

ユーロ圏改訂見通し：

ナローパスだが「緩やかな拡大持続」がメインシナリオ

2017年のユーロ圏経済は、英国経済減速の影響のほか、年前半を中心としたインフレ率の上昇を受けて、成長ペースが若干減速しよう。また、大型国政選挙に絡んだ主要各国の政情不安定化、イタリア発の金融危機再燃など、実体経済に悪影響が及ぶリスク要因も少なくない。しかしながら、失業率の低下や高水準の設備稼働率が続いていること、ペースが若干落ちるとは言え ECB による大規模な金融緩和がなお継続されると見込まれることを勘案すると、政治・金融面からの大きなショックがなければ、実体経済の緩やかな拡大基調は続くとする。その場合、成長率は1.5%を確保できよう。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、成長率が1.8%まで上昇すると予想する。

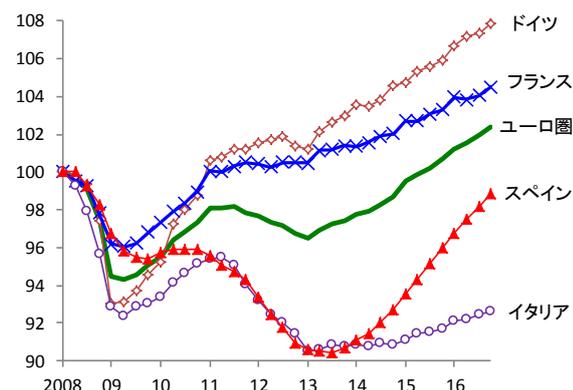
昨年10～12月期の成長率は7～9月期並みながら、最終需要の増勢は加速

ユーロ圏景気は緩やかな拡大が続いている。3月7日に発表された、昨年10～12月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比0.4% (年率換算1.6%)と、7～9月期(前期比0.4%、年率換算1.7%)並みの伸びになった。この結果、2016年通年の成長率は1.7%と、2015年の2.0%からは減速したものの、1%程度(欧州委員会試算)とされる潜在成長率を上回る伸びを維持した。

主要国の10～12月期成長率を見ると、ドイツ(7～9月期前期比0.1%→10～12月期0.4%)とフランス(0.2%→0.4%)の伸びが高まり、ユーロ圏全体の成長率を押し上げた。また、スペイン(0.7%→0.7%)が堅調な伸びを維持し、全体を下支えした。一方で、イタリア(0.3%→0.2%)の成長率が低下した。イタリアは2011年7～9月期以降、実に5年半にわたってユーロ圏の全体平均を下回り続けている。

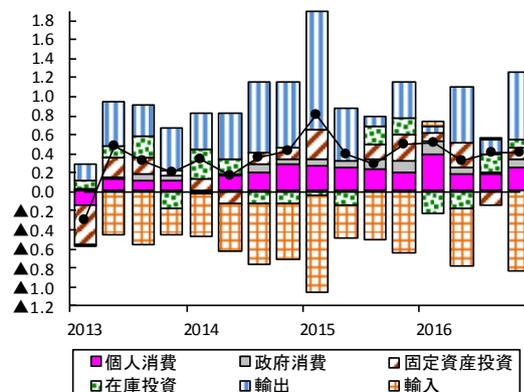
需要項目毎の内訳を見ると、10～12月期は輸入(7～9月期前期比▲0.1%→10～12月期2.0%)が大幅に増加した¹。それでも成長率が7～9月期並みを確保したのは、最終需要(0.3%→0.9%)の伸びが7～9月期よりも大幅に高まったためである。最終需要の中身を見ると、在庫投資(7～9月期前期比寄与度0.2%pt→0.1%Pt)の増勢が若干弱まったものの、個人消費(前期比0.3%→0.4%)、政府消費(0.1%→0.4%)、輸出(0.3%→1.5%)の伸びがいずれも高まったほか、固定資産投資(▲0.7%→0.6%)が増加に転じた。

