

ユーロ圏改訂見通し：2019年に向け2%前後の成長が続く

ユーロ圏では堅調な景気拡大が続いており、実質 GDP 成長率は7～9月期にかけて4四半期連続で年率2%を超えた。10月の経済指標は総じて不芳だが、雇用はじめ経済ファンダメンタルズの改善基調は崩れていない。年明け後は、Brexit 問題やドイツ・イタリアの政局、イタリアの不良債権処理の行方などを予断なく見守る必要がある。しかしながら、①ECB の金融緩和の出口戦略は慎重に進められ、景気を下押ししないと見込まれること、②Brexit に伴う対英投資シフトの受け皿効果が期待できることなどから、政治や金融システムに起因する大きなショックが生じなければ、ユーロ圏は景気拡大基調をさらに維持する蓋然性が高い。通年の成長率は、2017年に2.3%まで上昇した後、2018～19年も2%前後を確保できると予想する。

7～9月期も年率2%超の成長率を維持

ユーロ圏では堅調な景気拡大が続いている。7～9月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.6% (年率換算 2.4%) と、4～6月期の前期比 0.7% (年率 2.8%) を若干下回ったが、4四半期連続で年率2%超の伸びを維持した。

主要国の7～9月期成長率を見ると、フランス(4～6月期前期比0.6%→7～9月期0.5%)やスペイン(0.9%→0.8%)が小幅に低下したが、ドイツ(0.6%→0.8%)やイタリア(0.3%→0.4%)の伸びが高まり、全体を下支えした。

主な需要では、個人消費(4～6月期前期比0.5%→7～9月期0.3%)が緩やかに減速したほか、固定資産投資(2.2%→1.1%)も4～6月期に見られた大幅な伸びが鈍化した。しかし一方で、輸出(1.0%→1.2%)の増勢が強まったほか、GDPの控除項目である輸入(1.7%→1.1%)も4～6月期の大幅増からのスピード調整が生じたため、GDP全体では堅調な増加が続いた。

10～12月期の出足は悪いが、景気の拡大基調は持続

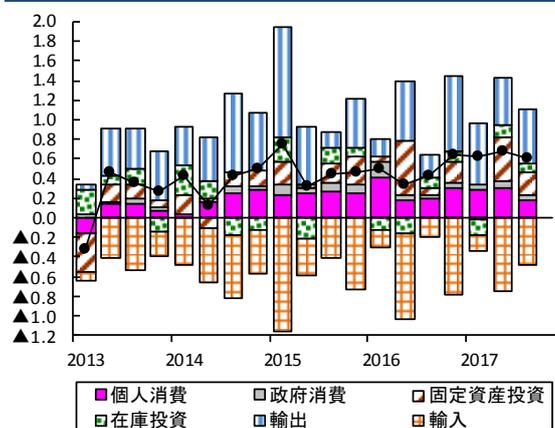
その後の10月分(乗用車販売は10～11月分)の経済指標を概観すると、10～12月期の成長率が低下する可能性を示唆するものが多い。

まず、供給サイドの代表的な指標である鉱工業生産(除く建設)は7～9月期の前期比1.2%の後、10月には7～9月平均比0.3%へと減速した。最終需要に関しても、乗用車販売台数(7～9月期前期比0.2%→10～11月の7～9月平均比1.3%)の増勢が強まったものの、それ以外の①小売販売(7～9月期前期比0.6%→10月の7～9月平均比▲1.3%)、②建設投資(0.1%→▲0.4%)、③ドイツからユーロ圏内への資本財販売(速報性の高い機械設備投資の一致指標)¹、④輸出(ユーロ圏外向け、通関・名目ベース、0.3%

¹ 具体的には、ドイツ国内向けが7～9月期の前期比1.5%から10月は7～9月平均比▲3.1%へ、ドイツを除くユーロ圏向けが7～9月期の前期比3.9%から10月は7～9月平均比▲4.2%へと落ち込んだ。

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。見通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(%, 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。

