

2019年6月21日 全7頁

欧州経済見通し 長期化する不透明感

ドラギ ECB 総裁は金融緩和再開の可能性を示唆

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ECB（欧州中央銀行）は6月6日の金融政策理事会で、「不透明感の長期化」を理由として、政策金利を現行で据え置く期間を「2019年末まで」から「2020年上半期まで」に延ばした。米中対立の激化により世界的に景気減速懸念が強まったことに加え、FRB（米連邦準備制度理事会）がこの夏にも利下げに転じるとの観測が急浮上したことが背景にある。ドラギ ECB 総裁は6月18日の講演で、景気見通しが好転せず、インフレ率の目標達成が困難な場合は「あらゆる手段を講じる」と金融緩和の再開に向けてさらに踏み込んだ発言を行った。ECBも次の一手は利上げではなく、利下げへ完全に転換した。
- 実際に金融緩和に動くかは、景気とインフレ動向及びその見通し次第となる。ユーロ圏の1-3月期の成長率は明確に加速したが、これは3月29日という当初の英国のEU離脱（Brexit）期限に備えた企業の在庫積み増しや家計の買いだめによって押し上げられた側面があり、4月の輸出、生産、小売売上高はそろって落ち込んだ。夏にかけて景気が停滞を続け、低インフレ傾向に変化がなければ、9月のECB理事会で利下げ、あるいは資産買収の再開などの緩和措置が講じられる可能性が高いと考えられる。
- 英国ではBrexitに備えた1-3月期の高成長のあと、4-6月期はマイナス成長に転じると見込まれる。EU離脱期限は10月31日に延期されているが、いつどのようにBrexitが実現するのかが依然として不透明である。辞任を表明したメイ首相の後任には、「EUとの合意があろうとなかろうと10月31日にEUから離脱する」と強硬離脱も辞さない姿勢を示してきたボリス・ジョンソン前外相が就任する可能性が高い。保守党員向けにアピールする期間が終わり、EUとの再交渉が視野に入った時に、新首相のBrexit実現計画がどう軌道修正されるかが次の注目点となろう。

ユーロ圏経済

金融緩和の再開の可能性を示唆した ECB

ECB は 6 月 6 日の金融政策理事会で政策金利の据え置きを決定すると共に、その据え置き期間を「少なくとも 2020 年上半期まで」へ 6 カ月延長した。ECB は今年 3 月の理事会でこの期間を「少なくとも 2019 年夏まで」から「少なくとも 2019 年末まで」に延長したばかりであったが、わずか 3 カ月での再延長となった。

金利据え置き期間を延長した理由として、ECB は「不透明な状況が長期化していること」を挙げている。この 3 カ月の変化で大きいのは、米中の通商協議が 5 月にもまとまるとの期待に反して、決裂状態に陥ったことである。米国は制裁関税の対象とする中国からの輸入品リストを一気に拡大させ、中国側が譲歩を見せなければ、次なる手段としてほぼ全ての輸入品を制裁関税の対象にすると警告した。これに対して中国も対抗姿勢を強め、通商交渉は暗礁に乗り上げた。米中対立のエスカレートは、中国景気が 2019 年後半に持ち直すとのシナリオの実現可能性を低下させ、また、米国の景気減速懸念も強めている。

一方、欧州内の大きな不透明要因である Brexit 問題については、離脱期限が当初の 3 月 29 日から 10 月 31 日に延期されたあと、5 月下旬にメイ首相が辞意を表明し、リーダー不在の状況にある。後任の首相となる保守党党首の選挙が始まっているが、「EU との合意があろうとなかろうと 10 月 31 日に EU を離脱する」と主張する強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が当選する公算が大きい。この状況下で、ユーロ圏では輸出依存度の高い鉱工業の企業景況感が悪化傾向にあり、ECB は景気の下振れに対する警戒を強めざるを得ないと判断したと考えられる。

