

欧州経済の見通し

～域外要因に懸念は残るも、内需を中心に景気の底堅さを維持～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏景気は昨年後半から自動車排ガス新規制導入の影響や域外景気の鈍化による外需の低迷等を背景に減速感が強まっていたものの、1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と持ち直した。自動車セクターにおける排ガス新規制導入対応の生産調整等の影響が一巡したことが背景と考えられる。主要国別の成長率をみると、まずドイツでは同+0.4%と、堅調な個人消費や建設投資に支えられ、2四半期連続でプラス成長を記録したほか、フランスでも同+0.3%と、政府の経済改革への抗議行動の影響が薄れ、個人消費の伸びが加速した。不振が続いていたイタリアでも同+0.1%と、主要セクターの生産増加に加え、純輸出がプラスに寄与し、3四半期ぶりにプラス成長に回復した（第1表）。

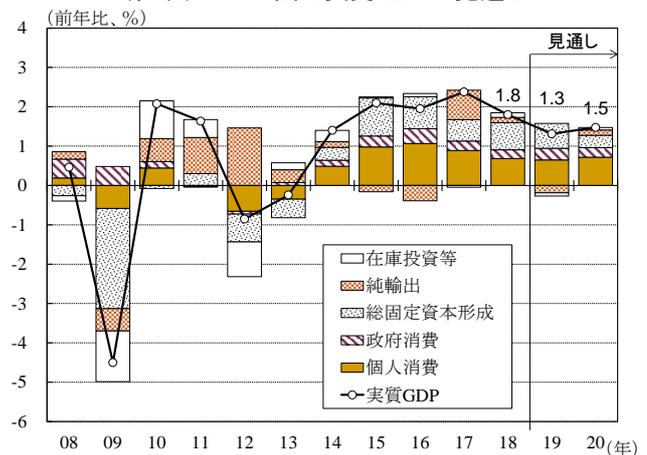
ユーロ圏には、後述の通り欧州域内外の様々な懸念材料が残り続けるものの、基本的には良好な雇用・所得環境に支えられた個人消費を中心に民間内需は堅調に推移するとみられ、加えて主要国では政府支出の拡大が見込まれている。実質GDP成長率は今年こそ昨年末の発射台の低さを反映して前年比+1.3%と減速するも、2020年には同+1.5%と潜在成長率（同+1%台半ば）並みの拡大ペースを取り戻すとみられる（第1図）。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

| | 2018年 (前期比、%) | | | | 2019年 | 2018年 (前年比、%) | | | 2019年 | 2020年 |
|------|------------------|-----|------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | (実績) | (見通し) | (見通し) | (見通し) | |
| ユーロ圏 | 0.4 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 1.8 | 1.3 | 1.5 | | |
| ドイツ | 0.4 | 0.5 | ▲0.2 | 0.0 | 0.4 | 1.5 | 1.1 | 1.5 | | |
| フランス | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 1.7 | 1.3 | 1.4 | | |
| イタリア | 0.1 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.1 | 0.8 | 0.3 | 0.7 | | |
| 英国 | 0.1 | 0.4 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | | |

(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

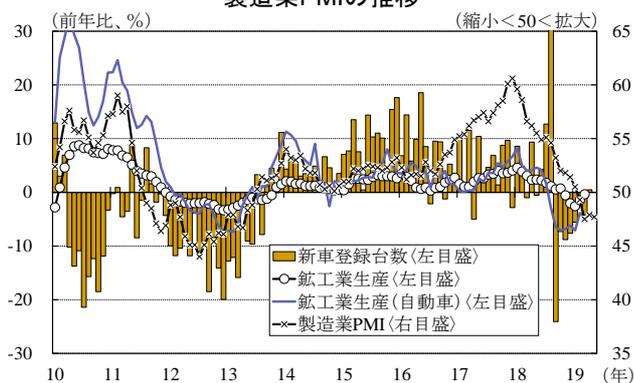
(2) 見通し上のキーポイント

足元の鉱工業生産は、昨年の自動車生産減速の要因となった自動車排ガス新規制対応という一時的な影響が後退したことを受けて底打ちの兆しをみせており（次頁第2図）、前向きな材料と考えられる。需要面では、輸出の減速は当面続くと見込まれるが、欧州では景気全体への影響度という点で内需は外需を上回っていると考えていいだろう。この点、

