

2019年5月24日 全8頁

欧州経済見通し 強まった外需の不透明感

1-3月期の成長率はBrexitをにらんだ在庫積み増しでかさ上げ

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏の1-3月期の成長率は前期比+0.4%と予想外に高い伸びとなったが、これは英国のEU離脱(Brexit)に備えた在庫積み増しの動きがかさ上げた側面があると推測される。4-6月期は在庫増の反動に加え、米中貿易摩擦の激化やBrexitの一段の迷走に伴う外需の不透明感が企業の投資判断を慎重にすることが懸念される。一方で、個人消費は底堅い推移が見込まれる。就業者数の増加が継続し、消費者マインドが改善に転じているためである。ただし、不透明な外需に対する懸念が、先行きが読めない状況が長期化することでサービス業など他分野の景況感悪化につながらないか注意が必要となろう。
- 英国ではメイ首相とEUが合意した離脱協定案が議会で可決されないまま、メイ首相が早期に退陣に追い込まれる可能性が高まっている。後任の首相となる保守党の新党首選出には1カ月以上かかる可能性がある。英国でも1-3月期の成長率は前期比+0.5%と明確に加速したが、「合意なしの離脱」に備えた在庫積み増しの影響が大きい。4月以降はその反動が起きるだけでなく、英国がいつ、どのようにEU離脱を実現するのか、そのリーダーシップを誰がとるのか一段と不透明になったことが、企業投資や不動産投資などをさらに委縮させるのではないかと懸念される。
- 金融政策に関しては、欧州中央銀行(ECB)、英中銀(BOE)とも、外部環境の悪化による景気の下振れを警戒しつつ、しばらく様子見姿勢を継続すると予想される。

ユーロ圏経済

1-3 月期は前期比+0.4%成長に加速

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2019 年 1-3 月期に前期比+0.4%（年率換算+1.6%）に加速した。2018 年 7-9 月期には同+0.1%（同+0.6%）に急減速し、10-12 月期も同+0.2%（同+0.9%）と低成長であったが、この 1-3 月期は 1995 年以降の長期平均を若干ながら上回った。2018 年下半期の景気減速の主役だったドイツとイタリアも、1-3 月期はそれぞれ同+0.4%（同+1.7%）、同+0.2%（同+0.9%）とプラス成長を確保した。

