

2019年2月21日 全8頁

欧州経済見通し 減速継続か下げ止まりか

鍵を握るのはドイツ

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の2018年の経済成長率は+1.8%となり、2017年の+2.4%から減速した。特に年後半の景気減速が目立つが、これはドイツとイタリアの景気不振による。両国は外需悪化の打撃を、内需で補うことが難しかったと推測される。今後、ユーロ圏の景気減速に歯止めがかかるか、あるいは一段と減速するかの鍵を握るのはドイツと考えられる。そのドイツの自動車生産急減の原因となった供給制約は解消に向かい始め、また、消費者マインドの悪化に歯止めがかかった兆しが見られる。他方で、米国が欧州から輸入する自動車の関税引き上げを検討し、また、Brexit問題もいまだに打開策が見いだせていないなど不透明要因は消えていない。ユーロ圏の成長率は2019年+1.2%、2020年+1.4%と予想するが、景気下振れリスクが存在する。ECBは3月7日の理事会で景気予測を下方修正すると見込まれる。インフレ率はなかなか加速しないと見込まれる中で、2019年中の政策金利の引き上げの可能性は遠のいていると考えるが、ECBが金融政策ガイダンスをどのように変更するのか注目される。
- 英国の2018年の経済成長率は+1.4%となり、2017年の+1.8%から減速した。とりわけ10-12月期の成長率は前期比年率+0.7%に急減速したが、ユーロ圏をはじめとした世界経済の減速懸念に加え、Brexitに関して「合意なしの離脱」の可能性が高まったことで投資意欲が冷え込んだ。そのBrexitの動向も含め、景気見通しが非常に不透明であること、他方でインフレ圧力が足元でやや弱まっていることを踏まえ、英中銀(BOE)は2月の金融政策理事会で政策金利の据え置きを決めた。BOEは今後、Brexitの動向と景気指標次第で、利上げにも利下げにも動く可能性があるとしている。「合意なしの離脱」を回避できるか、3月21、22日のEU首脳会議までの1カ月ががいよいよ正念場になると予想される。

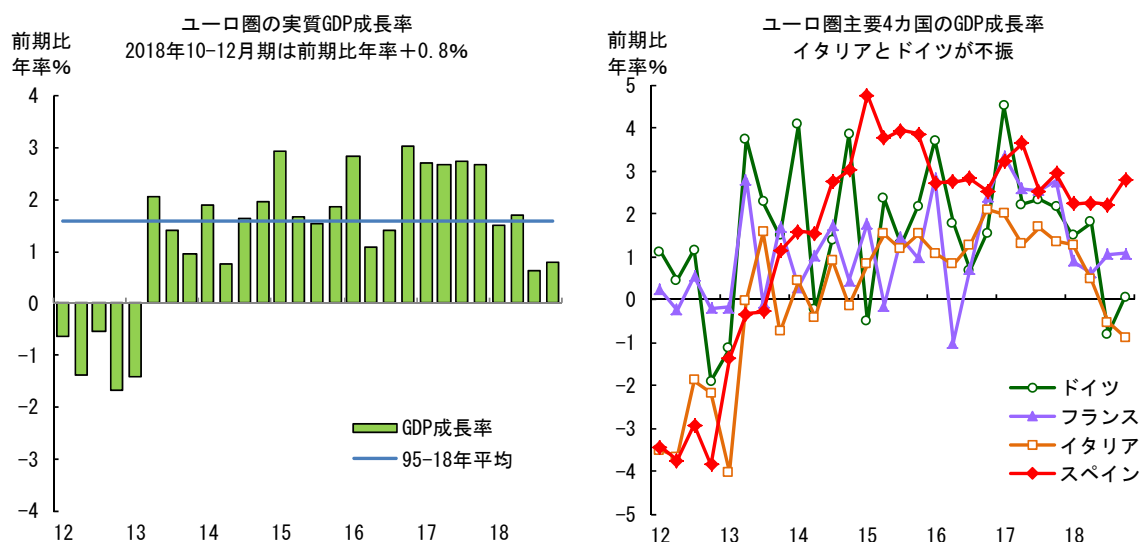
ユーロ圏経済

2018年は1.8%成長だが、年後半に明確に減速

ユーロ圏経済は2017年に+2.4%と10年ぶりの高成長を記録した後、2018年は+1.8%に減速した。とりわけ2018年下半期の景気減速が目立ち、7-9月期の前期比年率+0.6%に続いて、10-12月期（速報値）も同+0.8%にとどまった。