→▲0.8%)は、相次ぎ減少に転じている。

しかしながら、ユーロ圏経済のファンダメンタルズに悪化の兆しが出てきた訳ではない。雇用面では、失業率（10月8.8%）が引き続き低下傾向を辿っているほか、企業の雇用意欲も幅広い分野で旺盛な状態が持続。特に、鉱工業の雇用見通しDI（欧州委員会調べ）は、11月に1985年の調査開始以来の最高水準となった。そのため、雇用情勢の改善傾向は当面続き、個人消費の堅調な拡大を支えていくことが期待できる。さらに、鉱工業の設備稼働率も10月に83.8%と、リーマンショック後の最高水準を更新し続けており、維持更新や能力増強を目的とした機械設備投資の拡大基調がなお続く可能性を示唆している。

従って、景気拡大基調が崩れ始めたと見るのは早計であり、むしろ11月以降、鉱工業生産や最終需要の指標が盛り返す可能性を見ておく必要がある。

ECBの「出口戦略」は慎重、 大規模な金融緩和の状態は当面持続

以上の状況下、ECB（欧州中銀）は10月26日の定例理事会で、2018年1月以降の量的金融緩和（QE）の縮小を決めた。ECBは現状、今年12月までの措置として、毎月600億ユーロの国債や社債を金融機関から買い入れているが、この期限を2018年9月まで延ばす一方で、毎月の買い入れ額を300億ユーロへ減額することにした。

ただし、ECBは併せて、①必要に応じ、一段の期限延長や再増額の選択肢を残していること、②QEが終了しない限り、現行の低金利政策²を変更しないことを言明した。一連の方針は、12月14日の次回理事会でも確認されている。

ECBが政策運営上、最も重視するインフレ率（消費者物価の前年同月比）は、コア部分が底入れしたもの、政策目標の「2%弱」に達するにはまだ余裕がある³。

また、欧州では、Brexitが「クリフエッジ（崖っ淵）型」になることを回避できる情勢となりつつある⁴が、英国内でのメイ政権の求心力が低下している中、依然

ユーロ圏の失業率と設備稼働率（%、季節調整値）



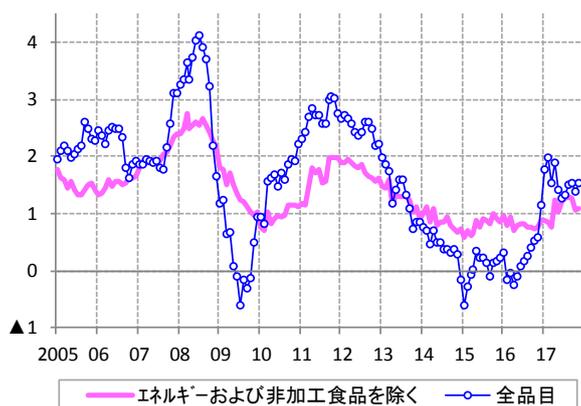
(出所) Eurostat、欧州委員会

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

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

² リファイナンス金利 0.00%、中銀預金金利▲0.40%など。

³ インフレ率は、原油高一服に伴い今年2月の2.0%をピークに頭打ちとなり、11月は1.5%。エネルギーや非加工食品を除くベースでは1.1%にとどまった。なお、ECBが12月の理事会後に公表した「スタッフ経済見通し」は、インフレ率（年間平均）の予想中央値が、2017年の1.5%から2020年には1.7%へと極めて緩やかに上昇する姿を描いている。

⁴ 英国とEUとのBrexit交渉は、2019年3月の離脱発効に間に合う形で、将来関係も含めた全ての協議が纏まる可能性は依然低い。ここに来てEU側の態度が軟化し、12月14日のEU首脳会議では激変緩和のための「移行期間」を設けることを検討

として予断を許さない。加えて、ドイツの次期政権樹立、イタリアの政局、スペイン・カタルーニャ州の独立問題など、ユーロ圏の主要国でも政治面での先行き不透明要因が燻っている（詳細後述）。さらに、イタリアについては、不良債権問題⁵による金融危機再燃のリスクも払拭し切れなるとまでは言い難い。ECBとしては、政治や金融に起因するこれらのリスクが金融市場や実体経済に及ぼす影響について、時間をかけて見極めていく必要がある。

