

# 欧州経済の見通し

～景気の堅調さは不変も、高成長局面は終息へ向かう見通し～

## 1. ユーロ圏

### (1) 景気の概況

ユーロ圏の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、寒波やストライキ等の一時的な要因も影響し、前期の同+0.7%から鈍化した（第 1 表）。需要項目別の内訳が公表されている各国統計をみると、ドイツとフランスでは内需は底堅かったが輸出の伸び悩みが目立ち、いずれも同+0.3%と減速している。ユーロ圏経済が内需を中心とした回復を続けているのは確かだが、他方で、4、5 月の購買担当者景況指数（PMI）の低下も考え合わせると、景気のパフォーマンスはやや鈍化しているとみるべきだろう。

ユーロ圏では、失業率や設備稼働率の改善は既に相応に進んでおり、これまでのような高めの成長率が実現し易い局面は終息に向かっていると考えられる。先行き、個人消費は雇用環境の改善持続、設備投資は企業収益の増加等を背景にそれぞれ増加基調を保つと見込まれるが、そのペースは次第に緩やかとなる公算が大きい。実質 GDP 成長率は今年が前年比+2.2%、2019 年が同+1.8%と堅調な伸びは維持しつつも、緩やかに減速していく見通しである（第 1 図）。

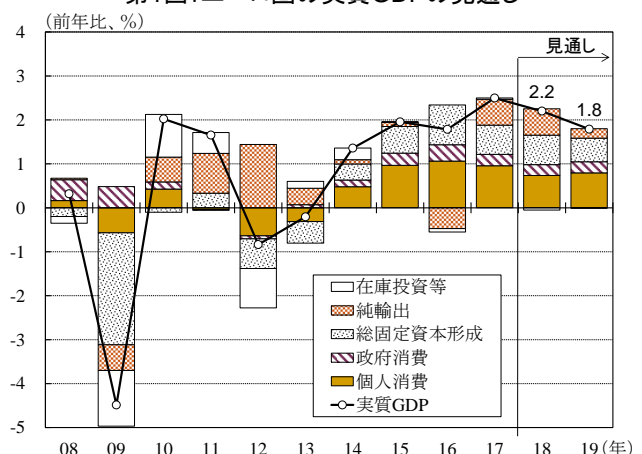
政治面については、3 月の総選挙後、政治空白が続くイタリアでは 5 月に入り五つ星運動と同盟が連立政権樹立に向けた政策で合意したが、首相候補が閣僚指名を巡り組閣を断念したことから政局不安が急速に高まった。28 日には親 EU 派で IMF 元高官でもある首相候補が新たに指名されたものの、EU に懐疑的で拡張的な財政政策を掲げる両党の反発は必至とみられ、政局混迷と財政悪化への警戒感が強まっている。イタリア国債利回りは足元で急上昇しており、「利払い負担増⇒財政悪化⇒国債利回り上昇」の悪循環に陥る懸念がある。年内の再選挙が取り沙汰されており、イタリアの政局の行方には注意を要する。

第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

|       | 2016 |      |     |       | 2017 |     |     |       | 2018 |
|-------|------|------|-----|-------|------|-----|-----|-------|------|
|       | 1-3  | 4-6  | 7-9 | 10-12 | 1-3  | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3  |
| ユーロ圏  | 0.5  | 0.4  | 0.4 | 0.6   | 0.6  | 0.7 | 0.7 | 0.7   | 0.4  |
| ドイツ   | 0.6  | 0.5  | 0.3 | 0.4   | 0.9  | 0.6 | 0.7 | 0.6   | 0.3  |
| フランス  | 0.6  | ▲0.1 | 0.2 | 0.5   | 0.7  | 0.6 | 0.5 | 0.7   | 0.3  |
| イタリア  | 0.3  | 0.1  | 0.2 | 0.5   | 0.5  | 0.4 | 0.4 | 0.3   | 0.3  |
| スペイン  | 0.7  | 0.8  | 0.7 | 0.7   | 0.8  | 0.9 | 0.7 | 0.7   | 0.7  |
| ポルトガル | 0.2  | 0.2  | 1.2 | 0.7   | 0.7  | 0.3 | 0.6 | 0.7   | 0.4  |
| ギリシャ  | ▲0.6 | ▲0.4 | 0.5 | ▲0.4  | 0.6  | 0.7 | 0.4 | 0.1   | -    |