加えて、米国の景気減速懸念を背景に、FRB がこの夏にも利下げに転じるとの観測が急速に高まったことも、ECB に政策金利の据え置き期間の延長を促したと考えられる。ECB が手をこまぬいていれば、急速なユーロ高がもたらされる可能性があり、それは輸出企業にとってさらなる打撃となり得る。6 月の理事会では政策金利の引き下げを主張したメンバーも数人いたことが明らかにされている。

この ECB 理事会から約 2 週間後の 6 月 18 日に、ポルトガルのシントラで開催された ECB 年次経済フォーラムでスピーチしたドラギ総裁は、金融緩和再開に向けてさらに一步踏み込んだ。ユーロ圏の景気見通しが好転せず、インフレ率が低迷を続けた場合は追加的な緩和措置が必要になると明言したのである。具体的な緩和策への言及はなかったものの、現在 -0.4% の中央銀行預金金利の引き下げや、2018 年末で終了させた資産買取の再開などが想定される。なお、利下げ実施に際しては、マイナス金利の副作用を軽減するために、日銀が採用している金利の階層化などの措置が検討される可能性が高い。また、資産買取を再開するにあたって、ECB が定めた各国の国債買取の上限の見直しなどもあわせて実施する必要があると考えられる。ところで、ドラギ総裁はユーロ圏加盟国に対して金融政策のみに頼らないよう警告を発しているのだが、財政出動したいイタリアにはその余裕が乏しい一方、財政黒字のドイツやオランダの歳出拡大ペースは鈍い。また、ユーロ圏内の所得再分配機能の拡充を狙ったユーロ圏予算の創設は改めて先送りされており、金融政策への依存の高さは容易には変わらないと予想される。

ユーロ圏の景気とインフレ見通し

ECB が早々に金融緩和に動くのか、その鍵を握るのはユーロ圏の景気とインフレ動向及びその見通しである。夏にかけて景気が停滞を続け、低インフレ傾向に変化がなければ、9月のECB理事会で利下げや資産買取の再開などの金融緩和措置が講じられる可能性が高いと考えられる。