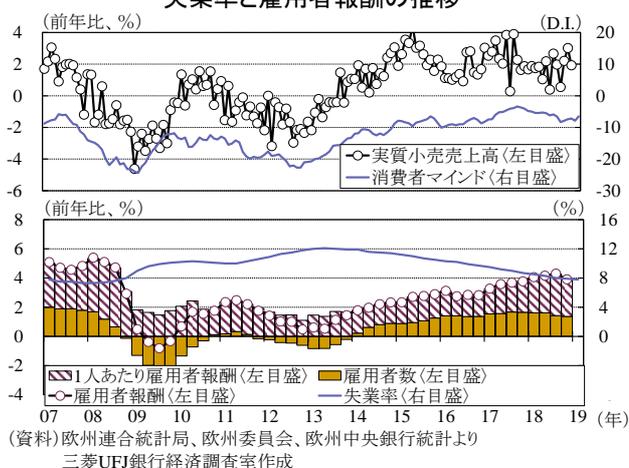
最大の需要項目である個人消費を取り巻く環境をみると、失業率がグローバル金融危機前の水準近くまで低下するなか、1人あたり雇用者報酬の伸びは依然堅調である。消費者マインドもここ10年程度のレンジにおいては高めといえる水準を維持している点を踏まえれば、来年まで展望した場合でも、良好な雇用・所得環境が個人消費の拡大、ひいては景気の回復基調を支える構図は持続できるとみて良からう（第3図）。また設備投資についても、設備稼働率が高水準にあることや、緩和的な資金調達環境が維持されていることなどを受け、底堅く推移すると見込まれる。

但し、昨年後半からの外需低迷の一因である英国のEU離脱交渉迷走や米中貿易摩擦等の政治・政策面の先行き不透明感は依然残存している。英国の「合意無しのEU離脱」や米中対立の際限なきエスカレーションへの懸念は高まっており、これらの影響を受けて関係国の経済が腰折れすることになれば、外需が一層低迷する虞もある。5月23日から26日にかけて行われた欧州議会選挙については、二大政治会派の「欧州人民党」と「社会民主進歩連盟」の合計議席数が直接選挙導入後初めて過半数を割るという事態に至ったものの、第3勢力のリベラル会派との連携により過半数は確保可能であるため、欧州懐疑派の極端な政策が先鋭化する懸念は後退したとみられる。但し、国別の結果をみると、欧州懐疑派が第1党である国もあり（ルペン党首率いる国民連合が第1党を維持したフランスや、サルビーニ党首率いる同盟が第1党に躍り出たイタリア、EU離脱を唯一の目標に掲げるブレグジット党が大勝を収めた英国など）、今回の選挙結果が欧州各国の今後の国政に大きな影響を及ぼす可能性は否定できない。また、今年秋に任期を迎えるEU指導部（欧州委員長、EU大統領、ECB総裁等）の後任人事についても、既に独仏間で次期欧州委員長の人選を巡る対立がみられ、新たな会派構成の中で議論がどう進展するののかも注目される。域内外の政治・政策イベントの帰趨には引き続き警戒が必要であろう。

第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と新車登録台数、製造業PMIの推移

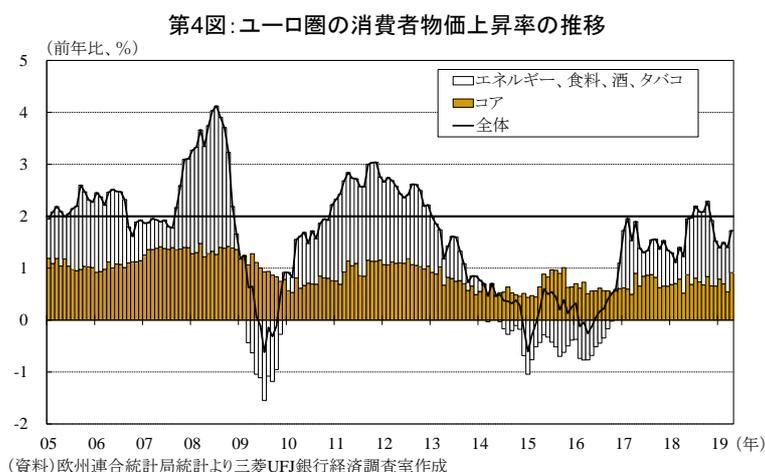


第3図：ユーロ圏の実質小売売上高と消費者マインド、失業率と雇用者報酬の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は3月7日の理事会で政策金利の据え置き期間に関する方針を、従来の「2019年夏まで」から「2019年末まで」に変更し、利上げ開始時期の先送りを明示した。消費者物価上昇率は昨年11月以降、原油価格の下落を主因にECBの目標である「前年比+2%弱」を下回っており、エネルギー、食料、酒、タバ

