

2018年10月24日 全8頁

欧州経済見通し じわじわ悪化する景況感

進展しないBrexit交渉、イタリア財政懸念、原油高などが重石に

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏では底堅い景気拡大が続いているとみるが、米国と中国の貿易摩擦、新興国の景気減速、原油高など外部要因に加え、Brexit交渉の難航、財政懸念に伴うイタリア金利上昇など欧州内にも先行きの不透明感を高める材料が目白押しとなっている。EUの規制変更に伴う7、8月の自動車生産の急減は、9月に解消に向かったが、中国を筆頭に新興国向けの輸出の伸び悩みが目立ってきた。また、消費者信頼感は8、9月に低下傾向が加速した。ECBは10月25日の金融政策理事会で、資産買取を12月末に停止すること、ただし償還分の再投資は継続してECBの資産規模は当面縮小させないこと、2019年夏までは政策金利を据え置くことを確認すると予想される。もっとも、以上の「出口戦略」を遂行できるかは、今後の景気とインフレ動向次第であり、ECBは手探りの金融政策となると予想される。
- 英国経済は7月、8月に成長率が加速し、ユーロ圏を上回る成長ペースとなった模様である。ただし、英国とEUとの離脱交渉の合意は先送りされ、12月半ばまで決着しない可能性が高まっている。2019年3月29日の離脱期限まであと半年を切ってもなお、どのように決着するか明確でないことに対して、強硬離脱派、穏健離脱派、さらにはBrexit撤回要求派がそれぞれ不満を強める展開となっている。BOEは「大きな混乱なくEU離脱が実現」すれば追加利上げに動く予想されるが、Brexitの先行きが見通せるまで、動くことは難しいだろう。

ユーロ圏経済

7、8月の自動車生産の大幅な落ち込みは一過性

ユーロ圏経済はこの4-6月期まで21四半期連続の前期比プラス成長となり、景気拡大局面が6年目に入っている。4-6月期の成長率は輸出と総固定資本形成が上方修正され、速報値の前期比年率+1.5%から同+1.8%に上方修正された。1-3月期の同+1.6%からやや加速となる。

続く7-9月期の成長率は再び減速したと推測される。原因の一つは自動車生産の落ち込みで、7月の前月比-6.7%に続き、8月は同-10.0%と大幅減となった。もともと夏場の自動車生産は工場の夏休みの影響で変動が大きい傾向がある。しかし、今年はEUが9月1日からの新車登録にWLTP（乗用車等の国際調和排出ガス・燃費試験法）による型式認証を義務付けることになっていたのに対し、ドイツで一部自動車メーカーが対応に手間取り、大幅な生産減少となった。ドイツの9月の自動車生産台数は40万台となり、8月の31万台からは持ち直したが、前年比は-23.6%とまだ大きく落ち込んでいる。生産体制が整うことで、10月以降、もう一段の生産台数の増加が見込まれる。

外需に関する先行き不透明感は晴れず

ただし、自動車生産の供給サイドの問題が解消しても、需要サイドには不透明要因が残る。ユーロ圏の外需に関する不透明要因として、米国と中国の貿易摩擦の激化と新興国の景気減速が指摘されてきたが、輸出比率の高い鉱工業部門の企業景況感は1月にピークをつけたあとは9月までほぼ一貫して低下傾向にある。ユーロ圏の財輸出のうち米国向けは6月から8月にかけて前年比二桁の力強い伸びとなり、米国で貿易摩擦に伴うコスト上昇などの悪影響がまだ顕在化していないことが示唆される。対照的に、中国向けの輸出は同一桁の伸びに急減速している。また、通貨防衛のための大幅な金利引き上げを余儀なくされたトルコ向けの輸出は大幅に落ち込んでいるほか、中東諸国やロシア向けの輸出も軟調である。

ユーロ圏からの輸出が伸び悩んでいるもう一つの国が英国である。国民投票でBrexit（英国のEU離脱）を決めた2016年6月にはユーロ圏の輸出の13.8%が英国向けだったが、この8月には11.6%まで縮小している。後述するように、EUと英国の離脱交渉の進捗が遅れており、離脱期限である2019年3月29日に「合意なしのEU離脱」となる可能性を念頭に置いて備える必要性が高まっている。英国政府は企業と家計に対して、物流が滞ることを見越して在庫（原材料、部品、食品、医薬品など）を多めに保有することを奨励しており、一時的に英国向けの輸出が拡大する可能性が出てきたが、そうなったとしても一過性の効果に終わるだろう。