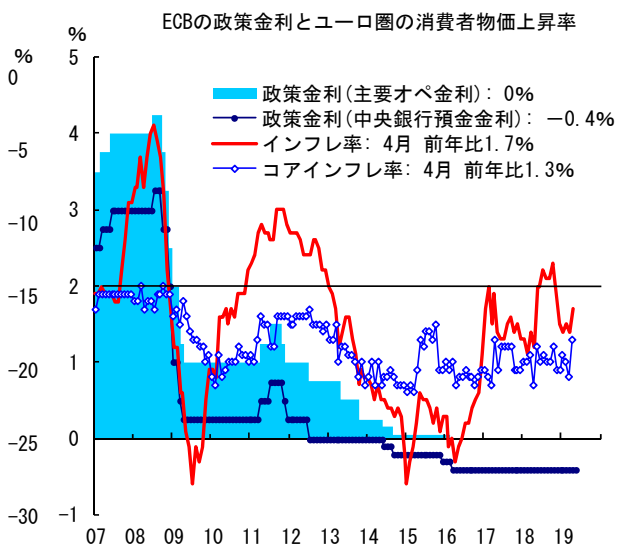
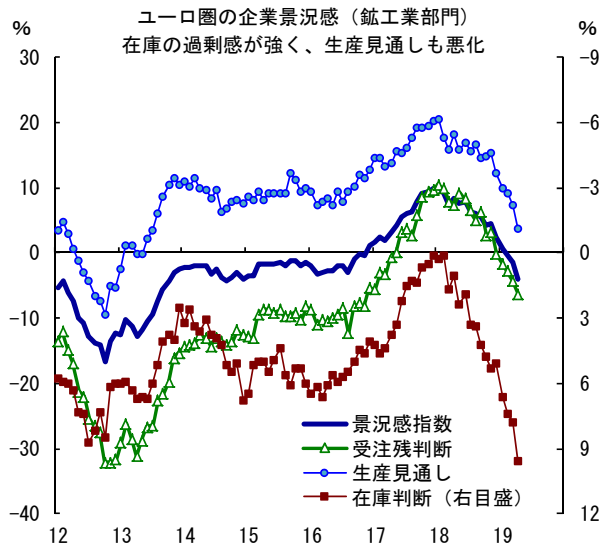
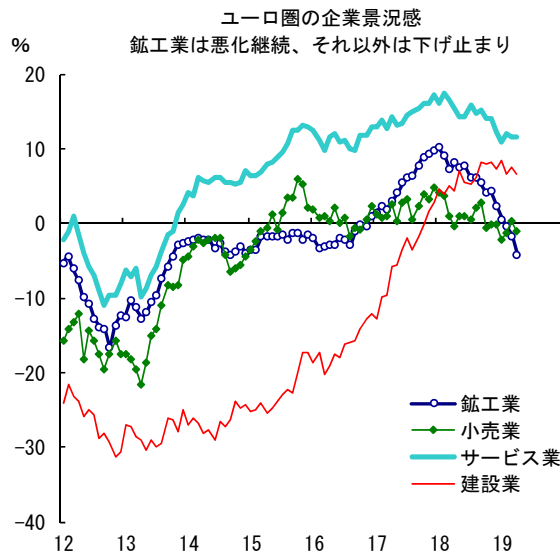
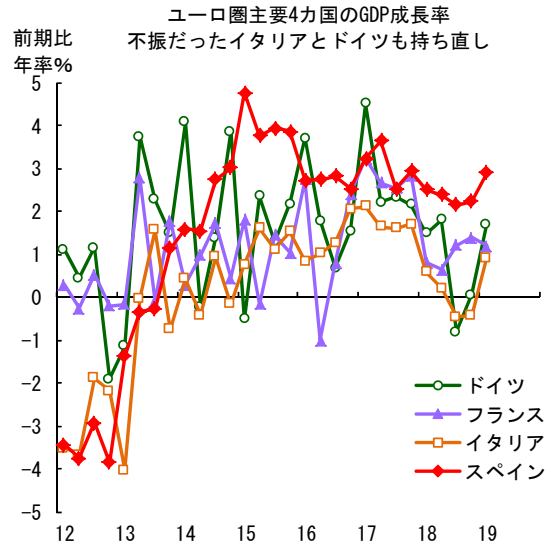
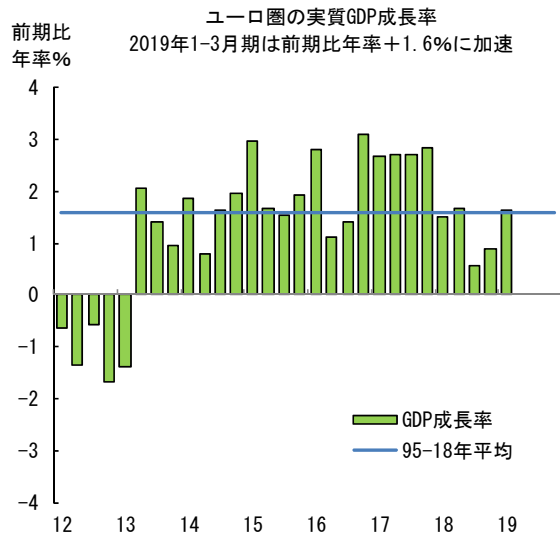
ユーロ圏の GDP の需要項目別の内訳は 6 月 6 日の発表を待たねばならないが、主要国のうちドイツ、フランス、スペイン、それにオランダの統計はすでに発表されている（この 4 カ国でユーロ圏の GDP の 66.7%を占める）。フランス以外の 3 カ国では総固定資本形成が力強く伸び、景気加速をもたらした。また、ドイツでは個人消費が急拡大を見せ、フランスとスペインでも個人消費は堅調な伸びとなり、内需が牽引役といえる。なお、フランスとオランダでは輸入の急拡大で純輸出寄与度がマイナスとなった一方、在庫変動はプラス寄与となっている。英国の EU 離脱の当初の期限であった 3 月 29 日が近付く中で、大陸欧州でも在庫を積み増す動きが活発化し、それが 1-3 月期の景気をかさ上げしたと推測される。

