

2019年3月20日 全8頁

欧州経済見通し 緩和継続を強調した ECB

弱い外需 vs 底堅い内需

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の景気減速が鮮明になる中、ECBは3月の金融政策理事会で金融政策に関するガイダンスを変更し、次の利上げの可能性は2019年秋から2020年以降に先送りされた。同時に公表されたECBスタッフによる2019年の成長率予想は+1.7%から+1.1%へ、インフレ率予想は+1.6%から+1.2%へ大幅に下方修正された。消費者マインドの悪化には歯止めがかかったが、Brexit問題はいまだに着地点が定まらず、また米中協議も長期化しているなど、外需の見通しは引き続き不透明感が非常に強い。ドラギECB総裁は今後も景気の下振れリスクがあると警戒しており、ECBの金融政策は非伝統的な金融緩和の終了ではなく、継続へ軸足が変化した。
- 英国経済は2018年10-12月期に前期比+0.2%へ急減速したあと、2019年に入ってから低成長が続いている。Brexitの先行き不透明感が一向に晴れない中で、景況感は悪化傾向にある。英下院は、メイ首相とEUが合意した離脱協定案を3月半ばに改めて拒否した一方、「合意なしの離脱」も拒否し、離脱期限の延長をEUに求めることを決議した。ただし、EUが納得できるような離脱期限延長の理由を提示できるかは、この期に及んで明確ではない。BOEは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が、どちらとも決断できない期間が引き延ばされる可能性が高い。

ユーロ圏経済

ECB は利上げ開始を 2020 年以降に先送り

3月7日のECB（欧州中央銀行）の金融政策理事会後のドラギ総裁の会見では、以下の4点が発表された。

- (1) 金融政策に関するガイダンスは、これまでの「少なくとも2019年夏までは政策金利は現行水準」との見通しから、「少なくとも2019年末までは政策金利は現行水準」へ変更
- (2) ECBの資産購入は2018年末で新規購入を停止したが、保有資産が償還期限を迎えた場合は全額を再投資し、資産規模の縮小は回避する。また、この方針は「最初の利上げ後もしばらくの間は継続する」ことを改めて確認
- (3) 民間向けの貸出を拡大させた金融機関に、低利での資金調達手段を提供するTLTROの第3弾（TLTRO-III）の実施を決定。2019年9月から2021年3月にかけて四半期ごとに実施し、適用金利は融資期間内の主要オペ金利（現在は0%）とする。融資期間はすべて2年とし、TLTRO-IIの時の4年の半分となる。また、融資額の上限は2019年2月28日時点での当該金融機関の適格貸出残高の30%とする
- (4) ECBの資金供給オペは、少なくとも2021年3月までは、固定金利かつ応札額100%での実施を継続する

ECBはこれまでも政策金利を「2019年秋」以降も据え置く可能性に言及していたが、今回のガイダンス変更で年内の利上げの可能性はなくなり、2020年以降に先送りされることになった。TLTRO-IIIの実施に関しては、TLTRO-IIによる融資の償還期限が視野に入らる中で、金融機関の借り換え需要への対策として事前に予想されていた。ただし、ECBの資産規模の維持や、資金供給オペの満額実施も合わせて発表されたことで、ECBが潤沢な資金供給の実施により重点を置いていることが印象付けられた。

2019年の成長率とインフレ率の予想は大幅下方修正

3月のECB理事会で利上げの先送りが正式に表明されたのは、ユーロ圏の景気がこれまでの想定以上に減速し、インフレ圧力がなかなか高まらないと見込まれるためである。景気見通しを下方修正することは、すでに1月24日のECB理事会後の会見で示唆されていたが、3月の理事会と同時に公表されたECBスタッフによるユーロ圏の景気・インフレ予想（図表1）では、2019年の成長率予想が昨年12月時点の+1.7%から+1.1%へ、インフレ率予想は同じく+1.6%から+1.2%へ大幅に下方修正された。2020年と2021年の成長率予想には大きな修正はなかったが、インフレ率予想は2020年が+1.5%、2021年は+1.6%へそれぞれ0.2%ptずつ下方修正されている。なお、ユーロ圏の2019年の成長率予想は、2月6日公表の欧州委員会による予想では+1.3%、3月6日公表のOECDによる予想では同+1.0%とやはり大幅に下方修正された。