ユーロ圏の主要構成国であるドイツ、フランス、イタリア、スペインの成長率に注目すると、2018年下半期は明暗が大きく分かれた。景気の弱さが目立つのはイタリアとドイツで、イタリアは2四半期連続のマイナス成長でリセッション（景気後退）に陥った。ドイツは7-9月期のマイナス成長のあと10-12月期は前期比年率+0.1%となり、リセッションは辛うじて回避した。これに対して、スペインは個人消費が力強く拡大し、10-12月期に同+2.8%へ加速した。

図表1 ユーロ圏景気は2018年下半期に一段と減速



(出所) Eurostat データより大和総研作成

ドイツの急減速の原因は輸出依存度の高さに加え、家計の景気見通しの悪化も

2018年10-12月期のGDPの需要項目別の内訳はまだ一部の国でしか発表されておらず、ユーロ圏に加え、ドイツ、イタリアは未発表である。もっとも、すでに発表されているデータから、ユーロ圏の2018年の景気減速の主因が外需の伸び鈍化にあることは明らかである。米国と中国の間の貿易摩擦の激化、米国の利上げを背景とする新興国の景気減速、英国のEU離脱交渉の難航など、輸出を抑制する材料が山積していた。ユーロ圏の輸出相手国別の貿易統計（金額ベース）によると、2018年はトルコ、OPEC諸国、ロシア向けの輸出が前年割れに転じ、中国向けの輸出の伸び率は2017年の+16.4%から2018年は+4.6%に大きく減速した。これに対して、米国向けの輸出は2017年の+5.0%から2018年は+8.6%に加速したものの、2018年12月の伸び率は急速に鈍化した。このような環境下で、2018年下半期にドイツの景気悪化が際立ったのは、ドイツ経済の輸出依存度の高さを反映していると考えられる。

もう一つ、ドイツの景気悪化には個人消費の弱さという要因も加わる。7-9 月期の個人消費は 14 四半期ぶりに前期比マイナスに落ち込んだ。就業者数の増加と賃金上昇率の加速を追い風に、家計所得はここ 2 年近く前年比+3%台の堅調な伸びが続いている。それにもかかわらず 7-9 月期の個人消費が落ち込んだのは、原油価格上昇を背景にインフレ懸念が高まっていたこと、また、自動車産業を筆頭に経済に関するネガティブなニュースが増え、景気の先行きに対する懸念が台頭したためと考えられる。ドイツの家計貯蓄率は 7-9 月期に 10.7%に急上昇したが、これは 2008 年 7-9 月期以来の高水準である。

一方、イタリアが 7-9 月期にマイナス成長に転じたのは個人消費、政府消費、総固定資本形成という内需項目がそろって前期比マイナスとなったためである。当時、イタリア政府は 2019 年予算をめぐって欧州委員会との対決姿勢を強め、イタリアの 10 年国債利回りは 3%台まで上昇していた。金利上昇による投資と消費の抑制が顕在化したと考えられる。その後、イタリア政府は財政赤字を当初計画の GDP 比 2.4%から同 2.0%に圧縮する予算案を提出し、制裁措置の適用を免れた。10 年国債利回りも低下に転じたが、同盟と五つ星運動の連立政権誕生前の 2%前後の水準は依然として上回っている。2019 年の経済成長率が政府の想定である+1.0%を下回る可能性が高い中、イタリア財政に対する信頼回復は容易ではないと予想される。