(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

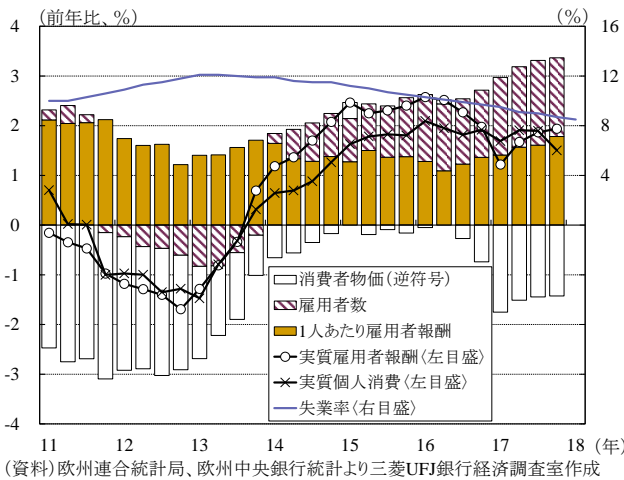


(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

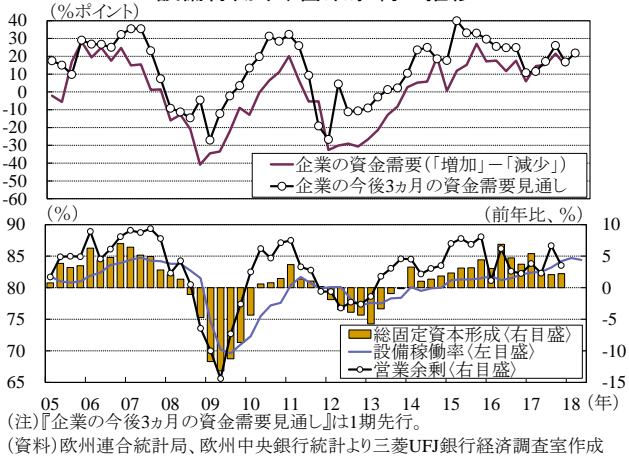
## (2) 見通し上のキーポイント

ユーロ圏の雇用・所得環境はフランスや南欧諸国を中心に依然改善余地があり、全体としてみると所得の増加が消費の拡大を支える構図はこの先も維持される公算が高い（第2図）。もっとも、ドイツなど景気が先んじて回復した国々では失業率の低下が相応に進んでおり、雇用の拡大ペースは次第に緩やかとなる見通しである。設備投資についても、企業収益の増加や企業の資金需要の堅調さを踏まえると、増加基調自体は維持されると見込まれる（第3図）。但し、設備稼働率が11年ぶりの高水準に達していること、ペントアップ需要が一巡しつつあることなどから、増勢は徐々に緩やかとなろう。