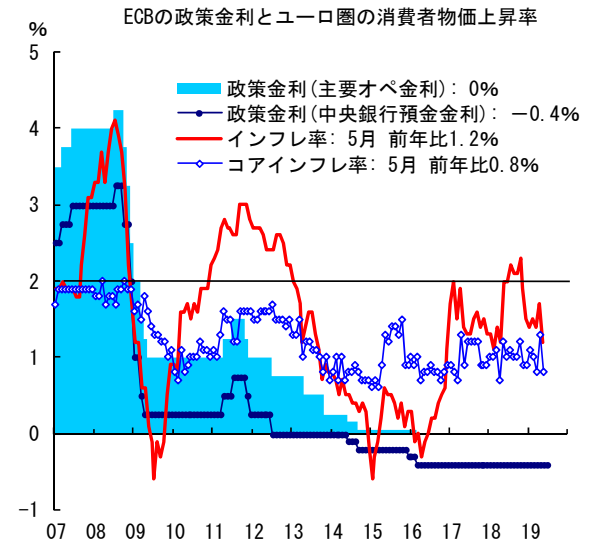
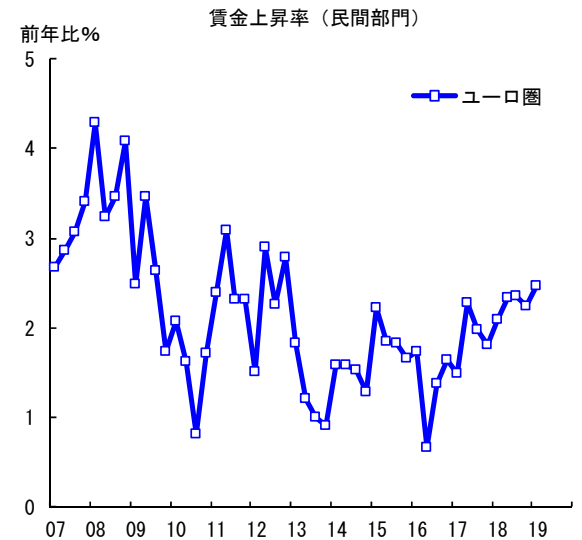
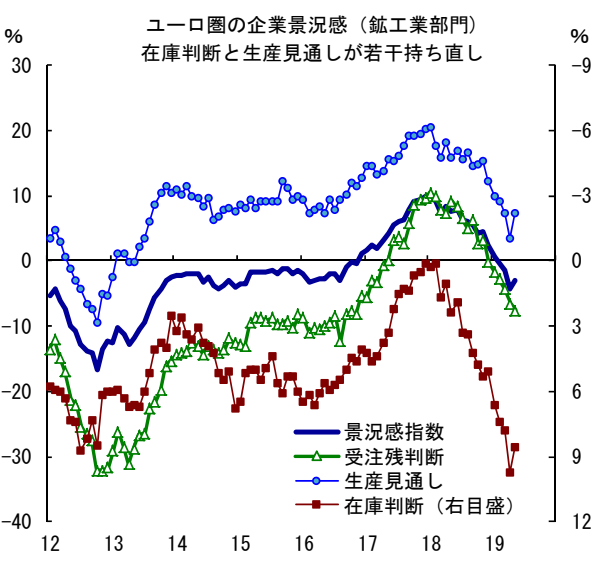
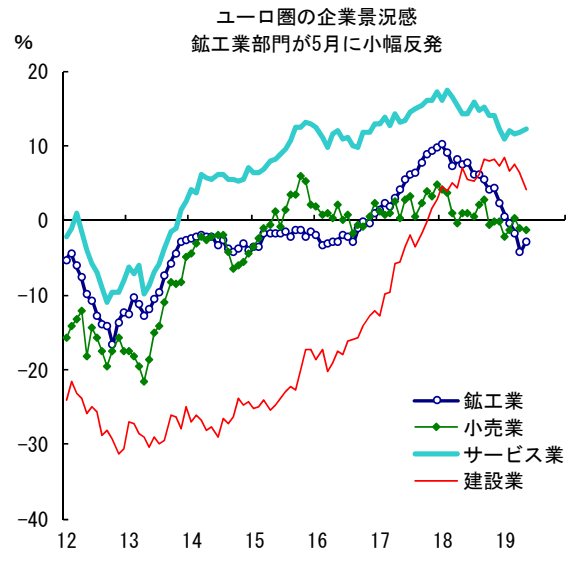
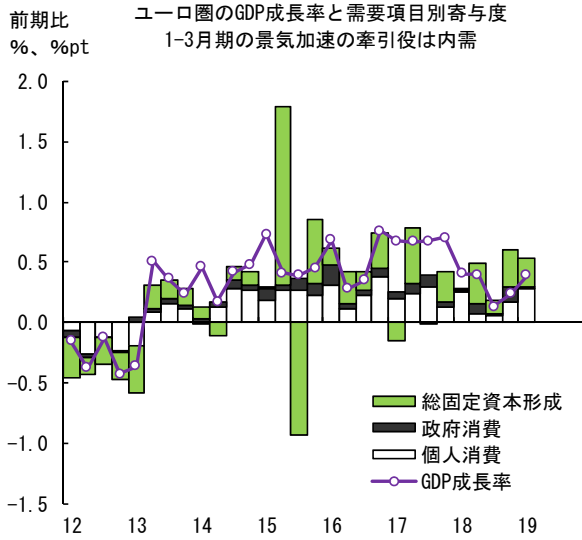
ユーロ圏の2019年1-3月期のGDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.6%）と明確に加速した。需要項目別の内訳では個人消費が同+0.5%（同+2.1%）、総固定資本形成が同+1.1%（同+4.5%）と内需が主な牽引役である。また、輸出は同+0.6%（同+2.5%）とまずまず堅調で、純輸出の寄与度は同+0.1%ptとなった。ただし、1-3月期の成長率は、英国のEU離脱で予想される物流の混乱やコスト上昇に備えたユーロ圏内及び英国の企業の在庫の積み増しや、家計の買いだめによって押し上げられた側面があるとみられる。ユーロ圏の4月の輸出金額は前月比-2.5%と5カ月ぶりに縮小したのみならず、比較的大きなマイナス幅となった。また、4月の鉱工業生産は前月比-0.5%、小売売上高は同-0.4%とそろって落ち込んだ。このような実体経済の弱さが一時的なものか、継続的なものとなるかがまず注目される。