図表 1 ECB スタッフの景気・インフレ予想 (2019年3月)

	GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
		12月予想		12月予想
2018	1.9	1.9 (1.8~2.0)	1.7	1.8 (1.8~1.8)
2019	1.1 (0.7~1.5)	1.7 (1.1~2.3)	1.2 (0.9~1.5)	1.6 (1.1~2.1)
2020	1.6 (0.7~2.5)	1.7 (0.8~2.6)	1.5 (0.8~2.2)	1.7 (0.9~2.5)
2021	1.5 (0.5~2.5)	1.5 (0.5~2.5)	1.6 (0.8~2.4)	1.8 (0.9~2.7)

(出所) ECB データより大和総研作成

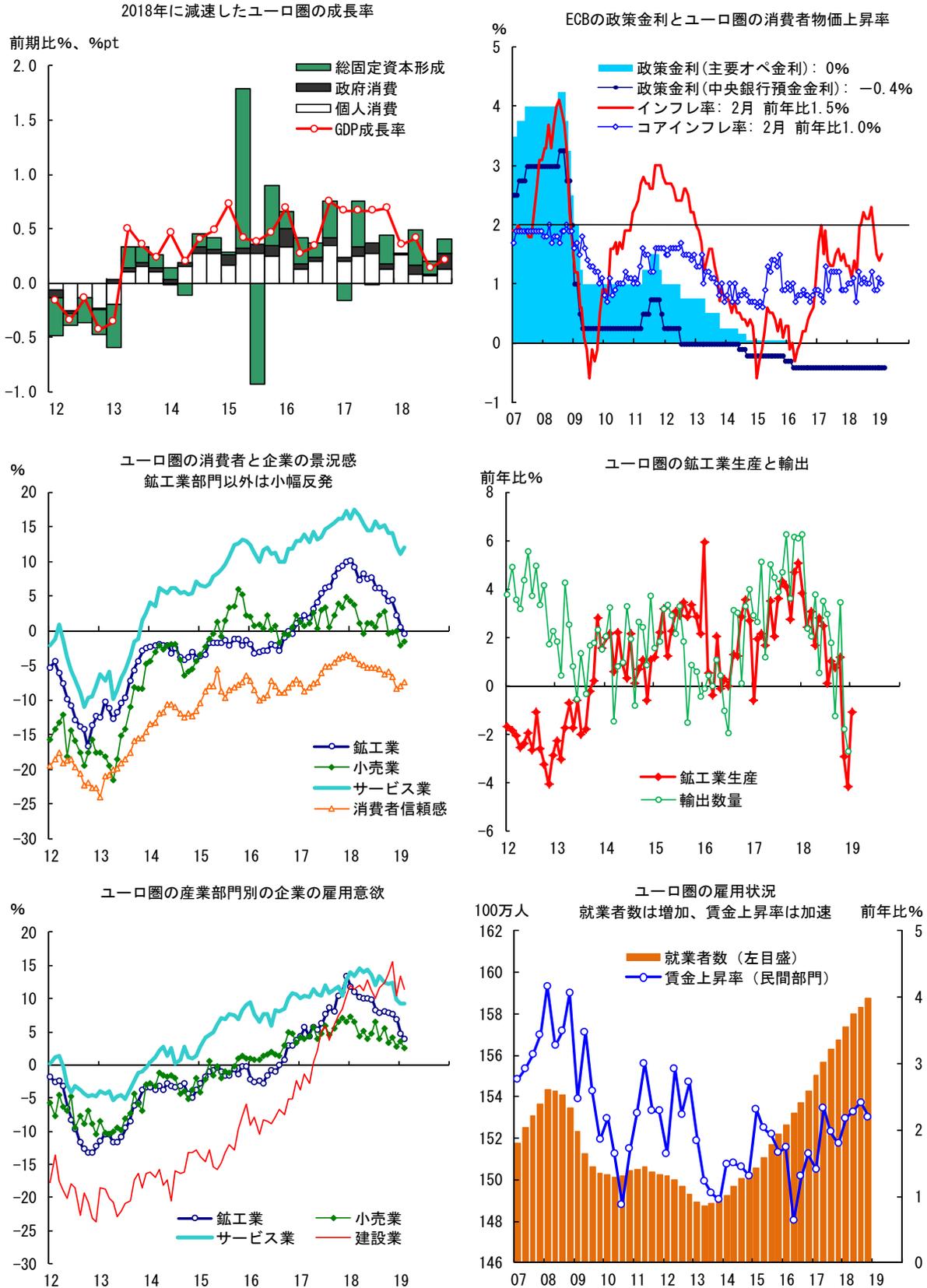
ユーロ圏の景況感には一部下げ止まりの兆し

ユーロ圏の企業と消費者の景況感は総じて2018年初め頃にピークアウトし、経済成長率もそれに呼応するように2018年に入ってから減速傾向をたどってきた。悪化傾向が最も目立つのは、外需依存度が高い鉱工業の企業景況感である。通商問題や知的財産を巡る米中の対立、新興国経済の減速、そして着地点の見えないBrexit（英国のEU離脱）の行方などが外需見通しを非常に不透明なものとしてきた。輸出数量の落ち込みを背景に、鉱工業生産は2018年12月に前年比-4.2%と大幅な落ち込みを記録した。1月は同一-1.1%とマイナス幅は縮小したものの、鉱工業の景況感は2月まで悪化傾向に歯止めがかかっていない。

これに対して消費者信頼感には2018年12月を底として小幅ながら2カ月連続で前月の水準を上回った。家計所得の見通しが改善する一方、失業懸念がやや後退しており、消費の持ち直しが期待される。背景には、消費者物価上昇率が2018年10月までの前年比+2%台から同+1%台へ伸びが鈍化してきたことがあるとみられる。内需の柱である個人消費は、雇用の改善と賃金上昇率の加速という追い風を得ており、消費者の景気見通しが極端に悲観的にならない限り、景気の下支え役を今後も果たすと予想される。