ユーロ圏主要国の実質GDP (2008年1～3月期=100)



(出所) Eurostat

ユーロ圏の実質GDP (%、季節調整済前期比)



(出所) Eurostat (注) 輸入の増加は成長率に対しマイナスに寄与。

¹ 純輸出(輸出-輸入)の前期比寄与度も7～9月期の0.2%Ptから10～12月期は▲0.1%へとマイナスに転じた。

10～12月期は幅広い分野でモノやサービスがより活発に動いていたことになる。

1～3月期の出足は不芳ながら、景気の拡大基調自体は崩れていない

その後の今年1月分（乗用車販売は1～2月分）の経済指標を概観すると、1～3月期の成長率が低下する可能性を示唆するものが多い。

まず、輸入（対ユーロ圏外、通関・名目ベース）は、10～12月の前期比4.1%の後、1月も10～12月平均比5.8%と増勢が強まった²。そして、1月の鉱工業生産（除く建設）は10～12月平均比0.6%と、10～12月期の前期比0.9%から減速した。

最終需要に関しても、①1月の輸出（ユーロ圏外向け、10～12月期前期比3.1%→1月の10～12月平均比1.7%）の伸びが鈍化³し、②1月の建設投資（0.4%→▲2.4%）、③1月の小売販売（0.9%→▲0.5%）が、いずれも単月ではあるが減少に転じた。

しかし、これらの一方で、(1)乗用車販売台数（10～12月期前期比1.2%→1～2月平均の10～12月平均比3.5%）の増勢が強まり、(2)ドイツの1月の資本財販売（速報性の高い機械設備投資の一致指標）が大幅増⁴となるなど、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も踏まえると、景気がこのまま減速傾向を強めていくと見るのは早計であり、むしろ1～3月期後半に盛り返す可能性も十分にありと考えられる。

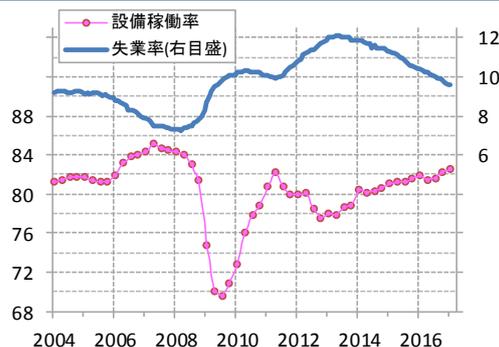
失業率は昨年12月および今年1月に9.6%と、2009年5月以来の水準まで低下、特にドイツ（1月3.8%）は東西統一後の最低水準で推移している。また、2月の雇用見通しDI（欧州委員会が企業の雇用意欲を調査）がサービス業で2008年以来、鉱工業で2011年以来のレベルを維持している。そのため、雇用情勢の改善傾向はなお暫く続き、個人消費の堅調な拡大を支えていくことが期待される。また、鉱工業の設備稼働率は昨年10月に82.3%とリーマンショック後の最高水準となった後、今年1月には82.5%へとさらに上昇、維持更新や能力増強を目的とした機械設備投資が当面拡大する可能性を示唆している。

消費関連指標の推移（季節調整値）



(出所) Eurostat, ECB

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

² 名目ベースのため、10～12月期以降の増加には鉱物性燃料の価格上昇が大きく影響。しかし、中国をはじめアジアからの機械類などの輸入も増勢を強めてきており、この点が最近の実質GDPベースでの輸入増に大きく寄与していると推察される。

³ 10～12月期に自動車を中心に大幅増となった、対アジア輸出（対中東を含む）の頭打ちが主因。

⁴ 具体的には、ドイツ国内向けは10～12月期の前期比1.1%から1月は10～12月平均比4.8%へと伸びを高めたほか、ドイツを除くユーロ圏内向けは10～12月期の前期比▲0.7%から1月は10～12月期平均比6.9%へと大幅増に転じた。