欧州委員会が公表する企業景況感のうち5月の統計で、2018年年初からほぼ一本調子に悪化してきた鉱工業が小幅ながら反発したことが目を引く。在庫の過剰感がやや薄れ、今後3カ月の生産見通しが若干改善したことが寄与した。ただし、受注判断だけは、輸出向けの受注判断の悪化により、悪化傾向が継続している。先述したように、5月には米中の通商協議が暗礁に乗り上げ、輸出の見通しが一段と不透明になった。米中の「制裁関税合戦」は2018年から徐々に激しさを増してきたが、ユーロ圏の対米国、対中国の輸出がその悪影響を受けている証拠はまだ明確ではない。1-4月の輸出金額は対米国が前年比+10.2%、対中国は同+11.2%と高い伸びを記録しており、輸出総額の同+4.3%を大きく上回った。すなわち、今後、両国の景気が貿易摩擦の激化の影響で明確に減速することになれば、ユーロ圏の輸出は大きな打撃を受ける可能性が高い。米中は6月末のG20サミットで首脳会談を行う方針を発表したが、通商協議の打開が図られるか、その行方はユーロ圏経済にとっても非常に大きな関心事である。

外需見通しの不透明感が晴れない一方で、サービス業や建設業など内需依存度が高い産業の景況感は堅調に推移している。また、消費者信頼感には2018年末にかけて悪化したあと、2019年はやや持ち直す動きを見せている。ユーロ圏では就業者数が増加傾向にあり、賃金上昇率も緩やかながら加速傾向を維持している。家計所得が堅調な拡大を続けていることは、原油価格下落を反映したインフレ率低下ともあいまって個人消費拡大を後押しし、ユーロ圏景気を下支えすると予想される。

ただし、消費には追い風となる低インフレは、ECBの悩みの種でもある。大きな変動要因となる原油価格は、地政学的リスクの高まりという価格上昇材料もあるが、世界景気減速という需要減退に伴う価格抑制効果が勝ると見込まれる。また、ユーロ圏の賃金上昇率は業績好調な鉱工業部門が主導して加速してきたが、外需見通しの不透明感が晴れないことが、同部門の賃金上昇率の抑制要因になることが懸念される。ユーロ圏のインフレ率が、ECBが目標とする「前年比+2.0%をやや下回る」水準に近づくと見通しを立てることは容易ではないだろう。

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

英国経済

4-6 月期はマイナス成長が見込まれる

英国の GDP 成長率は 1-3 月期に前期比+0.5%（年率換算+2.0%）と明確に加速したが、これは当初の EU 離脱期限であった 3 月 29 日をにらんだ企業の在庫積み増しや家計の買いだめによる押し上げ効果が大きかったとみられる。続く 4-6 月期はこの反動減に加え、EU 離脱を見越した工場の操業停止などの影響もあって、マイナス成長に陥ると見込む。大手自動車メーカーなどは EU 離脱直後の物流の混乱を回避するべく、4 月初めに定期点検を前倒しで実施し、1 週間ほど工場の操業を停止する対策を講じていた。結局、離脱期限は 10 月 31 日に延期されたが、工場の定期点検はそのまま実施された。このような事情から、英国の 4 月の鉱工業生産は前月比-2.7%となり、とりわけ製造業が同-3.9%と大幅に落ち込んでいる。また、離脱期限までに英国製品の在庫を積み増そうとの国外からの需要増の反動で、4 月の財輸出は同-8.4%の大幅減を記録した。輸出の約 5 割を占める EU 向けが同-15.2%と落ち込んだ影響が大きい。