消費者マインドの低下幅拡大

これまでのユーロ圏の景気拡大の牽引役は個人消費だが、消費者のマインドにも陰りが出てきた。消費者信頼感指数は2月に統計開始以来の最高水準を更新したあと、じわじわ低下してきたが、8月、9月に低下幅が拡大し、9月は1年4カ月ぶりの低水準となる-2.9%ポイントと

なった（10月速報値は-2.7%ポイントに小幅改善）。1985年以降の長期平均が-11.8%ポイントであるため、消費者マインドが悪いとまでは言えないが、年初ほど楽観的ではなくなっている。消費者信頼感の低下は、景気の先行きに対する懸念が頭をもたげ、雇用に対する楽観的な見方が後退したためである。また、原油高とユーロ安を背景にインフレ懸念が高まっていることも、消費の抑制要因になりつつある。ユーロ圏の小売売上高は7月の前月比-0.6%に続いて8月も同-0.2%と縮小した。ちなみに、乗用車新規登録台数は、上述した新式の型式認証の義務付けを控えて大幅割引が実施された8月に前年比+30.9%と急増したのち、9月はその反動で同-24.0%の大幅減となった。もっとも、1-9月では同+4.0%とまだ堅調である。

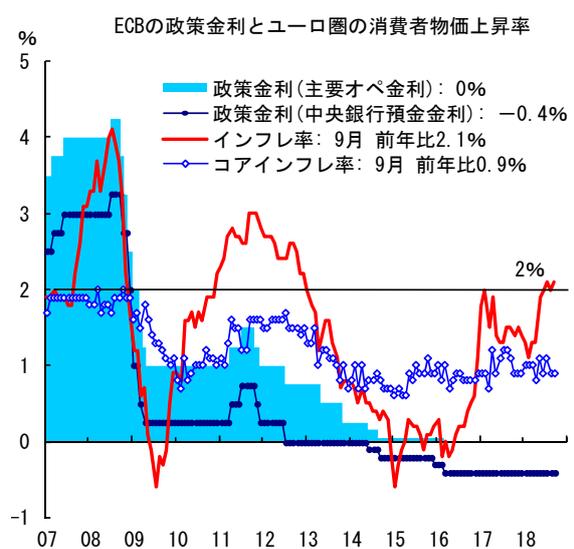
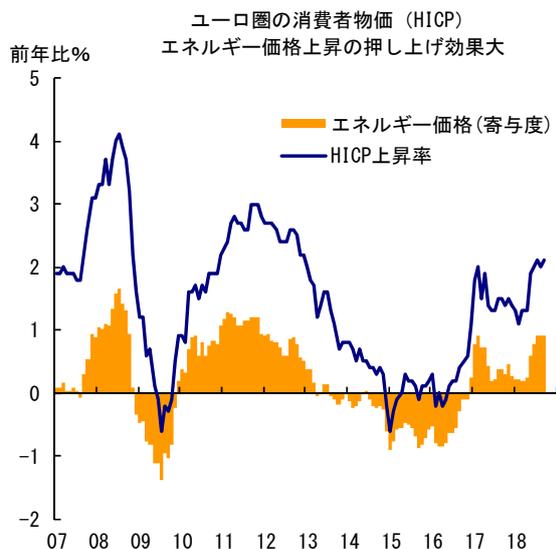
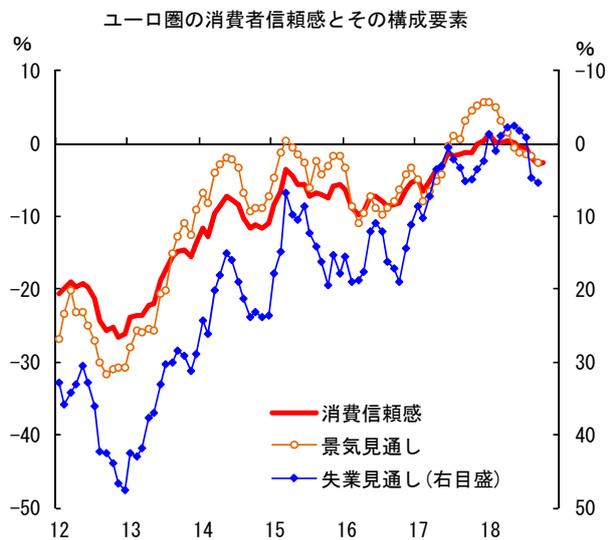
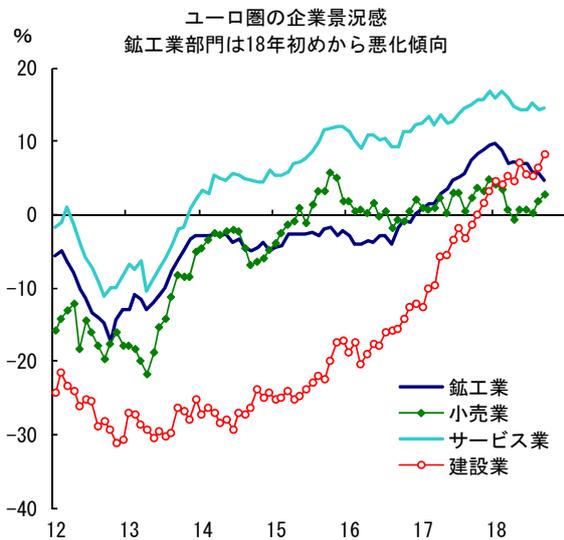
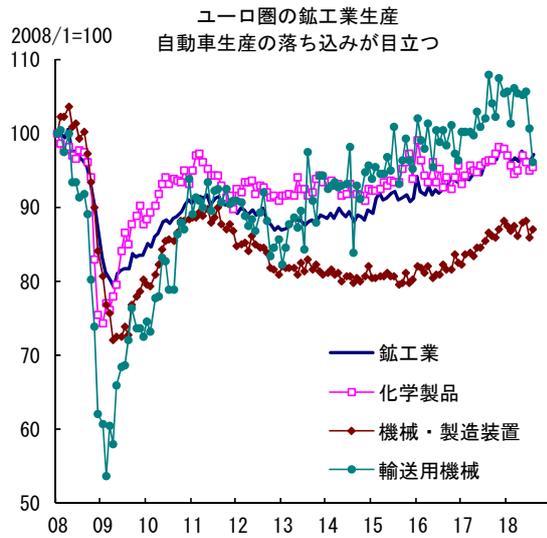
