

2018年8月22日 全7頁

欧州経済見通し 内需の強さが問われる

今秋の注目材料は2019年予算とBrexit交渉

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の4-6月期の成長率は1-3月期と同じ前期比+0.4%となった。需要項目別の内訳は未発表だが、牽引役はもっぱら内需と推測される。なお、年初から悪化傾向にあった製造業景況感は7月に下げ一服となったものの、「貿易戦争」の影響が本格的に顕在化するのはいずれとみられる。加えて、一部の新興国の通貨安が進行しており、外需の見通しは引き続き不透明である。一方、内需は雇用改善と低金利が追い風となり、2018年後半も堅調を維持すると見込む。なお、今秋注目されるのが各国の2019年予算案で、ドイツやオランダなど財政健全国が歳出拡大余地の活用に向け、景気の上振れ要因となり得る。一方、イタリア新政権がばらまきの予算案を無理押しすることになれば、イタリア国債利回りが一段と上昇して景気にとって逆効果となりかねない。
- 英国の4-6月期の成長率は個人消費の加速で前期比+0.4%と1-3月期の同+0.2%から加速した。小売売上高は7月も好調を維持しており、一見するとEU離脱(Brexit)という不透明要因が英国経済に悪影響を及ぼしていないかのようなようである。ただし、5月から7月は好天候に加え、ロイヤル・ウェディングやサッカーのワールドカップなどのイベントが消費を押し上げており、むしろ一時的な持ち直しと考えられる。英国とEUの離脱交渉はこの秋に最大の山場を迎える。「EUとの合意なしの離脱」よりも、離脱協定に則って2019年3月末から2020年末までを「移行期間」とする可能性が高いと予想するが、不透明感は容易には晴れないであろう。

ユーロ圏経済

4-6 月期の成長率は 1-3 月期と同じ前期比+0.4%

ユーロ圏の 4-6 月期の成長率は、1-3 月期と同じ前期比+0.4%となった。前期比年率では+1.5%成長となり、2016 年終わりから 2017 年にかけて同+3.0%前後の成長が続いた局面と比較すると、伸び率は明確に鈍化している。原因は好調だった外需が、成長に寄与しなくなったことである。4-6 月期の需要項目別の内訳は未発表だが、経常収支の黒字幅が 1-3 月期の 1,111 億ユーロから 4-6 月期は 772 億ユーロに大きく縮小しているため、成長の牽引役はもっぱら内需だったと推測される。

ユーロ圏の雇用は引き続き改善傾向にあり、5 月と 6 月の失業率は 8.3%と 2008 年 12 月以来の水準にある。また、低金利という追い風を得て家計向けの銀行貸出は 6 月も前年比+2.9%と底堅い伸びが続いている。この状況下で、4-6 月期の小売売上高は前期比+0.6%に加速した。同時期、ガソリン価格が上昇していたのだが、消費抑制効果は限定的だったことになる。また、1-3 月期に同-0.6%と落ち込んだ建設業の生産は、4-6 月期は同+1.3%と反発した。これに加えて、政府消費の拡大も 4-6 月期の経済成長を下支えしたと推測される。

企業景況感の悪化は一服したが、外需見通しの不透明感が残る

ユーロ圏の景気先行指標である企業景況感の悪化傾向にあり、中でも製造業 PMI 指数は 6 月に 54.9 ポイントと 1 年半ぶりの低水準を付けたが、7 月は 55.1 ポイントと小幅ながら 7 カ月ぶりに前月比プラスに転じた。製造業景況感の悪化の背景にあるのは、米国発の貿易摩擦が激化することへの懸念である。米国の最大のターゲットは中国だが、EU が米国に輸出する鉄鋼とアルミも 6 月 1 日から制裁関税の対象となり、さらに自動車にも制裁関税が課されるとの懸念が浮上した。ただし、7 月に入って米国と EU は歩み寄りの動きを見せ、7 月 25 日のトランプ大統領とユンケル欧州委員会委員長との会談で、自動車を除く工業製品に関して「関税ゼロ、非関税障壁ゼロ、政府補助金ゼロ」を目指す貿易協定を米 EU で協議することが合意された。また、この協議の間は制裁関税を控えることが合意され、米国と EU との間の貿易摩擦の激化にいったん歯止めをかけることに成功したと受け止められている。