実際、12月の理事会直後には、ドラギ総裁が「(インフレ率が一時的に) 2%を超えた後に再び下がることであってもよい。我々は中期的な視野で話している」などと、当面はフォワード・ルッキングの金融政策運営を行わない(行えない)ことを示唆した。

従って、ECBは、QEの段階的縮小(新規買い入れの停止と、その後の満期償還分の再投資削減=バランスシート縮小)や政策金利の引き上げといった金融緩和の出口戦略を、慎重に進めていくと見込まれる。これは、ユーロ圏で大規模な金融緩和の状態が当面維持され、引き続き景気を後押ししていくことを意味しよう。

成長率予想：巡航速度に向けて徐々に減速するが、2018年も2%強の強い伸びを維持

以上の諸点を踏まえ、ユーロ圏経済に関する基本シナリオを再検討したが、「政治や金融システムに起因する大きなショックがなければ、引き続き景気拡大基調を維持する蓋然性が高い」との従来見解を今回も維持する。ただし、成長率予想については、7~9月期GDP改定値を踏まえ、2017年を2.3%へと小幅に上方修正⁶する。2018年(2.1%)、2019年(1.8%)の予想値は据え置く。

なお、Brexitの影響については、英国経済の減速に伴う輸出の増勢鈍化が避けられないものの、対英投資シフトの受け皿効果による固定資産投資の増勢加速などが相殺する側面もある⁷ことから、ネットの影響は限定的になると引き続き見ている。

また、成長率は2017年から2019年にかけて低下する姿となるが、これは1.4~1.5% (欧州委員会試算、2017~19年)とされる潜在成長率、すなわちユーロ圏経済の巡航速度に向けて、徐々に落ち着いていく動きであり、むしろ望ましいものと言えるだろう。

%, %Pt	2015	2016	2017	2018	2019
	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	2.1	1.8	2.3	2.1	1.8
個人消費	1.8	2.0	1.8	1.5	1.3
固定資産投資	3.3	4.5	3.9	4.4	5.5
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	1.3	1.8	1.1	1.3	1.4
純輸出(寄与度)	(0.1)	(▲0.4)	(0.2)	(0.0)	(▲0.2)
輸出	6.4	3.3	4.6	3.1	2.6
輸入	6.7	4.7	4.5	3.4	3.3

(出所) Eurostat

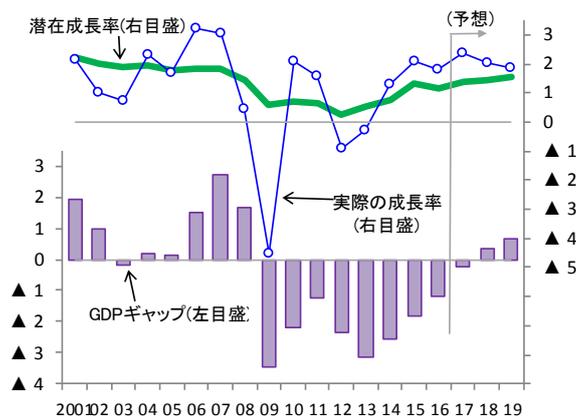
する方針を打ち出した。これにより、「クリフエッジ型離脱(交渉不調のまま、離脱が発効される結果、WTOルールの強制適用など、制度上の大幅な非連続性が発生)のリスクは後退した。

⁵ イタリアの銀行部門が抱える不良債権総額は今年6月末時点で3,240億ユーロと、昨年12月末の3,490億ユーロから減少。6月には政府主導で大手銀モンテ・パスキ銀の不良債権処理や、地銀2行の清算が決まったことから、足元ではさらに減少していると考えられる。しかし、全融資に対する不良債権の割合は6月末時点で16.4%と依然高く、問題は解決に向かい始めたばかりと言える。

⁶ 今年9月時点の予想値は2017年2.1%であった。

⁷ EUは11月20日の総務相理事会で、ロンドンに拠点を置くEU機関のうち、欧州銀行監督機構(EBA)をパリに、欧州医薬品庁(EMA)をアムステルダムに移転させることを決定。こうしたEU機関の移転は、(特にEMAの場合)周辺に集積した企業の拠点移動を伴うため、ユーロ圏の投資押し上げに寄与すると考えられる。