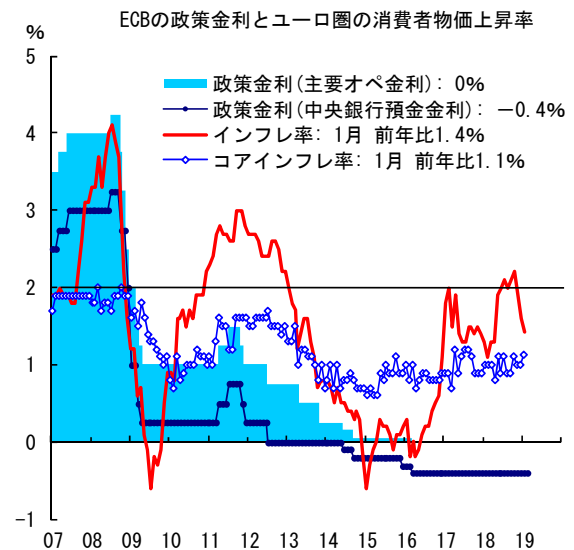
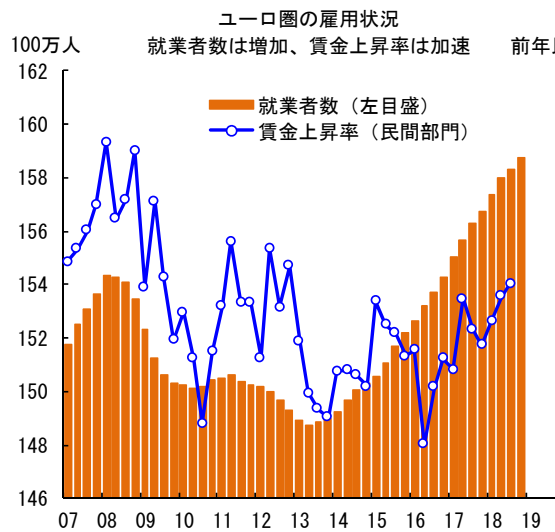
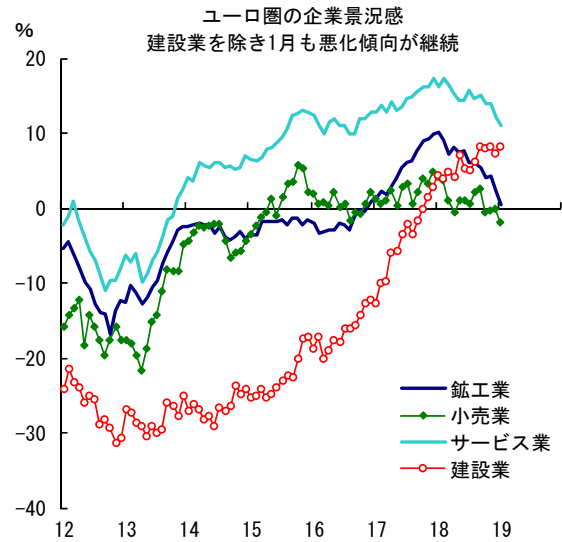
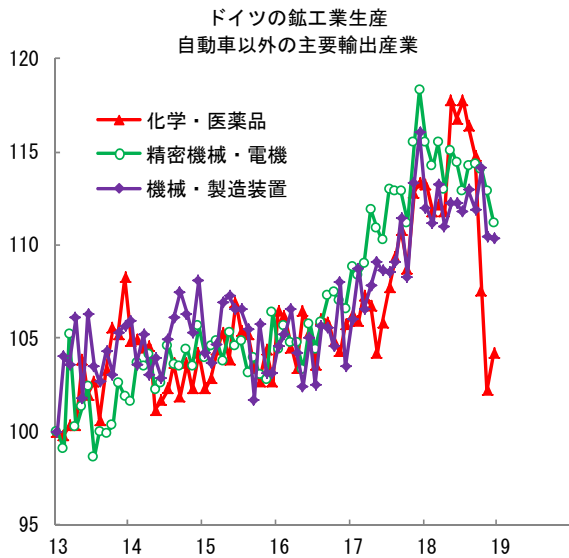
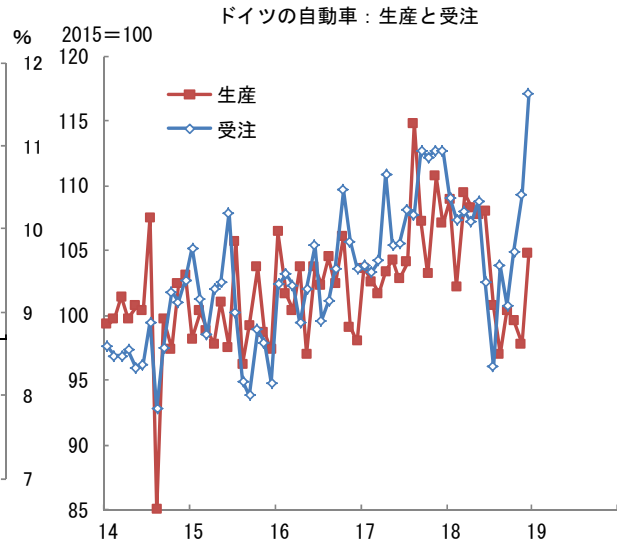
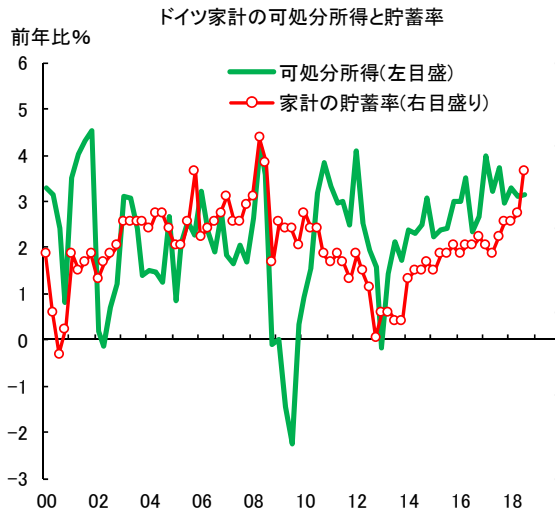
ドイツの景気減速は下げ止まるか？

