

欧州経済の見通し

～内需を中心とした緩やかな景気拡大が続く見込み～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と 1-3 月期同様の堅調な伸びを維持した（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、ドイツでは政府支出が増勢を強め、個人消費は堅調を維持するなど内需を中心に前期から成長ペースが加速した。フランスでは純輸出が下押し要因となり、成長率は同+0.2%に止まったものの、固定資本形成は底堅く推移した。ユーロ圏全体では、内外需ともに好調だった昨年と比べれば、既往のユーロ高の影響もあり景気のパフォーマンスが鈍化しているものの、内需を中心とした緩やかな景気拡大基調に大きな変化はみられない。先行きについても、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、増加基調を保つと見込まれる。実質 GDP 成長率は今年が前年比+2.0%、2019 年が同+1.8%と、需給ギャップが均衡に近づくこともあって若干減速するが、引き続き潜在成長率（+1%台半ば）をやや上回る堅調な拡大ペースとなる見通しである（第 1 図）。

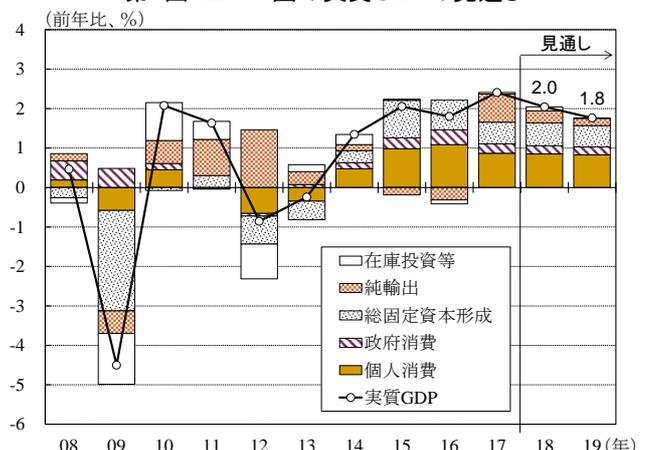
但し、政治・政策面では景気の下振れをもたらすリスク要因が数多くあり、注視が必要だ。まずはイタリアの財政政策である。金融市場では来年度予算案の 9 月末の議会提出に向けて財政悪化への警戒感が熾っており、同国の国債利回りは高止まりしている。拡張的な財政政策自体は景気押し上げ要因となるが、国債利回りがさらに上昇することになれば利払い負担増加と財政悪化の悪循環に陥る懸念もある。このほかにも、①英国が「無秩序な EU 離脱」となった場合、金融市場の動揺や英国景気下振れに伴う対英輸出の減少、②仮に米国が EU に対し自動車関税を賦課した場合の、ドイツ等への悪影響、③トルコ・リラの急落とそれを受けた欧州金融システムへの波及、等も注視していく必要がある。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

	2016年			2017年			2018年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.3	0.4	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4
ドイツ	0.4	0.2	0.4	1.1	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5
フランス	▲0.2	0.2	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7	0.2	0.2
イタリア	0.1	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
スペイン	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
ポルトガル	0.2	1.2	0.7	0.7	0.3	0.6	0.7	0.4	0.5
ギリシャ	▲0.3	0.5	▲0.3	0.4	0.8	0.5	0.2	0.8	-

