

欧州経済の見通し

～域内外にリスクを抱えつつも個人消費を中心に内需が景気を下支え～

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%と前期並みの弱めの伸びに止まった。前期同様個人消費を中心とする内需が景気を下支えしつつも、製造業や外需の弱さが依然成長の頭を押さえているといえ、主要国別にも明暗が分かれる結果となった。即ち、フランスはユーロ圏の平均を上回る同+0.3%と民間内需に支えられ前期並みの伸びを確保する一方、イタリア、ドイツはともに同+0.1%とほぼ横這い圏の推移となった。なお、2四半期連続のマイナス成長が懸念されていたドイツはかろうじて景気後退入りを回避した形であるが、依然成長ペースは弱いと評価せざるを得ない（第1表）。

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 | 7-9 | | | |
| ユーロ圏 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 1.9 | 1.2 | 1.2 |
| ドイツ | 0.1 | 0.4 | ▲0.1 | 0.2 | 0.5 | ▲0.2 | 0.1 | 1.5 | 0.5 | 1.0 |
| フランス | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 1.7 | 1.3 | 1.3 |
| イタリア | 0.2 | 0.0 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.9 | 0.2 | 0.6 |
| 英国 | 0.1 | 0.5 | 0.6 | 0.3 | 0.6 | ▲0.2 | 0.3 | 1.4 | 1.3 | 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

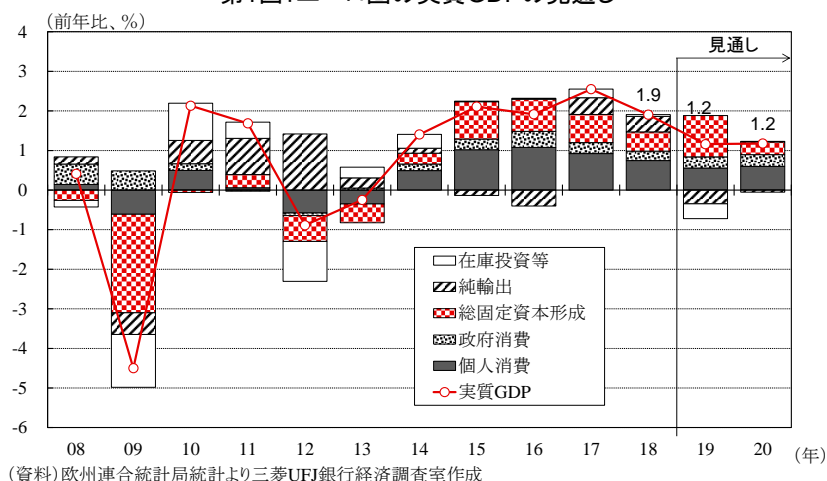
もう少し長めの時間軸でみた場合、ユーロ圏の実質GDP成長率は、2018年後半以降の5四半期のうち今年1-3月期を除いた4四半期が前期比+0.2%と不冴えな伸びとなっている。この背景には、域外景気の鈍化に伴う外需鈍化や、2017年末から2018年初をピークとした製造業サイクルの下降トレンドが一義的に挙げられる。まず、輸出については、当初のEU離脱期限（3月末）を控えた英国向け輸出の駆け込み大幅増の反動を受けて減少した4-6月期を除けば、総じて底堅く推移しているものの、伸びは鈍化基調にあり、2017年後半のような力強さはみられない。また、代表的な経済指標である鉱工業生産の推移を改めて国別に確認すると、取り分け弱さが目立つのは域内最大の工業国であるドイツであり、特に自動車産業の落ち込みが激しい。この点、ドイツの自動車生産のうち4分の3程度を占める自動車輸出の動向をみると、世界最大の自動車市場である中国向けはそれほどの低迷をみせておらず、むしろ欧州向けの減少が自動車輸出全体を押し下げる格好となっている。これは、欧州債務危機後の自動車ペントアップ需要の一巡や、在庫調整に加え、EUの環境規制厳格化等、域内の複合的な要因が自動車産業に大きな影響を与えているとみられる。とりわけ環境規制については、ドイツの4都市の一部地域で既に旧排ガス規制レベルのディーゼル

