

2018年9月20日 全7頁

欧州経済見通し 足元は巡航速度の景気拡大

金融緩和の修正に動く ECB と BOE

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は1-3月期と同じ前期比+0.4%で、非常に好調だった2017年からは減速したものの、ユーロ圏として平均的な伸び率を維持した。雇用増に加えて、賃金上昇率に加速の兆しが見られ、内需主導の景気拡大は年後半も継続すると見込まれる。ただし、米国と中国の貿易摩擦が激化する懸念に加え、複数の新興国の景気が減速しつつあり、外需見通しの不透明感は解消されていない。ECBは9月13日の金融政策理事会で、10月から資産買取を月額150億ユーロに半減することを決めた。6月に公表した金融緩和の出口戦略に従い、資産買取は12月末で停止される可能性が高い。その後、ECBは2019年夏までは政策金利を据え置き、秋以降に利上げの可能性を模索する構えだが、ECBの景気見通しには下振れリスクがあると考えられる。
- 英国の4-6月期のGDP成長率も前期比+0.4%だったが、7月にかけて成長率はやや加速した。BOE（英中銀）は8月の0.25%の利上げのあと、9月は政策金利を据え置いたが、景気が巡航速度で拡大を続け、インフレ率がインフレターゲットを上回って推移していることを理由に、緩やかなペースでの追加利上げを想定している。しかし、この秋に山場を迎える英国とEUとの離脱交渉はどのように決着するかいまだに明確でない。BOEの景気見通しで想定されている「大きな混乱なくEU離脱が実現する」可能性は低いと見込まれる。

ユーロ圏経済

4-6 月期の牽引役は総固定資本形成

ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は1-3月期と同じ前期比+0.4%で、2017年の4四半期の平均である同+0.7%と比べると減速したものの、ユーロ圏としては平均的な伸び率となった。これで前期比でのプラス成長は21四半期連続となり、1999年のユーロ導入以降では最長記録である。4-6月期の需要項目別の内訳に注目すると、牽引役はもっぱら内需で、その寄与度は前期比+0.4%ptとなっている。中でも総固定資本形成の寄与度が拡大しており、投資比率（GDPに占める総固定資本形成の割合）は20.9%と3年ぶりの高水準となった。ユーロ圏の企業景況感で建設業の改善が顕著だが、建設投資だけではなく、設備投資も伸びている。

一方、純輸出の寄与度は前期に引き続きマイナスとなった。ただし、1-3月期は輸出が前期比-0.7%と2012年10-12月期以来のマイナスの伸びとなったのに対し、4-6月期の輸出は同+0.6%と反発した。2017年に進行したユーロ高による輸出抑制効果が剥落したとみられる。

雇用拡大を受けて賃金上昇率に加速の兆し

年後半もユーロ圏では内需が牽引役となり、欧州委員会が1.5%と推計している潜在成長率をやや上回る成長を続けると予想する。雇用拡大を背景に、賃金上昇率に加速の兆しが出てきたことは好材料である。

4-6月期のユーロ圏の就業者数は前期から57万人増の1億5,798万人となった。1-3月期の65万人増と比較すると増加ペースはやや鈍化したが、前年比+1.5%は堅調な雇用拡大ペースである。産業別では農林水産業と金融・保険産業を除いたすべての産業で就業者数が増加しており、中でも専門職、流通・旅行産業、教育・ヘルスケア産業での就業者増が目立つ。また、製造業と建設業でも就業者数は増加傾向にある。ちなみに7月のユーロ圏の失業率は8.2%で、金融危機直前の2008年3月に記録した7.3%をまだ上回っているが、就業者数は2017年1-3月期に金融危機前のピークを抜き、その後も増加傾向が継続している。女性や高齢者の就業率が上昇していることが背景にある。

就業者数が着実に増加してきたのに対して、ユーロ圏の賃金上昇率は金融危機後、伸び悩んできたが、今年に入って民間部門の賃金上昇率は1-3月期に続いて4-6月期も前年比+2.2%と+2%台の伸びとなった。主要国のうちドイツでは1-3月期の同+2.5%から4-6月期は同+2.4%に若干減速したが、フランスでは同+1.8%から同+2.2%に加速し、イタリアでは同横ばいから同+1.7%へ上昇した。

