

ユーロ圏経済 Update : 緩やかな拡大基調を改めて確認

ユーロ圏経済は緩やかな拡大が続いており、昨年10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期の前期比年率1.4%を上回った可能性が高い。また、雇用情勢などファンダメンタルズの改善が続いているほか、ECBが大規模な金融緩和を当面続ける見込みのもとでは、景気拡大基調はなお暫く維持され、結果として2017年の成長率は1.5%と、引き続き1.0%とされる潜在成長率を上回る見通しである。さらに、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、1.8%まで成長率が上昇しよう。Brexitやイタリアの金融不安、主要各国の大型選挙など、波乱リスクは少なくないが、実体経済の「粘り腰」は持続可能と見る。

昨年10～12月期の成長率は7～9月期を上回った見込み

ユーロ圏景気は緩やかな拡大を続けている。昨年10～11月の経済指標（乗用車販売は12月分も）は総じて、10月分の弱さを11月分がカバーし、均して見ると7～9月期を上回る伸びになったものが多い。そのため、近日公表される10～12月期の実質GDP成長率は、7～9月期の前期比0.3%（年率換算1.4%）を幾分上回る可能性が出てきた。

主な指標を10～11月（乗用車は10～12月）に均して整理すると、まず、鉱工業生産（含む建設）は7～9月期の前期比0.6%から、10～11月には7～9月平均比0.9%と伸びが高まった模様²である。

そして、需要サイドでも、建設投資の伸びが7～9月期の前期比1.4%から10～11月は7～9月平均比0.2%へと鈍化したものの、建設以外の主要指標は7～9月期を上回るペースで改善した。具体的には、①輸出（ユーロ圏外向け、通関・名目ベース、7～9月前期比0.7%→10～11月の7～9月平均比2.0%）³、②小売販売（0.3%→1.0%）、③乗用車販売台数（7～9月期前期比0.3%→10～12月期前期比1.0%）がいずれも増勢を強めた。また、ドイツの資本財販売（速報性の高い機械設備投資の一致指標）も、ドイツを除くユーロ圏内向け（2.7%→2.0%）はやや減速したものの、ドイツ国内向け（7～9月期前期比▲1.6%→10～11月の7～9月平均比0.5%）が下げ止まったため、ユーロ圏向け全体では伸びが高まったと見られる。

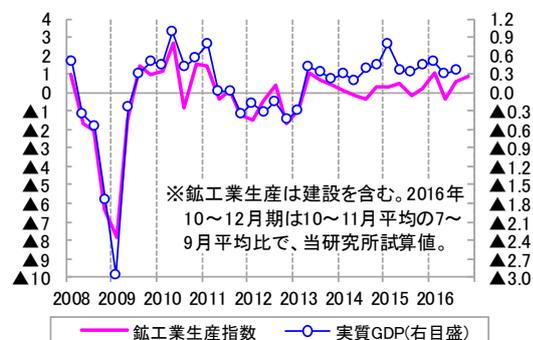
¹ 1月31日に超速報値（ユーロ圏全体の成長率のみ）、2月14日に速報値（ユーロ圏および加盟国毎の成長率）が公表される。

² 建設を含む鉱工業生産指数は本稿執筆時点で10月分までしか公表されていないが、建設を除く鉱工業生産指数、建設活動指数の11月分はそれぞれ前月比1.5%、0.4%と公表済み。そのため、11月の建設を含む鉱工業生産指数は前月比1.3%と試算される。

³ 仕向地別には、中近東向けの減少（自動車を中心）が続いたものの、一方で米国向けが下げ止まり（主に化学製品）、中国向けが持ち直した（自動車を中心）ため、全体の伸びが高まった。なお、10月に大きく落ち込んだ英国向けの11月分は未公表。

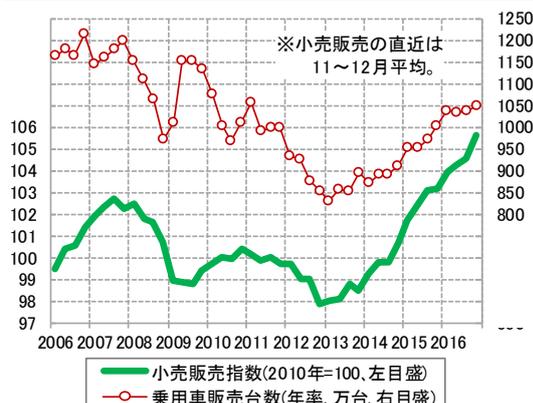
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

ユーロ圏の実質GDPと鉱工業生産指数（前期比）



(出所) Eurostat

消費関連指標の推移（季節調整値）



(出所) Eurostat, ECB

ファンダメンタルズの改善持続、ECBの大規模な金融緩和継続も期待

加えて、11月の失業率が10月に続いて9.8%（2009年7月以来の低水準）となったほか、12月の雇用見通しDI（欧州委員会が企業の雇用意欲を調査）がサービス業で2008年以来、鉱工業で2011年以来のレベルを維持していることは、ユーロ圏経済のファンダメンタルズが引き続き改善傾向を辿り、個人消費をはじめ圈内需要を持続的に押し上げる可能性が高いことを示唆している。