ユーロ圏経済を予想する上では、ドイツの 2018 年下半期の景気悪化が一時的で、今後は持ち直してくるか、あるいはさらに減速してリセッションに至る可能性があるかが最大の関心事となる。2018 年下半期の景気悪化にはいくつかの一過性の要因が関わった。一つは原油価格の上昇を反映したインフレ加速である。原油価格は 10 月から 12 月にかけて大幅に下落したあと、2019 年に入って反発しているが上昇圧力は限定的で、ドイツの消費者物価上昇率は 10 月の前年比+2.4%から 1 月（速報値）は同+1.7%に伸びが鈍化している。消費者信頼感指数が 12 月を底として 2 カ月連続で改善したのは、インフレ懸念の低下が貢献していると考えられる。

もう一つは、EU が 9 月からの新車登録に WLTP（国際調和排気ガス・燃費試験法）による型式認証を義務付けたことに対して、自動車メーカーの対応が遅れたことである。ドイツの自動車生産は 2018 年夏に大幅に落ち込んだあと、なかなか回復してこなかった。しかし、ようやく 12 月の鉱工業生産統計で自動車生産が反発し、また製造業受注統計では自動車の受注が急増した。

もっとも、自動車以外の生産は 12 月にかけて落ち込みが目立つ。機械・製造装置、精密機械、電機など輸出比率の高い産業での生産が落ち込んでおり、自動車生産に関する供給サイドの問題だけが生産を押し下げているわけではないことが示唆されている。自動車に関しても、米国で輸入自動車に関する関税引き上げが検討され、5 月 17 日までに何らかの方針が決定される見込みで、需要に関する不透明材料が残る。悪材料山積の状況から、一部明るい材料が出てきたものの、まだ不透明感が強いのが現状と判断される。この状況下で、ドイツ及びユーロ圏の企業景況感指数は総じて 1 月まで悪化傾向にあるが、これに歯止めがかかってくるかどうか注目される。

図表2 ドイツと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) ドイツ連邦統計局、Eurostat、ECB、欧州委員会のデータより大和総研作成