第2図：ユーロ圏の雇用者報酬、個人消費、失業率の推移

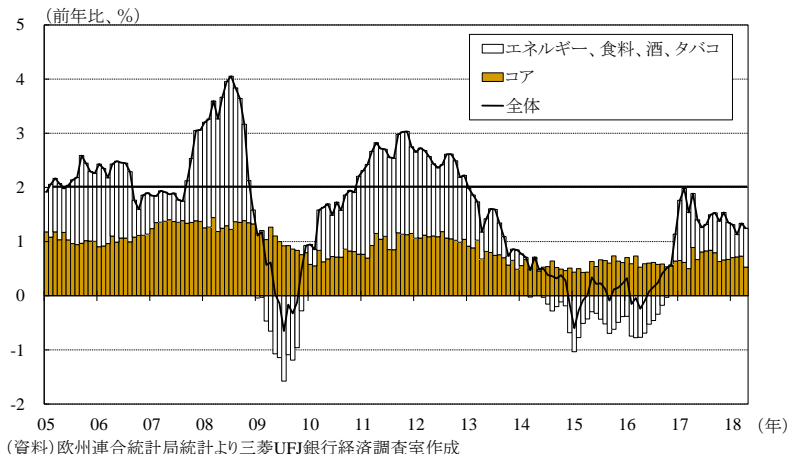


第3図：ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、設備稼働率、営業余剰の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は資産購入を9月末までの予定で実施している。10月以降の購入方針は7月の理事会で決定される見込みだが、イタリア政局混乱等に伴うユーロ圏国債市場の動向には留意を要するものの、資産購入は年内に終了する可能性が依然高い。但し、消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を依然として下回っている（第4図）。目先は原油高の影響によりやや伸びが高まるとみられるが、コア品目の上昇は鈍いことから年内の利上げは想定し難い。ECBは引き続き出口戦略を慎重に進める見通しであり、政策金利正常化の端緒となる預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.40%→▲0.20%）は、2019年半ばまで後ずれさせる公算が高い。

第4図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



## 2. 英国

英国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、大雪の影響などから前期比+0.1%に減速したが、基調としては底堅さを維持している。需要項目別の内訳をみると、個人消費が同+0.2%と 2014 年 10-12 月期以来の低い伸びとなった一方、総固定資本形成は機械設備投資の堅調等が寄与し、同+0.9%と比較的高めの伸びを保った。

EU 離脱交渉では、3 月の EU サミットで移行期間に関する暫定合意が成立し、英国の離脱（2019 年 3 月 29 日の予定）後も、2020 年末までは現状に近い状態が維持される可能性が高まった。但し、北アイルランド国境の取り扱いをはじめ、英・EU 間の意見の隔たりは依然として大きく、今後も交渉の難航が予想される（第 2 表）。加えて英国内では、EU の関税同盟からの離脱を掲げるメイ首相に対し、議会からは関税同盟継続を求める声が高まっており、首相は一段と苦しい立場に追い込まれている。英国の政局混乱による離脱交渉の遅延リスクにも引き続き留意が必要だ。

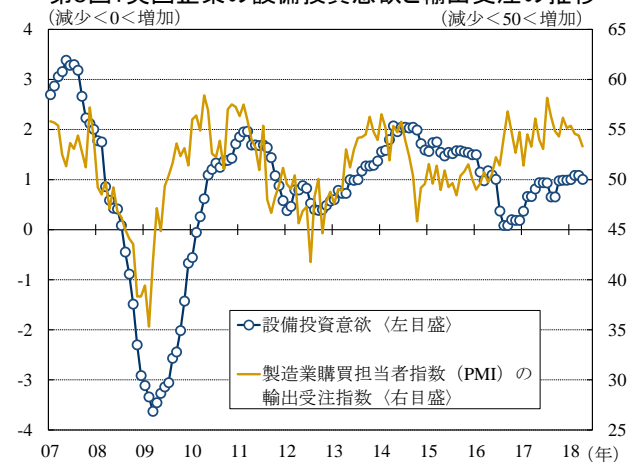
景気の先行きを展望すると、前述の通りリスクはあるものの「無秩序な EU 離脱」となる展開は想定しないとの前提で、実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.6%、2019 年が同+1.5%と安定的な推移を予想する。これは、海外景気の堅調を追い風に輸出と設備投資の増加基調は継続し、景気を下支えするとみられるためである（第 5 図）。

第 2 表: 英国の EU 離脱に関する今後の注目点

|  |
|--|
| <p><b>1. 6 月 28-29 日の EU サミット</b><br/>北アイルランドの国境厳格化回避に向けた方策についての判断が行なわれる。英国はこれまで、①関税パートナーシップの締結、②最新技術活用による検問復活回避、の 2 案を提示しているが、EU はいずれも現実的でないとして退けている。英国案が却下された場合、北アイルランドを「共通規制区域」として EU 単一市場に残留させるという EU 案が採用される可能性が高まる。</p> <p><b>2. 今秋に予定されている英国の EU 離脱関連法案の採決</b><br/>メイ政権は EU の関税同盟からの離脱を掲げる一方、議会では関税同盟維持を求める声が高まっており、首相が苦境に立たされる可能性がある。</p> <p><b>3. 10 月 18-19 日の EU サミット前後</b><br/>離脱協定の実質的な交渉期限。全ての交渉項目について合意が成立しない限り、一旦暫定合意した移行期間等に関する取り決めも無効となる恐れがある。</p> |
|--|