車の走行が禁止され、ドイツ以外の EU 主要都市でもディーゼル車の乗入禁止が今後予定されているほか、2020年にはEU内で新燃費規制の導入も決定されるなど厳格化のテンポが上がっている。これら環境規制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はやはり否定できない。

(2) 先行きの見通し及びそのキーポイント

製造業の低迷が長期化し、欧州域内外の様々な懸念材料も燻り続けるものの、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、底堅い民間内需が経済全体の緩やかな拡大を支える構図は維持されるとみられる。加えて、主要国では政府支出の拡大による下支えも見込まれる。実質 GDP 成長率は、今年は前年比+1.2%で着地した後、ゲタの影響もあり 2020 年も同+1.2%と潜在成長率（同+1%台半ば）を下回る成長ペースになると予想するが（第 1 図）、年後半には製造業の回復を受けて、緩やかに成長率が拡大していく展開になるとみられる。

第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し



① 製造業・設備投資の動向

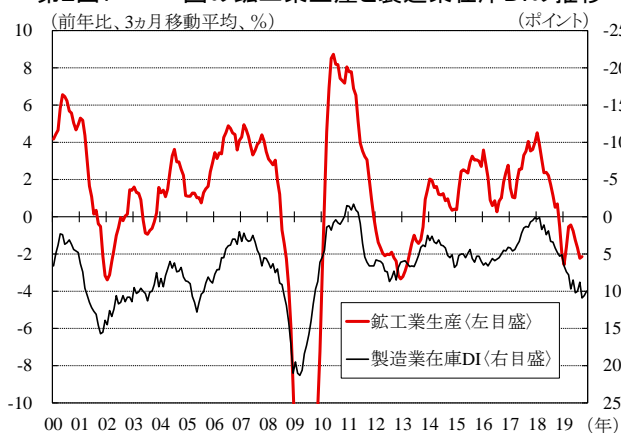
ユーロ圏の製造業生産低迷の背景には、外需鈍化や環境規制厳格化による自動車産業への影響のほか、在庫調整の進行が考えられる。実際、足元の在庫 DI は、英国の EU 離脱問題に伴う在庫積み増しもあって欧州債務危機時を超える水準まで悪化しており、この悪化度合いを勘案すると、在庫調整の負の影響が当面続くことは不可避とみられる。但し、来年には英 EU 離脱を巡る不透明感が緩和されるとみられることや、在庫 DI の過去の循環的な動きを踏まえると、徐々に当該負の影響は和らいでくるとみられ、来年半ばには景気へのインパクトは限定的になると考えられる（次頁第 2 図）。

自動車産業の低迷についても、ドイツの自動車産業の景況感をみると自動車生産の 4 分の 3 を占める輸出の期待指数に底打ちの兆しがみられる（次頁第 3 図）。また、各種業界予想を踏まえると来年には欧州の新車需要も下げ止まるとみられることに加え、昨年後半以降の生産減の反動も見込まれるため、自動車生産は底入れし、徐々に持ち直していくと

みられる。但し、その回復ペースは環境規制が重石となり、緩慢なものとなろう。

設備投資については、生産の弱さが長期化するなか、足元設備稼働率は低下傾向にある（第4図）。企業の設備投資に係る資金需要も前期比横這いを示唆する水準に低下していることから、当面設備投資の鈍化は避けられまい。ただ、自動車産業の底入れや在庫調整局面の解消が見込まれることに加え、世界製造業 PMI に足元で底打ちの兆しがみられることから、来年にはユーロ圏外需も持ち直すとみられ、生産活動は緩やかに回復し、設備逼迫感も徐々に高まろう。加えて、後述の通り英国の EU 離脱を巡る不透明感が緩和されるとのメインシナリオを前提とすれば、来年以降設備投資は緩やかな拡大基調を取り戻す公算が高いとみられる。

第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と製造業在庫DIの推移



(注) 製造業在庫DIは逆目盛
(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ドイツ自動車産業の鉱工業生産と景況感の推移