コを除いたコアベースでも上昇ペースは依然鈍い（第4図）。したがって、当面大きな政策変更は考えにくい。昨年まで、ドラギ現 ECB 総裁は、政策金利引き上げの道筋をつけてから花道を飾るとも一部で目されていたものの、その可能性はほぼなくなったということになる。したがって、今年秋までに EU、ECB の新指導部体制が固まることになるという政治日程やその過程の議論について一層の注意が必要となってくる。現在の緩和的金融政策を巡っては、ドイツと南欧諸国では温度感がかなり異なるからである。但し、いずれにせよ、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、ユーロ圏景気が安定的な拡大ペースを維持しつつ、EU、ECB 新指導部の政策運営への信認が確認されるであろう 2020 年年央まで待つ必要があるものと予想する。

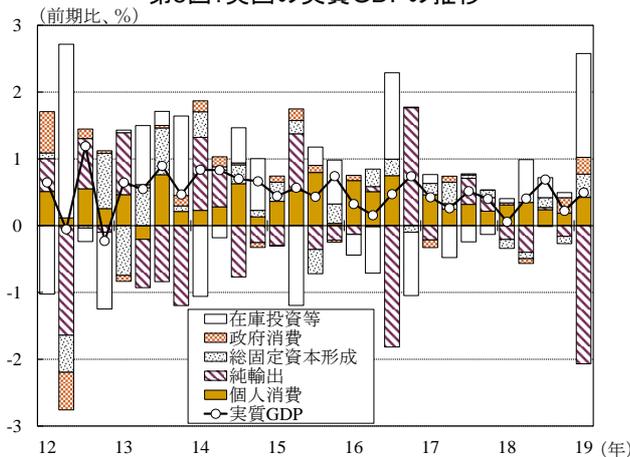


2. 英国

1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.5%と昨年 10-12 月期の同+0.2%から持ち直したが、一時的な要因によるところが大きい（次頁第 5 図）。需要項目別の内訳をみると、総固定資本形成の一部である政府投資が大きく上振れ（10-12 月期：同+0.5%→1-3 月期：同+8.1%）したほか、「合意無しの EU 離脱」を警戒した家計の駆け込み購入が個人消費を押し上げた（10-12 月期：同+0.3%→1-3 月期：同+0.6%）。

消費者と企業のマインドは「合意無しの EU 離脱」懸念が高まった 4 月にかけて悪化傾向を辿っており、基調としてみると景気に対する逆風は強まっていると考えられる（次頁第 6 図）。設備投資については、昨年後半以降 EU 離脱を巡る協議の迷走から様子見ムードが高まったことを受けて企業の投資意欲が急激に慎重化している。実質 GDP の設備投資は直近の 1-3 月期こそ前期比+0.5%とプラスの伸びを示したが、昨年 10-12 月期までは 4 四半期連続の前期比マイナスであり、足元の投資意欲慎重化も勘案すると、1-3 月期の実質設備投資の増加は一時的な反発に過ぎず、基調としては軟調が続いていると考えられる。また、雇用・所得環境に関しても、1-3 月期の失業率が 3.8%と 1974 年以来の低水準となったほか、賃金上昇率も緩やかな高まりをみせるなど、足元までは良好な状態を維持している点ではユーロ圏と共通しているものの、EU 離脱論議という英国特有の事情から企業の雇用意欲が慎重化している点を踏まえると、いつまでも磐石とはいえない。