もともと、これでユーロ圏の外需見通しが改善に向かうと期待するのは時期尚早である。米国と中国の間では制裁関税の応酬が続いており、実際にどこまで発動されるかまだ明確ではないものの、ユーロ圏にもその影響が及ぶ可能性は高い。代替品の輸出拡大という「漁夫の利」も一部あろうが、コスト上昇がいずれ米国と中国の景気減速につながり、マイナスの影響が大きくなるとの懸念も根強い。米国と中国の制裁関税がどのような影響を及ぼすのか、実際に確認できるのは秋以降になると見込まれる。さらに、トルコを筆頭に一部の新興国で通貨が急落しており、これも外需見通しを不透明にしている。通貨安の背景にあるのは米国で利上げが継続されていることだが、トルコの場合はエルドアン大統領の利上げ拒否と対米強硬姿勢も加わって問題が複雑化しており、通貨安阻止のための具体的な手立てを講じることが難しいと懸念される。

2018 年後半も牽引役は内需と見込まれる

ユーロ圏では 2018 年後半も外需に大きな期待が持てない一方、内需は堅調に推移すると予想される。まず、個人消費に関しては雇用者所得の伸びと低金利が引き続き追い風になろう。失業率は金融危機前に記録した 7% 台を目指して一段と低下すると見込まれる。また、労働市場の需給が徐々に締まってきていること、企業業績が好調を維持していることを背景に、賃金上昇率が加速し始めており、可処分所得は緩やかながら拡大を続けると予想する。

なお、消費者物価上昇率は 7 月に前年比 +2.1% となり、6 月の同 +2.0% から一段と加速した。ECB が目安としている「前年比 +2.0% をやや下回るインフレ率」を超過しているが、インフレ加速の主因はエネルギー価格が同 +9.5% に加速したことで、エネルギーや食品を除いたコアインフレ率は同 +1.1% と低い伸びにとどまっている。原油価格は 7 月半ばから下落に転じており、ユーロ圏の消費者物価上昇率がさらに加速する可能性は低いと予想される。7 月 26 日の ECB 金融政策理事会では、6 月に決定した、(1) 2018 年末までに資産買取プログラム (APP) の新規買取を停止する計画と、(2) 政策金利を 2019 年夏過ぎまで据え置く方針が改めて確認されたが、その後に発表された 7 月の消費者物価データはこれらの方針の見直しを迫る材料にはならないと考える。

