないか注目される。

もともと、ユーロ圏経済の腰折れを懸念しているわけではない。1-3月期の就業者数は前期から58万人増となり、10-12月期の41万人増から拡大ペースが加速した。先述したように賃金上昇率は緩やかながら加速しており、家計の可処分所得の拡大が個人消費を後押しすると見込まれる。また、ECBの「出口戦略」は慎重に進められる見通しで、低金利環境もしばらく継続しよう。消費者信頼感も引き続き1985年以降の長期水準を大幅に上回っている。ユーロ圏の成長率予想を2018年は+2.2%から+2.1%へ、2019年は+1.8%から+1.7%へそれぞれ下方修正したが、引き続き潜在成長率を上回る成長が続くと予想している。

イタリアとドイツの政治不安の背景にあるのはEUが先送りしてきた「宿題」

ここ1カ月、イタリアでEUに非常に懐疑的な新政権が発足する一方、ドイツではメルケル首相の支持母体のCDU（キリスト教民主同盟）とCSU（キリスト教社会同盟）の対立が先鋭化し、政権崩壊の危機がささやかれたことが、ユーロ安や金利低下の要因となった。実は両国の政治混乱の根底にあるのが、EUの難民・移民政策に対する不満と不信感である。2015年夏から2016年春と比べれば、EUに流入する中東やアフリカなどからの難民は大幅に減少している。ただし、機能不全を露呈したEUの難民受け入れルールの再構築は、負担軽減を求める南欧と、難民受け入れを拒否する東欧の主張が平行線をたどり、進展してこなかった。ドイツのCSUが難民受け入れルールの厳格適用を主張して問題提起したことにより、6月28、29日のEU首脳会議の議題の中で難民政策への注目度が急速に高まっている。

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

1-3 月期に前期比+0.1%に減速したあと、4-6 月期は持ち直しへ

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%）から減速した。ポンド安という追い風がなくなった輸出が前期比-0.5%となったほか、個人消費が同+0.2%と 13 四半期ぶりの低い伸びとなった。加えて、在庫変動の前期比寄与度が-0.3%pt となったことも成長率を押し下げた。

個人消費に関しては、4-6 月期に持ち直しが見込まれる。1-3 月期に前期比マイナスに落ち込んだ小売売上高が 4 月は前月比+1.8%、5 月は同+1.2%と大きく反発したほか、新車販売も回復している。英国の就業者数は 2012 年から一貫して増加傾向にあり、またここに来て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。もっとも、5 月の小売売上高はロイヤル・ウェディングという特殊要因による押し上げも含まれており、その効果は 6 月に剥落することが予想される。

一方、4 月の財輸出は前年比-7.5%と大幅に落ち込んだ。米国向けの落ち込みが特に目立つが、最大の貿易相手である EU 向けも伸び率は鈍化傾向にある。また、4 月の鉱工業生産は前月比-0.9%と落ち込んだ。鉱工業部門の企業景況感は 2017 年に改善したが、2018 年に入って悪化に転じている。そもそも英国の EU 離脱を巡る不透明感が一向に晴れないところに、貿易摩擦懸念が加わり、先行き不透明感は今後さらに高まると見込まれる。