ドイツの自動車生産は7月に急減

ただし、7月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比-0.8%、前年比-0.1%と落ち込み、「堅調な景気拡大」というメインシナリオの実現性にいささかの疑念を生じさせた。その原因を探ると、

ドイツの自動車産業の生産指数が前月比-6.7%と急落している。ドイツ連銀の月報によれば、EUで9月以降の新車登録でWLTP（乗用車等の国際調和排出ガス・燃費試験法）による型式認証が義務付けられることへの対応について、一部自動車メーカーが手間取ったことが原因と指摘されている。ドイツ連銀は、この新制度への対応が進めば自動車生産は急回復すると予想し、その根拠としてifo景況感指数が8月に5カ月ぶりの水準まで改善したことを挙げている。ドイツの自動車生産の落ち込みが一過性で、短期間のうちに回復すれば問題はないが、自動車産業はすそ野が広く、ドイツのみならず、中東欧などにもサプライチェーンが広がっている。今後、予想された通りに生産が回復するか注目しておきたい。

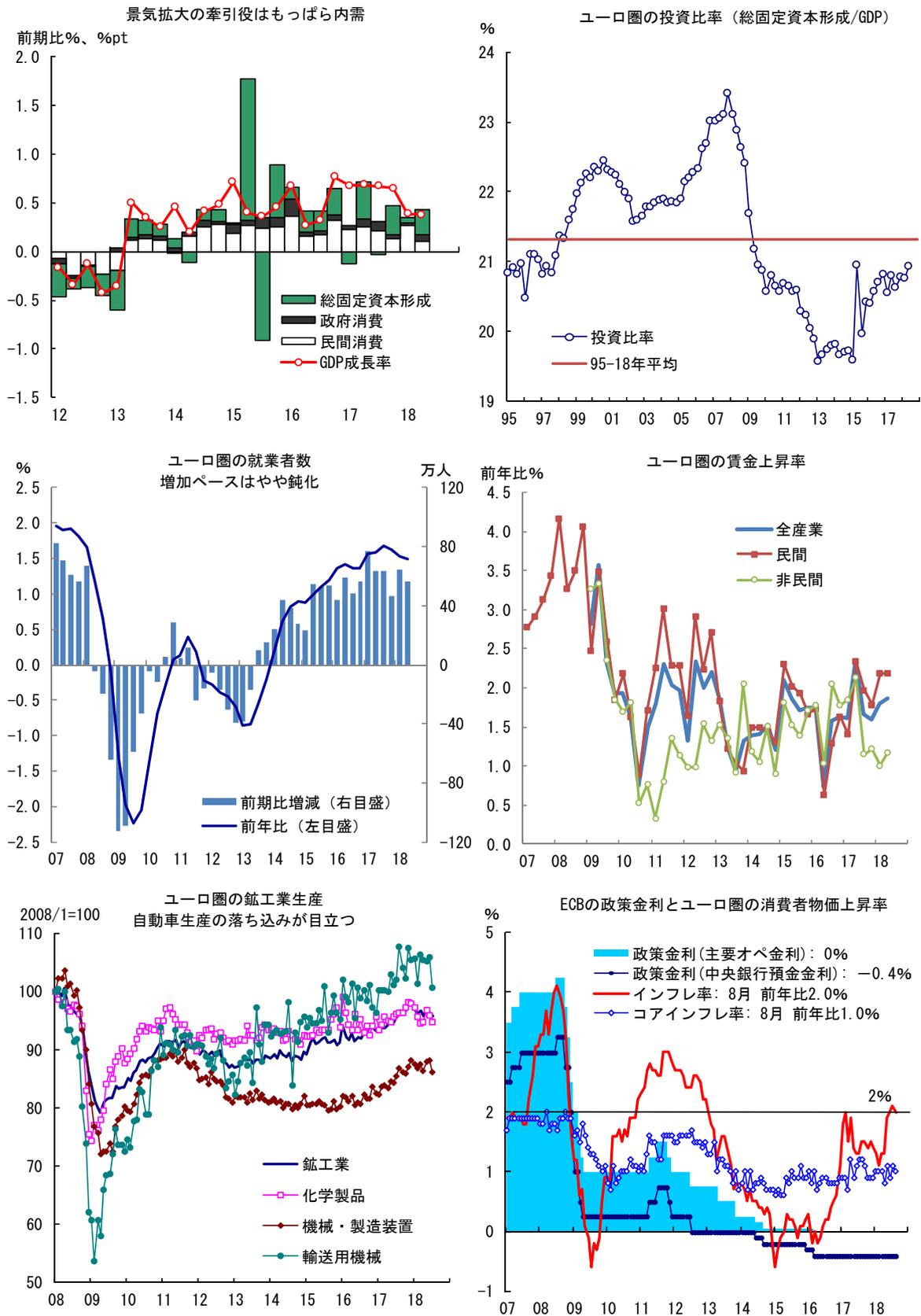
なお、ユーロ圏の外需の見通しは引き続き不透明で、景気の牽引役とはなりにくいと予想される。米国と中国の間の貿易摩擦は一段と激化しており、関係改善の糸口は見えてこない。また、米国が利上げを継続していることを一つのきっかけとして、新興国のうち経常収支の赤字が大きいトルコやアルゼンチンで通貨安が進み、それが他の新興国の通貨安に波及し、通貨防衛を目的とした利上げが続いている。ユーロ圏の輸出動向からは、景気好調な米国向けの輸出は7月に前年比+14.8%と落ち込む気配は見られない一方、中国向けは同+6.3%と二桁には届かず、トルコやロシア向けは前年割れに落ち込んだ。