ECBの大規模な金融緩和はなお継続

一方、ECBの金融政策については、徐々に緩和縮小に向けた動きが出始めている。ECBは、3月9日の定例理事会で、①政策金利（リファイナンス金利0.00%および中銀預金金利▲0.4%）の据え置きを決めたが、その一方で、②昨年12月に決定した、国債・社債購入（量的緩和）のペース低下予定（現行の800億ユーロ/月から4月以降600億ユーロへ減額）を再確認した。また、③2014年以降定期的に実施してきたTLTRO（融資拡大を約束した銀行への低利での長期資金供給オペ）を、取り敢えず3月23日の入札分まで打ち切ることにした。量的緩和の減額やTLTROの打ち切りは、上述した景気拡大基調の持続を受けての対応と考えられる。

しかしながら、ECBとしては今後、いよいよ離脱交渉が始まるBrexit問題やユーロ圏内での相次ぐ大型選挙、イタリアの金融不安といった各種リスク（いずれも詳細後述）が金融市場などに及ぼす影響を見極める必要性があり、実際、ドラギ総裁は理事会後の会見で、各地の選挙について「リスクイベント」と認識していることを明言している。

従って、ECBは当面、様子見に入り、（ペースは若干落ちることにはなるが）引き続き大規模な金融緩和の状態を維持すると考えられる。当研究所は、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ないと予想している。そして、それまでの間は、ECBの金融政策が、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続けるほか、②ユーロ安地合いの持続を通じて輸出を下支える方向に作用すると考える。

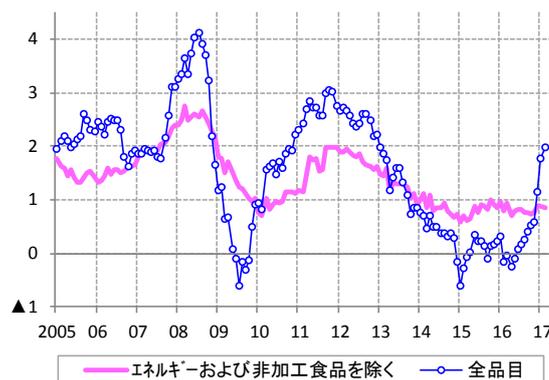
インフレ率は早晩ピークアウトへ

なお、ユーロ圏のインフレ率（消費者物価の前年同月比）が、原油価格上昇に伴い、昨年11月の0.6%から今年2月に2.0%へと大幅に上昇、ECBの政策目標である「2%弱」を上回る伸びとなった。しかし、ドラギ総裁は今回理事会後の会見で「物価の上昇圧力はなお弱い」と述べ、最近のインフレ率上昇への早期対応の必要性を否定している。

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2015年10月（1.0%）以降頭打ちとなっており、今年2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2年近い時間を要し、この点は、趨勢的な物価下押し要因になると見込まれる。

さらに、原油価格の騰勢が鈍る中、前年同月比で見たエネルギー価格の伸びも弱まっていく可能性が高い。ユーロ圏のエネルギー価格との連動性が高い「北海ブレント原油先物」は、今年2月にかけて56ドルまで回復、ユーロ換算後の前年同月比で見れば1月、2月ともに7割超もの伸びとなった。これを受けて、インフレ率に対するエネルギー価格の寄与度も、昨年11月の▲0.2%Ptから、今年2月には0.9%Ptまで急速に高まった。しかしながら、原油価格は3月に入って弱含みとなっており、前年同月比の伸びが

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

3月以降鈍化していく可能性が高まっている⁵。このもとで、エネルギー価格は、これまでの油価上昇分を転嫁する動きが多少残るとしても、今年後半以降は騰勢が弱まり、インフレ率の低下要因に転じる可能性が高いと考えられる。

従って、ユーロ圏のインフレ率は、2017年の平均では2016年の0.2%を上回ることになるだろうが、直近の2.0%という伸びは早晩ピークアウトすると予想される。そして、インフレ率の動きは直ちに金融政策の引き締めを促す要因にはならないと見込まれる。