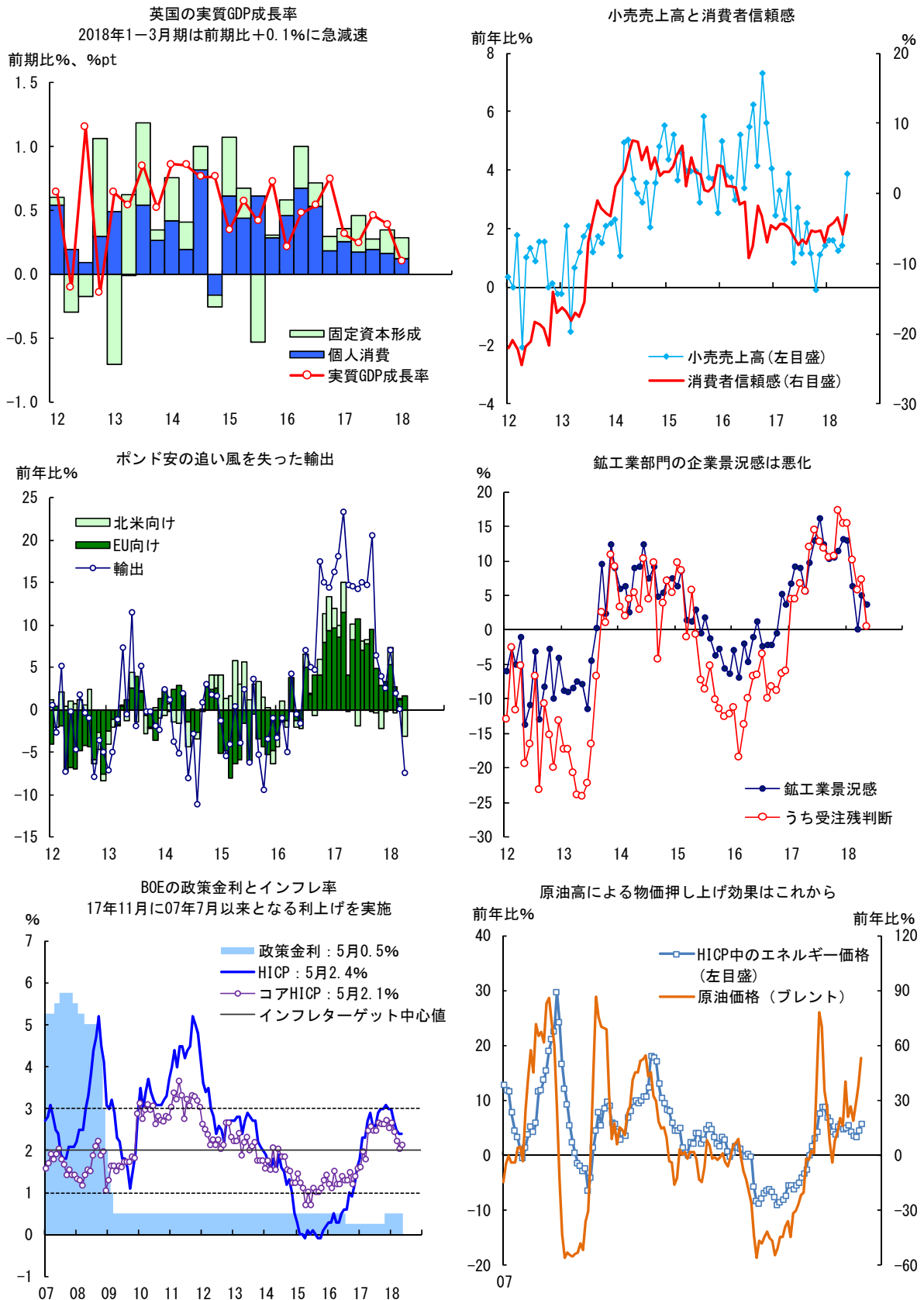
ちなみに、6 月 28、29 日の EU 首脳会議では、英国の EU 離脱協定で大枠合意し、離脱後の EU と英国の新たな通商関係についても協議されるとの見通しが当初は存在した。ところが、英国の政府内、及び政府と議会の間で、EU 離脱の方針がまだ確定せず、その結果、EU と英国の離脱協議も停滞を余儀なくされている。離脱協定に関する詰めの作業は、EU 側が最終期限とした 2018 年 10 月に全てずれ込む公算が大きい。

英国経済は 1-3 月期の低成長から、4-6 月期は個人消費が牽引してやや持ち直すと見込まれるが、低成長を脱することはできず、2018 年、2019 年とも+1.3%成長にとどまると予想する。

BOE の利上げはインフレ動向次第

英国の 5 月の消費者物価上昇率は前年比+2.4%で、4 月と同水準であった。エネルギー価格は同+5.7%に加速したものの、他方で食品や住居・光熱費の伸びが鈍化したことで相殺された。食品やエネルギーを除いたコア物価上昇率は、5 月は同+2.1%となり、4 月の同+2.0%から小幅に加速した。今後は原油高に加え、足下のポンド安傾向が改めて輸入物価上昇率を加速させると見込まれるため、消費者物価上昇率は同+2%台半ばで推移し、英中銀（BOE）のインフレターゲットの同+2.0%に抑制されるのは難しいと予想される。英中銀は、労働需給の逼迫に伴う賃金上昇率の加速を見込んでいることもあり、引き続き年内の利上げの機会をうかがうと予想される。直近の 2-4 月平均の賃金上昇率はボーナス込で前年比+2.5%、ボーナスなしでは同+2.8%となり、2017 年に比べて加速傾向にある。