ECBは金融緩和の修正を予定通り遂行

ECBは2018年上半期のユーロ圏経済について堅調な拡大が続いたと評価している。9月13日のECB金融政策理事会では、非伝統的な金融緩和の修正を、今年6月に発表したスケジュールに従って粛々と進めていく方針が示された。すなわち、ECBによる資産買取プログラムの買取額は9月までの月300億ユーロから10月には150億ユーロに半減することが決定された。また、インフレが想定通りに推移すれば、新規買取を12月末で終了させることも確認された。なお、新規買取を停止したあともしばらくは償還分については再投資を行い、ECBの資産規模を維持する方針である。ECB理事会後の記者会見で、この再投資をいつまで続けるか、あるいはどのような条件で見直すのかについて検討したかが質問された。ドラギ総裁は、今回は検討しなかったものの年内に議論すると回答しており、次回の10月25日のECB理事会で検討される可能性が高いとみられる。政策金利の引き上げに関しては、「少なくとも2019年夏が終わるまで据え置く」という6月に公表されたガイダンスが改めて確認された。

以上の金融政策の方向性は、当然ながら今後のユーロ圏のインフレ見通しによって変わり得る。9月のECB理事会に合わせて公表されたECBスタッフによる景気見通しでは、2018年と2019年の成長率見通しが2.0%と1.8%へそれぞれ0.1%ptずつ引き下げられた（2020年は1.7%で変更なし）。一方、インフレ率の見通しは2018年から2020年まで1.7%で前回の6月の予想と同じであった。ドラギ総裁はユーロ圏の景気見通しに関して、上振れするリスクと下振れするリスクがバランスしているとの見解を示しているが、世界経済がリーマン・ショック後の景気回復局面の終盤に差し掛かりつつあるとみられる中で、外需依存度の高いユーロ圏経済も先行きに関して下振れリスクの方が大きくなっていると考えられる。

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

月次 GDP は 7 月にかけて加速

英国の経済成長率は 1-3 月期に前期比+0.2%に減速したあと 4-6 月期は同+0.4%へ持ち直したが、月次 GDP 統計によると 7 月にかけてもう一段加速した。直近 3 カ月の 3 カ月前比の伸び率は、4-6 月の+0.4%から 5-7 月は+0.6%となった。建設業が+0.9%から+3.3%へ急加速したのが目立つほか、最もシェアの大きいサービス業も+0.5%から+0.6%へ加速した。中でも卸売業・小売業、輸送・倉庫サービスなどが好調である。一方、製造業は 4-6 月の-0.9%から 5-7 月は-0.1%へマイナス幅を縮めたものの、生産縮小が継続している。