3月のECB理事会では景気予測と金融政策ガイダンスに注目

3月7日のECB金融政策理事会では、3カ月ごとに公表されるECBスタッフによる景気予測がまず注目される。1月のECB理事会でドラギECB総裁はユーロ圏の景気見通しの下方修正を示唆したが、成長率とインフレ率がどこまで下方修正されるかが注目される。12月時点での予想では、ユーロ圏の成長率は2019年、2020年とも+1.7%、2021年は+1.5%と潜在成長率並みか、それをやや上回る成長率が予想された。また、消費者物価上昇率は2019年+1.6%、2020年+1.7%、2020年+1.8%と緩やかに加速する予想であった。しかし、新興国の需要の落ち込みなどを背景にユーロ圏景気は2018年末にかけて減速傾向を強め、2019年に入ってから景気見通しの不透明感が強い。ユーロ圏の就業者数は2018年末まで増加傾向にあり、インフレ抑制も追い風に（ドイツも含めて）個人消費の緩やかな拡大が景気を下支えすると見込まれる。このため、ユーロ圏全体がリセッションに陥る可能性はまだ低いと考えられるが、3月のECB理事会で成長率予想を下方修正した上で、先行きに関して下振れリスクが高いとの判断が示されると予想される。

ちなみに、2月7日公表の欧州委員会の予想では、ユーロ圏の2019年の成長率が3カ月前の+1.9%から一気に+1.3%に下方修正され、2020年も+1.7%から+1.6%に引き下げられた。インフレ率は、2019年は+1.8%から+1.4%、2020年は+1.6%から+1.5%へ下方修正された。

ECBもインフレ見通しを下方修正すると見込まれるが、その場合、金融政策に関するガイダンスをどのように変更してくるかが注目される。これまでECBは「2019年夏まで政策金利を現行水準で据え置く」としてきたが、この時期を後ろにずらすことが考えられる。また、このほかにECBは、景気減速が銀行の融資を抑制する方向に働くことを懸念し、TLTRO（貸出条件付き長期資金供給オペレーション）の第3弾の導入を検討している模様である。TLTROは2014年に第1弾、2016年から2017年に第2弾が実施され、ECBから銀行に対する資金供給手段として効果を発揮したと見受けられる。

図表3 ECBスタッフの景気・インフレ予想（2018年12月）

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		9月予想		9月予想
2018	1.9 (1.8~2.0)	2.0 (1.8~2.2)	1.8 (1.8~1.8)	1.7 (1.6~1.8)
2019	1.7 (1.1~2.3)	1.8 (1.0~2.6)	1.6 (1.1~2.1)	1.7 (1.1~2.3)
2020	1.7 (0.8~2.8)	1.7 (0.6~2.8)	1.7 (0.9~2.5)	1.7 (0.9~2.5)
2021	1.5 (0.5~2.5)	- -	1.8 (0.9~2.7)	- -

(出所) ECB データより大和総研作成

英国経済

2018年10-12月期は前期比年率+0.7%に急減速

英国の経済成長率は2017年の+1.8%から2018年は+1.4%へ減速した。さまざまな景況感が年末に急速に悪化していたことが示唆したように、10-12月期の成長率は前期比年率+0.7%と7-9月期の同+2.5%から急減速した。10-12月期は総固定資本形成と純輸出は2四半期ぶり、在庫投資は3四半期ぶりに前期比寄与度がマイナスに転じた。他方で、政府消費が前期比年率+5.7%と急拡大し、個人消費も同+1.6%と加速したが、景気減速を押しとどめるには力不足であった。