4-6 月期は在庫積み増しの反動が見込まれる上、外需見通しは一段と不透明に

ユーロ圏の 1-3 月期の鉱工業生産は前期比+0.8%と反発したが、10-12 月期に同-1.2%と落ち込んだことを考慮すると、力強い反発とは言えない。また、1-3 月期の生産拡大は在庫積み増し需要によっても押し上げられたと推測され、4 月以降にその反動が出てくる可能性がある。

これに加えて、外需の不透明感が一段と強まっている。輸出依存度の高い鉱工業部門の企業景況感は 2018 年年初から悪化傾向にあるが、その主な原因は米中貿易摩擦の激化と Brexit 問題の混迷である。そのいずれもがここ 1 カ月余りで状況が悪化している。米中の通商交渉は「進展している」と報じられてきたが、5 月 5 日にトランプ大統領は突如、中国からの輸入品約 2,000 億ドルに対する制裁関税を 5 月 10 日に 10%から 25%に引き上げると表明した。また、5 月 13 日には新たに最大で 25%の制裁関税を課す約 3,000 億ドルの輸入品リストを公表したが、これが実行に移されると、中国からのほぼ全ての輸入品が制裁関税の対象となる。これに対して中国も態度を硬化させており、交渉妥結の可能性が大きく後退している。実のところ、ユーロ圏の対中国、対米国向け輸出が縮小しているといったわかりやすい影響は出ていない。中国向け輸出には減速傾向が見られるが、米国向けは好調である。ユーロ圏にとって、制裁関税合戦で価格が上昇した製品の代替品の輸出が増えるプラスの側面も期待される。とはいえ、米国と中国で現地生産している欧州企業のコスト上昇、中国と米国の景気減速に伴う輸出減少への懸念は大きく、企業の投資判断の慎重化につながる可能性がある。なお、米国は欧州から輸入する自動車に対する制裁関税の判断を 180 日延期すると 5 月 17 日に発表した。欧州からの輸入自動車が米国の安全保障を脅かしているとして制裁関税を課す方針は維持しており、こちらも欧州にとって将来の輸出見通しに対する暗雲のままである。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(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) EU 統計局 (Eurostat)、ECB、欧州委員会のデータより大和総研作成

一方、Brexitに関連して、英国のEU離脱期限は10月31日に延期されているが、後述するように、メイ首相はEUと合意した離脱協定案に関して英下院の承認を得られないまま退陣する可能性が高まっている。メイ首相の後任としてボリス・ジョンソン元外相など強硬離脱派が選出される公算が大きく、合意なしの離脱の可能性が改めて高まると予想されるものの、英下院の多数派は合意なしの離脱を否定しており、Brexitの行方は混沌としたままである。

内需については底堅い推移が見込まれる

ユーロ圏の内需は、外需に比べて底堅い推移が続くと予想される。1-3月期の建設業の生産は前期比+2.0%を記録し、これで4四半期連続の拡大となった。低金利の追い風を得て企業向けの貸出しが伸びており、建設投資拡大を促している側面があると考えられる。建設業の景況感指数は高水準を維持しており、4月以降も景気拡大に寄与すると見込まれる。

個人消費関連では、小売売上高は10-12月期の前期比+0.8%に続き、1-3月期は同+0.7%と堅調な伸びが継続した。一方、乗用車の新車登録台数は、新車登録の型式認証の切り替え直前に大幅値引き販売が行われたことの影響で2018年9月以降は前年割れが続いてきたが、4月に前年比+0.7%と小幅ながらプラスに転じた。堅調な個人消費を支えているのは、就業者数の増加による可処分所得の拡大であるが、2018年年央は所得の伸びに比べて消費が伸び悩んだ。原油価格上昇と景気不安が消費者マインドを悪化させ、貯蓄率が上昇したことが原因である。ただし、消費者信頼感は2018年12月を底として反転し、この5月まで持ち直しの動きが見られる。なお、2018年に上昇傾向が目立ったドイツの貯蓄率は、1-3月期に低下に転じた。

ユーロ圏経済は在庫積み増しの反動で4-6月期にいったん減速したあと、内需の底堅さと外需の伸び悩みが綱引きする中で低成長が続くと予想する。なお、米中貿易摩擦やBrexitの先行きが読めない状況が長期化することにより、サービス業など他分野の景況感悪化につながるに注意が必要となろう。