英中銀 (BOE) は 9 月 13 日の金融政策会合で政策金利を 0.75%で据え置くことを全会一致で決定した。前回 (8 月 2 日) の会合で 0.25%の利上げを実施したばかりで、金利据え置きは事前に予想されていた。BOE は足元の景気は 8 月 2 日に公表したインフレーション・レポートの想定に沿って堅調に拡大しているとの見解を示した。失業率は 4.0%に低下し、賃金上昇率は前年比+3.0%近くに加速する一方、消費者物価上昇率は 7 月に同+2.5%と BOE のインフレターゲットである同+2.0%を上回っていることを踏まえ、BOE は追加利上げの可能性を示唆している。その後発表された 8 月の消費者物価上昇率は同+2.7%へ加速した。

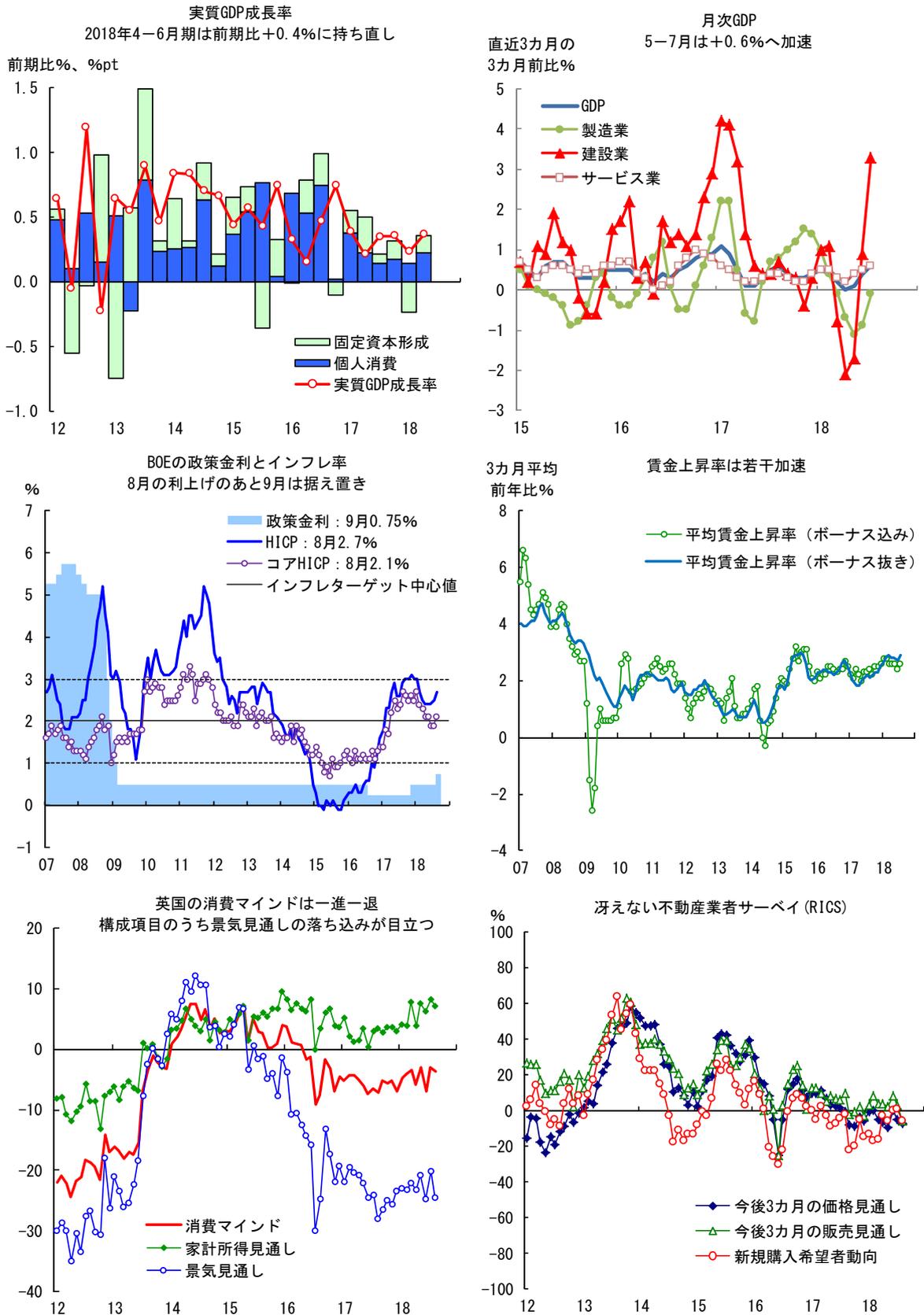
ただし、英国経済の先行きには内外需とも不透明要因が存在する。まず外需に関しては、BOE も指摘するように米国と中国の貿易摩擦が激化する懸念があるほか、複数の新興国の景気が減速し始めている。また、BOE の景気見通しは英国の EU 離脱が大きな混乱なく進められることを前提としているが、2019 年 3 月末の離脱期限まであと半年余りとなる中で、EU との合意なしで離脱となる可能性が取り沙汰されている。消費者の景気見通しは決して明るいとは言えず、不動産取引業者の景況感はじわじわと悪化している。