ユーロ圏の成長率とGDPギャップ(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。

ユーロ圏内で燃える主な政治不透明要因

なお、先に触れた、ユーロ圏内における政治面での主な先行き不透明要因は以下の通りである。

(1)ドイツ … 9月の総選挙後の次期政権樹立が難航。11月19日、メルケル首相率いる議会第1勢力のCDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟、連邦議会での議席数246）とFDP（自由民主党、80議席）、緑の党（67議席）による連立協議が決裂（総議席数は709）。難民・移民の受け入れや環境政策などにおける、各党の主張の隔たりが大きかったため。

決裂を受けてシュタインマイヤー大統領が調停に乗り出し、SPD（社会民主党、153議席）に大連立の継続を検討するよう要請。議会第2勢力のSPDは総選挙で議席を大幅に減らしたため、下野する方針を打ち出していたが、12月上旬の党大会で路線転換を決め、13日よりCDU・CSUとの政権協議に入った。

SPDの路線転換により、ドイツの政局は安定化に向けて再始動。しかし、「これまでの大連立で政策理念を曲げたために支持を失った」との根強い党内意見に配慮する必要性から、SPDは政権協議で強硬に公約を主張すると見られている。そのため、税制・社会保障政策（富裕層の負担増と中・低所得層の負担減を求めるSPD、自己責任を重視するCDU・CSU）や、難民政策（寛容なSPD、上限設定を主張するCDU・CSU）などでの意見の隔たりが埋まるかどうかは予断を許さず。連立協議決裂から再選挙に至る可能性も依然として排除できない。

(2)イタリア … 2018年3月4日（ないし11日）に総選挙実施へ。世論調査によれば、①与党・民主党を軸とする中道左派陣営と、②ベルルスコーニ元首相率いる中道右派「フォルツァ・イタリア」と、反EUの右派「北部同盟」の連合、③反体制・反EUのポピュリズム政党「五つ星運動」、の3勢力の支持が拮抗。どの勢力も過半数に届かず、新政権の運営基盤が脆弱になる可能性が高まっている。五つ星運動が第一勢力となるリスクや、五つ星運動と右派勢力の一部の賛成により反EUの政策が打ち出されやすくなるリスクもある。

(3)スペイン … カタルーニャ州の独立問題⁸をめぐる混乱が長期化の様相。10月1日の住民投票が独立賛成 90%超（投票率は 43%）という結果となった中、10月27日に州議会が独立宣言を可決。これを受けて、中央政府は同州の自治権を剥奪し、州首相・閣僚の解任、州議会の強制解散にも踏み切った。

ところが、12月21日に行われた州議会選挙（定数 135）では、独立賛成派 3 党の合計議席数が 70 と、強制解散前（72 議席）と同様に過半数を確保（開票率 98%時点の速報による）。独立運動を沈静化させた中央政府の目論見が外れる結果となった。

スペインでは、憲法が「国民の永続的な統一」を定めており、自治州の独立には国民投票を経て憲法を改正することが前提として必要になる。そのため、州独立が実現する可能性は極めて低いと考えられる。しかしながら、中央政府と州政府・与党の対立が「堂々めぐり」となる中で、事態収束にはかなりの紆余曲折と時間を要することになり、ユーロ圏 GDP の約 1 割を担うスペイン経済への悪影響も懸念される。

⁸ スペインでは 2000 年代終盤から 2010 年代前半にかけて債務問題が深刻化し、景気も大きく落ち込み。このもとで、同国の GDP の約 2 割を担うカタルーニャ州で、住民が「国家財政を支えるために過剰な負担を強いられている」との不満を増大。その後、2015 年の州議会選挙を経て、様々なイデオロギーの政党が「独立」の名の下に結集し、連立政権を発足させた。そして、今年 10 月 1 日、中央政府の反対や憲法裁の違憲判断を押し切って住民投票を実施する展開となった。