成長率予想は変わらず：2017年1.5%、2018年1.8%

以上に基づき、当研究所は、2017年のユーロ圏経済について、英国経済減速の影響や（通年ベースでの）インフレ率の上昇を受けて、成長ペースが若干低下すると予想している。加えて、フランスやドイツといった主要国で国政選挙が相次ぐ中での政情不安定化懸念や、イタリア発の金融危機の再燃懸念など、实体经济へ悪影響が及ぶリスク要因も燻っており、警戒が必要である。

もともと、上述したファンダメンタルズの改善やECBの大規模な金融政策を背景に、政治・金融面からの大きなショックがなければ、景気の緩やかな拡大基調自体はなお暫く続く蓋然性が高い。その場合、2017年の成長率は1.5%⁶を確保できると見る。

また、2018年には、Brexitに伴うネットの影響がプラスに転じ、ユーロ圏の成長ペースがやや加速すると予想している。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る⁷ため、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%へ小幅上昇すると見ている。

仮に当研究所の成長率予想の通りとなれば、ユーロ圏のGDPギャップは2018年末ごろに解消し、需給面からの物価下押

北海ブレント原油先物価格の騰落率とユーロ圏インフレ率に対するエネルギーの寄与度（前年同月比）



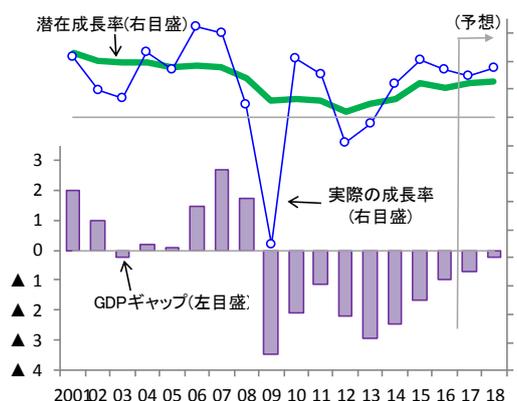
(出所) Eurostat, CEIC Data
(注) 3/1~3/20の原油価格、ユーロ相場は53.2ドル/バレル、1.06ドル/ユーロ(いずれも平均)。

ユーロ圏の成長率予想

% , %Pt	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 予想	2018 予想
実質GDP	1.2	2.0	1.7	1.5	1.8
個人消費	0.8	1.8	2.0	1.1	1.3
固定資産投資	1.5	3.2	2.6	3.1	4.8
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)
政府消費	0.6	1.3	1.8	0.8	0.8
純輸出(寄与度)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.2)
輸出	4.4	6.5	2.9	3.7	3.3
輸入	4.9	6.5	3.5	3.9	4.0

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

ユーロ圏の成長率とGDPギャップ(19カ国、暦年、%)



(出所) Eurostat, 欧州委員会 (注) 欧州委試算の潜在GDPをもとに作成。

⁵ 上図中の試算は、今年3月以降の原油価格およびユーロ相場が2月の水準で横這いになると想定しても、前年同月比の伸びがシャープに低下していくことを示している。

⁶ 今般、昨年10~12月期の成長率の結果を受けて、ユーロ圏の成長率予想を見直したが、基本的に各需要項目のコースを据え置いたことから、全体の2017年成長率も従来と変わらずの1.5%となった。また、同様に2018年も変わらずの1.8%となった。

⁷ 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機能を大陸側に移転させたり分散させたりする必要性が出てくるはずである。

