

ユーロ圏経済 Update : 緩やかな拡大がなお暫く続く見通し

10~12 月期の経済指標の出足は総じて不芳。しかし、雇用情勢の改善、高水準の設備稼働率のもとで、個人消費や機械設備投資は堅調な拡大を続けており、景気が大崩れする可能性は小さい。また、量的緩和のペースは弱まったが、一方で質的緩和が行われており、ECB の「超金融緩和」自体は少なくとも 2 年以上続きそうである。以上より、ユーロ圏経済の拡大基調はなお暫く維持され、年間の成長率は 2016 年 1.6%、2017 年 1.5%と、いずれも 1.0%とされる潜在成長率を上回る伸びを確保できる見込みである。また、2019 年春の Brexit 発効を前提にすれば、2018 年は対英投資シフトの受け皿効果が出始めるため、1.8%まで成長率が上昇すると予想される。

7~9 月期も「粘り腰」を発揮

ユーロ圏景気は緩やかな拡大を続けている。12 月 6 日に公表された 7~9 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は、先月公表の速報値から変わらずの 前期比 0.3%（年率換算 1.4%）となった。Brexit 選択後の混乱による悪影響を限定的にとどめ、4~6 月期（前期比 0.3%、年率換算 1.2%）を若干上回る伸びとなった。

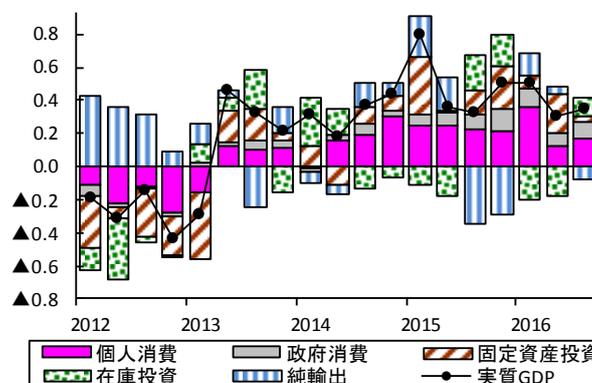
主要国の成長率を見ると、ドイツ（4~6 月期前期比 0.4% → 7~9 月期 0.2%）が 2 四半期連続の減速となったものの、フランス（▲0.1% → 0.2%）が プラス成長に転じたほか、イタリア（0.1% → 0.3%）の成長率が上昇し、ユーロ圏全体の成長率を押し上げた。また、スペイン（0.8% → 0.7%）とオランダ（0.7% → 0.7%）が堅調な伸びを維持し、全体を下支えした。

需要項目別には、輸出（4~6 月期前期比 1.2% → 7~9 月期 0.1%）¹や固定資産投資（建設投資及び機械設備投資、1.2% → 0.2%）が減速したものの、一方で、個人消費（0.2% → 0.3%）や政府消費（0.4% → 0.5%）の増勢が幾分強まり、景気全体を下支えした。また、輸入（1.2% → 0.2%）の減速や在庫投資（4~6 月期前期比寄与度 ▲0.2%Pt → 7~9 月期 0.1%Pt）の増加も、7~9 月期の成長率を押し上げた。これまでも指摘してきたが、ユーロ圏経済はこのところ、需要項目毎の「まだら模様」を各四半期で変化させながらも、全体として緩やかな拡大ペースを維持している。ユーロ圏経済の「粘り腰」は 7~9 月期も健在であった。

10~12 月期の出足は不芳だが、後半の盛り返しは期待可能

その後の 10~11 月分の経済指標を概観すると、やや弱い指標が目立つ。10 月の鉱工業生産（除く建設）は 7~9 月平均比 ±0.0%と、単月ではあるが 7~9 月期の前期比 0.4%から減速した。需要面でも、①輸出（ユーロ圏外向け・通関ベース、7~9 月期前期比 0.6% → 10 月の 7~9 月平均比 0.1%²）や、②建設投資

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat

¹ 財輸出に限るが、仕向地別の輸出数量を見ると、中南米向けの持ち直し（自動車を中心と見られる）が続き、中東欧向けやロシア向けが下げ止まったものの、一方で米国向けや英国向けが減少に転じた。そのため、全体の伸びは 4~6 月期よりも減速した。

² 仕向地別に見ても、10 月はほぼ全ての地域で不調であった。

(1.6%→0.3%)の伸びが鈍化し、③乗用車販売台数(7~9月期前期比0.5%→10~11月平均の7~9月平均比▲0.5%)が減少に転じた。

しかし、これらの一方で、(1)小売販売(7~9月期前期比0.4%→10月の7~9月平均比0.8%)が増勢を強め、(2)ドイツの10月の資本財販売(速報性の高い機械設備投資の一致指標)もドイツ国内向けを中心に増加³しているなど、個人消費や機械設備投資には明るい動きもある。