第5図: 英国の実質GDPの推移



(資料) 英国国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 英国の消費者・企業マインドの推移



(資料) 欧州委員会、英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

先行きについては、英国の EU 離脱の帰趨が決定的な重要性を持つ。この点、離脱協定の発効に必要な英議会での批准手続きが暗礁に乗り上げていることから、先行き不透明な情勢が当面継続する可能性が高い（第 2 表）。批准の期限は当初の今年 3 月 29 日から紆余曲折を経て同 10 月 31 日に延期されたものの、英議会通過の目処は依然立っていない。加えて、メイ首相は 4 回目の離脱協定案採決を国民再投票と関連付ける方針を示したことから身内の保守党内部からも決定的に離反され、辞任表明を余儀なくされている（5 月 24 日）。次期首相に強硬離脱派が選出されれば「合意無しの離脱」リスクが更に高まろう。

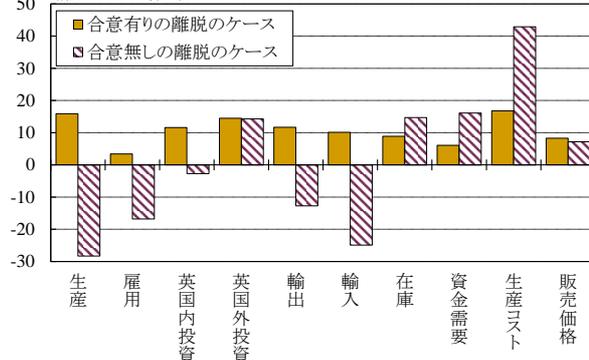
こうしたことから、今後も EU 離脱をめぐる先行き不透明感が景気を下押しする状況が当面続くのは避けられない。EU 離脱が正式決定した後の景気展開は、その離脱形態によって大きく異なろう。4 月の協議でも見られた通り、英 EU 双方の政治指導部には「合意無しの離脱」を避けたい意思があると推察されるため、決定的に「合意無しの離脱」が選択されない限りは、年率+1%台前半の緩やかな成長は可能であろう（「合意ありの離脱」あるいは「離脱撤回」などの動きがあれば、企業の雇用・設備投資意欲の持ち直しなどが支えとなる分上振れが考えられる）。一方、英国企業は「合意無しの離脱」は生産、雇用、国内投資、輸出等の減少に繋がるとみており、それが現実のものとなった場合、英国経済は景気後退に陥る可能性が高い（第 7 図）。

第2表: 英国のEU離脱をめぐる最近の主な動き

| 2018年 | |
|----------|--|
| 11月13日 | 英・EU間の交渉官レベル協議で離脱協定に関する合意成立。協定発効には双方の議会の承認が必要。 |
| 2019年 | |
| 1月15日 | 英下院が離脱協定を否決(1回目)。北アイルランド国境の管理厳格化回避のための予備策(バックストップ)に対し、閣外協力政党の民主統一党(DUP)が反発したほか、与党保守党内の強硬離脱派も反対。 |
| 3月12日 | 英下院が離脱協定を否決(2回目)。 |
| 3月21~22日 | EUサミットで、当初3月29日とされていた英国のEU離脱予定日の延期を決定。①英議会在4月12日までに離脱協定を可決した場合は5月22日、②可決しなかった場合は4月12日が新たな離脱予定日に。 |
| 3月29日 | 英下院が離脱協定を否決(3回目)。 |
| 4月10日 | 臨時EUサミットで、英国のEU離脱協定批准期限を2019年10月末まで延期することを決定。 |
| 5月24日 | メイ首相が辞任表明。 |
| 7月 | 保守党新党首(=新首相)選出予定。 |
| 10月31日 | 英国のEU離脱協定批准期限、離脱協定の可決か期限の延長がなければ11月1日に「合意無しのEU離脱」に。 |

(資料) 各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 英国企業が想定する英国のEU離脱の影響



(注) 1. 合意の有無が確定してから1年間の各項目がその前の1年間と比べて増加するか減少するかを聞き取りしたもの。

2. 調査期間: 2019年3月2日~4月8日。

(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、消費者物価（CPI）上昇率が英中銀（BOE）の目標である前年比+2%前後で高止まりしている（4月は同+2.1%）。BOEは、英国のEU離脱が大きな混乱なく行われれば、需給バランスが徐々に需要超過状態に向かうと想定している。そのため「合意ありの離脱」即ち離脱協定発効の目処が立てば、インフレ抑制のための緩やかかつ小幅な利上げを再開しよう（BOEは2017年11月と2018年8月にそれぞれ0.25%ポイントの利上げを実施）。一方、「合意無しの離脱」のケースに関しては、利下げも視野に入れた対応が予想される。