6月のECB理事会では様子見姿勢を継続か

6月6日のECB理事会では、9月から実施予定のTLTRO（金融機関向けの低利融資制度）の第3弾の詳細が発表される見込みである。また、四半期ごとのECBスタッフの景気予測も更新される。前回の3月の予測では2019年の成長率とインフレ率が共に大幅に下方修正され、ECBの金融政策ガイダンスで、政策金利を据え置く期間が「少なくとも2019年夏まで」から「少なくとも2019年末まで」へ延期された。その後、1-3月期のGDP成長率に加え、4月の消費者物価上昇率（前年比+1.7%）もECBの予想より上振れした一方、上述のように外需の不透明感が増しており、ドイツの10年債利回りは3月末以降、マイナス圏での推移が常態化している。ユーロ圏の景気予測は6月には大きな修正はなく、金融政策ガイダンスも据え置かれると予想する。ドラギ総裁は4月のECB理事会後の記者会見で、景気モメンタムの弱さが当初想定よりも長引いていると指摘したが、追加緩和が必要かを見極めようとする姿勢を示すと予想される。

混迷の Brexit

土俵際のメイ首相

英国の EU 離脱期限は当初の 3 月 29 日から 10 月 31 日に延期されたが、メイ首相は EU と合意した離脱協定案の批准を見届けることなく退陣する可能性が高まっている。

メイ首相は離脱協定案に対する英下院の承認を取り付けるべく、4 月初めから最大野党の労働党との協議を続けてきたが、双方の折り合いがつかず協議は 5 月 17 日に決裂した。5 月 22 日までに離脱協定案を批准することができなかつたため、英国は欧州議会選挙に参加を余儀なくされたが、保守党の支持率は過去最低を記録すると予想されている(英国の投票は 5 月 23 日だが、公式の結果発表は 5 月 26 日夜に全ての加盟国の投票が終了して以降となっている)。

事態打開を目指して、メイ首相は EU 離脱に必要な国内法の改正パッケージ (Withdrawal Agreement Bill: WAB) に関する採決を 6 月初めに下院で実施する方針を打ち出した。ところが、その可決を確実なものにしようと 5 月 21 日に発表した WAB の「修正提案」が与野党の双方の反発を買い、WAB が可決される見通しは全く立っていない。特に問題となったのが、WAB が可決された場合、「二度目の国民投票を実施するか否か」に関する下院の採決を行うとされた点である。野党の間で「二度目の国民投票」を求める声が多いことから、その支持を得ようと盛り込まれたのだが、保守党内の強硬離脱派はもちろんのこと、これまでメイ首相を支えてきた穏健離脱派からも反発の声が上がった。一方、労働党など野党は、メイ首相が離脱協定案が批准されれば辞任する意向を表明していることから、後任首相が「二度目の国民投票」を実施する保証がないとしてやはり支持しない意向である。労働党はもともと政権奪還をねらっており、このタイミングで不人気なメイ首相の「離脱協定案」の実現に手を貸しても、何のメリットもないとの計算も働いていると見受けられる。

次期首相は強硬離脱派？

保守党内からはメイ首相の退陣を求める声が一段と高まっている。メイ首相は WAB に関する採決のあとに保守党党首 (すなわち英国首相) を辞任するスケジュールを公表するとしてきたが、これを本日 5 月 24 日にも前倒しするとの報道がなされている。そうなれば後任の保守党党首を選出する手続きが開始され、選出された新党首が次期首相となる。新党首の選出はまず立候補を募り、候補者が 3 人以上の場合は、保守党の下院議員の投票で候補者が 2 人になるまで投票を行う。その 2 人の候補者について、約 12 万人の保守党党員が投票して新党首を選出するが、一連の過程には 1 カ月以上かかる可能性がある。保守党党員の間では早期の EU 離脱の実現を望む声が多く、次の党首には強硬離脱派が選出される可能性が高いと予想されている。有力な新党首候補として強硬離脱派のジョンソン元外相、ラーブ元 EU 離脱担当相、ゴープ環境相、穏健離脱派ではハント外相などの名前が挙がっている。強硬離脱派が首相に就任すれば「合意なしの離脱」の可能性が高まるが、英下院の勢力図は変わらないため、「合意なしの離脱」を望まない下院との間で Brexit を巡る議論が迷走し、先行きの不透明な状態が長期化するのではないかと懸念される。