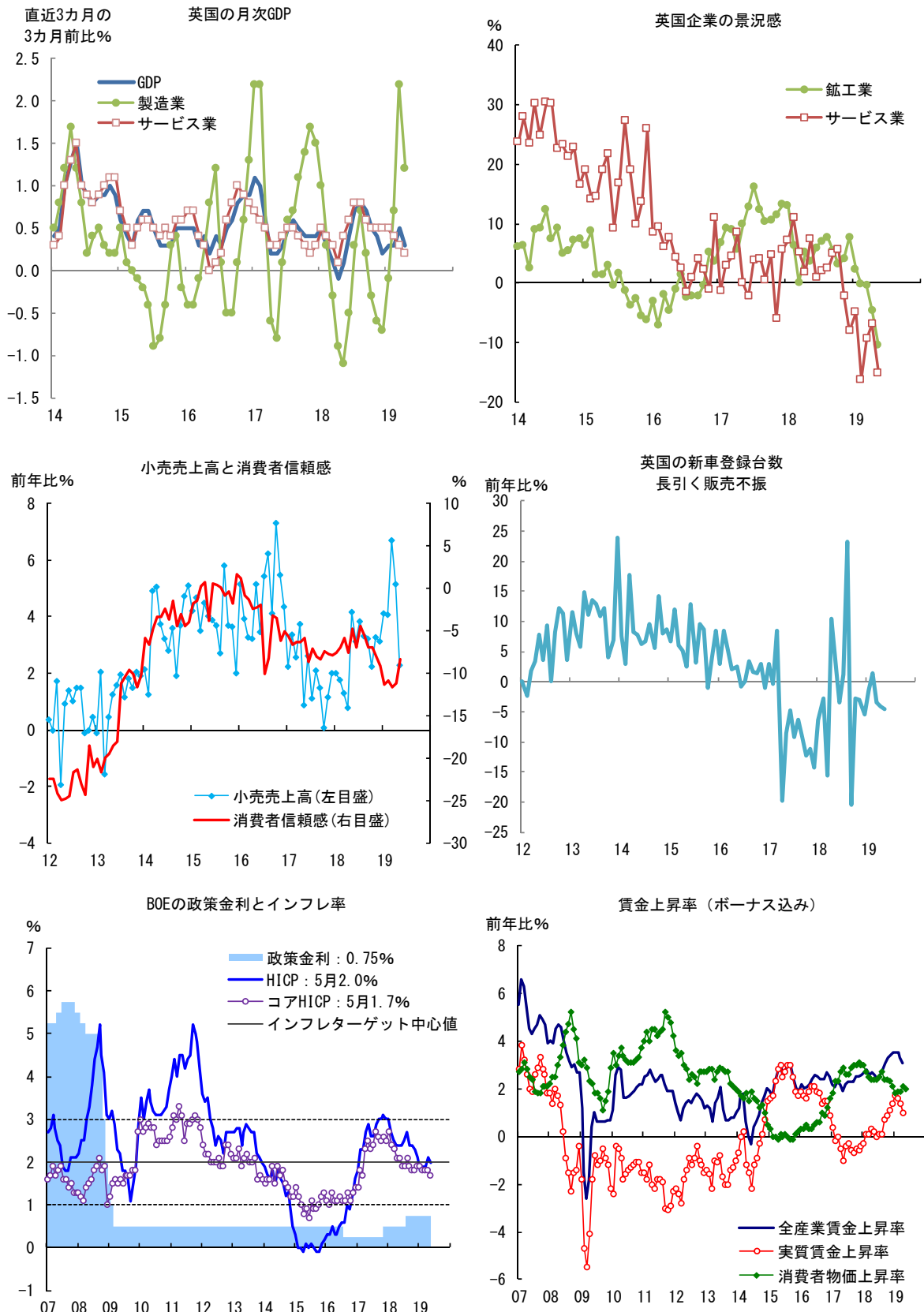
月次の GDP 統計で直近 3 カ月の 3 カ月前比の伸び率が、2-4 月は+0.3%と 1-3 月の+0.5%から減速した。鉱工業の減速が際立つものの、サービス業の減速も寄与している。企業景況感に注目すると、鉱工業、サービス業とも直近の 5 月に明確に悪化した。米中貿易摩擦の激化に加え、EU 離脱実現に向けたメイ首相の英下院における多数派工作が失敗に終わり、「合意なしの離脱」の可能性が高まったことも先行き不安を高める原因となったと見受けられる。