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第 5 図: 英国企業の設備投資意欲と輸出受注の推移

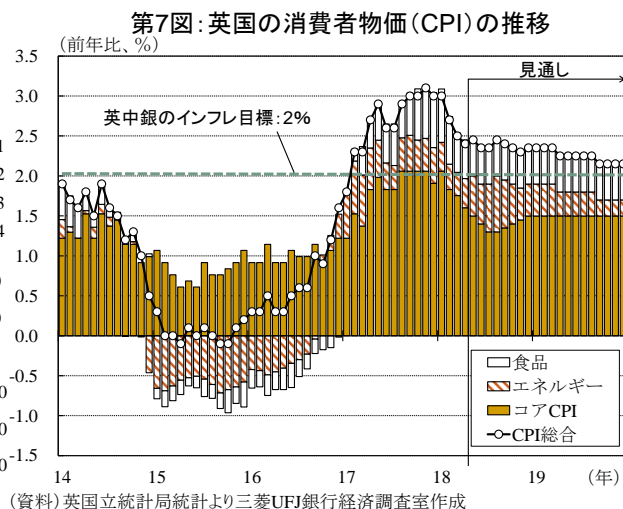
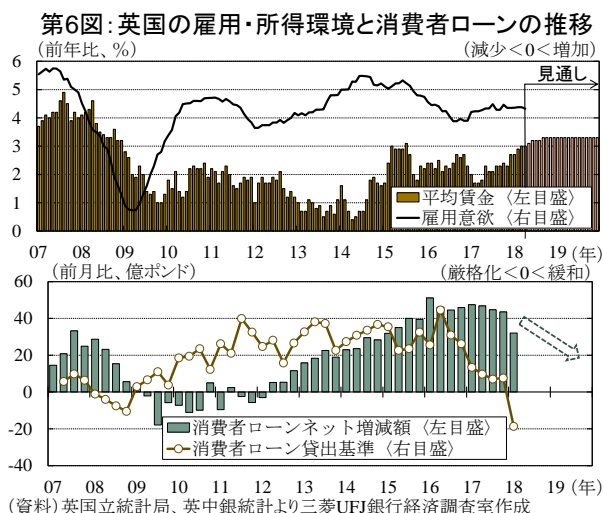


(資料) 英中銀、Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

但し、最大の需要項目である個人消費は力強さに欠ける状態が続く可能性が高いとみるべきだろう。確かに、雇用・所得環境は良好で、足元の失業率は 4.2%と自然失業率（英中銀の推計値で 4.25%）を下回りつつも企業は尚も雇用拡大に前向きである（第 6 図上段）。また、労働需給のタイト化を反映して賃金上昇率が高まりつつあることに加え、インフレの減速（後述）により、実質購買力の改善も見込まれる。但し、これまで個人消費の拡大を支えてきた、消費者ローンの伸びには年明け以降ブレーキがかかっていることは気掛かりである（第 6 図下段）。貸出基準の厳格化も踏まえると、消費者ローンの今後一段の減速は避けられず、個人消費を抑制する要因となろう。

物価については、ポンド安に起因する輸入インフレ圧力が後退に転じ、4 月の消費者物

価（CPI）上昇率は前年比+2.4%に鈍化した（第7図）。もっとも、足元までの原油の一段高の影響に加え、今年末に掛けては賃金上昇率の高まりが想定されることから、インフレ率は当面、英中銀（BOE）の目標である同+2%までは下がらないとみられる。BOEは、EU離脱交渉が山場を越えるまでは利上げを控えると思われるが、賃金要因によるインフレ率押し上げが確認される2019年2月頃には利上げを実施するものと想定する。