英国経済

1-3 月期は前期比+0.5%成長に加速

英国の実質 GDP 成長率は 2019 年 1-3 月期に前期比+0.5%（年率換算+2.0%）となり、2018 年 10-12 月期の同+0.2%（同+0.9%）から明確に加速した。個人消費が同+0.6%、政府消費が同+1.4%、総固定資本形成が同+2.1%となって、内需がそろって拡大している。一方、純輸出寄与度は同-2.1%pt と大幅なマイナス寄与となったが、これは輸入が同+6.8%と記録的な伸びとなったためである。3 月 29 日という当初の EU 離脱期限をにらんだ在庫積み増しの影響によるものであり、在庫変動の寄与度は同+1.6%pt とやはり高水準であった。

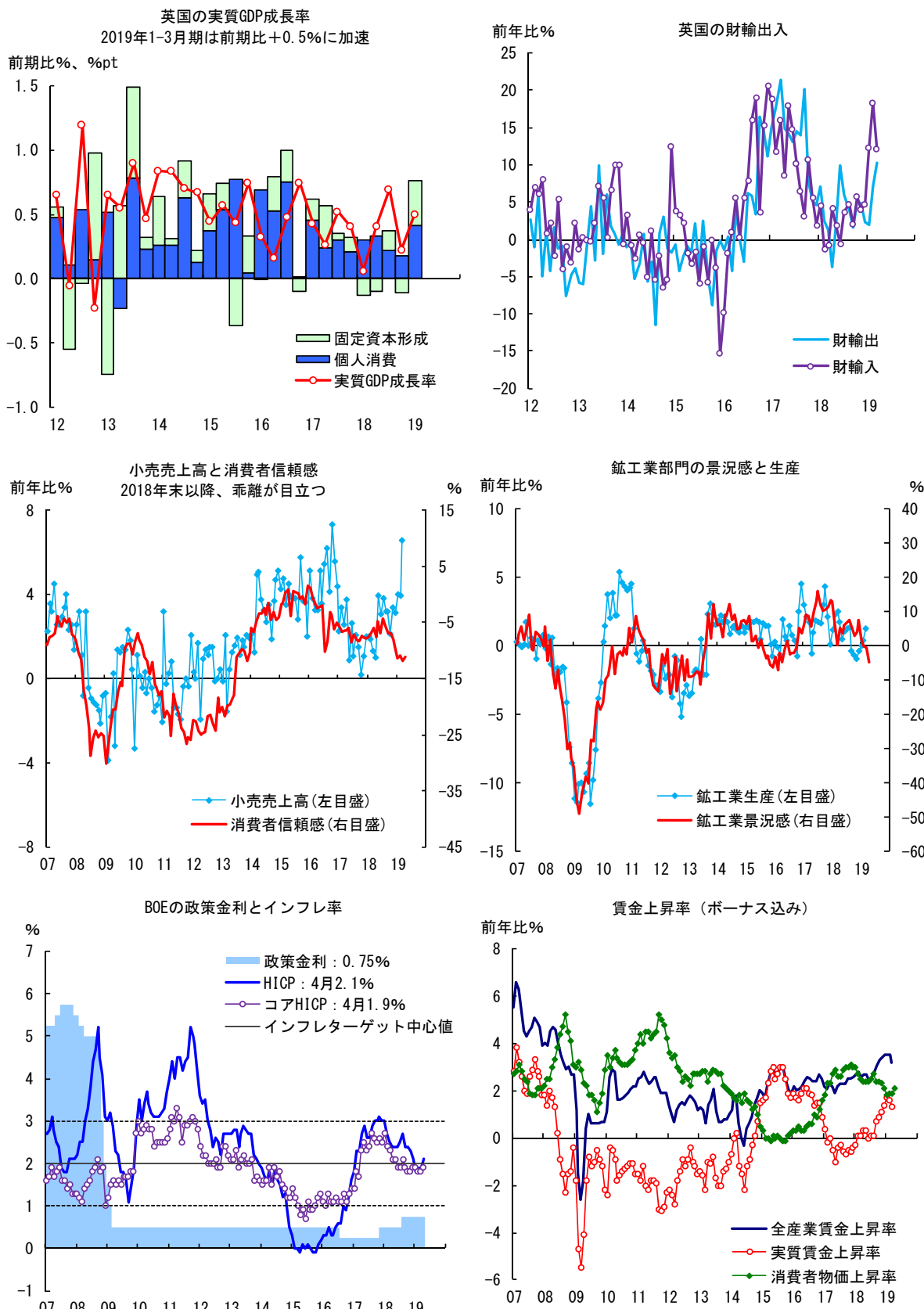
4-6 月期は在庫積み増しの反動減に加えて、Brexit を巡る不透明感も引き続き重石に

