

欧州経済の見通し

～Brexit の帰趨は要注視だが、景気は内需を中心に底堅さを維持～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と 4-6 月期（同+0.4%）から減速した（第 1 表）。需要項目別内訳は未公表だが、9 月から EU で導入された新燃費試験法への自動車企業の対応の遅れにより、自動車生産が夏場に急減した影響が大きかった模様である。この影響は特にドイツにおいて顕著で、同国の実質 GDP 成長率は同▲0.2%と 3 年半ぶりのマイナスとなった。但し、自動車生産の落ち込みは回復に向かっていることが月次統計で確認されている。ユーロ圏全体では、昨年好調だった輸出が既往のユーロ高の影響や中国向け輸出の減速により増勢が鈍化しているものの、内需は底堅く推移している。先行き、個人消費は雇用環境の改善持続を背景に拡大基調を継続、輸出についても、世界経済の緩やかな拡大を背景に増加基調は維持し得るとみられる。実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.9%、2019 年が同+1.6%と若干減速するが、潜在成長率（同+1%台半ば）並みの拡大ペースは維持する見通しである（第 1 図）。

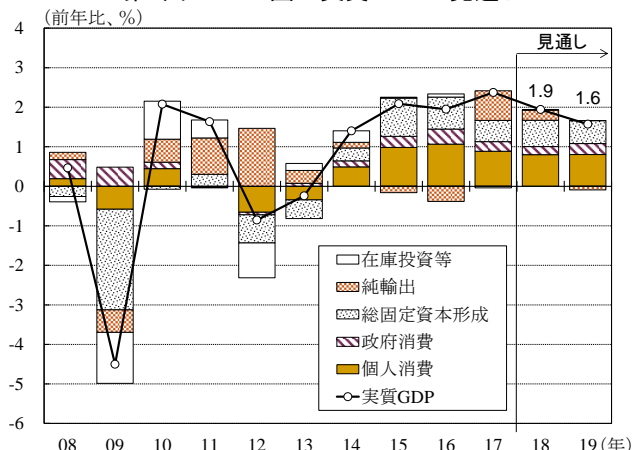
政治・政策面では景気の下振れをもたらすリスク要因が複数あり、且つ不透明感は強まる方向にある。イタリアの財政問題については、2019 年予算案を巡り EU との対立が続くなか、財政悪化への警戒感から同国の国債利回りは高止まりしており、利払い負担増加と財政悪化の悪循環に陥る懸念が大きくなっている。他の南欧諸国への影響波及は限られそうだが、注意は怠れない。このほかにも、①英国が「合意無しの EU 離脱」となった場合の、金融市場の動揺と英国景気下振れに伴う対英輸出の減少、②ドイツのメルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）党首退任に伴う政局と政策の行方、③仮に米国が EU に対し自動車関税を賦課した場合のドイツ等への悪影響、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 | | |
|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-------|-------|-----|------|
| | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 |
| ユーロ圏 | 0.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.2 |
| ドイツ | 0.2 | 0.4 | 1.1 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | ▲0.2 |
| フランス | 0.2 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.4 |
| イタリア | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.0 |
| スペイン | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ポルトガル | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.4 | 0.6 | - |
| ギリシャ | 0.5 | ▲0.3 | 0.4 | 0.9 | 0.5 | 0.2 | 0.9 | 0.2 | - |