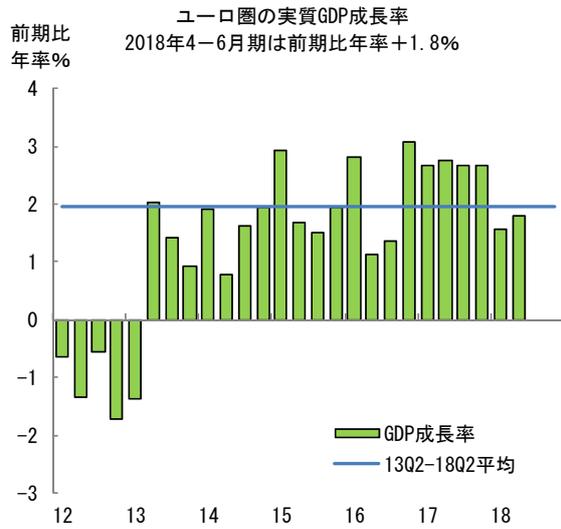
ECBの金融政策の見通し

ユーロ圏の9月の消費者物価上昇率は前年比+2.1%に加速し、ECBが中期的に目指している「+2.0%をやや下回るインフレ率」を若干超過している。インフレ率加速の原因は、主に原油価格の上昇とユーロ安であり、エネルギー価格が同+9.5%に、食品、アルコール、たばこが同+2.6%に加速した。一方、これらを除いたコア物価上昇率は同+0.9%にとどまっているため、ECBはインフレ圧力がリスクになっているとは判断しないだろう。

10月25日のECB金融政策理事会では、「非伝統的な金融緩和」の修正を従来の予定通り進めていくことが確認される可能性が高い。すなわち、(1)資産買取プログラム(PSPP)については、この10月から月額150億ユーロに半減させたが、12月末で新規買取を終了する。(2)ただし、償還分に関しては再投資を継続し、ECBの資産規模は当分縮小させない。(3)2019年夏までは政策金利を据え置き、利上げはその後の課題とする。このうち(2)の償還分の再投資について、いつまで継続するのか、どのような基準で資産規模縮小に動くのかなどへの関心が高い。ECBは年内にこの方針について議論し、公表するとしているが、景気見通しの不透明感が高まっていることに加え、イタリアで財政懸念を発端とする金利上昇が進行している中で、再投資方針の発表は10月ではなく、次の12月のECB理事会に先送りされるのではないかと考える。