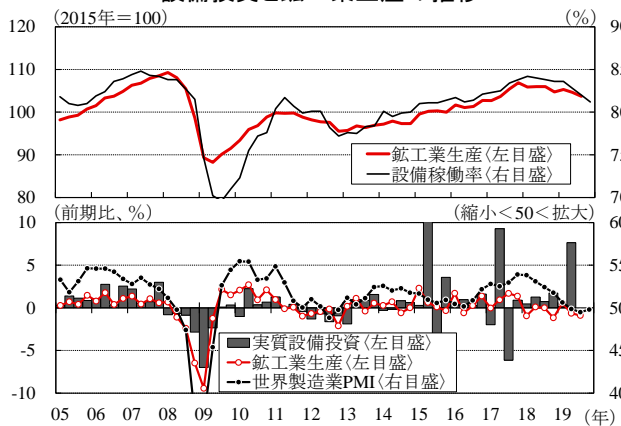


(資料) 欧州連合統計局、Ifo経済研究所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

② 個人消費の動向

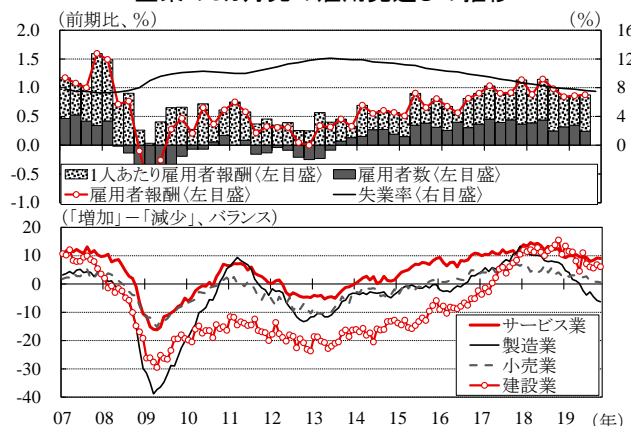
最大の需要項目である個人消費を取り巻く環境をみると、失業率が世界金融危機前の水準近くまで低下するなか、企業の雇用見通しも全就業者数の4分の3程度を占めるサービス業を中心に高水準を維持している（第5図）。1人あたり雇用者報酬の伸びも依然堅調で、消費者マインドも高水準を維持していることをみても、景気鈍化の影響が雇用・所得

第4図：ユーロ圏の鉱工業生産と設備稼働率、設備投資と鉱工業生産の推移



(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、企業の3か月先の雇用見通しの推移



(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

環境に打撃を与えている様子は窺えない。従って、引き続き良好な雇用・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可能とみてよからう。

③ 引き続き残る不透明要素

ユーロ圏景気は一部に底入れ感がみられるものの、下方リスクも数多い。まず、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あるいは米 EU の通商摩擦等、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、12 月 12 日の英議会総選挙の結果次第では英国の EU 離脱を巡る情勢が再び混迷に向かう可能性もあるほか、米中通商交渉についても一時的な妥結に至るとの期待が一部にみられる一方で再激化する蓋然性も十分に考えられる。これら情勢の悪化は、当然関係国経済及びユーロ圏外需の腰折れに繋がりがかねない。

また、欧州の政局不安も依然燻っている。たとえばドイツでは、欧州議会選挙で大敗を喫した連立与党の社会民主党（SPD）が、その後複数の州議会選挙でも敗北を続けており、SPD の連立政権離脱観測は依然消えていない。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。