なお、企業景況感の悪化は雇用意欲の低下という形でも表れており、今後、就業者数の伸びは鈍化すると見込まれるものの、就業者数が大幅な減少に転じる可能性はまだ高くないと考える。雇用意欲の低下は鉱工業で顕著だが、同部門の就業者はユーロ圏全体の15%にとどまる。より大きな雇用の担い手であるサービス業の企業景況感には2月に小幅反発しており、また、雇用意欲の低下もまだ限定的である。

もともと、Brexit問題がいつまでも解決しない、中国の景気対策が十分な効果を発揮しない、米国が欧州の自動車に高関税を課すなどの理由で、今後も外需悪化に歯止めがかかれば、鉱工業部門の景気悪化は経済全体へ波及すると見込まれる。ドラギ総裁は3月の会見で、ユーロ圏経済には引き続き下振れのリスクがあると指摘したが、これは外需の下振れリスクを指している。ECBは外需の落ち込みに対抗する直接的な手段を持たないからこそ、金融市場が予想していたより早い3月というタイミングで、金融緩和の継続へと軸足を移したとみられる。

図表2 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

3月29日のEU離脱期限を目前にしてもなお英国は迷走

英国下院は3月12日に、メイ政権がEUと合意した離脱協定案を賛成242票、反対391票で再び否決した。1月15日の採決での230票差と比べれば縮小したとはいえ、149票差は大差である。メイ首相はこの採決の直前までユンケル欧州委員会委員長と交渉し、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）」を発動せずに済むよう、双方が2020年末までの国境問題の解消に取り組むこと、EUが英国を域内にとどめるべく強制した場合は英国が異議申し立てをできる仕組みを盛り込むことで合意した。ところが、この離脱協定案の付属文書は、英政府のコックス法務長官がバックストップの発動で英国が半永久的にEUに囚われるとの懸念解消には不十分との法解釈を下したこともあって、北アイルランドの地域政党であるDUP（民主統一党）の支持を得られず、また、保守党内の強硬離脱派の多くも反対票を投じた。