イタリア国債利回りは、ポピュリスト政党の「五つ星運動」と「同盟」による連立政権誕生の可能性が浮上した5月末に急上昇したが、この連立政権の初の予算案を材料に一段と上昇している。10月15日に欧州委員会に提出された3カ年の財政計画は、2019年の財政赤字がGDP比2.4%、2020年は同2.1%、2021年は同1.8%と、EUルールと同3%を下回り、財政赤字縮小に取り組む計画となっている。ただし、五つ星運動が公約した低所得者向けのベーシック・インカムと、同盟が公約した所得税減税、さらに両党が合意した年金支給開始年齢の引き下げがすべて盛り込まれ、公約実現を最優先した計画でもある。欧州委員会はイタリアの公的債務残高がGDP比130%とユーロ圏でギリシャに次いで大きいこと、財政計画が前提とする成長率の実現可能性が疑問視されることなどを理由に、10月23日に財政計画の再提出を求める決定を下した。イタリア政府は3週間以内に修正案を提出する必要があるが、欧州委員会との攻防は長期化が予想される。「公約を守るイタリア政府」は国内で人気が高いが、長期金利上昇は国の資金調達コストのみならず貸出金利上昇も招き、イタリア景気の悪化要因になると懸念される。

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

離脱協定の合意は先送りに

英国と EU の離脱協議が始まった当初から、EU 側は 2019 年 3 月 29 日という英国の離脱期限に間に合わせるための離脱協議の合意期限は「2018 年 10 月」と主張してきた。ところが、10 月 17 日の EU27 カ国の首脳との会合で、メイ首相から離脱協定を決着に導く新たな提案は何もなされなかった。EU と英国の交渉担当による協議続行は承認されたものの、11 月半ばの臨時の EU 首脳会議の招集は立ち消えとなり、最終決着のめどとして 12 月 13、14 日に開催される（定例の）EU 首脳会議に焦点が当てられている。

メイ首相によれば離脱協定に盛り込むべき事項のうち 95%が決着済みとのことだが、残る難題は英国領北アイルランドと、EU 加盟国であるアイルランドとの国境問題である。EU と英国は物理的な国境管理を回避することで一致しているものの、有効な解決策をまだ見いだせていない。EU は有効な解決策が見つからなかった場合の安全策として、北アイルランドを EU の関税同盟に残し、EU のルールを適用することを提案しているが、英国を分断するとしてメイ首相は断固反対する姿勢である。代わってメイ首相が提案しているのは、有効な解決策が見つかるまで英国全体を EU の関税同盟に残すことだが、「英国は速やかに EU の関税同盟から離脱し、第 3 国との独自の FTA 締結を目指すべき」と主張する保守党内の強硬離脱派が猛反発している。

「合意なしの EU 離脱」を回避するための二つの関門

メイ首相は「合意なしの EU 離脱」を回避するために、二つの関門を通過する必要がある。第一の関門は 12 月の EU 首脳会議までに EU と離脱協定で合意することだが、「合意なしの離脱」は英国のみならず、EU にとっても経済的なダメージが大きい。英国と EU は Brexit のあとも 2020 年末までは「移行期間」として、英国が EU の単一市場と関税同盟に残り、現在と同様の関係を維持することで暫定合意している。ところが、「合意なしの EU 離脱」ではこの「移行期間」が実現されないのである。このため、アイルランド国境の問題の解決は事実上先送りという形で EU と英国が歩み寄り、離脱協定に合意するシナリオの可能性が最も高いと考える。

第二の関門は合意された離脱協定に関して英国議会の承認を取り付けることだが、メイ首相にとってより難しい関門になると予想される。少数与党である保守党は、アイルランドの地域政党である DUP（民主統一党）の閣外協力で辛うじて過半数を保持しているが、保守党内の強硬離脱派と DUP が支持する離脱協定はありそうにない。過半数の支持を確保するには、野党議員の支持も必要となると予想されるが、最大野党の労働党のコービン党首は離脱協定が英国と EU の現在の関係を大きく損なわないことを保証していなければ支持できないとしている。