し圧力も後退、2019年入り後には、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。

政治情勢に起因する下振れリスクには引き続き要注意

なお、下振れリスクと考えられる主な政治的要因を改めて整理すれば以下の通りである。

まず、Brexit 問題がハード・ランディングとなるリスクである。Brexit を巡っては、3月29日に英国政府が EU へ正式に離脱通知を行い、早ければ5月にも離脱交渉がスタートする運びとなった。しかし、交渉の議題や手順について、英国や EU のスタンスは全く噛み合っておらず⁸、Brexit は円滑に実現するかどうかは依然として極めて不透明である。2年間と定められている交渉期間中に「離脱協定」を成立させられず、結果として「WTO ルールへの強制移行」など、非連続・無秩序な離脱に至るリスクも燻り続けている。そして、このような状況下では、為替など金融市場が激しく変動することや、先行き不透明感により英国のみならず大陸欧州の実体経済にも悪影響を及ぼすことが懸念される。

次に、ユーロ圏中核国の政治情勢が不安定化するリスクである。3月15日に行われたオランダ下院選挙（定数150）では、「反イスラム」「反EU」などを掲げる極右政党・自由党が議席数を改選前の12から20へと増やしたものの、事前世論調査で一時トップに立ったほどの勢いは最後まで保てず、第2党の座にとどまった。一方、ルッテ首相率いる中道右派・自由民主党が第1党の座を維持したことから、極右勢力が政権を奪取してオランダやEU全体に新たな混乱を引き起こすリスクは回避された。もっとも、ルッテ政権が推進してきた緊縮財政への批判などから、自由民主党は議席を40から33へ減らしたほか、連立を組んできた労働党は35から9へと激減。この結果、ルッテ首相・自由民主党は、下院での過半数確保のために4党以上で連立を組まねばならず、連立交渉の難航・長期化が見込まれている（政権樹立に約半年かかるとの一部観測も）。また、多党連立が実現する場合でも、ルッテ政権の政策策定・推進機能の低下は避けられそうもない。すなわち、今回の選挙によって、極右勢力の政権参加による大混乱こそ回避できたが、それでもオランダの政権基盤の不安定化は確実であり、今後の金融市場や実体経済にネガティブな影響を及ぼしかねないと見ておくべきであろう。

そして、これから選挙が行われる国の中では、やはりフランスとドイツの二大国の動向が特に注目される。フランス大統領選挙（第1回投票：4月23日、上位2候補での決選投票：5月7日）では、公金横領疑惑が浮上した中道右派・共和党のフィヨン候補（元首相）、オランダ現政権の不人気を引きずる左派・社会党のアモン候補（元国民教育相）の支持が低迷し続ける中で、二大政党以外の2候補、移民排斥を主張する極右・国民戦線党首のルペン候補と、中道系で新党「アン・マルシュ（進め）」を立ち上げたマクロン候補（前経済産業デジタル相）による一騎打ちの様相となりつつある。そして、決選投票でマクロン候補が勝利するとの見方が優勢になってきている。しかし、仮にマクロン候補が当選した場合、フランスの二大政党制が崩れることになる上、同氏は39歳で議員経験がないことから、大統領就任後の政権基盤や外交手腕を懸念する向きも少なくない。特に憂慮されているのが、「首相は議会第一党から」という慣例がある中で、6月11・18日に実施される国民議会選挙で「アン・マルシュ」が第一党に届かず、大統領

⁸ 例えば、英国は、EU 分担金の清算、既存移民の処遇などに関する「離脱協定」の協議に入る前に、離脱発効後の激変を緩和するための段階的な移行期間の設定を最優先に取り付けたい考えである。また、「離脱協定」と並行し、英国と EU の新しい枠組み（包括的 FTA を含む「将来協定」）についても協議したい意向である。一方、EU は、移行期間設定に否定的であるほか、「離脱協定」の内容が固まらない限り「将来協定」は協議しないとの強硬なスタンスを表明している。