(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

第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し

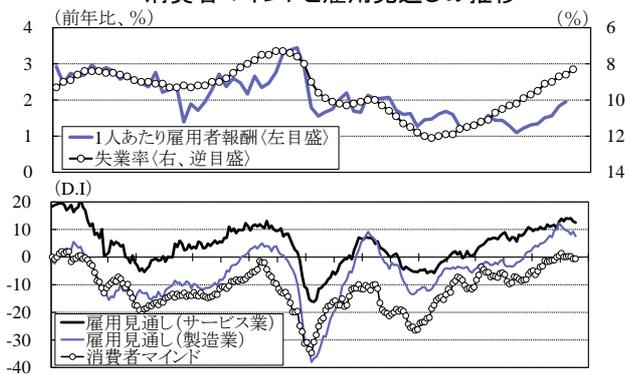


(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し上のキーポイント

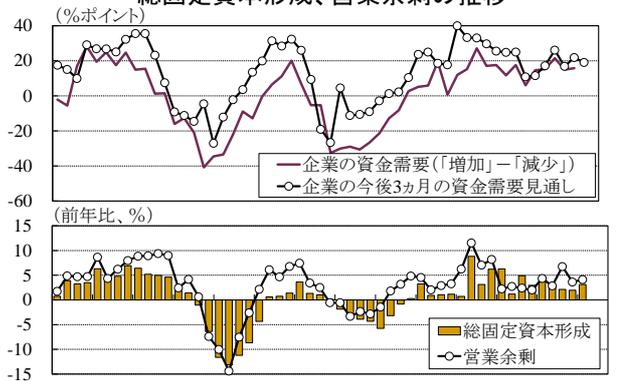
ユーロ圏の雇用・所得環境は改善が続いており、失業率はグローバル金融危機前の最低水準に近づいている（第2図）。企業の雇用マインド並びに消費者マインドも良好な水準を保っていることから、所得の増加が消費の拡大を支える構図はこの先も維持され、景気の安定に資する可能性が高い。設備投資についても、ペントアップ需要は一巡しつつあるものの、企業収益の増加や企業の資金需要の堅調が続いていることを踏まえると、増加基調を辿ると見込まれる（第3図）。

第2図: ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、消費者マインドと雇用見通しの推移



(資料) 欧州委員会、欧州連合統計局、欧州中央銀行統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

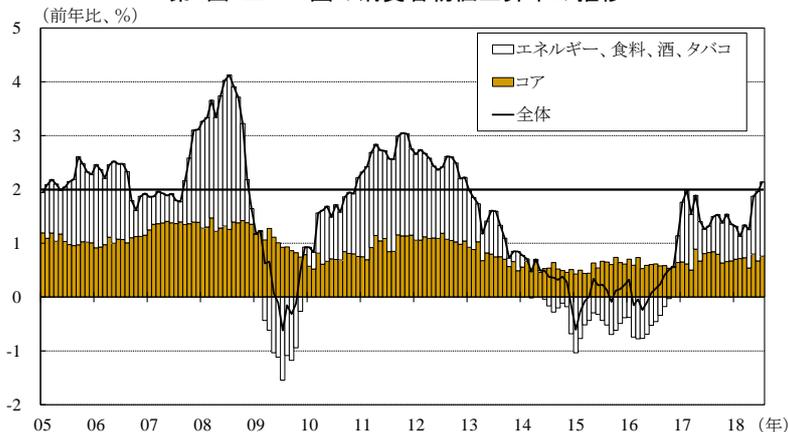
第3図: ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、営業余剰の推移



(注) 『企業の今後3ヵ月の資金需要見通し』は1期先行。
(資料) 欧州連合統計局、欧州中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で資産購入の今年末での終了を決定し、政策金利については「少なくとも来年夏まで」現行水準で据え置く方針を示した。消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を2ヵ月連続で上回っているものの、原油高の影響が大きく、エネルギー、食料、酒、タバコを除いたコアベースでの上昇ペースは依然として鈍い（第4図）。こうした中、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%）はドラギ総裁退任間際の来年9月頃となる公算が高い。ECBによる出口戦略は来年11月に就任する新総裁の下で本格化すると見込まれるため、ドラギ総裁の後任人事の行方にも注視する必要がある。

第4図: ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



(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. 英国

英国景気は緩やかな拡大を続けている。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、力強さには欠けるものの、寒波の影響で下振れした1-3月期（同+0.2%）からは持ち直した。

英国の場合、ここから先の景気見通しは EU 離脱交渉の帰趨をどうみるかによって大きく異なってくる。英国政府は7月、交渉方針に関する白書を公表し、EU に歩み寄りの姿勢を示したが、交渉打開には繋がらなかった。複数の閣僚が「無秩序な EU 離脱」リスクに言及しているほか、強硬離脱派も反発を強めるなど予断を許さない。仮に「無秩序な EU 離脱」となった場合、想定外の度合いにもよるものの、金融市場の混乱や物流の停滞などが懸念され、英国景気への下押し圧力も相応のものとなる（第2表）。

但し、「無秩序な EU 離脱」の回避を前提とするならば、英国経済は潜在成長率並みの緩やかなペースでの拡大が続く見通しである。実質 GDP 成長率は、2018年が前年比+1.4%、2019年が同+1.5%と予想する。