EU 離脱がどのように進行するか不透明な中、カーニーBOE 総裁の任期は 2019 年 6 月末から 2020 年 1 月末まで延長されることが決まった。

「合意なしの EU 離脱」への備え

EU は英国との離脱協議の期限を「10 月」としてきたが、「11 月半ば」への先延ばしを容認する姿勢に転じつつある。当初は 10 月 18 日の EU 首脳会議で離脱協議の合意事項を承認する目論見だったが、11 月半ばに臨時の EU 首脳会議を開催する方向で調整しようとしている。一方、英国政府は消費者や企業が「合意なしの EU 離脱」に備えるガイダンスとして、8 月 23 日に 25 文書を公表し、さらに 9 月 13 日に 28 文書を追加で公表した。その内容は、英国と EU 間の輸出入の手続きだけではなく、旅行、留学、就職などの人の往来、EU 補助金など多岐にわたる。英国政府は「合意なしの EU 離脱」の可能性が高いわけではないと再三断りを入れているが、その上でこれらの文書を公表したねらいは、「合意なしの EU 離脱」が多方面に悪影響を及ぼすことを具体的に示し、英国政府にとって EU との離脱合意よりもハードルが高いとの懸念もある英国議会の承認を取り付けることにあるとみられる。

図表2 英国の景気指標



(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) 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%	2.8%	2.7%	2.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	2.4%	2.0%	1.6%
民間消費支出	1.7%	1.9%	1.6%	1.0%	2.0%	0.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.4%	1.5%
政府消費支出	0.8%	1.5%	1.7%	0.8%	0.4%	1.5%	1.6%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%
総固定資本形成	-2.4%	7.7%	-0.6%	5.8%	1.1%	5.0%	4.1%	3.6%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	2.5%	3.4%	3.2%
輸出等	7.6%	4.5%	5.3%	8.5%	-2.9%	2.3%	3.6%	4.1%	3.6%	2.8%	1.6%	3.6%	5.2%	2.9%	3.2%
輸入等	2.6%	4.4%	2.6%	5.3%	-1.3%	4.4%	4.1%	4.1%	3.6%	2.8%	1.6%	3.6%	3.9%	2.8%	3.4%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.0%	2.5%	2.8%	2.7%	2.4%	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	2.4%	2.0%	1.6%
民間消費支出	1.6%	1.8%	1.9%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%
政府消費支出	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%
総固定資本形成	2.7%	3.6%	2.4%	2.6%	3.4%	2.8%	4.0%	3.4%	3.9%	3.3%	2.9%	2.6%	2.5%	3.4%	3.2%
輸出等	4.9%	4.8%	5.9%	6.5%	3.8%	3.2%	2.8%	1.7%	3.4%	3.5%	3.0%	2.9%	5.2%	2.9%	3.2%
輸入等	4.3%	4.3%	4.2%	3.7%	2.7%	2.7%	3.0%	2.8%	4.0%	3.6%	3.0%	2.9%	3.9%	2.8%	3.4%
鉱工業生産 (除建設)	1.1%	2.6%	4.1%	4.0%	3.3%	2.1%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	1.3%	1.2%	2.9%	1.3%	1.0%
実質小売売上高	2.1%	2.6%	2.6%	2.0%	1.6%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.6%	1.5%	2.3%	1.3%	1.3%
消費者物価	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	1.6%	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%
生産者物価	3.8%	3.2%	2.2%	2.0%	1.3%	2.3%	3.5%	3.3%	3.4%	2.9%	2.1%	2.0%	2.8%	2.6%	2.6%
失業率	9.5%	9.1%	9.0%	8.7%	8.6%	8.3%	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	9.1%	8.3%	8.0%
10億ユーロ															
貿易収支	74.7	82.1	92.7	93.8	90.5	67.1	64.0	63.0	60.0	57.0	55.0	54.0	343.3	284.6	226.0
経常収支	89.5	79.0	115.7	102.4	111.1	78.1	69.9	68.8	65.7	62.6	59.5	58.4	386.6	327.8	246.1
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%	0.49%	0.38%	0.46%	0.50%	0.55%	0.66%	0.73%	0.37%	0.49%	0.61%
