

欧州経済の見通し

～減速感が強まるも、個人消費を中心に景気の底堅さは維持する見込み～

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+0.2%と鈍化した。個人消費が下支えとなった一方で、当初の英国のEU離脱期限（3月29日）を控えた英国向けの駆け込み的な輸出増の反動減等を受けたとみられる。主要国別の成長率をみると、まずドイツは同▲0.1%と、内需は底堅かったものの、輸出の減少が下押し要因となり、3四半期ぶりのマイナス成長に転落したほか、フランスは同+0.3%と政府・民間共に投資は堅調だった一方、在庫投資の減少が下押し要因となり前期並みの伸び、イタリアも内・外需ともにほぼ横這いで推移しゼロ成長となるなど、総じて弱めの成長ペースとなった（第1表）。

より長目に見た場合、ユーロ圏の実質GDP成長率は2018年7-9月期から今年4-6月期までの4四半期のうち3四半期が前期比+0.2%と不冴えな伸びに止まっており、うちドイツは2四半期でマイナス成長を記録、イタリアもほぼ横這いの成長率が続くなか2四半期でマイナス成長となっている。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

	(前期比、%)				(前年比、%)				
	2018年		2019年		2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020年 (見通し)		
	1-3	4-6	7-9	10-12				1-3	4-6
ユーロ圏	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	1.9	1.2	1.4
ドイツ	0.1	0.4	▲0.1	0.2	0.4	▲0.1	1.5	0.6	1.4
フランス	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	1.7	1.3	1.4
イタリア	0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	0.0	0.9	0.2	0.7
英国	0.1	0.4	0.7	0.2	0.5	▲0.2	1.4	1.2	1.4

(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

2018年以降ユーロ圏の景気もたついている背景には幾つかの複合的な要因が指摘される。代表的なものとしては、英国のEU離脱交渉混迷、イタリアの財政懸念など欧州域内の要因に加え、中国の景気減速や米中あるいは米EUの通商摩擦激化による不透明感の高まりなどが挙げられる。もっとも、こうした懸念材料を並べると欧州景気の先行きに強い黄色信号が灯っているかに感じられるが、世界金融危機時や欧州債務危機時のような金融市場の危機を契機とした劇症的な景気失速が起こっているわけではなく、これらイベントと個々の経済指標との関連も必ずしも明らかではない。

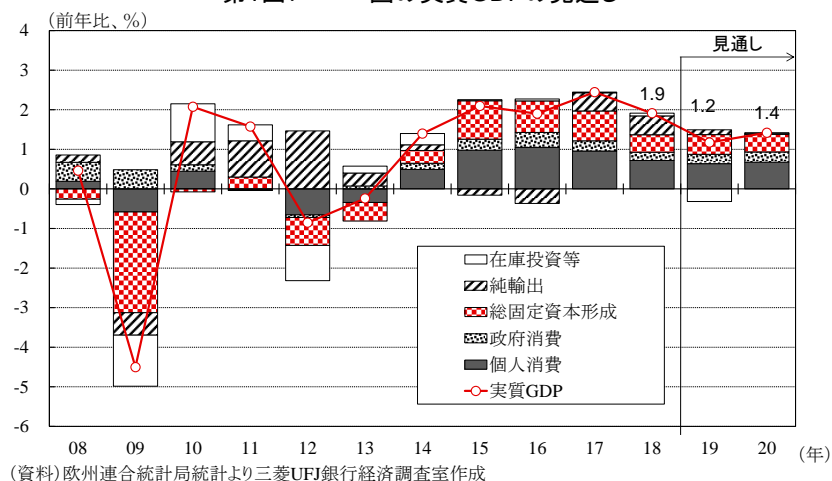
経済指標を丹念に比較すると、雇用・所得や消費などは比較的堅調であるが、やはり弱さが目立つのは生産などの製造業関連の指標である。更に、生産の低迷を国別に確認すると、域内最大の工業国であるドイツの弱さが目立ち、取り分け自動車業界の落ち込みが激しくなっている。これは、世界最大である中国の自動車市場が台数ベースで前年比二桁の縮小を示

すなか、外資系最大のプレゼンスを誇るドイツの自動車メーカーも打撃を受けているためと言われることが多いが、中国におけるドイツ車販売の落ち込みは前年比数%のマイナスに止まっており、ドイツから中国への輸出も輸送機械を含めそれほどの低迷をみせていない。むしろ西欧諸国、中でも南欧（イタリア、スペイン等）の自動車販売が月によって一桁台後半のマイナスで落ち込むことがあることを考えれば、欧州債務危機後の自動車のペントアップ需要が一巡した可能性があり、加えて、域内外の不透明感の高まりや後述の在庫調整等、複合的な要因がドイツメーカーに取り分け強く影響を与えている可能性が考えられる。