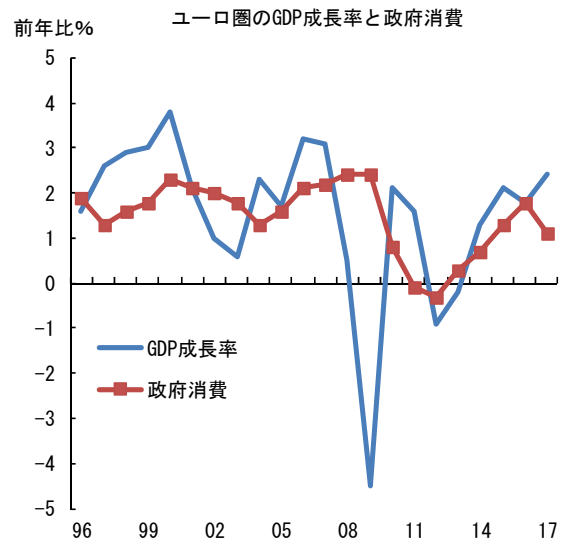
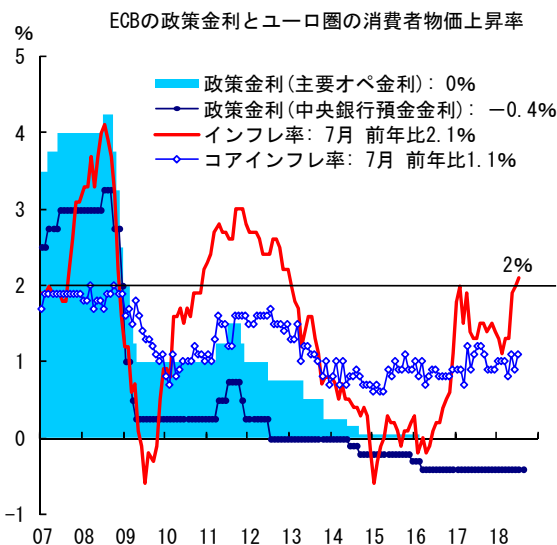
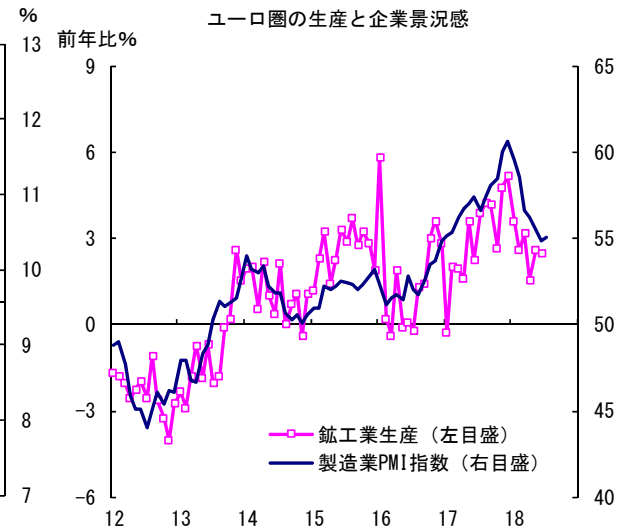
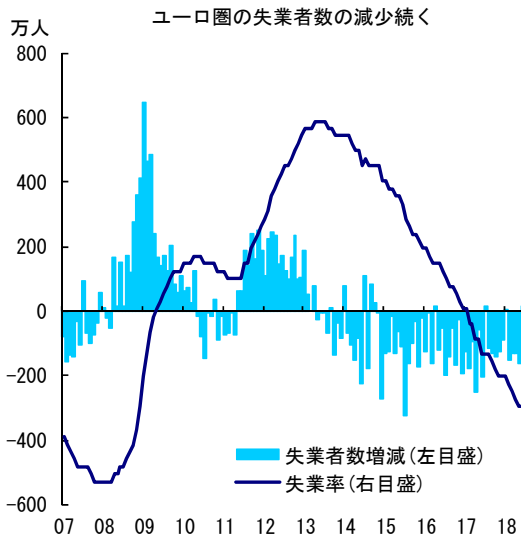
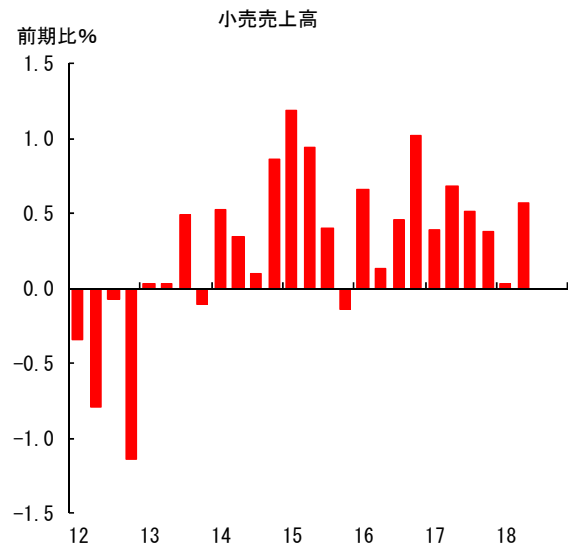
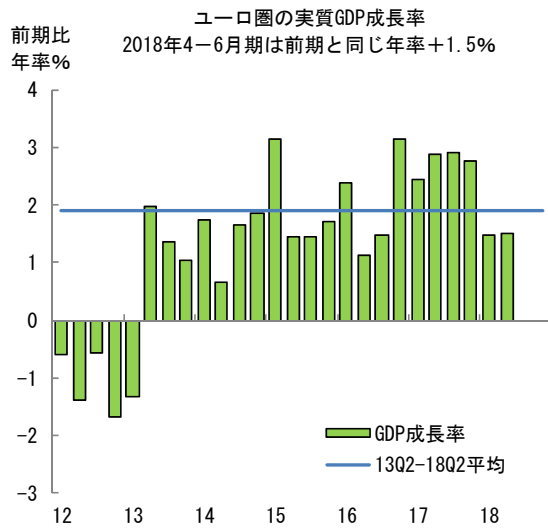
各国の 2019 年予算に注目