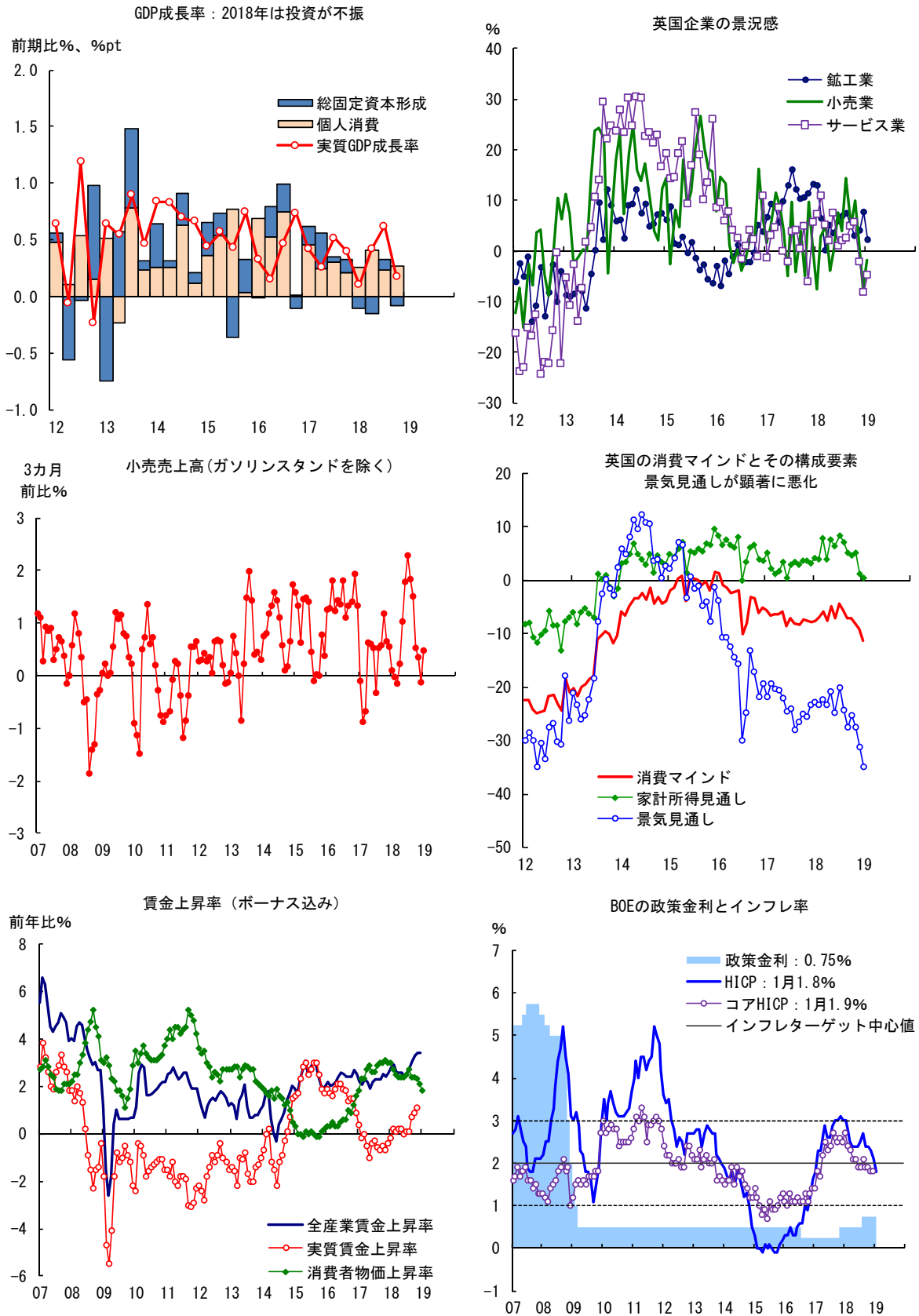
Brexitの先行きが見通せない中、英中銀は様子見姿勢

英国では投資意欲が大きく後退していると思われるが、その原因は当然のことながら、ユーロ圏をはじめとする世界経済の減速に加え、Brexitに関して「合意なしの離脱」の可能性が高まったことである。「合意なしの離脱」の直後に予想される物流の大混乱とコスト上昇、インフレ高騰に加え、EUと新たな通商関係に関して何ら合意がないままに、これまでの関係が断絶されることは、企業にとって最も避けたい事態である。