(2) 先行きの見通し及びそのキーポイント

製造業が低迷しており、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、先行きユーロ圏全体としては、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さを保つとみられ、加えて主要国では政府支出の拡大が見込まれる。実質GDP成長率は今年こそ外需の鈍化や在庫調整の進行が重石となり前年比+1.2%と減速するも、2020年には同+1.4%と潜在成長率（同+1%台半ば）程度の拡大ペースに持ち直す予想する（第1図）。但し、後述の通り足元では英国の「合意無しのEU離脱」の懸念が高まってきている。これが現実となる場合には物流の混乱や企業・消費者マインドの低迷が下押し要因となるなど、ユーロ圏と英国双方に影響は避けられない。それでも、夫々お互いにとって貿易相手国としてのウェイトが異なることから、ユーロ圏経済は景気後退には至らないとみられる。

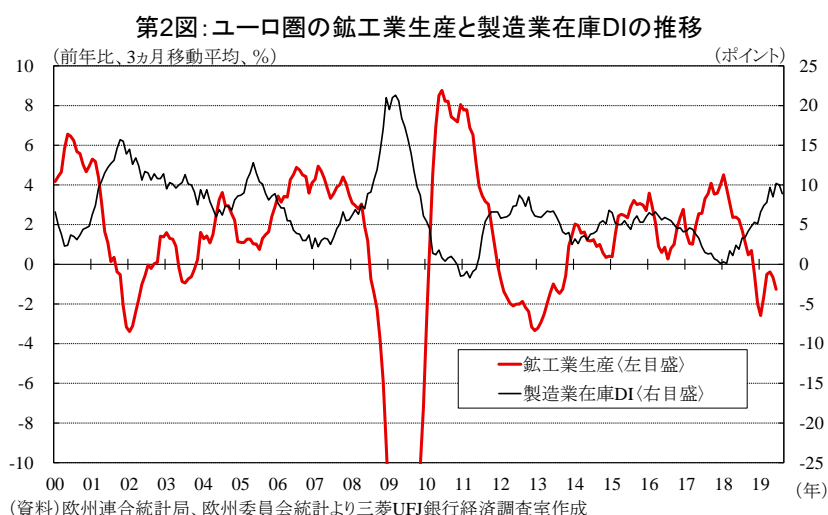
第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し



① 製造業の動向

ユーロ圏の域外輸出は、4-6月期こそ3月末の英国のEU離脱期限（当初）を見据えた対英駆け込み輸出の反動減で前期比落ち込んだとみられるが、2018年以降中国向けも含めて総じて底堅く推移している。また、後述の通り個人消費は堅調で、設備投資も振れを伴いながらも増勢を維持している。にも関わらず、ドイツを始めユーロ圏の製造業生産は停滞しているわけで、考えられるのは在庫調整の進行が景気の重石となっている状況であ

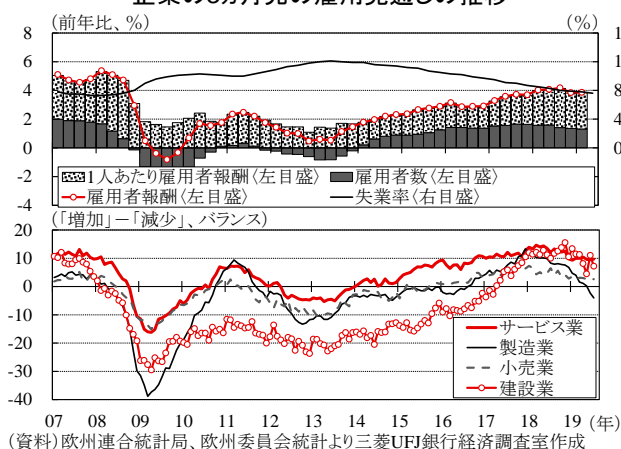
る。実際、ユーロ圏の実質 GDP 上の在庫投資は昨年 10-12 月期と今年 1-3 月期の 2 四半期連続でマイナスに寄与しており、4-6 月期も足元の在庫 DI や鉱工業生産の推移を踏まえるとマイナスに寄与した可能性が高い（第 2 図）。在庫 DI の悪化度合いを勘案すると、在庫調整の負の影響が当面続くことは不可避とみられるが、過去の在庫 DI の循環的な動きや各種業界の予想を踏まえると、年末前後からは徐々に当該負の影響は薄らいでくるとみられ、来年には景気のインパクトは限定的になると考えられる。