ユーロ圏の総固定資本形成に関しては、低金利が追い風となる建設投資は堅調に推移すると予想されるが、設備投資は輸出向け受注の動向に左右されやすい。輸出見通しが一段と下方修正される事態となれば、企業の投資計画もそれに合わせて下方修正されることになろう。これが景気見通しの下振れ要因である。

これに対して、上振れ要因となる可能性があるのが各国の財政政策と考えられる。ユーロ圏では、ギリシャ危機をきっかけに多くの加盟国が緊縮財政を余儀なくされた 2010 年から 2014 年にかけて政府消費が低迷したが、各国の財政状況の改善を受けて 2015 年以降は持ち直してきている。とはいえ、財政規律重視の姿勢は基本的に保持されており、ドイツやオランダなどではここ数年は財政収支が黒字となっている。ドイツは米国から防衛費拡大を要求されていることに加え、国内のインフラ投資拡大の必要性も指摘されているが、これから 2019 年予算が公表され、審議が進められる中で、財政拡大の余地をどう活用するかが注目される。

ところでユーロ圏加盟国のうち、2019 年予算案が最も注目されるのは、6 月に誕生したばかりの「ポピュリスト政権」が初めての予算案作成に取り組むイタリアである。「五つ星運動」が公約した最低所得保障と、「同盟」が公約した所得税と法人税の減税などを実行に移そうとすれば、「財政赤字は GDP 比 3% 以内」との EU の財政規律に抵触する可能性が高い。イタリア新政権がどこまでばらまき政策を予算案に盛り込んでくるか、財政規律順守を求める欧州委員会とどのように交渉するかが今秋の大きな注目点となるだろう。低成長に甘んじるイタリアにとって歳出拡大は景気刺激策となり得るが、ばらまきの財政政策の無理押しはイタリア国債利回りをさらに上昇させ、財政支出余力の低下という逆効果を招くことになろう。

図表1 ユーロ圏の経済指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く
(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会のデータより大和総研作成

英国経済

4-6 月期の成長率は前期比+0.4%に持ち直し

英国の成長率は1-3月期の前期比+0.2%から、4-6月期は同+0.4%へ加速した。牽引役はもっぱら内需で、小売売上高から推測されたように個人消費の伸びがやや加速したことに加え、総固定資本形成が1-3月期の同-1.3%から4-6月期は同+0.8%と反発した。一方、輸出は同-3.6%と大幅に落ち込み、純輸出寄与度は同-0.8%ptとなった。