なお、個人消費は英国経済の重要な牽引役だが、1-3 月期の高水準から 4-6 月期は減速が見込まれる。大型消費の代表格である乗用車販売は、4 月は前年比-4.1%、5 月も同-4.6%と落ち込んだ。

ジョンソン首相誕生の可能性が高い

メイ首相の辞任表明を受けて 6 月 10 日に後任の保守党党首の立候補が受け付けられ、10 名が立候補した。党首選出は 2 段階で実施される。まず保守党の 313 名の下院議員の投票で 2 候補に絞り込まれ、ボリス・ジョンソン前外相とジェレミー・ハント外相が勝ち抜いた。次は 16 万人余りの保守党の党員による郵送での投票が行われ、過半数を獲得した候補が保守党党首となり、次期首相となる。最終結果は 7 月下旬に出る予定だが、ジョンソン氏が次期首相に就任する可能性が高いとみられる。同氏は 2016 年 6 月の国民投票の際に EU 離脱キャンペーンの立役者の一人で、今回も「EU との合意があろうとなかろうと 10 月 31 日に EU 離脱を実現させる」と主張している。この主張は、国民投票から約 3 年が経過してなお EU 離脱が実現していないことを強く批判する保守党党員に広く支持されている。ジョンソン氏は首相就任後、アイルランドの国境問題を筆頭に離脱協定案について EU と再交渉するとしているが、EU 側は離脱協定案に関する再交渉には応じない構えである。「合意なしの離脱も辞さない」とのジョンソン氏の発言が保守党員向けのアピールにすぎないのかどうか、EU との交渉が視野に入り、また「合意なしの離脱」に反対する英議会とも向き合う必要が出た時に、新首相の EU 離脱計画がどう軌道修正されるかが次の注目点となろう。

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

ユーロ圏経済・金利見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.6%	0.9%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	2.4%	1.9%	1.1%	1.2%
民間消費支出	2.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%
政府消費支出	0.3%	1.0%	0.8%	1.2%	1.3%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	4.5%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%	2.0%	1.6%	2.0%	2.7%	3.4%	3.0%	1.2%
輸出等	2.5%	1.2%	2.8%	2.0%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	5.1%	3.2%	2.6%	2.1%
輸入等	1.7%	1.2%	2.8%	2.0%	1.6%	2.0%	2.8%	3.2%	3.9%	3.2%	2.9%	2.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	2.4%	1.9%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%
政府消費支出	1.1%	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	4.8%	3.1%	2.7%	1.4%	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%	2.7%	3.4%	3.0%	1.2%
輸出等	3.2%	2.3%	2.8%	2.1%	1.9%	2.1%	2.0%	2.2%	5.1%	3.2%	2.6%	2.1%
輸入等	4.0%	3.1%	2.6%	1.9%	1.9%	2.1%	2.1%	2.4%	3.9%	3.2%	2.9%	2.1%
鉱工業生産（除建設）	-0.3%	-0.5%	0.3%	1.7%	1.4%	1.7%	1.4%	1.5%	2.9%	0.9%	0.3%	1.5%
実質小売売上高	2.3%	1.1%	1.2%	1.0%	0.7%	1.6%	1.6%	1.5%	2.5%	1.6%	1.4%	1.4%
消費者物価	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.3%	1.4%
生産者物価	1.9%	1.7%	1.3%	1.4%	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	2.7%	2.4%	1.6%	1.8%
失業率	7.8%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	9.1%	8.2%	7.6%	7.5%
10億ユーロ												
貿易収支	77.1	67.0	65.0	66.0	63.0	61.0	60.0	60.0	317.9	276.8	275.1	244.0
経常収支	90.2	78.6	74.6	73.5	69.5	67.5	63.5	63.5	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）	0.13%	-0.10%	-0.20%	-0.04%	0.05%	0.09%	0.14%	0.18%	0.37%	0.47%	-0.05%	0.12%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.64%	-0.70%	-0.62%	-0.59%	-0.56%	-0.54%	-0.52%	-0.72%	-0.59%	-0.63%	-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。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