離脱協定案が否決されたことを受けて、翌13日に英国下院はEUと合意がないまま離脱することはしないとの動議を賛成321票、反対278票で可決した。メイ政権は当初、「3月29日の離脱期限において」と時期を限定する意向だったが、最大野党の労働党の議員から「いかなる場合でも」とする修正案が提出され、これが可決された。翌14日には、3月29日という離脱期限の延長をEUに求める政府動議が賛成412票、反対202票の大差で可決された。メイ首相は離脱協定案に関する3度目の採決を3月20日までに実施し、これが可決されれば、最長で6月30日までの離脱期限延長をEUに求める方針を示した。同首相は離脱協定案が否決されれば、離脱期限の大幅な延長を求めざるを得なくなるとして、DUPや離脱強硬派に翻意を促す作戦に出た。

ところが、メイ首相がDUP、保守党内の強硬離脱派、それに労働党内の離脱推進派の取り込みで苦戦している最中の3月18日に、バーコウ下院議長から3月12日に否決された離脱協定案をそのまま採決にかけることは認められないとの通告がなされた。3月12日の採決が認められたのは、付属文書という変更があったため、それに類似する変更が必要とされたのである。メイ首相は離脱協定案に対する議会承認を得てから、3月21、22日のEU首脳会議で3カ月程度の離脱期限延長の承認を得て、EU離脱に必要な国内法の変更手続きを進めるもくろみであったが、このシナリオは完全に崩れてしまった。

EU側は以前から離脱期限の延長を容認する姿勢を示していたが、「どのような理由で、いつまで延長するか」を明確にするよう繰り返し求めてきた。しかし、この要望に明確な回答がないまま、メイ首相が離脱協定の延長を要請することになると見込まれる。離脱期限延長はEU27カ国が一致して承認する必要がある。EUが延長を承認しない場合、英国時間で3月29日23時（中央欧州時間では3月30日0時）に合意なしの離脱が実現してしまうが、EU側でも中小企業を中心に合意なしの離脱に十分な備えができていないと懸念されており、3月末の合意なしの離脱は回避したい意向である。このため、どのような条件で、どこまでの離脱期限延長を承認するかが焦点となろう。離脱期限を6月30日に変更して離脱協定案を改めて英国下院で採決するよう求める案、より長期の離脱期限の延長（2019年末や2020年末）に踏み切り、英国内でEU離脱に関するコンセンサス形成を求める案、あるいはその両方の組み合わせなどが浮上している。

3月末の合意なしの離脱を回避できても、Brexitの不透明感払拭とはならない

3月21、22日のEU首脳会議で何らかの離脱期限の延長が合意され、3月29日までに英国の上下両院がこれを承認すれば、離脱期限が延長される。3月末の合意なしの離脱はこれで回避されるが、Brexitに関する不透明感が払拭されるわけでは全くない。英国がEUを離脱したあと、英国とEUの新しい関係がどうなるか、まだほとんど何も決まっていないためである。

メイ首相がEUと合意した政治宣言では、英国がEUの単一市場からも関税同盟からも離脱し、その上で財貿易に関しては新たな貿易協定を協議することになっている。これに対して、労働党のコービン党首は英国がEUの関税同盟にとどまり、より密接な関係を継続することを主張している。このほか、ノルウェー方式と呼ばれる英国がEFTA（欧州自由貿易連合）に加盟し、EUの単一市場へのアクセス権を確保する案や、ノルウェー・プラスと呼ばれる単一市場と関税同盟の双方に残留する案が、保守党と労働党の超党派のグループから主張されている。メイ首相は2022年5月に予定されている次の英国総選挙の前に辞任する方針だが、離脱協定案に対する議会承認を得られていない同首相が、英国とEUの新たな関係に関して議会のコンセンサスを形成できるか大いに疑問である。