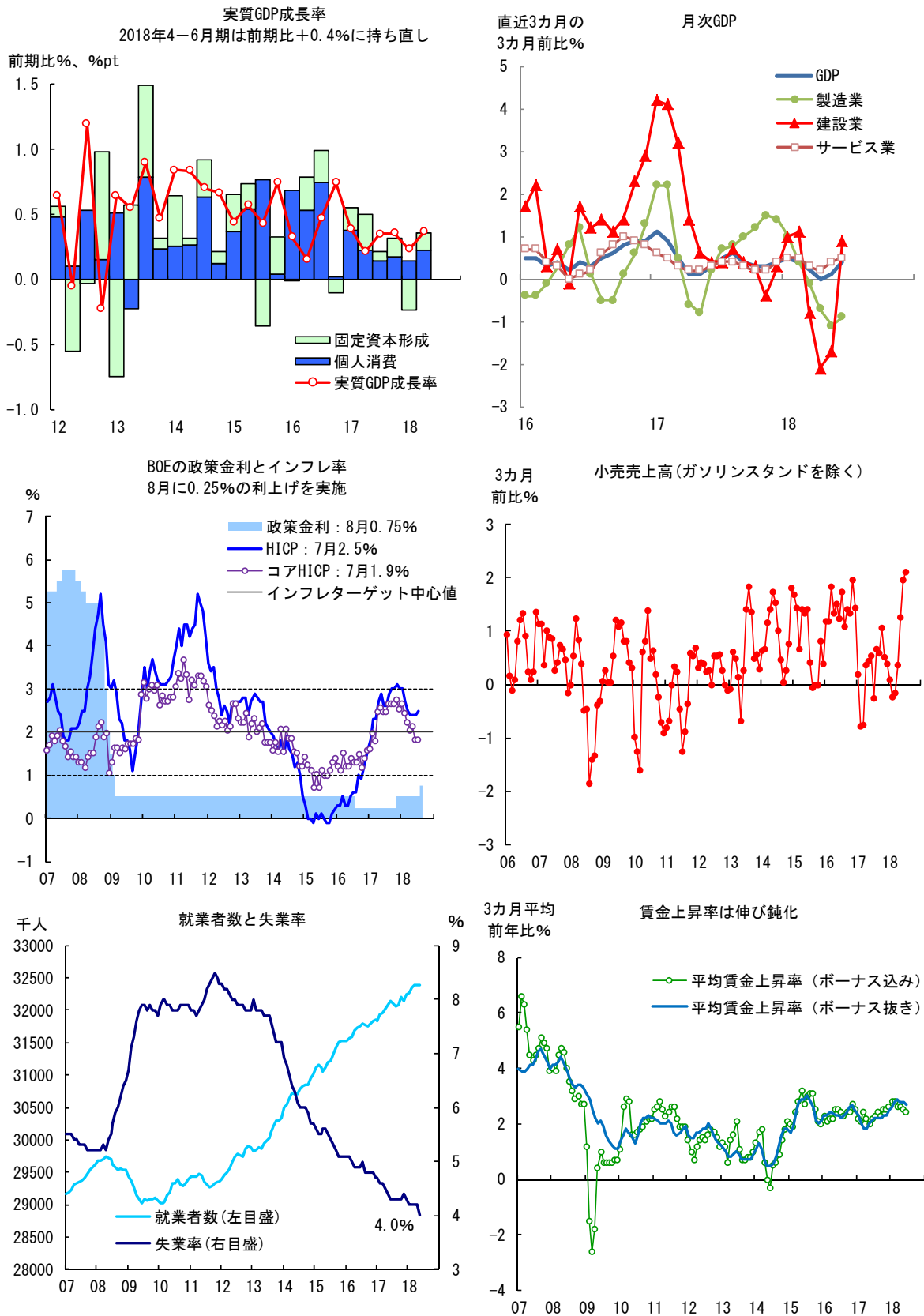
8月2日に英中銀(BOE)は政策金利を0.25%引き上げて0.75%とすることを決定した。金融危機以降の利上げは、昨年11月の0.25%の利上げに次いで今回が2度目である。BOEは景気が堅調に推移する中、失業率は低下傾向にあり、消費者物価上昇率はインフレターゲットである前年比+2.0%をやや上回って推移していることから、利上げが妥当と判断したのである。ただし、今後の金融政策の方向性は明確ではない。この秋に英国はEUとの離脱交渉で最大の山場を迎えることになっているが、その行方が未だに不透明で、英国の景気とインフレ見通しにも大きな不確実性が存在するためである。

EUとの離脱交渉の最大の山場が迫る

小売売上高は7月も好調を維持し、直近3カ月の3カ月前比の伸び率は+2.1%に加速した。これは実に14年ぶりの高い伸びである。背景にあるのは第一に雇用の改善で、4-6月平均の失業率は4.0%に低下し、1975年以来の低水準を記録している。ただ、5月から7月にかけて小売売上高が非常に高い伸びを記録した背景には、いくつかの一過性の要因が重なっている。まず、年初の悪天候のあと好天が続いたこと、また5月にはロイヤル・ウェディングがあり、6月から7月にかけてはサッカーのワールドカップでイングランド代表の活躍もあった。これらの要因が小売売上高を押し上げたとみられる。