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	2.0%	-0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%
民間消費支出	2.5%	1.1%	1.4%	1.8%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	2.1%	1.7%	1.6%	1.4%
政府消費支出	5.7%	3.6%	2.8%	1.6%	2.0%	1.6%	1.2%	1.6%	-0.2%	0.4%	3.4%	1.9%
総固定資本形成	8.6%	-2.0%	0.0%	1.6%	0.4%	1.2%	0.8%	0.8%	3.5%	0.2%	1.6%	0.7%
輸出等	6.1%	-3.2%	2.0%	1.6%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%	5.6%	0.1%	2.7%	1.6%
輸入等	50.7%	-32.0%	1.2%	4.1%	3.2%	4.1%	4.5%	4.9%	3.5%	0.7%	5.6%	0.8%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	1.3%	0.8%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%
民間消費支出	1.7%	1.5%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	2.1%	1.7%	1.6%	1.4%
政府消費支出	2.2%	3.6%	4.4%	3.4%	2.5%	2.0%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.4%	3.4%	1.9%
総固定資本形成	1.7%	1.8%	0.9%	2.0%	-0.0%	0.8%	1.0%	0.8%	3.5%	0.2%	1.6%	0.7%
輸出等	3.0%	3.2%	2.8%	1.6%	0.5%	1.8%	1.9%	2.1%	5.6%	0.1%	2.7%	1.6%
輸入等	14.3%	3.4%	3.0%	1.9%	-7.3%	3.1%	4.0%	4.2%	3.5%	0.7%	5.6%	0.8%
鉱工業生産	0.6%	-1.5%	-2.4%	-1.9%	-2.7%	0.0%	0.4%	1.0%	1.8%	0.8%	-1.3%	-0.3%
実質小売売上高	4.9%	3.5%	2.3%	2.7%	2.1%	2.0%	2.3%	2.3%	1.9%	2.7%	3.3%	2.2%
消費者物価	1.8%	2.1%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.7%	2.5%	2.0%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	2.3%	1.9%	1.7%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	3.4%	2.9%	1.9%	2.2%
失業率	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	3.9%	4.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-47.0	-33.7	-36.9	-36.3	-41.6	-33.7	-36.8	-36.2	-137.0	-138.1	-154.0	-148.2
経常収支	-30.5	-21.3	-23.5	-22.9	-28.2	-20.4	-23.5	-23.0	-68.4	-81.6	-98.1	-95.2
財政収支	16.5								-23.5	-19.7	-21.8	-22.5
国債10年物（期中平均）	1.17%	1.00%	0.83%	0.80%	0.85%	0.90%	0.95%	0.90%	1.20%	1.41%	0.95%	0.90%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.64%	0.60%	0.66%	0.65%	0.65%	0.70%	0.25%	0.75%	0.67%	0.67%
政策金利（末値）	0.75%	0.75%	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