(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

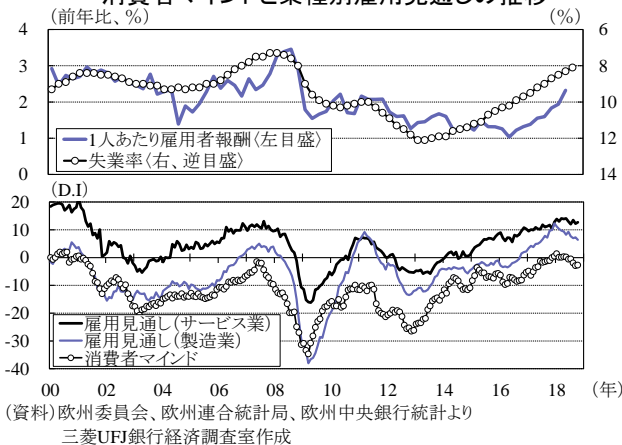


(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

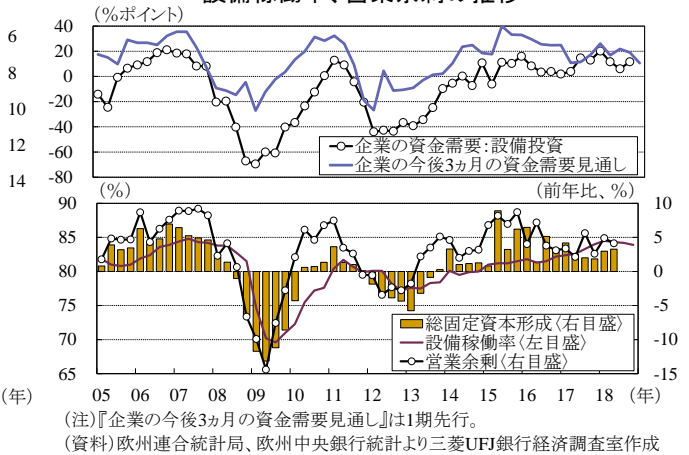
(2) 見通し上のキーポイント

ユーロ圏の失業率がグローバル金融危機前の水準近くまで低下するなか、1人あたり雇用者報酬は伸びが高まっている（第2図）。企業の雇用マインド並びに消費者マインドも概ね良好な水準を保っていることから、雇用・所得環境の改善が消費の拡大を支える構図はこの先も維持される可能性が高い。設備投資についても、増加ペースが鈍化するものの、企業収益の増加が続いていることを踏まえると底堅さを維持すると見込まれ、実際それを反映して企業の資金需要も堅調に推移している（第3図）。

第2図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、消費者マインドと業種別雇用見通しの推移

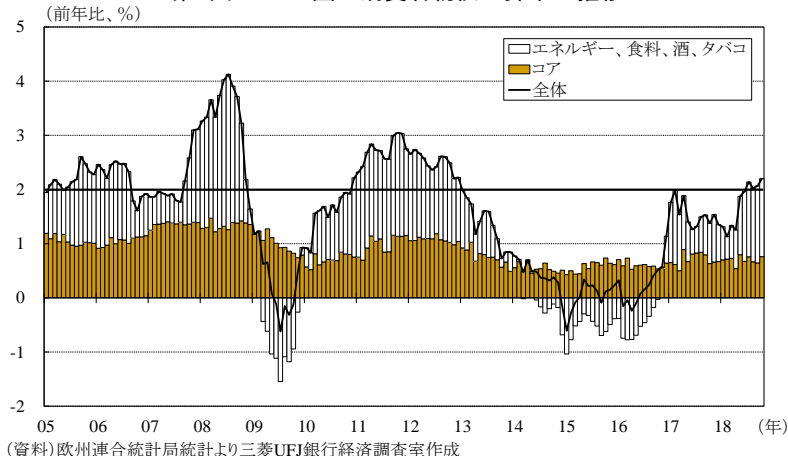


第3図：ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、設備稼働率、営業余剰の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は10月の理事会で、資産購入の今年末での終了と政策金利を「少なくとも来年夏まで」現行水準で据え置くとの6月に出された方針を再度確認した。消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を5ヵ月連続で上回っているものの、これまで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は昨年以降、同+1.0%を挟んだ推移が続いており、上昇ペースは依然鈍い（第4図）。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「来年夏」以降、即ちドラギ総裁退任間際の来年9月頃となる公算が高い。ECBは景気の下振れをもたらし得るリスク要因に十分目配りしながら、正常化を慎重に進めていくとみられる。