これらの一過性の押し上げ効果がなくなると、英国経済には不安要因が多い。米中の貿易摩擦もさることながら、やはり、2019年3月末に迫るBrexitの行方が未だに明確でないという懸念材料が景気見通しの最大の不透明要因である。夏休みでいったん中断されたEUとの離脱交渉は8月半ばに事務レベルで再開され、「10月をめど」とする離脱協定合意を目指して、今秋に最大の山場を迎えることになっている。離脱協定をまとめるにあたって最大の障壁となっているアイルランドとの国境問題に関して、わずか2カ月で最終的な解決策を合意することは困難と予想される。ただし、「EUと何ら合意がない離脱」で2019年3月末に英国がいきなりEU加盟国でなくなり、EUの単一市場からも関税同盟からも離脱することは、英国のみならず、EUも望んではないと考えられる。国境問題の最終決着を何らかの形で先送りしつつ、離脱協定に合意し、2019年3月末のBrexitから2020年末までを「移行期間」とする可能性が最も高いと予想する。それでも協議が難航することで、先行き不透明感が晴れない状況がしばらく続くと予想され、それが英国の景気減速要因となるとみている。

図表2 英国の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く
(出所) 英国統計局 (ONS)、BOE、欧州委員会のデータより大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2017				2018				2019				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.4%	2.9%	2.9%	2.8%	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	2.4%	2.0%	1.7%
民間消費支出	1.5%	2.0%	1.5%	0.8%	1.9%	1.5%	1.7%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%
政府消費支出	0.4%	1.9%	2.0%	1.0%	0.2%	2.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	-2.0%	8.2%	-0.5%	5.8%	1.4%	3.6%	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.4%	2.7%	3.2%	3.0%
輸出等	6.6%	4.5%	6.1%	9.7%	-3.4%	2.0%	3.6%	3.2%	2.4%	2.8%	3.6%	3.6%	5.2%	2.9%	3.0%
輸入等	2.6%	6.1%	2.0%	5.6%	-1.1%	3.6%	3.6%	3.3%	2.4%	3.0%	3.9%	3.6%	4.0%	2.7%	3.2%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.0%	2.5%	2.8%	2.8%	2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	2.4%	2.0%	1.7%
民間消費支出	1.6%	1.8%	1.9%	1.4%	1.6%	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
政府消費支出	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	2.8%	3.7%	2.6%	2.8%	3.6%	2.5%	3.7%	3.0%	3.3%	3.1%	2.7%	2.6%	2.7%	3.2%	3.0%
輸出等	4.8%	4.7%	5.9%	6.7%	4.1%	3.5%	2.9%	1.3%	2.8%	3.0%	3.0%	3.1%	5.2%	2.9%	3.0%
輸入等	4.2%	4.4%	4.2%	4.1%	3.1%	2.5%	3.0%	2.4%	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%	4.0%	2.7%	3.2%
鉱工業生産 (除建設)	1.1%	2.6%	4.1%	4.0%	3.3%	2.2%	1.4%	1.2%	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	3.0%	2.0%	1.8%
実質小売売上高	2.0%	2.6%	2.6%	2.0%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	2.3%	1.6%	1.6%
消費者物価	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.8%	1.5%	1.8%	1.7%
生産者物価	3.8%	3.2%	2.2%	2.0%	1.3%	2.3%	2.8%	2.6%	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%	2.8%	2.2%	2.2%
失業率	9.5%	9.1%	9.0%	8.7%	8.6%	8.3%	8.4%	8.3%	8.2%	8.0%	7.9%	7.8%	9.1%	8.4%	8.0%
10億ユーロ															
貿易収支	75.6	83.1	92.6	94.2	90.5	66.8	70.0	74.0	72.0	69.0	71.0	70.0	345.5	301.3	282.0
経常収支	87.6	77.6	115.7	105.9	111.1	77.2	84.9	85.8	81.7	78.6	80.5	79.4	386.9	358.9	320.1
財政収支													-100	-81	-72
独 国債10年物 (期中平均)	0.36%	0.31%	0.45%	0.38%	0.62%	0.49%	0.34%	0.40%	0.46%	0.55%	0.66%	0.73%	0.37%	0.46%	0.60%
独 国債2年物 (期中平均)	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.57%	-0.60%	-0.62%	-0.60%	-0.55%	-0.48%	-0.36%	-0.30%	-0.72%	-0.60%	-0.42%
欧 政策金利 (末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.25%