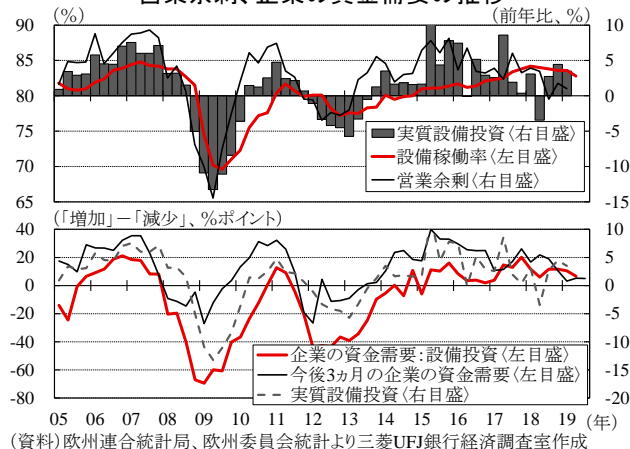
② 個人消費・設備投資の動向

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、失業率が世界金融危機前の水準近くまで低下するなか、企業の雇用見通しも全就業者数の 4 分の 3 程度を占めるサービス業を中心に高水準を維持している（次頁第 3 図）。1 人あたり雇用者報酬の伸びも依然堅調であり、消費者マインドも高めの水準を維持していることを踏まえれば、来年まで展望した場合でも、良好な雇用・所得環境は維持され、個人消費の拡大、ひいては景気の拡大基調を支える構図は持続できるとみてよかろう。また設備投資についても、設備稼働率が依然高水準にあることや、来年にかけて在庫調整局面が解消していくであろうこと、企業の設備投資に係る資金需要も依然として底堅さを見せていること等を踏まえれば（次頁第 4 図）、景気の下支えとなるものとみられる。

第3図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、
企業の3ヵ月先の雇用見通しの推移



第4図：ユーロ圏の設備稼働率と実質設備投資、
営業余剰、企業の資金需要の推移



③ 引き続き残る不透明要素

一方で、ユーロ圏には、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通商摩擦、あるいはイタリアの政局・財政問題等域内外の政治・政策面での不透明感は根強く残存している。後述の通り、英国の EU 離脱を巡る情勢は極めて不透明であるうえ、米中对立は米国が対中追加関税第 4 弾の発動を発表し、中国が報復措置を打ち出すなど引き続き懸念はあり、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、ユーロ圏の外需が腰折れする虞もある。また、先の欧州議会選挙後も欧州の政局不安は払拭されていない。10 月末に任期を迎えるユンケル欧州委員長の後任となるフォンデアライエン独防衛相の任命プロセスでは、欧州議会で可決に必要な過半数の賛成票を僅か 9 票しか上回ることができなかったことから（ユンケル委員長任命時は過半数を 48 票上回る）、主要政党内でも足並みが揃っていない様子が窺える。国単位の政局をみても、イタリアでは、8 月に連立政権を担う右派政党「同盟」が連立相手の「五つ星運動」との連立解消を企図した内閣不信任案を提出したことを発端に、連立瓦解→「五つ星運動」と左派の民主党の 2 党による新たな連立政権の樹立、と新たな展開がみられたが、新連立を組む両党は政策面で隔たりがあり、政局への懸念は燻り続ける。ドイツでは、欧州議会選挙で連立政権を組む社会民主党（SPD）が大敗を喫し、SPD の連立政権離脱による総選挙観測が広まるなど、不安定さを増している。欧州議会選挙の結果から、EU 全体でみれば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ものの、国単位での政治不安がユーロ圏景気の重石となる可能性もあり、域内外の政治・政策イベントの帰趨には引き続き最大限の注意が必要だろう。