ところで、Brexit 交渉が難航する中、労働党議員などの呼びかけにより、EU 離脱の取りやめを求め、国民投票のやり直しを主張するデモが 10 月 20 日に行われた。主催者によれば 70 万人余りが参加した大規模デモとなった。メイ首相、コービン党首とも国民投票のやり直しには非常に否定的で、実現の可能性は高くないと予想されているが、これも Brexit という問題に対し

て英国国内が大きく分裂していることの証左である。

英国景気は夏場に加速したが

英国の経済成長率は1-3月期に前期比+0.1%に減速したのち、4-6月期は同+0.4%へ持ち直したが、月次GDP統計によると8月にかけてもう一段加速している。直近3カ月の3カ月前比の伸び率は6-8月に+0.7%となった。建設業の+2.9%が目立つほか、鉱業が+1.8%、製造業も+0.8%と堅調な伸びとなっている。最もシェアの大きいサービス業は+0.5%にとどまったが、輸送・倉庫サービスは+1.8%、卸売業・小売業は+1.6%と好調である。

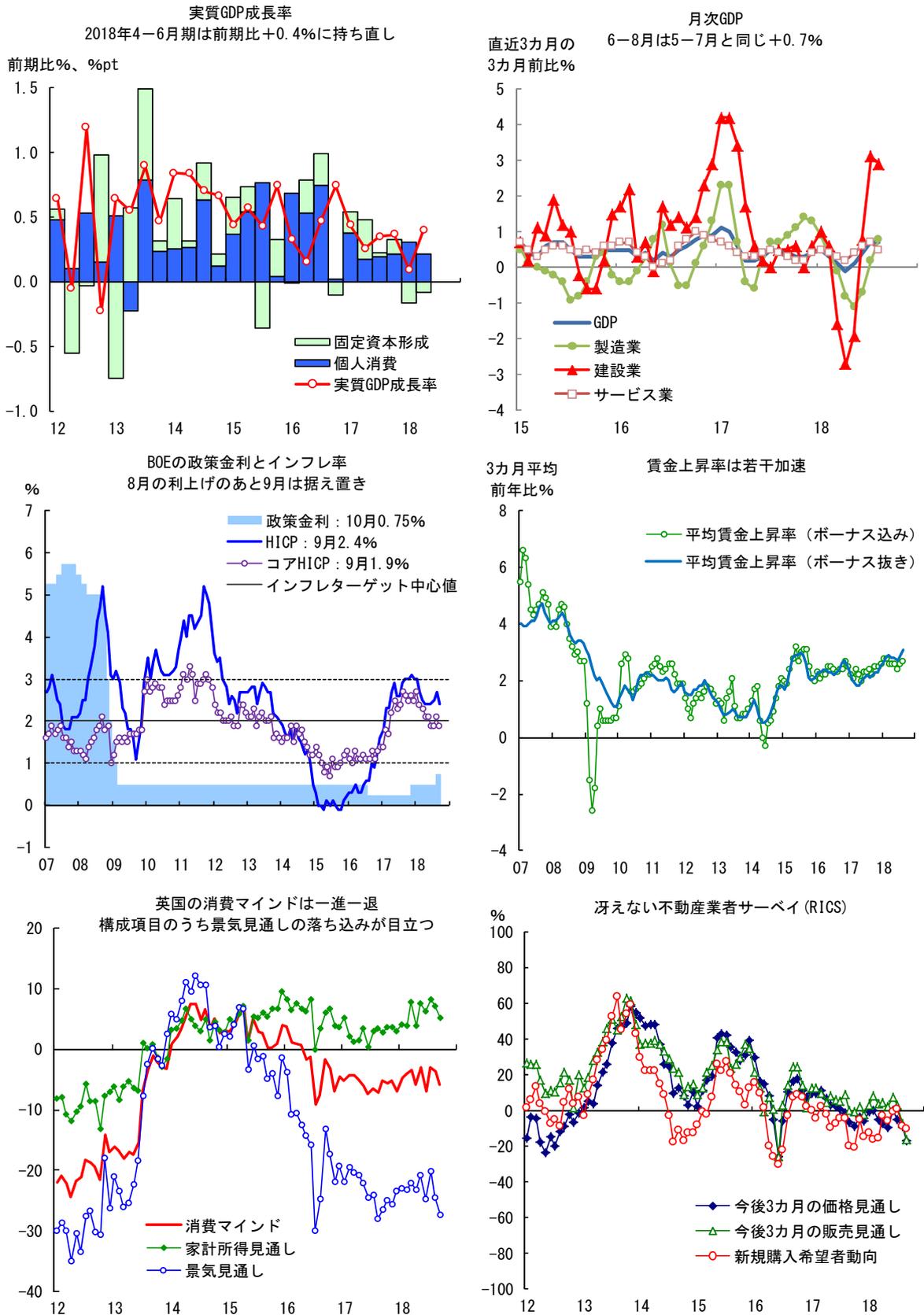
Brexitを巡って、英国国内で侃々諤々の議論が行われ、英国とEUの交渉の進捗が遅れている中で、英国経済が堅調に推移していることにはいささか意外感がある。もっとも、「合意なしの離脱」の議論が一般の英国国民に注目されるようになったのは、8月23日に英国政府がその悪影響に関する複数のガイダンスの公表を始めたことがきっかけだった可能性が高い。そこから2カ月が経過したが、英国とEUとの離脱交渉の合意は12月半ばに先送りされ、2019年3月29日の離脱期限まであと半年を切ってもなお、どのように決着するか明確となっていないのが現状である。