図表3 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	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%	1.5%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%	2.4%	2.1%	1.7%
民間消費支出	1.5%	1.9%	1.5%	0.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%	1.4%
政府消費支出	0.5%	1.9%	1.8%	1.1%	0.1%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	0.9%	1.2%
総固定資本形成	0.5%	8.3%	-1.2%	5.5%	2.0%	4.5%	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	3.2%	3.4%	3.0%
輸出等	6.6%	4.6%	6.3%	9.1%	-1.6%	4.9%	3.6%	3.2%	2.8%	3.2%	3.6%	3.6%	5.3%	3.9%	3.4%
輸入等	2.6%	6.6%	2.0%	6.2%	-0.5%	5.1%	4.6%	3.4%	2.6%	3.6%	4.2%	3.6%	4.3%	3.4%	3.6%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.1%	2.5%	2.8%	2.8%	2.5%	2.3%	2.0%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	2.4%	2.1%	1.7%
民間消費支出	1.7%	1.9%	1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.6%	1.6%	1.4%
政府消費支出	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	0.9%	1.2%
総固定資本形成	4.3%	3.7%	2.7%	3.2%	3.6%	2.7%	4.0%	3.3%	3.5%	3.1%	2.7%	2.6%	3.2%	3.4%	3.0%
輸出等	4.9%	4.7%	5.9%	6.6%	4.5%	4.6%	3.9%	2.5%	3.6%	3.2%	3.2%	3.3%	5.3%	3.9%	3.4%
輸入等	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%	3.5%	3.2%	3.0%	3.1%	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%	4.3%	3.4%	3.6%
鉱工業生産 (除建設)	1.1%	2.6%	4.1%	4.0%	3.3%	2.2%	1.6%	1.3%	2.0%	2.0%	1.6%	1.6%	3.0%	2.1%	1.8%
実質小売売上高	2.0%	2.6%	2.5%	2.0%	1.6%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	2.3%	1.8%	1.7%
消費者物価	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.6%	1.7%
生産者物価	3.8%	3.2%	2.2%	2.0%	1.3%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.0%	2.8%	1.6%	1.9%
失業率	9.5%	9.1%	9.0%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%	8.0%	7.9%	7.8%	9.1%	8.4%	8.0%
10億ユーロ															
貿易収支	75.6	83.1	92.6	94.2	88.3	75.0	80.0	77.0	75.0	75.0	73.0	70.0	345.5	320.3	293.0
経常収支	87.6	77.6	115.7	105.9	109.0	90.9	93.7	88.6	83.5	83.3	81.2	78.0	386.9	382.2	325.9
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%	0.50%	0.50%	0.56%	0.61%	0.67%	0.74%	0.81%	0.37%	0.55%	0.71%
独 国債2年物 (期中平均)	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.57%	-0.62%	-0.60%	-0.56%	-0.52%	-0.44%	-0.30%	-0.20%	-0.72%	-0.59%	-0.37%
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%	0.25%	0.00%	0.00%	0.25%

(注) 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				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%	1.8%	1.6%	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%	0.7%	1.2%	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%	2.2%	1.2%	0.8%	1.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	0.1%	1.3%	1.3%
総固定資本形成	2.6%	6.9%	2.0%	4.4%	3.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	4.0%	2.9%	1.0%
輸出等	-0.6%	7.7%	7.6%	-3.4%	-2.0%	2.8%	3.2%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	5.7%	1.3%	2.6%
輸入等	3.7%	2.4%	4.9%	1.4%	-2.3%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	3.2%	1.3%	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%	1.3%	1.5%	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%	1.0%	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%	1.2%	1.2%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	0.1%	1.3%	1.3%
総固定資本形成	4.5%	4.2%	3.6%	4.0%	4.3%	2.8%	2.6%	1.8%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	4.0%	2.9%	1.0%
輸出等	6.1%	5.1%	9.0%	2.7%	2.3%	1.1%	0.1%	1.7%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%	5.7%	1.3%	2.6%
輸入等	4.3%	3.8%	1.7%	3.1%	1.6%	1.7%	1.0%	1.1%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	3.2%	1.3%	2.2%
鉱工業生産	2.8%	0.6%	2.2%	1.9%	2.0%	1.4%	0.9%	0.8%	0.5%	1.3%	0.8%	0.6%	1.9%	1.3%	0.8%
実質小売売上高	2.7%	2.5%	1.5%	0.8%	1.5%	2.5%	1.9%	1.6%	1.6%	1.2%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%	1.7%
消費者物価	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.7%	2.5%	2.2%
生産者物価 (出荷価格)	3.7%	3.5%	3.4%	3.0%	2.6%	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%	2.8%	2.4%	2.2%	3.4%	2.9%	2.7%
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	-33.6	-34.2	-33.5	-34.2	-33.4	-34.2	-33.6	-34.6	-135.6	-135.5	-135.9
経常収支	-19.6	-25.6	-19.2	-18.4	-21.9	-21.5	-20.8	-21.6	-20.8	-21.7	-21.2	-22.3	-82.9	-85.8	-86.0
財政収支	15.4	-17.3	-3.3	-13.1	12.5								-18.3	-40.2	-35.0
国債10年物 (期中平均)	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.45%	1.40%	1.40%	1.50%	1.50%	1.45%	1.40%	1.40%	1.20%	1.44%	1.44%
国債2年物 (期中平均)	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.69%	0.78%	0.80%	0.85%	0.85%	0.80%	0.80%	0.75%	0.25%	0.78%	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 (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