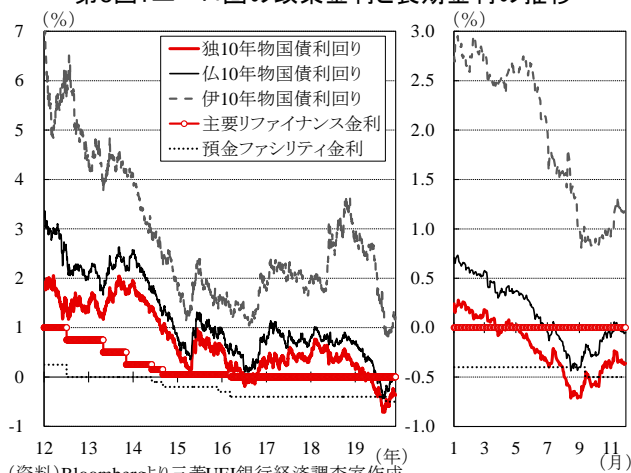
④ 金融政策の展望

欧州中央銀行（ECB）は 9 月 12 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依然ダウンサイドに傾斜している。これらリスクは主に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に関係している」という景気認識を示した上で、マイナス金利の深掘り（預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%に引き下げ）や、月間 200 億ユーロに上る資産購入プログラムの再開等、大規模な追加金融緩和パッケージを打ち出した。しかし、追加緩和余地が乏しいとみられるなか、これら大規模な緩和策の導入を決定したことで、却って政策運営の手詰まり感を印象付ける結果となった。実際、9 月の政策理事会以降、ドラギ前総裁をはじめとする複数の ECB 高官から財政政策の重要性を訴える発言が相次いでいることなどを受け、足元では金融市場の追加緩和期待が急速に後退している（次頁第 6 図）。

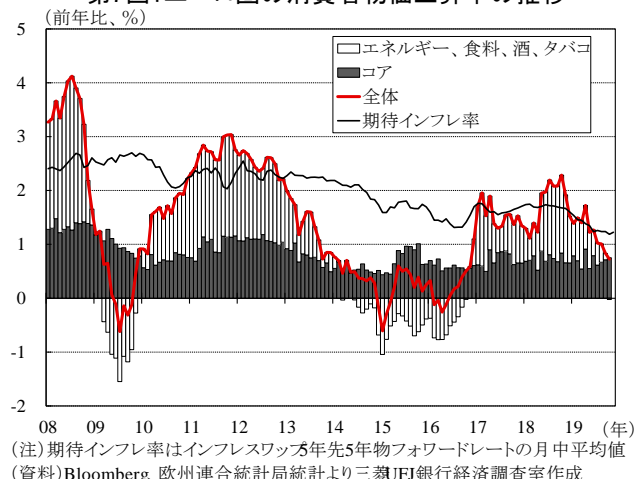
11 月に就任したラガルド総裁体制下での金融政策を展望すると、引き続き緩和的運営が維持されるとみられるが、政策の手詰まり感が窺えるなか、更なる利下げには慎重な姿勢を示すと考える。ユーロ圏でも中銀預金金利の階層化による域内銀行へのマイナス金利副作用緩和策が導入されたものの、依然マイナス金利の副作用が意識されているところでもある。また、ドラギ前総裁が「過大評価の緩やかな兆候がある」と言及したように、一部の国で住宅価格が歴史的な高水準に上昇している点も、追加緩和を検討するにあたり懸念材料となろう。更に、9 月の政策理事会議事要旨からは大規模な政策パッケージの導入について、複数の ECB 理事が反対姿勢を示していたことが確認されているため、更なる追

加緩和に踏み切ることは容易ではなかろう。他方、足元の物価上昇率は前年比+0.7%と低迷しており、期待インフレ率も低水準での推移が続いている（第7図）。足元のインフレ率低迷は昨年後半の原油価格上昇によるところが大きく、エネルギーや食料品を除いたコアベースでのインフレ基調は安定しているものの、今後見込まれるユーロ圏景気の拡大ペースは、ECBの物価目標（前年比+2%）に接近する物価上昇をもたらすほど強くはない。従って、少なくとも2020年中は利上げへの方針転換も想定しづらく、政策金利は据置かれると予想される。

第6図：ユーロ圏の政策金利と長期金利の推移



第7図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



2. 英国

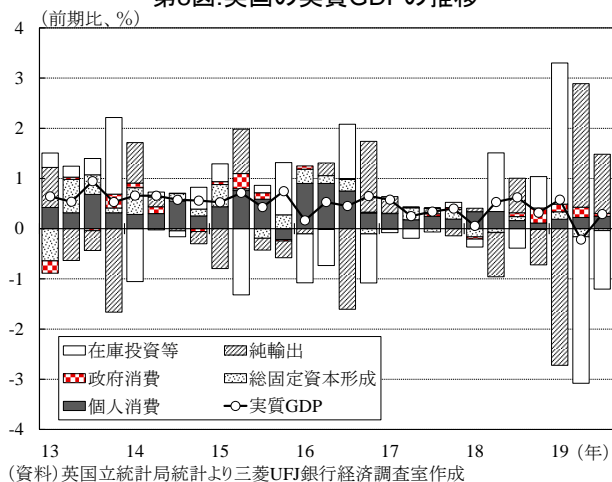
英国の7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%と2四半期ぶりにプラス成長を確保した（次頁第8図）。EUからの離脱を巡る不透明感などを受け、総固定資本形成は同▲0.2%と引き続き冴えなかったものの、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が同+0.8%と堅調な伸びを維持し、景気を支えた。