さらに、ECB（欧州中銀）による大規模な金融緩和が当面継続され、①金利抑制や銀行融資促進を通じて圈内需要を押し上げるほか、②ユーロ安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ことも見込まれる。ECBは1月19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）の継続を決めたほか、(3)先回12月8日の理事会で決めた、国債・社債購入（量的緩和）のペース低下予定（現行の月あたり800億ユーロから4月以降は600億ユーロへ減額）を再確認した。現在のECBは、(i)4月以降の量的緩和縮小措置の影響、(ii)Brexit問題やイタリアの金融不安（後述）、ユーロ圏内で相次ぐ大型選挙（3月のオランダ総選挙、4～5月のフランス大統領選、9月のドイツ総選挙）が金融市場などに及ぼす影響などを見極めるため、様子見モードに入ったと見られる。当研究所は、ECBが量的緩和の一段の減額に動くのは、早くともBrexit問題の帰趨が見え始める2018年末ごろになると予想しており、むしろ、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ると考えている。

なお、ユーロ圏のインフレ率（消費者物価の前年同月比）は、原油安一服を受けて昨年4月の▲0.2%から11月には0.6%まで持ち直し、さらに12月には1.1%まで大幅に上昇した。しかし、ドラギ総裁は「納得できる上昇基調ではない」として、最近のインフレ率上昇への早期対応の必要性を否定した。確かに、エネルギーや非加工食品を除いたコアインフレ率は一昨年10月（1.0%）以降頭打ちとなっており、昨年12月も0.9%にとどまっている。また、欧州委員会試算の潜在GDPに基づいたユーロ圏のGDPギャップ（供給超過幅）は、2013年時点の2.9%から2016年には1.0%程度まで縮小したが、ギャップ解消にはなお時間を要し、趨勢的に物価を下押し続けると見込まれる。

成長率予想は据え置き：2016年1.6%、2017年1.5%、2018年1.8%

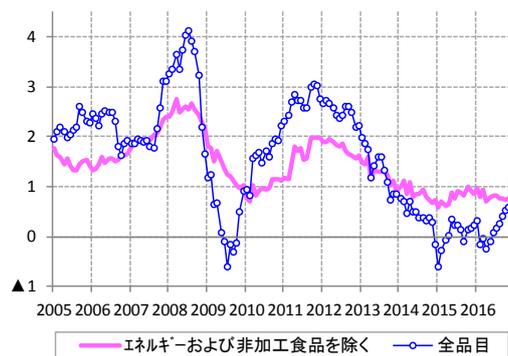
以上より、当研究所は今月も、ユーロ圏経済がなお暫く緩やかな拡大基調を続ける蓋然性が高いとの見方を維持する。そして、通年の成長率についても、2015年の2.0%から、2016年は1.6%、2017年は1.5%

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

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



（出所）Eurostat

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、2018 年には Brexit に伴うネットの影響がプラスに転じ⁵、成長率が 1.8%へ小幅上昇する、との予想を据え置く⁶。

予想通りとなれば、ユーロ圏の GDP ギャップは 2018 年後半、もしくは 2019 年前半に解消し、需給面からの物価下押し圧力も後退、その後 Brexit 発効に伴う影響を確認しつつ、ECB が量的緩和の段階的縮小を進めていくことになる。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2014	2015	2016	2017	2018
	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。

イタリアの金融不安に引き続き要警戒

イタリアの不良債権処理の試金石である モンテ・パスキ銀行の経営再建 については、既報⁷通り民間資金による増資が失敗に終わり、12月23日、同行がイタリア政府に対し公的支援を要請した。そして、政府は銀行支援のために確保していた総額 200 億ユーロの予算枠の中から、66 億ユーロを同行再建に充てる方針を固めた。

ところが、この公的支援を前提にしたモンテ・パスキ銀行の新たな再建計画は、欧州委員会（EU の行政執行機関）および ECB の承認を得られず、現在「宙ぶらりん」の状態となっている。EU 当局側が、「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 のルールを度外視すべきでないとの姿勢を崩していないためである。

モンテ・パスキ救済を「特例」と位置付けることで、国民の反発を招きやすい⁸バイルインを回避したいイタリア政府と、厳格にルールを適用したい EU 当局との間の協議の着点は依然として見通し難く、当面、金融市場の波乱リスクとして念頭に置く必要がある。

⁴ 欧州委員会による試算値。

⁵ 先月（12月22日付け）の Economic Monitor 「ユーロ圏経済 Update：緩やかな拡大がなお暫く続く見通し」に示した通り。Brexit 問題の帰趨は依然不透明であるが、1月17日にメイ英首相が示した政府基本方針などに基づけば、①英国が 2019 年春に EU を離脱し、EU 単一市場へのアクセス権を放棄、②Brexit 確定を見越して、英国への投資縮小や債券安が持続、との展開が想定される。その場合、ユーロ圏では、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に振り向けられ、固定資産投資の伸びが 2018 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 2018 年の景気が押し上げられると考えられる。

⁶ 当研究所は、2月14日に公表される 10~12 月期 GDP（速報値）の結果を踏まえて、成長率予想の見直しを行う予定である。

⁷ 昨年 12 月 22 日付け Economic Monitor。

⁸ 今年 1 月 15 日付け「日経ヴェリタス」によれば、イタリアは個人の銀行債保有者が多く、EU ルールに従って処理すれば、モンテ・パスキだけでも 4 万人が損失を被る、とのことである。