「合意なしのEU離脱」の可能性を否定できないため、それに備えた企業と家計の在庫積み増しが2019年3月末を目指して進められる可能性がある。もっとも、在庫積み増しは仕入代金、運搬費、倉庫代などさまざまなコスト増をもたらす要因であり、中小企業などでは対応が難しい企業も少なくないだろう。

BOEはしばらく様子見

BOE（英中銀）は8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げたあとも、賃金上昇率の加速を理由に追加利上げの可能性を示唆してきた。ただし、英国の9月の消費者物価上昇率は前年比+2.4%となり、BOEのインフレターゲットである同+2.0%は上回っているものの、8月の同+2.7%からは減速した。BOEは「大きな混乱なくEU離脱が実現」すれば追加利上げに動くと言及されるが、Brexit交渉の進捗は遅れており、いつ、どのような決着をみるのか見通せない。BOEとしてもBrexitの先行きが見通せるまで、動くことは難しいだろう。

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	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	1.6%	1.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	2.4%	2.0%	1.6%
民間消費支出	1.7%	1.9%	1.7%	1.0%	2.2%	0.8%	1.0%	1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%
政府消費支出	0.9%	1.5%	1.8%	0.8%	0.3%	1.5%	1.2%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	-2.9%	8.6%	-1.1%	6.3%	0.3%	5.9%	3.6%	2.8%	2.8%	2.0%	2.4%	2.4%	2.6%	3.4%	2.9%
輸出等	7.2%	4.2%	5.3%	8.8%	-2.9%	4.2%	4.5%	4.9%	3.2%	2.4%	2.0%	3.2%	5.2%	3.4%	3.4%
輸入等	1.8%	4.6%	2.2%	6.0%	-1.8%	4.8%	5.3%	4.9%	3.2%	1.6%	2.0%	3.4%	3.9%	3.1%	3.4%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	2.1%	2.5%	2.8%	2.7%	2.4%	2.2%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	2.4%	2.0%	1.6%
民間消費支出	1.6%	1.8%	1.9%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.0%	1.1%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	1.4%
総固定資本形成	2.8%	3.6%	2.5%	2.6%	3.5%	2.8%	4.0%	3.2%	3.8%	2.8%	2.5%	2.4%	2.6%	3.4%	2.9%
輸出等	4.9%	4.7%	5.7%	6.3%	3.8%	3.8%	3.6%	2.6%	4.2%	3.8%	3.1%	2.7%	5.2%	3.4%	3.4%
輸入等	4.2%	4.3%	4.1%	3.6%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%	4.5%	3.7%	2.9%	2.6%	3.9%	3.1%	3.4%
鉱工業生産 (除建設)	1.1%	2.6%	4.1%	4.0%	3.2%	2.3%	0.9%	0.9%	1.8%	1.4%	1.4%	1.2%	3.0%	1.8%	1.4%
実質小売売上高	2.1%	2.8%	2.6%	1.9%	1.6%	1.6%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	2.0%	1.4%	2.4%	1.4%	1.4%
消費者物価	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.7%	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.8%	1.8%
生産者物価	3.8%	3.2%	2.2%	2.0%	1.3%	2.3%	3.6%	3.4%	3.5%	3.0%	2.0%	2.0%	2.8%	2.6%	2.6%
失業率	9.5%	9.2%	9.0%	8.7%	8.5%	8.3%	8.1%	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	9.1%	8.3%	7.9%
10億ユーロ															
貿易収支	69.3	81.6	90.7	89.0	85.7	78.7	64.0	63.0	60.0	57.0	55.0	54.0	330.7	291.5	226.0
経常収支	76.4	72.0	109.0	96.0	105.8	94.0	78.9	77.8	75.7	71.7	69.6	68.6	353.3	356.5	285.6
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%	0.38%	0.44%	0.50%	0.55%	0.64%	0.70%	0.37%	0.48%	0.60%