第4図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移

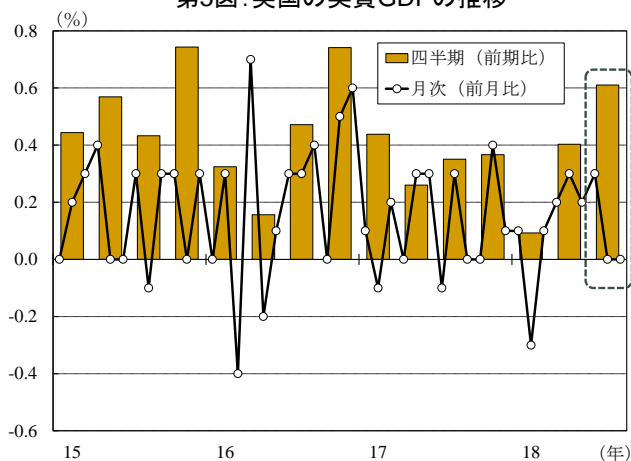


2. 英国

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と高めの伸びとなったが、夏場の好天によって一時的に押し上げられた面が強い（第 5 図）。8 月と 9 月の月次の実質 GDP が前月比横這いに止まったことや、10 月の総合購買担当者指数（PMI）が 2 年 3 ヶ月ぶりの低水準となったことを勘案すると、10-12 月期の成長率は相応の鈍化が見込まれる。均してみると、景気の拡大ペースは引き続き緩やかと判断される。

EU 離脱については、11 月 25 日の臨時 EU サミットで離脱協定と将来の英・EU 関係に関する政治宣言が承認され、政府間の交渉は妥結をみた。しかし、離脱協定発効に必要な議会採決については、英下院での可決の目処が立っていない（第 2 表）。離脱予定日である 2019 年 3 月 29 日以降、移行期間に入ることなく、英・EU 間の貿易に即座に関税が発生するような「合意無しの離脱」のリスクが強く懸念されている。

第5図:英国の実質GDPの推移



(資料)英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表:英国のEU離脱に関する今後の注目点

- 1. 英下院における離脱協定の採決(12月第2週の見込み)**
離脱協定は英・EU双方の議会で採決に掛けられる。英国では、大半の野党と与党保守党の一部議員が反対を表明しており、可決の見通しは立っていない。一方、EUの欧州議会では可決が見込まれている。
- 2. 英下院で離脱協定が否決された場合のその後の展開**
EUとの再交渉(ただしEUは今のところ再交渉に応じない構え)、首相辞任、解散総選挙、国民投票の再実施など多くの展開が考えられ、政局の混乱は不可避。2019年3月29日までに離脱協定を可決できずに「合意無しの離脱」に陥るリスクが増大。
- 3. 与党保守党内での反メイ首相の動き**
保守党内では、党首であるメイ首相に対して、党首不信任動議を提出する動きがくすぶり続けている。メイ首相が失脚した場合、党首選等で政治的空白が生まれ、「合意無しの離脱」の懸念が強まる。また、強硬離脱派が首相に就くリスクも。

(資料)各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

仮に「合意無しの離脱」に陥った場合は、物流の混乱などから 2019 年は景気後退に陥る公算が大きい（第 3 表）。もっとも、野党第 1 党の労働党と第 2 党のスコットランド民族党（SNP）は、メイ政権がまとめた離脱協定に異を唱える一方、「合意無しの離脱」は阻止する考えを明らかにしている。加えて労働党は、下院で離脱協定が否決された場合、EU に交渉期間の延長を求めるべきと主張しており、EU 内にも、英国の政治情勢の大きな変動は交渉期間延長の理由になり得るとの意見がある。そのため現時点では、与野党間の何らかの政治的妥協や交渉期間の延長により、「合意無しの離脱」は回避される展開をメインシナリオと想定する。