英国でも 4-6 月期に在庫積み増しの反動が出てくると見込まれるが、ユーロ圏に比べてそのインパクトがより大きくなるだろうと予想している。2018 年半ば以降の経済統計で気になっているのが、景況感と実体経済の乖離が進んでいることで、特に個人消費関連でそれが目立つ。消費者信頼感がじわじわと悪化しているのに対し、小売売上高は高い伸びを続け、2019 年 3 月には前年比+6.6%に加速した。鉱工業部門での乖離はそこまで明確ではないが、やはり景況感が 2018 年末以降悪化しているのに反して、2 月と 3 月の鉱工業生産の伸びは前年比プラスに転じた。景況感悪化の背景には、英国の EU 離脱、とりわけ「合意なしの離脱」に対する懸念が重石になっていると考えられる。3 月 29 日には「合意なしの離脱」は実現しなかったが、その可能性が消えたわけではなく、単に先延ばしされただけの可能性もある。

BOE も Brexit をにらみつつ様子見姿勢を継続

BOE は 5 月 1 日の金融政策理事会で政策金利を 0.75% に据え置くことを全会一致で決定した。金融政策の方向性として、「想定期間内の緩やかな利上げ継続」という方針が再確認されたが、これはあくまで Brexit が EU と良好な関係を維持しつつ遂行されることを前提にしている。現実がそうはなっていない中で、BOE としては景気とインフレ動向を見守る様子見姿勢に留まらざるを得ないであろう。Brexit の不透明感に伴う投資抑制が景気の下振れ要因であるが、他方でこのところの Brexit 議論の迷走がポンド安を招いていることは、先々のインフレ圧力として警戒されるところである。

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

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	1.5%	1.7%	0.6%	0.9%	1.6%	1.0%	1.3%	1.4%	2.4%	1.9%	1.2%	1.3%
民間消費支出	1.9%	0.7%	0.4%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.3%
政府消費支出	0.2%	1.7%	0.2%	2.7%	1.2%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%
総固定資本形成	0.6%	6.4%	2.0%	5.3%	3.6%	1.2%	1.6%	1.2%	2.6%	3.3%	3.0%	1.6%
輸出等	-2.4%	4.5%	0.8%	4.7%	3.4%	1.2%	2.4%	3.2%	5.2%	3.1%	2.9%	3.0%
輸入等	-0.9%	4.7%	4.7%	4.4%	3.6%	1.6%	2.4%	3.2%	3.9%	3.1%	3.4%	3.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.4%	2.2%	1.6%	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%	2.4%	1.9%	1.2%	1.3%
民間消費支出	1.7%	1.4%	1.0%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.3%	1.1%	1.3%
政府消費支出	1.1%	1.2%	0.8%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%
総固定資本形成	3.4%	2.8%	3.4%	3.5%	4.3%	3.0%	2.9%	1.9%	2.6%	3.3%	3.0%	1.6%
輸出等	3.9%	4.0%	2.8%	1.9%	3.4%	2.5%	2.9%	2.6%	5.2%	3.1%	2.9%	3.0%
輸入等	2.9%	2.8%	3.6%	3.2%	4.4%	3.6%	3.0%	2.7%	3.9%	3.1%	3.4%	3.1%
鉱工業生産（除建設）	3.1%	2.3%	0.5%	-2.1%	-0.3%	-0.5%	0.3%	1.7%	2.9%	0.9%	0.3%	1.5%
実質小売売上高	1.7%	1.8%	1.2%	1.7%	2.2%	1.7%	1.8%	1.6%	2.5%	1.6%	1.8%	1.5%
消費者物価	1.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.8%	1.4%	1.4%
生産者物価	1.2%	2.1%	3.6%	2.9%	1.9%	2.1%	1.7%	1.8%	2.7%	2.4%	1.9%	1.9%
失業率	8.5%	8.3%	8.0%	7.9%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	9.1%	8.2%	7.7%	7.7%
10億ユーロ												
貿易収支	78.3	68.0	60.8	69.7	77.1	67.0	65.0	66.0	317.9	276.8	275.1	244.0
経常収支	98.2	86.3	71.9	79.6	90.2	78.6	74.6	73.5	360.6	335.9	317.0	263.9
財政収支									-112	-58	-95	-85
独 国債10年物（期中平均）	0.62%	0.49%	0.38%	0.37%	0.13%	-0.04%	-0.05%	0.00%	0.37%	0.47%	0.01%	0.12%
独 国債2年物（期中平均）	-0.57%	-0.60%	-0.59%	-0.59%	-0.56%	-0.61%	-0.62%	-0.60%	-0.72%	-0.59%	-0.60%	-0.55%
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%