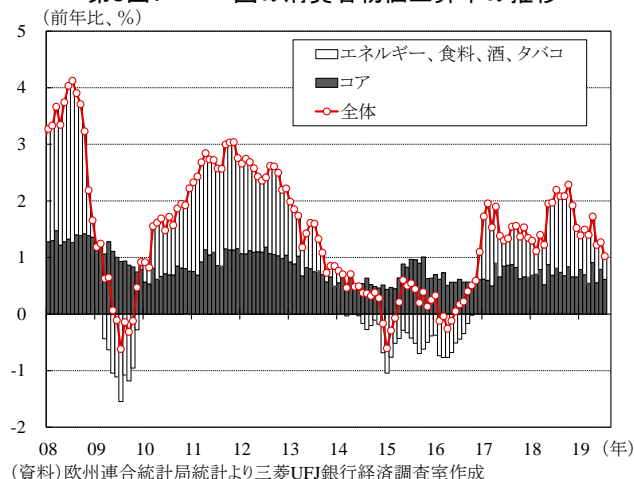
④ 金融政策の展望

金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は 7 月 25 日の政策理事会で、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは、地政学要因や保護主義台頭の脅威、新興市場の脆弱性に関連する不確実性の長期にわたる存在を反映し、依然ダウンサイドに傾斜している」という

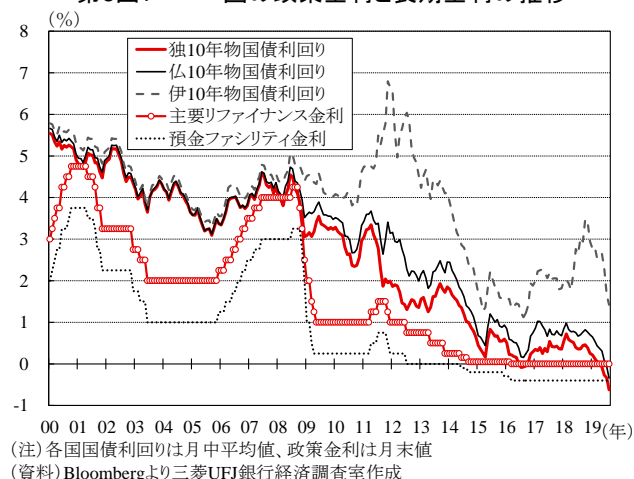
景気認識を示した上で、政策金利について、従来の「2020 年前半まで現行水準に止まる」という方針を「2020 年前半まで現行水準もしくはそれを下回る水準に止まる」へと変更した。これは、それまでの「金融緩和出口戦略」を完全に修正し将来の利下げを示唆したもので、再び明確な金融緩和姿勢に転じたといえる。同時に、①フォワードガイダンスの強化、②マイナス金利の副作用緩和策（中銀当座預金の金利階層化）、③資産購入の再開といった追加緩和策の検討を ECB の委員会に指示しており、利下げ以外の緩和策についても可能性を広げている。更に、ECB は低迷するインフレ率の引き上げを企図し、足元の消費者物価上昇率が目標（前年比+2%弱）を大幅に下回る 1%台前半で推移しているなか（第 5 図）、同目標を超える物価上昇率を許容する方針も示した（ECB は「物価目標の対称にコミットする」と表現）。このような足元の軟調な経済指標や物価上昇率の低迷に対する彼らの認識を踏まえれば、ECB は示唆通り、ドラギ現総裁の任期が到来する前の 9 月に政策金利の引き下げ（預金ファシリティ金利を▲0.4%→▲0.5%）に踏み切り、併せて資産購入の再開等、様々な緩和策を組み合わせた政策パッケージを講じると予想される（なお、7 月の政策理事会では「たとえば利下げや資産購入などの組み合わせによる政策パッケージとする方がより効果的であることは、これまでの経験からも明白」という意見があったことが議事要旨から確認されている）。

その先の展開については、米国 FRB については 9 月に 0.25%の追加利下げに止まり、ユーロ圏についても来年にかけて緩やかに景気の拡大ペースを取り戻すとの前提の上で、10 月以降更なる利下げには慎重な姿勢を示すと考える。欧州でもマイナス金利深掘りについて金融仲介機能への影響等副作用が意識されているところでもある。但し、金融市場に目を向けると、米国で大幅な利下げが織り込まれているなか、欧州でもこれを背景に、来年半ばまでに、現状から更に▲0.4%ポイント程度の利下げが市場に織り込まれており、実際、ドイツやフランスの 10 年物国債利回りは政策金利を大幅に下回る水準で推移している（第 6 図）。仮に米国が思い切った利下げに踏み切る場合には、金利差縮小によるユーロ高が進むことで、ユーロ圏の輸出に影響が出るとみられることから、ECB も更なる追加利下げに踏み切らざるを得なくなる可能性は否定できない。