足元の家計の所得環境を確認すると、名目賃金が9月に前年比+3.6%と高い伸びを維持し、ポンド安の一服などから物価の伸びも落ち着くなか、実質賃金は同+2%程度で安定的に増加している（次頁第9図）。失業率も7-9月期に3.8%と引き続き歴史的な低水準にある。こうしたなか、消費者マインドも概ね底堅さを保っており、個人消費の足腰はしっかりしている。

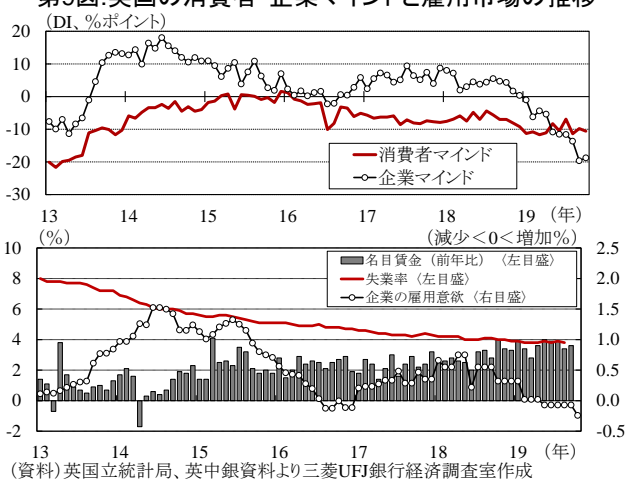
他方、企業部門は、2016年のEU離脱を問う国民投票後、投資マインドが趨勢的に低下してきたが、特に足元では、生産能力の逼迫度合いに関する企業の見方が急速に和らいでおり、投資に対する慎重姿勢が一段と鮮明化してきた（次々頁第10図）。さらに、企業の雇用姿勢にも慎重化の兆しが見えはじめている。企業はこれまで、EU離脱の帰趨が定まらずに事業環境の先行きが不透明ななか、将来に余剰設備を抱えるリスクを避けるべく、設備投資よりも雇用拡大を優先して供給能力不足に対処してきたが、EU離脱を巡る政治の混乱が長期化し、更に海外経済においても減速感が強まったことで、いよいよ雇用も含めた供給能力全体の調整が始まった可能性がある。直近のマインド調査が、合意無しの

EU 離脱への危機感が急速に高まっていた時期に実施された点を割り引いて考える必要はあるが、合意無しの EU 離脱が確定する場合はもとより、EU 離脱の帰趨が定まらないという場合でもそれが長期化すればするほど、企業の投資・雇用マインドへの下押し圧力が累積的に強まり、企業部門の不振が雇用市場を通じて家計部門へと波及していくリスクが高まることになろう。

第8図:英国の実質GDPの推移



第9図:英国の消費者・企業マインドと雇用市場の推移



この点、英国の EU 離脱の方向性を決定付ける 12 月 12 日の総選挙は、先行きの英国経済にとって極めて重要な意味を持つ。英国と EU の交渉団は 10 月 17 日に離脱協定の修正案に合意したが、審議時間が限られる中で議会の承認には至らず、10 月末に予定されていた離脱日は来年 1 月末まで延期された。こうしたなか、少数与党を脱して議会の主導権を取り戻したい保守党と、ジョンソン政権下での離脱を阻止したい野党の思惑が一致し、約 4 年半で 3 度目となる解散総選挙の実施が決まった。