（注）2019年Q1まで実績値（GDP内訳のみ2018年Q4まで実績値）。それ以降は大和総研予想
（出所）Eurostat、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	0.2%	1.6%	2.8%	0.9%	2.0%	0.2%	0.9%	1.1%	1.8%	1.4%	1.3%	1.3%
民間消費支出	1.9%	2.0%	1.4%	1.1%	2.5%	1.2%	1.6%	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%
政府消費支出	0.7%	-1.6%	-0.3%	5.3%	5.7%	3.2%	2.0%	1.6%	-0.2%	0.4%	3.2%	1.6%
総固定資本形成	-3.1%	-2.2%	3.5%	-2.5%	8.6%	-2.8%	2.0%	2.0%	3.5%	0.2%	1.7%	1.3%
輸出等	-5.1%	-3.8%	3.5%	6.6%	0.2%	2.4%	2.0%	2.4%	5.6%	0.1%	2.3%	2.6%
輸入等	-2.3%	1.6%	2.9%	8.6%	30.2%	-21.9%	0.8%	2.0%	3.5%	0.7%	4.3%	1.6%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.2%	1.4%	1.6%	1.4%	1.8%	1.5%	1.0%	1.1%	1.8%	1.4%	1.3%	1.3%
民間消費支出	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%
政府消費支出	0.8%	-0.1%	-0.3%	1.0%	2.2%	3.5%	4.0%	3.1%	-0.2%	0.4%	3.2%	1.6%
総固定資本形成	2.1%	-0.4%	0.2%	-1.1%	1.7%	1.6%	1.2%	2.4%	3.5%	0.2%	1.7%	1.3%
輸出等	1.9%	-0.3%	-1.3%	0.2%	1.5%	3.1%	2.8%	1.8%	5.6%	0.1%	2.3%	2.6%
輸入等	0.3%	-0.2%	-0.1%	2.6%	10.2%	3.2%	2.7%	1.1%	3.5%	0.7%	4.3%	1.6%
鉱工業生産	2.0%	1.1%	0.7%	-0.7%	0.6%	0.5%	-0.4%	0.1%	1.8%	0.8%	0.2%	0.2%
実質小売売上高	1.7%	2.7%	3.4%	2.9%	4.8%	2.2%	1.1%	1.5%	1.9%	2.7%	2.4%	1.9%
消費者物価	2.7%	2.4%	2.5%	2.3%	1.8%	1.9%	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%	2.3%	2.2%	1.9%	1.9%	3.4%	2.9%	2.1%	2.2%
失業率	4.2%	4.0%	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.4%	4.1%	3.9%	4.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-32.1	-34.2	-34.8	-36.9	-43.3	-33.7	-36.9	-36.3	-137.0	-138.1	-150.3	-148.2
経常収支	-17.7	-17.3	-23.0	-23.7	-33.2	-21.3	-23.5	-22.9	-68.4	-81.6	-100.9	-95.2
財政収支	10.0	-10.5	-2.1	-16.8	15.1				-23.5	-19.4	-21.8	-22.6
国債10年物（期中平均）	1.45%	1.39%	1.36%	1.43%	1.17%	1.05%	1.00%	1.00%	1.20%	1.41%	1.06%	1.16%
国債2年物（期中平均）	0.69%	0.78%	0.76%	0.77%	0.75%	0.72%	0.67%	0.68%	0.25%	0.75%	0.71%	0.72%
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%	0.75%

（注）2019年Q1まで実績値（経常収支のみ2018年Q4まで実績値）。それ以降は大和総研予想
（出所）ONS、BOE、大和総研