独 国債2年物 (期中平均)	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.57%	-0.60%	-0.60%	-0.54%	-0.50%	-0.44%	-0.36%	-0.30%	-0.72%	-0.58%	-0.40%
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Q2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	1.6%	0.9%	1.4%	1.4%	0.9%	1.5%	1.6%	1.4%	1.1%	0.5%	1.0%	1.3%	1.7%	1.3%	1.1%
民間消費支出	2.3%	1.4%	0.9%	1.1%	0.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.8%	1.1%	1.2%
政府消費支出	-2.2%	2.0%	-0.5%	1.7%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	-0.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	4.3%	6.7%	1.8%	3.3%	-5.3%	3.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	3.4%	0.7%	1.2%
輸出等	3.2%	2.2%	3.3%	3.9%	0.2%	-13.5%	3.6%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	5.4%	-0.8%	1.6%
輸入等	3.5%	1.7%	2.2%	-0.7%	-0.7%	-3.2%	3.0%	2.4%	2.0%	2.0%	0.8%	1.6%	3.2%	-0.0%	1.7%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.8%	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.7%	1.3%	1.1%
民間消費支出	2.6%	2.1%	1.2%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.8%	1.1%	1.2%
政府消費支出	-0.6%	-0.0%	-0.2%	0.2%	1.2%	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	-0.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	3.6%	3.6%	2.6%	4.0%	1.5%	0.7%	0.6%	0.1%	1.7%	1.1%	1.0%	0.9%	3.4%	0.7%	1.2%
輸出等	5.0%	4.6%	8.9%	3.2%	2.4%	-1.8%	-1.7%	-2.0%	-1.4%	2.8%	2.5%	2.4%	5.4%	-0.8%	1.6%
輸入等	4.8%	4.6%	2.0%	1.7%	0.6%	-0.6%	-0.4%	0.3%	1.0%	2.4%	1.8%	1.6%	3.2%	-0.0%	1.7%
鉱工業生産	2.3%	0.6%	2.1%	2.3%	2.4%	1.4%	0.7%	0.4%	0.2%	1.1%	0.8%	0.6%	1.8%	1.2%	0.7%
実質小売売上高	2.6%	2.6%	1.6%	0.8%	1.6%	2.7%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	2.5%	2.1%
消費者物価	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%	2.0%	2.0%	2.7%	2.6%	2.2%
生産者物価 (出荷価格)	3.7%	3.5%	3.4%	3.0%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	2.5%	2.4%	2.2%	3.4%	2.9%	2.5%
失業率	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%
10億ポンド															
貿易収支	-34.1	-34.3	-33.8	-34.9	-32.0	-34.7	-34.4	-33.4	-31.8	-34.7	-34.6	-33.8	-137.0	-134.6	-134.9
経常収支	-16.3	-23.3	-19.8	-19.5	-17.7	-19.7	-19.8	-19.2	-18.3	-21.2	-21.2	-20.4	-79.0	-76.4	-81.1
財政収支	15.6	-17.4	-5.6	-15.0	11.2	-12.2							-22.4	-40.2	-35.0
国債10年物 (期中平均)	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.45%	1.39%	1.37%	1.41%	1.38%	1.30%	1.32%	1.35%	1.20%	1.41%	1.34%
国債2年物 (期中平均)	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.69%	0.78%	0.76%	0.82%	0.79%	0.75%	0.76%	0.78%	0.25%	0.76%	0.77%
政策金利 (末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.75%	0.75%

(注) 2018年Q2まで実績値 (経常収支のみ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