独 国債2年物(期中平均)	-0.77%	-0.71%	-0.68%	-0.71%	-0.57%	-0.60%	-0.59%	-0.57%	-0.53%	-0.48%	-0.35%	-0.30%	-0.72%	-0.58%	-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%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2018年Q2まで実績値(消費者物価と金利はQ3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	1.8%	1.0%	1.4%	1.5%	0.4%	1.6%	2.0%	1.6%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.7%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.9%	1.3%	1.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.8%	1.5%	1.3%
政府消費支出	-1.8%	1.6%	-0.7%	1.3%	0.8%	-1.5%	1.2%	1.4%	1.6%	2.0%	1.6%	1.2%	-0.1%	0.4%	1.4%
総固定資本形成	3.9%	7.5%	0.8%	2.6%	-3.9%	-1.9%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	3.3%	-0.1%	0.8%
輸出等	-1.4%	4.5%	11.8%	4.1%	-3.0%	-8.6%	4.1%	3.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	5.7%	0.7%	2.0%
輸入等	1.2%	2.8%	4.5%	-0.5%	-1.1%	-0.6%	5.3%	3.2%	2.4%	0.0%	0.8%	1.6%	3.2%	1.1%	2.0%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	1.8%	1.9%	1.8%	1.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	1.7%	1.3%	1.2%
民間消費支出	2.6%	2.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.8%	1.5%	1.3%
政府消費支出	-0.5%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.7%	-0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	1.6%	1.7%	1.6%	-0.1%	0.4%	1.4%
総固定資本形成	3.4%	3.7%	2.4%	3.7%	1.7%	-0.6%	-0.5%	-0.9%	0.4%	1.1%	1.0%	0.9%	3.3%	-0.1%	0.8%
輸出等	3.8%	4.0%	10.5%	4.7%	4.3%	0.8%	-1.0%	-1.2%	0.1%	3.0%	2.6%	2.4%	5.7%	0.7%	2.0%
輸入等	4.2%	4.3%	2.3%	2.0%	1.4%	0.6%	0.8%	1.7%	2.6%	2.7%	1.6%	1.2%	3.2%	1.1%	2.0%
鉱工業生産	2.5%	1.0%	2.3%	2.3%	1.9%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%	0.5%	-0.0%	-0.1%	2.0%	1.1%	0.3%
実質小売売上高	2.8%	2.4%	1.5%	1.0%	1.5%	2.7%	3.5%	2.9%	2.8%	2.0%	1.7%	1.8%	1.9%	2.6%	2.1%
消費者物価	2.2%	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.1%	1.8%	2.0%	2.7%	2.5%	2.0%
生産者物価(出荷価格)	3.7%	3.5%	3.4%	3.0%	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%	2.6%	2.4%	2.2%	3.4%	2.9%	2.6%
失業率	4.6%	4.4%	4.3%	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%
10億ポンド															
貿易収支	-34.1	-34.3	-33.8	-34.9	-32.0	-34.7	-34.4	-33.4	-31.8	-34.7	-34.6	-33.8	-137.0	-134.6	-134.9
経常収支	-16.9	-23.2	-18.0	-18.5	-15.7	-20.3	-20.2	-19.7	-18.7	-21.2	-21.1	-20.3	-76.5	-75.9	-81.4
財政収支	15.6	-17.3	-5.8	-15.2	11.0	-11.5							-22.6	-40.2	-34.9
国債10年物(期中平均)	1.28%	1.07%	1.18%	1.29%	1.45%	1.39%	1.36%	1.41%	1.38%	1.30%	1.32%	1.35%	1.20%	1.40%	1.34%
国債2年物(期中平均)	0.13%	0.13%	0.28%	0.46%	0.69%	0.78%	0.76%	0.82%	0.79%	0.75%	0.76%	0.78%	0.25%	0.76%	0.77%
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(小売売上高、物価、金利はQ3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