また、以下の通り、ユーロ圏経済のファンダメンタルズが引き続き改善していることを踏まえると、ユーロ圏経済全体が悪化方向に向かい始めたと見るのは早計であり、むしろ、10~12月期後半に盛り返し、四半期で均すと概ね7~9月期並みの成長ペースを確保できている可能性は十分にあり得ると見ている。

失業率は9月に9.9%と、2011年4月以来の10%割れとなった後、10月には9.8%とさらに低下した。7~9月期にかけて2四半期連続で成長率が低下したドイツでも、失業率(10月4.1%)は東西統一後の最低水準まで低下している。また、企業の雇用見通しDI(欧州委員会調べ)を見ると、足元(11月)でサービス業の雇用意欲が2008年2月以来のレベルまで強まっているほか、鉱工業でも約5年ぶりにプラス圏(増加超)で推移している。そのため、雇用情勢の改善傾向はなお暫く続き、個人消費の堅調な拡大を支えていくことが期待される。

さらに、鉱工業の設備稼働率は10月に82.3%とリーマンショック後の最高水準まで上昇、ドイツに限っても85.7%と2011年7月(86.7%)以来のレベルまで上昇しており、維持更新や能力増強を目的とした機械設備投資の増勢が強まる可能性を示唆している。

ユーロ圏の失業率と設備稼働率(%,季節調整値)



(出所) Eurostat, 欧州委員会

ユーロ圏企業の雇用見通しDI(「増加」-「減少」, %Pt)



(出所) 欧州委員会

2017年のユーロ圏経済：ファンダメンタルズ改善とECBの金融緩和に支えられ、緩やかな拡大が続く

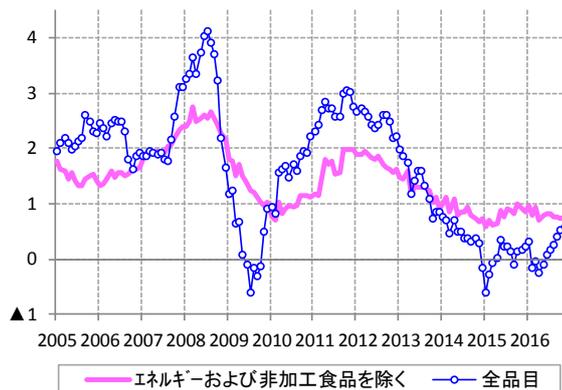
以上のようなファンダメンタルズの改善は、ユーロ圏経済が2017年も緩やかに拡大し続けるための大きな原動力となろう。そして、こうした展開をサポートするのが、ECB(欧州中銀)による大規模な金融緩和の継続である。

ECBは12月8日の定例理事会で、①リファイナンス金利0.00%および中銀預金金利▲0.4%の据え置き、②融資拡大を約束した銀行への低利での長期資金供給(TLTRO)の継続を決めた一方、③国債・社債購入(量的緩和)のペースを月あたり800億ユーロから600億ユーロへと減額する措置を打ち出した。③の買い入れ減額は、現象として「テーパリング」(量的緩和の段階的縮小)の第一歩と位置付けられる。

³ 具体的には、ドイツを除くユーロ圏内向けは、7~9月期の前期比2.7%から10月は7~9月期平均比2.1%と減速したが、堅調な伸びを維持。また、ドイツ国内向けは、7~9月期の前期比▲1.6%から10月には7~9月期比1.6%と増加に転じた。

しかしながら、ECBは、買い入れ減額と同時に、量的緩和の終了時期を2017年3月から12月へと9ヵ月延長したほか、いわゆる「質的緩和」——買い入れる国債・社債の年限や金利下限の引き下げ——も打ち出した。また、周辺環境を見ても、インフレ率（消費者物価の前年同月比）は、原油安一服を受けて4月の▲0.2%から11月には0.6%まで上昇したが、依然としてECBの政策目標である「2%近く」には程遠く、むしろエネルギーや非加工食品を除いたコアインフレ率（11月0.8%）で見ると、昨年10月（1.0%）以降頭打ちとなっている。加えて、ユーロ圏では、Brexit問題やイタリアの金融不安（後述）など、金融市場などへの波乱要因が燻っている。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

このように見ると、ECBによる超金融緩和からの「出口戦略」は、第一歩を踏み出したとはいえ、極めて長い時間軸のもとで展開されていくものであろう。また、上記の波乱要因により実体経済の拡大基調が損なわれるリスクに直面すれば、量的緩和の再拡大もあり得よう。すなわち、少なくとも Brexit問題の帰趨が見え始める2018年末ごろまでは、ECBは量的緩和の一段の減額に動かず、大規模な金融緩和を維持する、と当研究所は予想している。

そして、ECBによる大規模な金融緩和は引き続き、①金利抑制や銀行融資促進を通じて圏内需要を押し上げるほか、②ユーロ圏地合いの持続を通じて、輸出を下支える大きな要因になると考えられる。