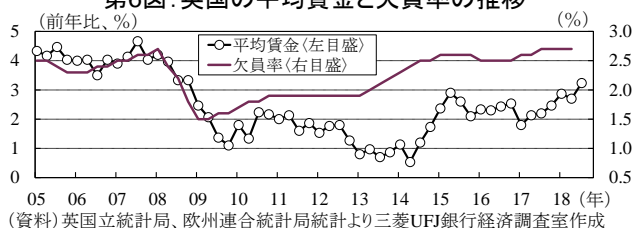
「合意無しの離脱」が回避されるのを前提とした場合、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%となり、2018 年（同+1.3%の見込み）並みの緩やかな伸びが継続しよう。雇用増加の持続や賃金上昇率の高まりが引き続き個人消費を支えると予想される（第 6 図）。また、外需は緩やかな減速が予想される一方、足元の設備投資の下押し要因となっている EU 離脱に伴う不透明感が後退することで、手控えられていた設備投資が実行に移される展開も想定される（第 7 図）。

第3表:英国の「合意無し」のEU離脱」シナリオ

| |
|--|
| <p>シナリオ①:「混乱小」のケース</p> <p>離脱協定が発効に至らなかったとしても、英国とEUは混乱抑制に向けて協調路線を取り、民間部門も相応の準備を整えて離脱に臨む。ボンドは1割近く下落し、輸入インフレの再燃が個人消費等の重石となる一方、英中銀の金融緩和が一定の下支えとなる。 2019年の実質GDP成長率は前年比▲0.2%。</p> |
| <p>シナリオ②:「混乱大」のケース</p> <p>英・EU間の関係悪化によって、離脱への対応策についても両者の足並みが揃わず、混乱が拡大。物流の深刻な停滞等が発生。民間部門の準備も不十分に終わる。ボンド売り圧力が大幅に高まり、英中銀は通貨防衛のための利上げを余儀なくされる。輸入インフレやマインドの落ち込みに加え、金利上昇の影響もあり「混乱小」のケースよりも深い景気後退に陥る。 2019年の実質GDP成長率は前年比▲1.8%。</p> |

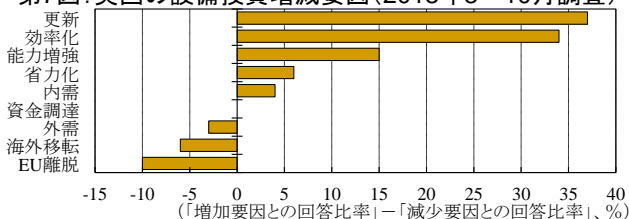
(資料)三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図:英国の平均賃金と欠員率の推移



(資料)英国立統計局、欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図:英国の設備投資増減要因(2018年8~10月調査)



(資料)英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

物価については、10月のインフレ率が前年比+2.4%となり、2018年初の同+3.0%台からは落ち着いてきたが、英中銀(BOE)の目標である同+2%を依然として上回っている。先行き、輸入インフレ圧力の緩和や足元の原油価格下落の影響は予想される一方、賃金上昇の加速がインフレ率を高止まりさせる可能性が高い。

2019年末までインフレ率が同+2%を上回ると想定されるなか、BOEは緩やか且つ小幅な利上げを継続するとみる。ただし、2019年3月29日の英国のEU離脱予定日にかけては、離脱の形態や政治情勢をめぐって相当に不透明感の強い状況が続くと考えられるため、当面政策金利は現在の0.75%に据え置かれよう。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(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。