第5図: ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



第6図: ユーロ圏の政策金利と長期金利の推移

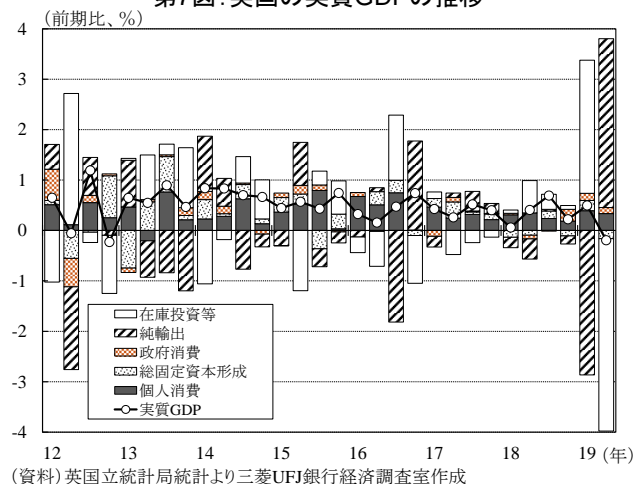


2. 英国

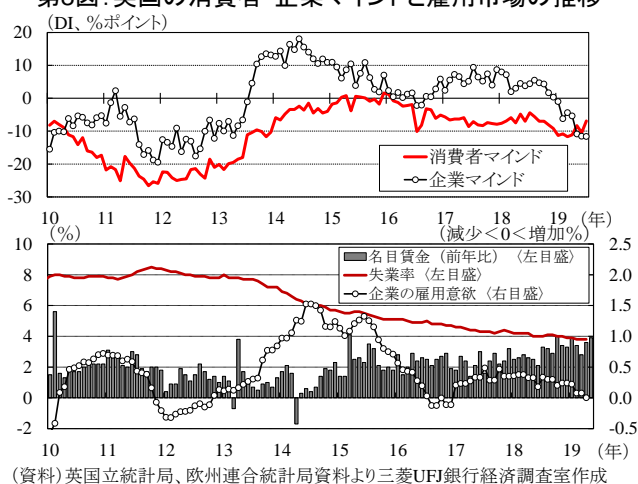
英国の4-6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と2012年10-12月期以来のマイナスを記録した(第7図)。もっとも、これは1-3月期に当初のEU離脱予定日の3月29日を前に、「合意無しのEU離脱」を警戒した企業や家計が予防的な備蓄に動いたことに対する反動の影響が大きい。直近2四半期を均してみれば、実質GDP成長率は同+0.2%程度となり、英国の景気は減速しつつも一定の底堅さを保っていると判断される。

足元の景気は、製造業を中心に企業部門の弱さが目立つ一方、家計部門の安定的な所得拡大と堅調な消費により底堅く支えられるという、世界的に共通のパターンが踏襲されている。消費者と企業のマインドは「合意無しのEU離脱」の懸念が高まった4月頃にかけて揃って一時悪化したが、離脱日の10月末までの延長が決定後、企業の慎重姿勢は変わらない一方、消費者マインドは改善に転じており、明暗が分かれている(第8図)。背景には離脱日が一旦遠のいたこともあるが、より根本的には家計の雇用・所得環境が歴史的に良好な状態にあることが大きいとみられる。4-6月期の失業率は3.9%と低位にあり、名目雇用者報酬も前年比+4.1%と高い伸びが続くなかでは、EU離脱に伴う不安感を個人が消費行動に反映させるといふところにまで至らないのだろう。一方、企業部門では、EU離脱が選択された2016年の国民投票後、投資の様子見姿勢が強まり、EU離脱後を見据えた投資戦略の見直しも進む中で、生産能力の逼迫度合いと設備投資意欲の関係が明確に下方シフトしているようだ(次頁第9図)。

第7図: 英国の実質GDPの推移



第8図: 英国の消費者・企業マインドと雇用市場の推移



もっとも、英国の場合、この状況は、先行きが読めない中で設備投資を控える一方、当面の対応として雇用での代替を図る企業行動に支えられている面もある。EU離脱を巡る不透明感の高まりから企業の雇用姿勢にも足元愈々慎重化の兆しがみられることも踏まえれば、他の先進国ほど安定しているとは考えるべきでないだろう。即ち、先行きについては、企業の長期的な投資・雇用姿勢を左右するEU離脱の帰趨が決定的に重要となる。