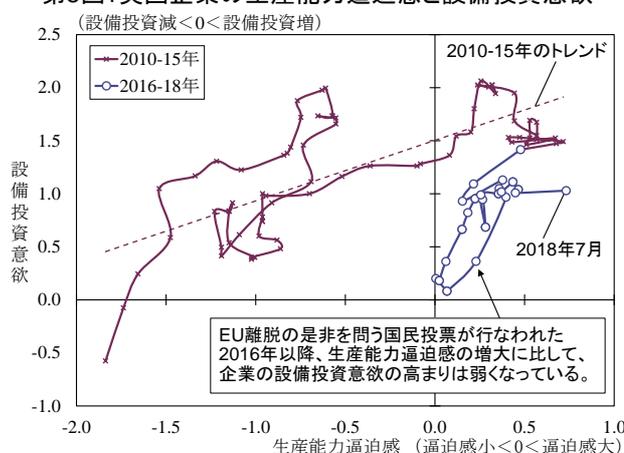
個人消費に関しては、これまで家計支出を支えてきた消費者ローンの伸びが鈍化してきているため、今後の拡大ペースは力強さを欠く展開となる可能性が高い。しかし、4-6月期の失業率が4%と約43年ぶりの低水準まで改善しており、この先、賃金上昇率の高まりが想定される。また、2017年初にかけてのポンド下落に起因する輸入インフレ圧力が弱まる傾向にあることも実質購買力の押し上げ要因となる。設備投資については、生産能力の逼迫感が高水準にあることなどを背景に、増加基調を維持する見込みである。なお、2016年以降、生産能力の逼迫感に比べて設備投資意欲が低めの水準に止まっており、EU 離脱を巡る先行き不透明感が投資の抑制要因となっていることを示唆している（第5図）。ただ、EU 離脱交渉に前向きの進展が見られれば、不透明感の後退から企業の設備投資意欲が高まる展開となる。

第2表: 英国の EU 離脱に関する今後の注目点

<p>1. 9月20日の非公式 EU サミット</p> <p>英国の EU 離脱が議題。将来の英・EU 関係について、双方の歩み寄りがみられなければ、「無秩序な離脱」懸念増大。</p> <p>2. 10月18-19日の EU サミット前後</p> <p>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> <p>3. 離脱協定の議会採決</p> <p>英・EU が離脱協定で合意に至った場合、当該協定は議会での採決に掛けられる。英与党の保守党は下院で過半数を有しておらず、また党内の強硬離脱派が造反する可能性もあり、採決の行方は不透明。否決の場合、政局流動化や「無秩序な離脱」のリスクが増大。</p>

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第5図: 英国企業の生産能力逼迫感と設備投資意欲



(資料) 英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

輸出については、主要輸出先であるユーロ圏と米国の景気が堅調を維持しつつも、2019年の成長率は2018年に比べて若干緩やかになると見込まれる。このため、英国からの輸

出も、増加ペースはやや緩やかとなろうが、引き続き景気の下支えに寄与するとみられる。先行指標である輸出受注をみても、足元でピークは過ぎつつあるものの、引き続き高めの伸びを保っている（第6図）。

金融政策については、8月2日に0.25%ポイントの利上げが行なわれ、政策金利は0.75%となった（第3表）。英中銀（BOE）は、マクロ的な需給バランスが需要超過に転じつつあることを理由に、緩やか且つ小幅な利上げを継続する方針だ。次回の利上げは、英国がEU離脱に伴う混乱を回避し、予定通り移行期間（2019年3月29日から2020年末まで）に入った後の2019年5月に、0.25%ポイントの幅で行なわれると予想する。

第6図：ユーロ圏・米国の成長率と英国の輸出受注の推移



(注) 1. 「ユーロ圏+米国の成長率」の加重平均のウェイトは英国からの輸出金額。
2. 2018年の「英国の製造業PMI輸出受注」は1～7月の平均値。
(資料) 英国立統計局、欧州連合統計局、米商務省、Markit統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3表：8月の金融政策委員会（MPC）の結果概要

決定内容と背景	
54	<ul style="list-style-type: none"> 政策金利を0.25%ポイント引き上げ、0.75%とする(賛成9名、反対0名)。 1-3月期の成長率低下は一時的なものであり、4-6月期に景気の勢いは持ち直し。労働市場のタイト化も続き、単位労働コストの上昇も明確化。 足元、デフレギャップはほぼ解消されている状態。
経済見通し	
52	<ul style="list-style-type: none"> 2020年にかけて、実質GDP成長率の平均は前年比+1.75%と潜在成長率(約+1.5%)を上回る。需給バランスは2019年後半までにインフレギャップに転じる。 インフレ率は当面、中銀の目標である2%を小幅に上回る水準に止まり、2%に到達するのは2020年。 経済見通しは英国のEU離脱が円滑に行なわれることを前提としているが、今後の離脱プロセスの展開に大きく左右される。
金融政策の見通し	
50	<ul style="list-style-type: none"> 追加利上げは緩やか且つ小幅に行なう。 今後数年間、0.25%ポイントの利上げが年1回程度実施されるとの金融市場の観測は、インフレ率を目標水準まで減速させる利上げペースとして、概ね妥当。

(資料) 各種報道、英中銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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。