3. ロシア

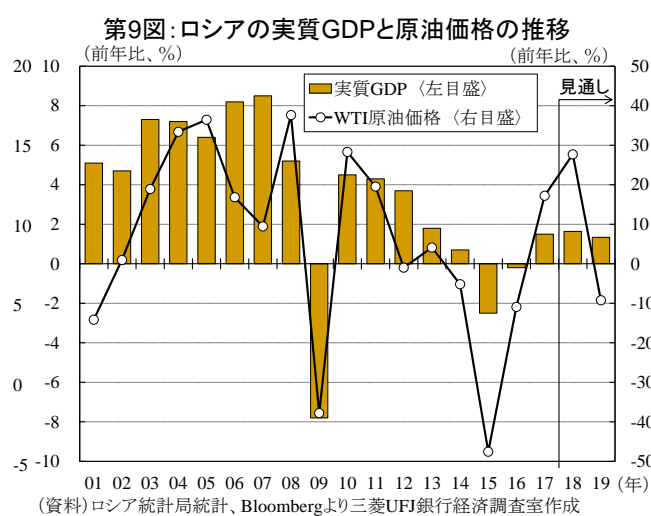
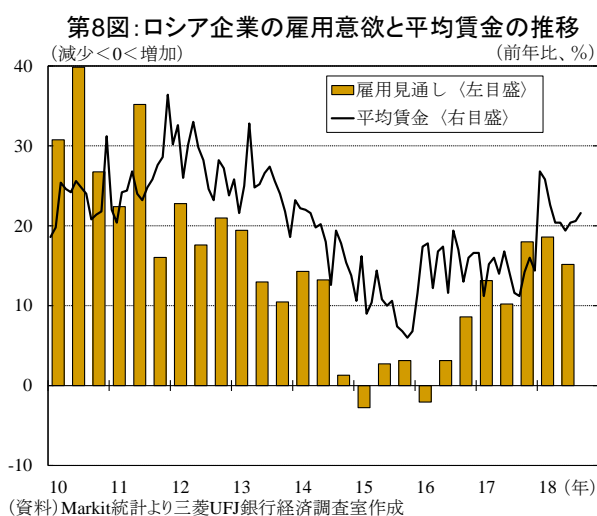
2018年半ば以降、ロシアの景気は若干減速している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、4-6月期の同+1.9%を下回った。米国の対露制裁強化(2018年4月、8月)等を受けたルーブル安により、インフレ率が上昇に転じたことが個人消費の押し下げ要因となった。また、中銀はこれまで段階的な利下げを通じて景気をサポートしてきたが、インフレリスクの高まりに対応して9月に0.25%ポイントの利上げを行うなど、金融緩和路線にも転機が訪れている。もっとも足元、景気の一段の下ぶれは回避されており、10月の購買担当者指数(PMI)総合は55.8と7-9月期の平均(52.4)から持ち直した。失業率が1990年代初頭以来の低水準である4%台まで改善するなど、良好な雇用・所得環境が景気を下支えしている。

この先も、良好な雇用・所得環境を背景とした緩やかな景気拡大シナリオに著変は見込まれない。ロシア企業の雇用意欲は底堅く推移しているため、今後も雇用の増加が見込まれ、低水準の失業率を背景に賃金も高めの伸びを維持する公算が大きい(第8図)。政府が2018年5月に発表した投資計画も景気拡大を支えよう。この計画は2024年までに交通

インフラを中心に3兆ルーブル（対名目GDP比3.3%）の投資を行うもので、投資額の約3分の2は2020年までの実行が見込まれている。他方、原油価格下落^(注)による輸出額及びエネルギー関連投資への下押し（第9図）や付加価値税率引き上げ（2019年1月、18%→20%）、インフレ率の上昇、サッカーワールドカップ（2018年6-7月開催）効果の反動などもマイナス材料と想定されるが、いずれも景気腰折れに繋がるほどのインパクトになるとは考えにくい。

（注）当室では、2019年のWTI原油価格は年間平均で1バレル59ドルと2018年の同65ドルから下落するとみている。詳細は原油見通しのパートご参照。

2019年の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、2018年の同+1.6%（見込み値）は下回るものの、3年連続でプラス成長を維持すると予想する。



(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すよう、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。