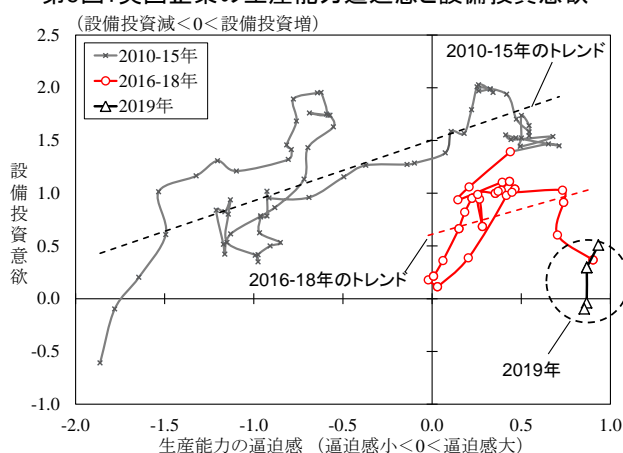
EU離脱の帰趨については、ボリス・ジョンソン新首相が7月24日に就任して以降、不透明さを増しており、様々な可能性が想定される(次頁第10図)。ジョンソン首相は主

要閣僚の多くを強硬離脱派で固め、最終的な「合意無しの EU 離脱」も辞さない姿勢で、EU との離脱協定案の再交渉の模索と経済対策を含めた離脱への備えを並行して進めている。一方、議会の勢力図をみると、与野党の議席数は拮抗しており、差は僅か 1 議席（議長等を除いた投票数ベース）に過ぎない。EU が離脱協定案再交渉を拒否するなか、野党は「合意無しの離脱」の阻止を目的に与党から造反議員が出ることを見越して 9 月早々にも何らかの行動に移るとみられているが、足元ジョンソン首相は 9 月 9 日の週から 10 月 13 日までの議会閉会を決定することで応じている。これは、離脱協定の批准に必要な英国議会の開催日数の確保が難しくなる中、このまま時間切れによる合意無しの離脱に至る可能性が俄かに高まってきていることを意味する。この先の展開は、合理的な予測は難しく、情勢は政局上の駆け引き次第という様相を呈しているといえる。

これを踏まえ、以下「合意無しの離脱」か「それ以外（合意ありの離脱、離脱撤回などあらゆるシナリオ）」に場合分けをすると、前者の場合、実体経済については、物流の混乱やポンド安・インフレ、あるいは企業・消費者マインドの低迷から 2020 年は前年比 ▲1% 台のマイナス成長に陥る可能性が高いと考えられる。金融政策においては、カーニー英中銀総裁が「合意無しの離脱」の場合には「何らかの刺激策を講じる可能性が高い」と述べている通り、0.25%（現状比 ▲0.5% ポイント）までの利下げに踏み切ると予想されるが、景気後退を緩和する効果は限定的だろう。

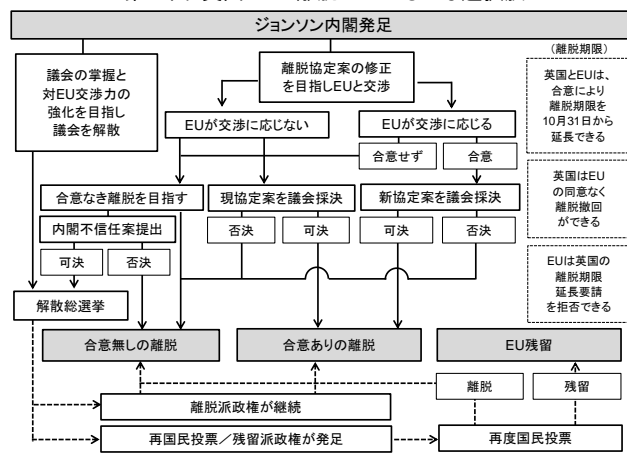
一方、何らかの経路で「合意無しの離脱」を回避できる場合（メイン・シナリオ）は、様子見のために延期されてきた企業の設備投資が離脱後に一部実施に移されることや、政府の拡張的な財政政策も期待できることなどから、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2%、2020 年は同 +1.4% と緩やかに拡大するものと予想する。金融政策においては、物価が前年比 +2% の目標近傍で高止まりしており、ポンド安の進行も勘案すれば、現状の政策金利（0.75%）を維持する公算が大きいとみるべきだろう。

第9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

第10図：英国のEU離脱にかかる主な選択肢



(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼、宮道 貴之)