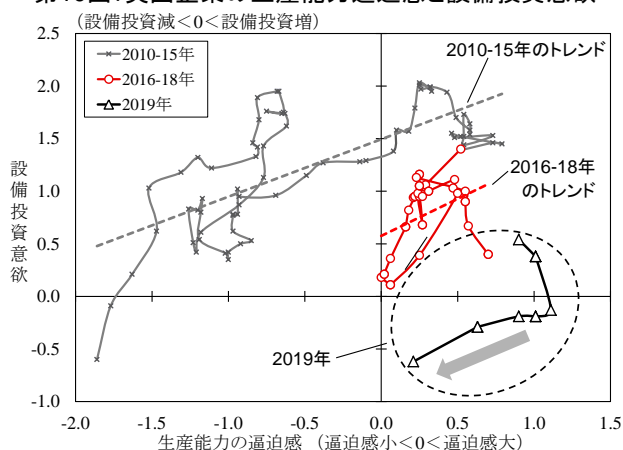
主要政党の EU 離脱に関するスタンスは、離脱色が強い政党から順に、ブレグジット党が「合意無しの離脱」、保守党が「合意ありの離脱」を掲げ、労働党は、EU との近い関係を保った形での離脱（ソフトブレグジット）と EU 残留を選択肢とする国民投票の実施、自由民主党は離脱撤回を主張している。すなわち、二大政党のうち、保守党が単独過半数を獲得すれば、来年 1 月末までに現在の離脱協定案を議会が可決して「合意ありの離脱」が成立するとみられる一方、労働党が勝利した場合には、EU との離脱協定案の再交渉が必要となり、国民投票の実施にも通常 6 ヶ月程度の準備期間が必要とされることから、離脱日が 1 月末から再び延長される可能性が出てくる（次頁第 11 図）。

現時点の世論調査や政党間の選挙区調整の動きを見る限り、保守党が選挙戦を優位に進めることが想定される。直近の調査によれば保守党の支持率は 30% 台後半と、20% 台後半の労働党以下を引き離している上、ブレグジット党が保守党の現職がいる選挙区に候補者を擁立しないことを決めたことが、国民の約半数を占めるとされる EU 離脱派の票の獲得に有利に働く可能性が高い。また、英国の選挙制度は第一党に有利な単純小選挙区制である。従って、先行きは 1 月末の「合意ありの離脱」がもっとも蓋然性の高いシナリオと予想されよう。

これを前提とすれば、EU 離脱に起因する不透明感の緩和が、企業が抑制してきた設備投資の再開や雇用姿勢の底堅さを支える展開となる可能性が高い。金融政策の面では、英中銀は慎重に利上げを進めていく方針を維持しているが、米欧中銀が再び緩和方向に舵を切った状況下、内外景気の弱さを警戒する総裁の発言等も勘案すれば拙速な引き締め動く可能性は低く、政府による大規模な経済対策の実施も併せ勘案すれば、英国の景気は緩やかな拡大を維持すると予想する。実質 GDP 成長率は、2019 年に前年比+1.3%で着地した後、2020 年は同+1.4%と僅かに加速しよう。

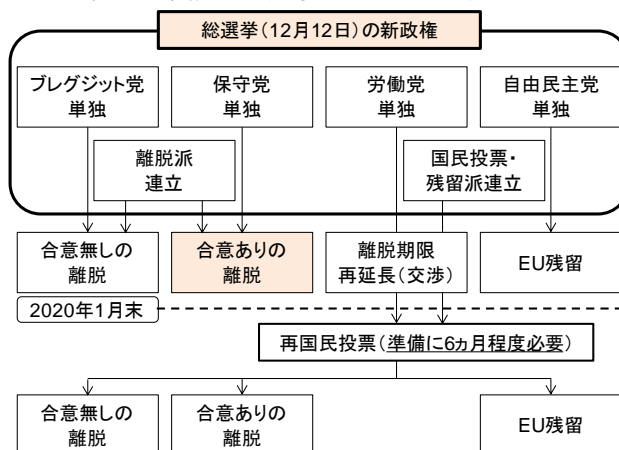
ただし、選挙結果が事前の世論調査から乖離することはままたり、特に今回のように世論を二分する大きな争点があるケースでは、有権者の戦略的投票（純粋な支持政党ではなく、特定の結果を得るために状況を見ながら戦略的に投票先を変える行動）が増えることも想定される。この点では、最終的な EU 残留のほか、可能性は限定的ながら合意無しの離脱のリスクも依然として残されている点には留意が必要である。