1月にメイ政権とEUが合意した離脱協定案を大差で否決した英国議会も、「合意なしの離脱」の回避が多数派の意見と見受けられる。ただし、どうやってそれを回避するのかという点に関して、議会として意見の一致が見られていない。離脱協定案が否決されたあと、メイ首相はアイルランドとの国境問題に関する「安全策（バックストップ）」について、EUと再交渉することで与党保守党の支持を取りまとめようとしている。EU側はこの安全策を永続させることはEUの本意ではないと表明する用意はあるものの、保守党内の強硬離脱派が求めている安全策に関する規定の撤回、あるいは終了期限の設定などには応じないとみられる。メイ首相は2月26日にEUとの再交渉結果を英国議会に報告し、翌27日に議会で採決が行われることになっているが、保守党と閣外協力してきた北アイルランドのDUP（民主統一党）の議員全員を味方につけることは難しいと予想される。となると、労働党など野党も含め、穏健なBrexitの実現を求める議員の支持を獲得する必要があるのだが、ここにきて新たな攪乱要因が浮上している。労働党から8人、保守党から3人の議員が離党し、「2度目の国民投票」の実施を求めるグループが結成されたのである。この動きが、EU離脱実現を目指す議員の危機感を高め、メイ首相の離脱協定案の支持者を増やすことになるのか、逆にEU残留を望む議員がこの新グループに結集することになるのか、先行きが一段と読みにくくなっている。

Brexitの動向も含め、景気見通しが非常に不透明であること、他方でインフレ圧力が足元でやや弱まっていることを踏まえ、英中銀（BOE）は2月の金融政策理事会で政策金利の据え置きを決めた。BOEは今後、Brexitの動向と景気指標次第で、利上げにも利下げにも動く可能性があるとしている。「合意なしの離脱」を回避できるか、3月21、22日のEU首脳会議までの1カ月がいよいよ正念場になると予想される。

図表4 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

	2018				2019				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.5%	1.7%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	2.4%	1.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	2.1%	0.8%	0.5%	1.1%	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%	1.6%	1.3%	1.0%	1.3%
政府消費支出	0.0%	1.8%	1.0%	1.6%	1.4%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.4%	1.3%
総固定資本形成	0.5%	6.4%	2.9%	3.2%	2.4%	2.4%	2.8%	2.0%	2.6%	3.3%	2.9%	1.9%
輸出等	-2.8%	4.7%	0.5%	1.6%	3.6%	1.2%	2.8%	2.4%	5.2%	2.9%	2.3%	2.9%
輸入等	-2.2%	5.4%	4.0%	1.7%	4.1%	1.2%	3.2%	2.2%	3.9%	2.8%	2.9%	2.8%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.4%	2.2%	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%	2.4%	1.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	1.7%	1.4%	1.0%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.6%	1.3%	1.0%	1.3%
政府消費支出	1.0%	1.1%	0.9%	1.1%	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%	1.4%	1.3%
総固定資本形成	3.4%	2.9%	3.7%	3.2%	3.7%	2.7%	2.7%	2.4%	2.6%	3.3%	2.9%	1.9%
輸出等	3.8%	4.0%	2.8%	1.0%	2.6%	1.7%	2.3%	2.5%	5.2%	2.9%	2.3%	2.9%
輸入等	2.7%	2.7%	3.6%	2.2%	3.8%	2.7%	2.5%	2.7%	3.9%	2.8%	2.9%	2.8%
鉱工業生産（除建設）	3.2%	2.4%	0.7%	-2.1%	-1.8%	-0.6%	0.4%	1.6%	3.0%	1.0%	-0.1%	1.4%
実質小売売上高	1.6%	1.7%	1.1%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	2.4%	1.5%	1.3%	1.2%
消費者物価	1.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.5%	1.7%	1.3%	1.5%
生産者物価	1.2%	2.1%	3.7%	2.9%	1.8%	1.5%	0.8%	1.0%	2.7%	2.5%	1.3%	1.6%
失業率	8.5%	8.3%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%	9.1%	8.2%	7.8%	7.7%
10億ユーロ												
貿易収支	85.4	80.0	68.7	55.1	58.0	57.0	53.0	50.0	339.8	289.2	218.0	182.0
経常収支	104.9	96.1	76.2	65.3	64.2	64.2	61.2	58.3	361.9	342.6	247.9	215.6
財政収支									-112	-69	-107	-97
独 国債10年物（期中平均）	0.62%	0.49%	0.38%	0.37%	0.15%	0.12%	0.19%	0.23%	0.37%	0.47%	0.17%	0.36%
独 国債2年物（期中平均）	-0.57%	-0.60%	-0.59%	-0.59%	-0.57%	-0.60%	-0.59%	-0.55%	-0.72%	-0.59%	-0.58%	-0.40%
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%	0.15%