(注) 2018年Q2まで実績値 (GDP内訳のみ2018年Q1まで実績値)。それ以降は大和総研予想

(出所) EU統計局 (Eurostat)、欧州中央銀行 (ECB)、大和総研

英国経済見通し

	2017				2018				2019				2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	1.6%	0.9%	1.4%	1.4%	0.9%	1.5%	1.4%	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.7%	1.2%	1.2%
民間消費支出	2.3%	1.4%	0.9%	1.1%	0.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.8%	1.1%	1.2%
政府消費支出	-2.2%	2.0%	-0.5%	1.7%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	-0.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	4.3%	6.7%	1.8%	3.3%	-5.3%	3.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	3.4%	0.7%	1.2%
輸出等	3.2%	2.2%	3.3%	3.9%	0.2%	-13.5%	4.1%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	5.4%	-0.7%	1.6%
輸入等	3.5%	1.7%	2.2%	-0.7%	-0.7%	-3.2%	2.4%	2.0%	1.2%	2.0%	1.6%	2.4%	3.2%	-0.1%	1.5%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.8%	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.7%	1.2%	1.2%
民間消費支出	2.6%	2.1%	1.2%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.8%	1.1%	1.2%
政府消費支出	-0.6%	-0.0%	-0.2%	0.2%	1.2%	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	-0.1%	1.3%	1.4%
総固定資本形成	3.6%	3.6%	2.6%	4.0%	1.5%	0.7%	0.6%	0.1%	1.7%	1.1%	1.0%	0.9%	3.4%	0.7%	1.2%
輸出等	5.0%	4.6%	8.9%	3.2%	2.4%	-1.8%	-1.6%	-1.9%	-1.3%	2.9%	2.5%	2.4%	5.4%	-0.7%	1.6%
輸入等	4.8%	4.6%	2.0%	1.7%	0.6%	-0.6%	-0.6%	0.1%	0.6%	1.9%	1.7%	1.8%	3.2%	-0.1%	1.5%
鉱工業生産	2.3%	0.6%	2.1%	2.3%	2.4%	1.4%	0.8%	0.5%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	1.8%	1.3%	0.7%
実質小売売上高	2.6%	2.6%	1.6%	0.8%	1.6%	2.7%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	2.5%	2.1%
消費者物価	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	1.9%	2.0%	2.7%	2.5%	2.2%
生産者物価 (出荷価格)	3.7%	3.5%	3.4%	3.0%	2.6%	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%	2.6%	2.4%	2.2%	3.4%	3.0%	2.6%
失業率	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	4.0%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.2%	4.3%
10億ポンド															
貿易収支	-34.6	-34.0	-34.0	-34.9	-31.2	-36.7	-34.6	-33.3	-31.0	-35.8	-34.8	-33.8	-137.4	-135.8	-135.3
経常収支	-16.3	-23.3	-19.8	-19.5	-17.7	-22.3	-21.9	-20.7	-18.4	-23.3	-22.3	-21.4	-79.0	-82.7	-85.4
財政収支	15.6	-17.3	-5.4	-15.0	11.0	-14.2							-22.1	-40.2	-35.0
国債10年物 (期中平均)	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.45%	1.39%	1.26%	1.25%	1.20%	1.24%	1.30%	1.30%	1.20%	1.34%	1.26%
国債2年物 (期中平均)	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.69%	0.78%	0.72%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.25%	0.72%	0.70%
政策金利 (末値)	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.75%	0.75%

(注) 2018年Q2まで実績値 (経常収支のみ2018年Q1まで実績値)。それ以降は大和総研予想

(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、大和総研