と首相の政党が異なる「ねじれ現象」が生じる可能性である。その意味で、フランスの政治情勢は大統領選を通過した後も、暫く目が離せない。

9月24日のドイツ連邦議会選挙を巡っては、「反イスラム」などを掲げる「ドイツのための選択肢 (AfD)」が初めて議席を獲得する可能性も注目されるが、より大きな焦点は、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU) と、1月末ごろから急速に支持率を高めた社会民主党 (SPD) の第一党争いである。SPDは1月24日にシュルツ欧州議会前議長を首相候補 (メルケルの対抗馬) に決めたことをきっかけに支持率が急上昇、2月以降は CDU・CSU を上回る世論調査結果も出ている。

SPDは現在 CDU・CSU と大連立を組んでいるほか、シュルツ氏の主張も今のところ「国内融和」「欧州結束」など、メルケル首相と違いを明確に打ち出している訳ではない。しかし、今後の展開によっては、SPDが勝利し CDU・CSU との連立を解消、「緑の党」など左派政党との多党連立に動く可能性は排除できない。仮に、欧州の債務問題や難民問題への対応を牽引してきたメルケル首相が退陣に追い込まれるとなれば、欧州経済や EU 統合の行方に対する不透明感が急速に高まることが憂慮される。

イタリア発の金融不安再燃リスクもなお燃る

さらに、イタリアでも 2018 年春の総選挙が 2017 年中に前倒しされる可能性⁹があり、現時点では、与党・民主党と、ユーロ離脱などを掲げる新興政党「五つ星運動」の激戦が予想されている。

しかし、その前にイタリア発のホットトピックとなりかねないのが不良債権問題である。イタリアの銀行が抱える不良債権は、主要 14 行ベースで約 2,700 億ユーロ (2016 年 9 月末) に上り、ユーロ圏全体の約 3 割を占める¹⁰。銀行の融資全体に占める割合 (不良債権比率) も 16%強で高止まっている。

こうした中、経営再建中の大手銀行モンテ・パスキ銀行が昨年末、民間資金による増資に失敗し、イタリア政府に公的支援を要請する事態に陥った。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、欧州委員会および ECB の承認を得られず頓挫。その後、進展も窺わせる報道情報も確認できない。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 (ペイルイン) 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と見られる。

ユーロ圏主要銀行の不良債権 (2016年9月末)

	行数 (行)	貸出債権	不良債権	NPL比率	シェア	
		① (億ユーロ)	② (億ユーロ)	②÷① (%)	①貸出 (%)	②NPL (%)
ユーロ圏19カ国	122	141,838	9,210	6.5	100.0	100.0
イタリア	14	16,644	2,703	16.2	11.7	29.4
フランス	12	38,207	1,499	3.9	26.9	16.3
スペイン	14	23,242	1,361	5.9	16.4	14.8
ギリシャ	4	2,424	1,141	47.1	1.7	12.4
ドイツ	21	27,179	664	2.4	19.2	7.2
オランダ	7	17,852	436	2.4	12.6	4.7
アイルランド	4	2,129	378	17.8	1.5	4.1
ポルトガル	4	1,825	362	19.8	1.3	3.9
キプロス	4	517	208	40.3	0.4	2.3
オーストリア	8	3,411	208	6.1	2.4	2.3

(出所) ECB (欧州中央銀行)

(注) ECBが直接監督する主要行のみ集計 (圏内銀行セクターの総資産の約85%をカバー)

⁹ イタリアでは、昨年 12 月のレンツィ前首相退陣を受けて政局が流動化。現在のジェンティローニ政権は実質的には「暫定政権」「選挙管理内閣」という位置付け。1月25日には憲法裁判所が、改正選挙法 (2015 年可決。得票率 40%以上の第一党に過半数議席を与えるなど) を大筋合憲と判断したことから、与野党双方から総選挙を前倒しする声が高まっている。

¹⁰ IMFによれば、中小行も含めた銀行セクター全体の不良債権額は 3,205 億ユーロ (2016 年 9 月末)。

国民の反発を招きやすいペイルインを回避するため、モンテ・パスキ救済を「特例扱い」して欲しいイタリア政府と、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、引き続き、金融市場の波乱リスクとして念頭に置く必要がある。