成長率は2016年1.6%、2017年1.5%、2018年1.8%と予想

以上より、ユーロ圏経済はなお暫く緩やかな拡大基調を続ける蓋然性が高いと考えられる。当研究所は、通年の成長率が2015年の2.0%から、2016年は1.6%、2017年は1.5%へと低下するが、引き続き1.0%程度⁴とされる潜在成長率を上回る伸びを続けると予想⁵している。

また、今月より、2018年の予想についても紹介する。当然ながらBrexit問題の帰趨は現時点で不透明であるが、①英国が2019年春ごろにEUを離脱し、EU単一市場への自由アクセス権を失う、②Brexit確定を見越して、英国への投資縮小やポンド安が加速していく、といった前提条件を置くと、2018年のユーロ圏経済に対するBrexit問題のネットの影響は若干のプラスになると考えられる。具体的には、輸出が英国向けを中心に伸び悩むものの、一方で、世界各国からの対英投資の縮小分がユーロ圏内に振り向けられ⁶、固定資産投資の伸びが年後半に加速するほか、資産価格も上昇、これらの結果として成長率が1.8%へ小幅上昇する、と予想する。

ユーロ圏の成長率予想

	2014	2015	2016	2017	2018
%, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	1.2	2.0	1.6	1.5	1.8
個人消費	0.8	1.8	1.7	0.9	1.0
固定資産投資	1.4	3.2	2.8	3.2	4.6
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	0.6	1.4	1.9	0.8	0.6
純輸出(寄与度)	(▲0.0)	(0.3)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.1)
輸出	4.5	6.5	2.3	3.9	3.6
輸入	4.9	6.4	2.9	3.7	4.0

(出所) Eurostat (注) 2014年は18カ国、2015年以降は19カ国ベース。

⁴ 欧州委員会による試算値。

⁵ 12月6日公表の7~9月期GDP改定値を受けて、成長率予想を改めて見直したが、基本的に各需要項目のコースは先月から据え置きとし、全体の2016~17年成長率も変わらずとなった。

⁶ 例えば、欧州統括拠点をロンドンに置いている企業は、離脱発効前にその統括拠点を大陸側に移転させる必要性が出てくるはずである。

イタリアの改革路線後退、金融不安の高まりに要警戒

なお、イタリアで12月4日、憲法改正の是非を問う国民投票が実施され、59%の反対で否決された。憲法改正案は、上院の権限を大幅に弱め政策決定の迅速化を狙うものであったが、レンツィ首相（当時）の目論見は外れ、それどころかレンツィ氏は「否決なら辞任」と公言していたため、結果を受けて退陣に追い込まれた。後任には外相を務めてきたジェンティローニ氏が就任、12日に新内閣が発足した。

今回の投票結果は、低所得者層や若年世代を中心に、レンツィ前政権の進めてきた改革路線への反発が強いことの表れとされる。このもとで、「総選挙で下院の第1党になると、ボーナス議席を得て過半数を確保できる」という現行の選挙制度が維持される場合、2018年春までに実施される次回の総選挙で与党が敗北し、「反既成政治」「反EU」を掲げる新興政党「五つ星運動」が政権を奪取する可能性も排除できなくなっている。そのため、ジェンティローニ新政権にとっては「選挙制度改革」が至上命題であり、そうした事情のほか国民の反発をかわす必要性もあり、改革路線の後退は避けられない情勢となっている。

ところが、改革路線の後退を見越すように、国内銀行の経営再建問題への悪影響が俄かに顕在化している。2016年中に予定されていた大手銀行「モンテ・パスキ銀行」の増資計画は、最大の引受先と目されたカタールの投資ファンドが「政治状況を見極めたい」として引受を見送ったことから、他の国外投資家も見送り、計画失敗に終わった模様である（日本時間12/22時点）。この事態を受けて、「金融機関への公的支援に際して債権者の損失負担（バイルイン）が前提」というEUのルールを度外視して、ジェンティローニ新政権がなりふり構わず早急な公的支援に踏み切る可能性が出てきた。イタリアの銀行が抱える不良債権は3,600億ユーロ、ユーロ圏全体の約4割に上るとされる。そのため、問題処理の試金石と言える同行の再建計画が頓挫すれば、欧州金融危機の再燃にすら発展しかねない。しかし、国民の反発を招きやすいバイルインを回避したい新政権と、厳格にルールを適用したいEUとの間の協議の着点は見通し難い。目先、金融市場の混乱、さらには実体経済への悪影響をも及ぼしかねない下振れリスクとして、警戒が必要である。

また、今回の投票結果は、英国、米国に続いてイタリアでも「反既成政治」を掲げるポピュリズムが台頭していることを確認させるもの、そして、来年3月のオランダ総選挙、4~5月のフランス大統領選挙、秋のドイツ総選挙での波乱を懸念させるもの、とも言えよう。