（注）2018年Q4まで実績値（GDP内訳のみ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

	2018				2019				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	0.4%	1.7%	2.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.8%	1.4%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.6%	2.5%	1.4%	1.6%	2.0%	0.6%	1.2%	1.2%	2.1%	1.7%	1.5%	1.2%
政府消費支出	0.6%	-1.7%	-1.1%	5.7%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.2%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	-2.4%	-3.5%	2.3%	-2.0%	-0.8%	0.0%	0.8%	1.2%	3.5%	-0.0%	-0.3%	1.2%
輸出等	0.0%	-7.7%	0.8%	3.7%	1.6%	0.4%	2.0%	2.8%	5.6%	0.2%	1.2%	2.5%
輸入等	1.2%	0.5%	-0.0%	5.1%	3.0%	-2.4%	0.8%	1.2%	3.5%	0.8%	1.4%	1.9%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.3%	1.4%	1.6%	1.3%	1.4%	1.2%	0.8%	0.8%	1.8%	1.4%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.5%	1.8%	1.7%	1.8%	1.9%	1.4%	1.4%	1.3%	2.1%	1.7%	1.5%	1.2%
政府消費支出	0.8%	-0.1%	-0.5%	0.8%	1.2%	2.0%	2.7%	1.7%	-0.2%	0.2%	1.9%	1.4%
総固定資本形成	2.2%	-0.5%	-0.3%	-1.4%	-1.0%	-0.1%	-0.5%	0.3%	3.5%	-0.0%	-0.3%	1.2%
輸出等	3.3%	0.0%	-1.7%	-0.9%	-0.5%	1.6%	1.9%	1.7%	5.6%	0.2%	1.2%	2.5%
輸入等	1.2%	0.4%	-0.1%	1.7%	2.1%	1.4%	1.6%	0.6%	3.5%	0.8%	1.4%	1.9%
鉱工業生産	2.0%	1.2%	0.7%	-0.9%	-1.2%	-1.5%	-1.2%	0.4%	1.8%	0.7%	-0.9%	1.2%
実質小売売上高	1.6%	2.7%	3.5%	2.9%	4.7%	2.5%	1.5%	1.9%	2.0%	2.6%	2.6%	2.0%
消費者物価	2.7%	2.4%	2.5%	2.3%	1.8%	1.8%	1.7%	1.9%	2.7%	2.5%	1.8%	2.1%
生産者物価（出荷価格）	2.6%	2.9%	3.1%	2.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%	3.4%	2.9%	1.9%	2.4%
失業率	4.2%	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%	4.2%
10億英ポンド												
貿易収支	-32.2	-34.7	-35.2	-36.7	-35.2	-34.1	-37.4	-36.1	-137.0	-138.8	-142.8	-140.8
経常収支	-17.8	-20.0	-26.5	-24.7	-22.1	-20.6	-23.9	-22.7	-68.4	-88.9	-89.3	-87.7
財政収支	9.7	-10.3	-2.7	-15.2					-23.3	-18.5	-21.8	-22.5
国債10年物（期中平均）	1.45%	1.39%	1.36%	1.43%	1.19%	1.10%	1.06%	1.10%	1.20%	1.41%	1.11%	1.32%
国債2年物（期中平均）	0.69%	0.78%	0.76%	0.77%	0.73%	0.70%	0.70%	0.72%	0.25%	0.75%	0.71%	0.88%
政策金利（末値）	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%

（注）2018年Q4まで実績値（経常収支のみ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