第10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11図: 英国の総選挙とEU離脱の想定ルート



(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. ロシア

ロシアの7-9月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.7%となり、4-6月期の同+0.9%からは加速した（次頁第12図）。もっとも、政府は在庫要因の一時的な寄与が大きいと説明しており、足元で実質小売売上高の伸びが鈍化し、購買担当者指数（PMI）も悪化していることを踏まえると、依然として景気の停滞からは抜け出していないと考えられる。

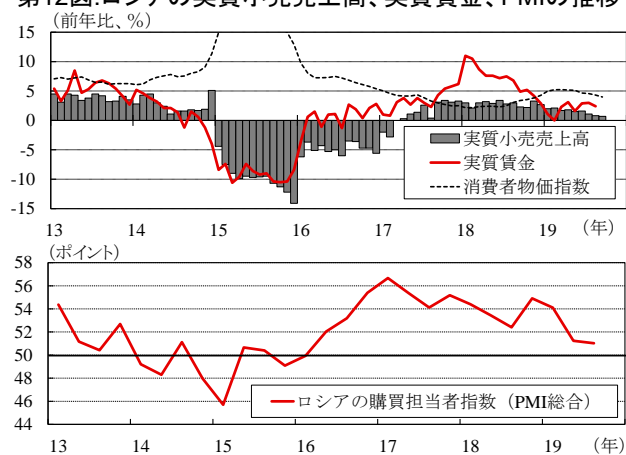
先行き、消費の重石となってきた物価の上昇については、昨年を通じて進んだルーブル安が今年に入って一服しており、ルーブル相場が影響を受けやすい原油価格も足元で底堅く推移していることから（次頁第13図）、輸入物価の上昇に起因する消費への下押し圧力は低減していくことが予想される。また、ロシア中銀が6月から4度の利下げを実施し、政策金利が年初の7.75%から足元で6.5%に低下していることも、企業や家計の資金調達面で景気の下支え要因となろう。

他方、ロシアでは米欧の経済制裁が累積的に国内外からの投資の重石となっており、2019年8月にも米国が制裁強化に踏み切るなど、当面は制裁が緩むことは期待しにくい。

また、政府が世界 5 位以内の経済大国化を目指して 2019 年に開始した総額 25.7 兆ルーブル（約 4,000 億ドル相当）の大規模国家プロジェクトも、2019 年の上半期を終えた時点で連邦予算の執行率が 3 割程度に止まっており、財源の約 3 割を民間資金に頼る計画であることなども勘案すると、先行きの景気の起爆剤となるかは未知数である。

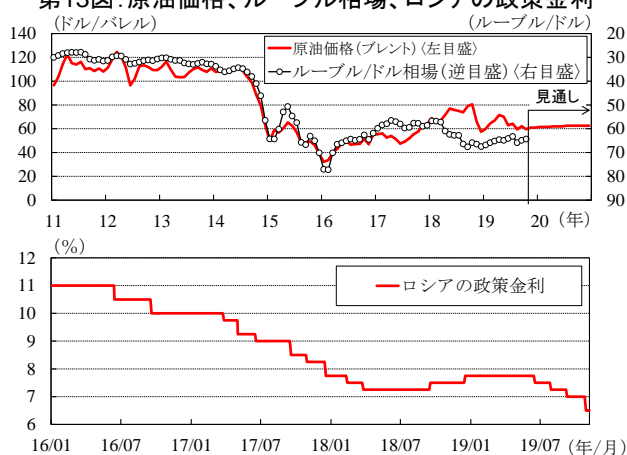
したがって、ロシアの景気は今後も持ち直しが続くものと予想するが、実質 GDP 成長率は 2019 年に前年比+1.1%、2020 年に同+1.6%と、緩やかなペースに止まる公算が大きい。

第12図:ロシアの実質小売売上高、実質賃金、PMIの推移



(資料)ロシア統計局、Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第13図:原油価格、ルーブル相場、ロシアの政策金利



(資料)Bloomberg、Macrobondより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼、宮道 貴之)

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 宮道 貴之 takayuki.miyado@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。