### 3. ロシア

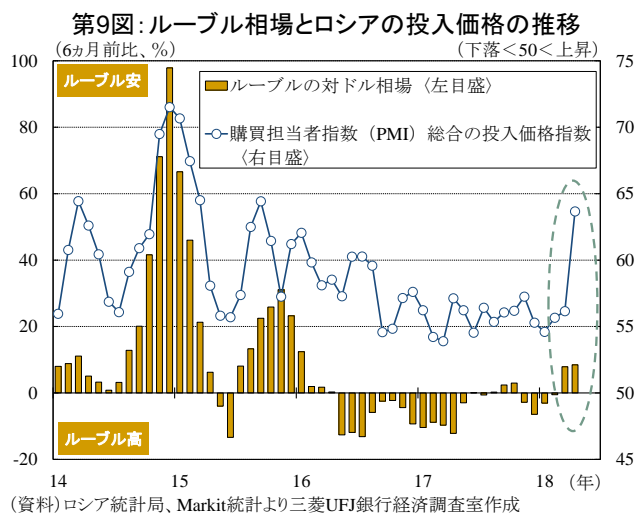
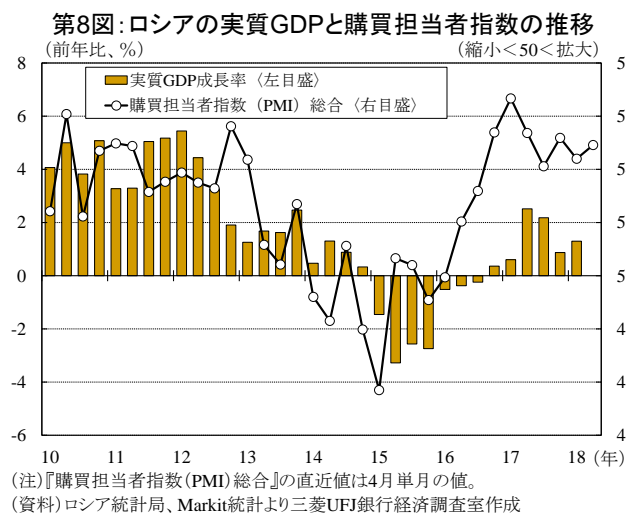
ロシア経済は緩やかな回復傾向を辿っている。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、6四半期連続のプラス成長となった（第8図）。また、4月の購買担当者景況指数（PMI）総合は54.9と比較的高めの水準を維持しており、足元でも景気回復が続いていると判断される。原油価格の上昇がロシアの基幹産業であるエネルギー部門の回復を後押ししているほか、インフレ率の低下を受けて個人消費も持ち直し基調にある。ロシア中銀は、消費者物価（CPI）上昇率が目標である同+4%を下回っていることや予想インフレ率の低下を背景に、段階的に利下げを行ない、景気回復をサポートしている。

ロシア経済は今後も回復を続けると予想するが、インフレ再加速のリスクには一定の留意が必要である。4月に米国がロシアに対する経済制裁を強化したことでルーブル売り圧力が高まり、足元のルーブル相場は1ドル=60ルーブル台前半と、2016年末以来の水準まで下落している。通貨安による輸入インフレ圧力の高まりを反映し、4月のPMIの内訳項目である投入価格指数は2015年9月以来の高水準となった（第9図）。先行きは、インフレ率の上昇が家計の実質購買力下押しや中銀の利下げペース鈍化などを通じて、景気の抑制要因となろう。

もっとも、2015年前後の大幅なルーブル安局面と比較すると、当時は欧米の制裁に加え、原油安もルーブル売り材料であった一方、足元の原油価格は上昇傾向にある。先行きも原油価格は比較的高値圏での推移（WTIで60ドル/バレル以上）が見込まれることから、ルーブルの下落やそれに伴うインフレ率の押し上げは比較的小幅なものに止まると予

想する。CPI 上昇率は現状の前年比+2%台半ばからは高まるとみられるが、中銀のインフレ目標を大きく上回る可能性は低い。

経済全体としては、春先以降の原油の一段高などを背景に企業の雇用・設備投資意欲が底堅く推移しており、景気回復の持続が見込まれる。また、今年 6-7 月のサッカーワールドカップ開催も景気の押し上げ要因となろう。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.8%と昨年（同+1.5%）を上回り、2019 年にも同+1.7%と緩やかながらも成長を続けると予想する。



(篠原 令子、高山 真)

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 篠原 令子 reiko\_shinohara@mufg.jp  
 ロンドン駐在 高山 真 shin.takayama@uk.mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。