3. ロシア

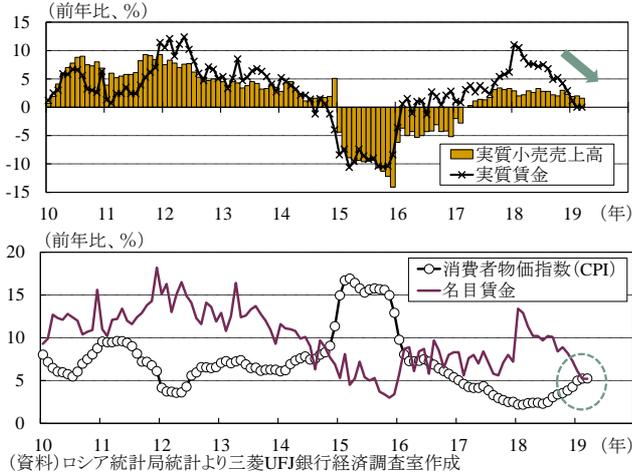
1-3月期の実質GDP成長率は前年比+0.5%と、昨年10-12月期の同+2.7%から大きく鈍化し、5四半期ぶりの低い伸びとなった。需要項目別の内訳は未公表だが、実質小売売上高の伸び率縮小（10-12月期：同+2.4%→1-3月期：同+1.8%）などから判断して、個人消費の鈍化が影響した可能性が高い（次頁第8図）。足元の実質賃金をみると、名目賃金、物価両方の一時的な要因によって下押しされており、個人消費の弱さにつながっていると考えられる。まず名目賃金は、昨年年初の最低賃金引き上げの反動により伸びが低くなっている。またインフレ率は、昨年秋にかけてのルーブル安進行を受けた輸入インフレや今年1月の付加価値税率引き上げ（18%→20%）により押し上げられている。

もともと、雇用環境は良好な状態を維持しており、3月の失業率は4.7%（未季調値）と前年同月から▲0.3%ポイント改善していることを勘案すると、前述の一時的な要因を除けば、景気の基調は底堅さを保っており、今後も緩やかな拡大傾向を辿る公算が大きいとみる。政府のインフラ投資プロジェクト（2018年5月発表）の実行本格化が景気のけん引役として期待されるほか、企業の雇用・設備投資意欲も改善が続いている（次頁第9図）。また物価についても、ルーブル相場は既に昨年末以降持ち直しに転じており、先行きも安定的な推移が予想されることから、輸入インフレ圧力は先行き徐々に後退していくとみる。ルーブル相場の主な決定要因である原油価格は、来年にかけて約60ドル/バレル前後（WTI価格）とほぼ横ばいで推移すると予想されるため^(注)、ルーブル相場が大きく崩れる可能性は小さい。

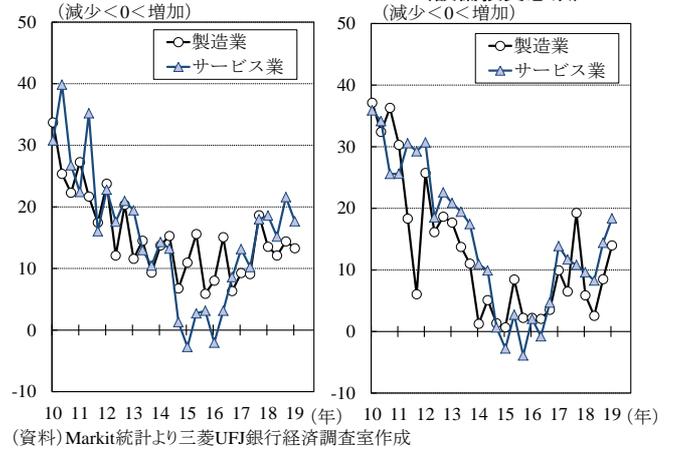
（注）原油見通しの詳細は「原油価格の見通し」ご参照。

2019年の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、2018年の同+2.3%からは減速するものの緩やかな景気拡大が続くと見込まれる。2020年については、付加価値税率引き上げの影響一巡などを背景に同+1.5%と若干の持ち直しを予想する。

第8図：ロシアの実質小売売上高と実質賃金の推移



第9図：ロシア企業の雇用・設備投資意欲の推移



(山田 遼、高山 真)

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 山田 遼 riyou_yamada@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。