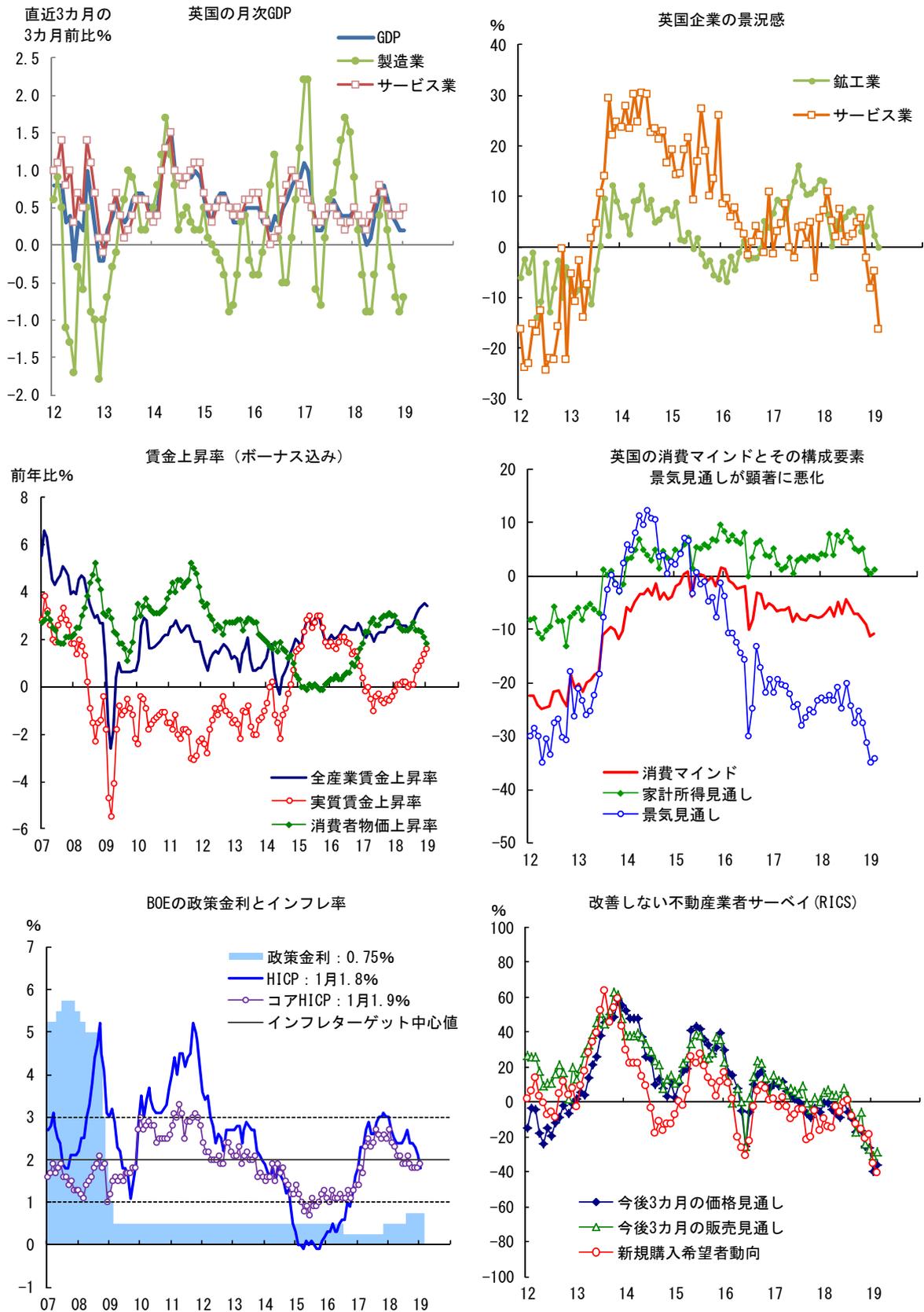
Brexitの先行きが見通せず、企業景況感是一段と悪化

英国のGDP成長率は10-12月期に前期比+0.2%に急減速したあと、11-1月期も同水準で低迷した。鉱工業と建設業が大きく落ち込んだ一方、サービス業は同+0.5%に小幅ながら加速した。ただし、そのサービス業の景況感は2月に大幅に悪化した。英国の景況感はBrexitに関して「合意なしの離脱」の可能性が高まった2018年末以降は総じて悪化しているが、主力産業であるサービス業が減速すれば、英国景気全体も当然ながら停滞すると見込まれる。

ところで、英国でも雇用統計は好調を維持しており、11-1月平均の失業率は3.9%と1970年代半ばに並ぶ水準まで低下した。就業者数は増加しているが、欠員率も上昇傾向にあり、労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率はここ1年ほど加速傾向にある。一方、消費者物価上昇率は2018年8月の前年比+2.7%をピークとして減速傾向にあり、1月には同+1.8%と英中銀のインフレ・ターゲットである同+2.0%を2年ぶりに下回った。このため、実質賃金上昇率はここ半年あまり加速傾向が鮮明である。このような実質的な購買力の拡大は消費拡大の追い風となって、英国景気を下支えするはずだが、他方でBrexitの先行き不透明感、さらにはダイソンの本社移転計画、ホンダの工場閉鎖計画の発表、日産の生産能力増強計画の中止など、製造業を中心に雇用不安をかきたてる材料が続いている。

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が、どちらとも決断できない期間が引き延ばされる可能性が高い。

図表3 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

ユーロ圏経済・金利見通し

	2018				2019				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.4%	1.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	2.4%	1.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	1.9%	0.6%	0.5%	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	1.6%	1.3%	1.0%	1.3%
政府消費支出	0.1%	1.7%	0.2%	2.9%	1.2%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.4%	1.3%
総固定資本形成	0.0%	6.3%	2.5%	2.4%	2.2%	2.4%	2.8%	2.0%	2.6%	3.0%	2.9%	1.9%
輸出等	-2.6%	4.5%	0.6%	3.6%	3.2%	1.2%	2.4%	2.8%	5.2%	3.0%	2.3%	2.9%
輸入等	-2.1%	5.1%	4.3%	2.2%	3.6%	1.6%	2.8%	2.4%	3.9%	2.9%	2.9%	2.8%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.4%	2.1%	1.6%	1.1%	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%	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.6%	1.3%	1.0%	1.3%
政府消費支出	1.1%	1.1%	0.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.8%	1.4%	1.1%	1.0%	1.4%	1.3%
総固定資本形成	3.3%	2.8%	3.5%	2.8%	3.3%	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	3.0%	2.9%	1.9%
輸出等	3.9%	4.0%	2.9%	1.5%	3.0%	2.2%	2.6%	2.4%	5.2%	3.0%	2.3%	2.9%
輸入等	2.8%	2.7%	3.7%	2.4%	3.8%	2.9%	2.6%	2.6%	3.9%	2.9%	2.9%	2.8%
鉱工業生産（除建設）	3.2%	2.3%	0.6%	-2.0%	-0.3%	0.4%	1.5%	2.5%	2.9%	1.0%	1.0%	1.3%
実質小売売上高	1.7%	1.7%	1.1%	1.5%	1.8%	1.8%	2.0%	1.9%	2.4%	1.5%	1.9%	1.1%
消費者物価	1.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	1.1%	1.4%
生産者物価	1.2%	2.1%	3.7%	2.9%	2.0%	1.7%	1.0%	1.2%	2.7%	2.5%	1.5%	1.6%
失業率	8.5%	8.3%	8.0%	7.9%	7.8%	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	-106	-97
独 国債10年物（期中平均）	0.62%	0.49%	0.38%	0.37%	0.15%	0.10%	0.18%	0.23%	0.37%	0.47%	0.17%	0.30%
独 国債2年物（期中平均）	-0.57%	-0.60%	-0.59%	-0.59%	-0.56%	-0.55%	-0.55%	-0.51%	-0.72%	-0.59%	-0.54%	-0.45%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2018年Q4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・金利見通し

	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%	4.0%	4.1%	4.2%	4.1%	4.4%	4.1%	4.1%	4.2%
10億英ポンド												
貿易収支	-32.1	-34.2	-34.8	-36.9	-35.2	-34.1	-37.4	-36.1	-137.0	-138.1	-142.8	-140.8
経常収支	-17.8	-20.0	-26.5	-23.6	-22.1	-20.6	-23.9	-22.7	-68.4	-87.9	-89.3	-87.7
財政収支	9.7	-10.3	-2.4	-15.6					-23.3	-18.6	-21.8	-22.5
国債10年物（期中平均）	1.45%	1.39%	1.36%	1.43%	1.22%	1.16%	1.15%	1.20%	1.20%	1.41%	1.18%	1.32%
国債2年物（期中平均）	0.69%	0.78%	0.76%	0.77%	0.76%	0.73%	0.72%	0.75%	0.25%	0.75%	0.74%	0.88%
政策金利（未値）	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