

2019年8月21日 全7頁

欧州経済見通し 近づく景気後退の足音

景気対策へドイツは重い腰を上げつつある

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏では景気減速とインフレ率低下が進行中で、ECB（欧州中央銀行）は9月の理事会で利下げに加え、資産買取プログラムの再開を発表する可能性が高まったと考える。4-6月期のGDP成長率は前期比+0.2%となり、1-3月期の同+0.4%から減速した。また、7月の消費者物価上昇率は2016年11月以来となる前年比+1.0%に低下した。主要加盟国の中でドイツ景気の弱さが目立つ。4-6月期の成長率は前期比-0.1%とマイナス成長に陥ったが、外需の見通しが晴れない中で7月以降も景況感悪化に歯止めがかからず、2四半期連続のマイナス成長が懸念されている。この状況下で、ドイツ政府がようやく重い腰を上げ、財政を活用した景気刺激策を講じる可能性が出てきた。
- 英国の4-6月期のGDP成長率は前期比-0.2%となり、1-3月期の同+0.5%から一気に落ち込んだ。当初のBrexit期限であった3月29日をにらんだ在庫積み増しの反動が出たため、個人消費は同+0.5%と堅調な伸びを続けている。7月の消費者信頼感も明確に改善しており、7-9月期にはプラス成長に戻ると予想する。ただし、Brexitに関する不透明感が薄れたわけではない。7月24日に就任したジョンソン首相は、EUとの再交渉は重視せず、「合意がなくても10月31日にEUから離脱する」という党首選での主張をそのまま遂行することに重きを置いているように見受けられる。

ユーロ圏経済

4-6 月期は前期比+0.2%成長に減速

ユーロ圏の 4-6 月期の成長率（速報値）は前期比+0.2%（年率換算+0.8%）となり、特需や天候要因で押し上げられた 1-3 月期の同+0.4%（同+1.8%）から減速した。1-3 月期の特需とは、英国の当初の EU 離脱期限であった 3 月 29 日をにらんだ英国企業による在庫の積み増しや家計の買いだめに伴う需要拡大である。また、暖冬で建設投資が例年ほど落ち込まなかったことも押し上げ要因となった。4-6 月期 GDP の需要項目別の内訳は 9 月 6 日の発表を待たねばならないが、輸出の落ち込みが最大の減速要因と推測される。国際収支統計によると 4-6 月期の財・サービスの輸出は前期比-1.3%と減少した一方、輸入は同+1.1%と拡大し、それを受けて経常収支の黒字は 1-3 月期の 913 億ユーロから 4-6 月期は 718 億ユーロに一気に縮小した。

続く 7-9 月期の景気動向に関して最初の手掛かりとなる 7 月の景況感指標は一段と悪化した。欧州委員会が発表している景気センチメント指数（ESI）は 102.7 ポイントとなり、長期平均の 100 ポイントはまだ上回っているものの、2016 年 3 月以来の低水準である。中でも鉱工業部門の景況感悪化が顕著で、ほぼ 5 年ぶりに長期平均を下回った 6 月からさらに悪化した。原因は外需見通しが一段と悪化したことである。米中の貿易摩擦は激化と部分的な緊張緩和を繰り返しつつ、長期化することが避けられないと見込まれ、中国のみならず、米国にとっても景気減速要因となることが懸念されつつある。また、英国ではジョンソン首相の就任により、「合意なしの離脱」の可能性が一段と高まってしまった。なお、7 月はサービス業、小売業、建設業の各部門でも景況感が前月比で悪化した。

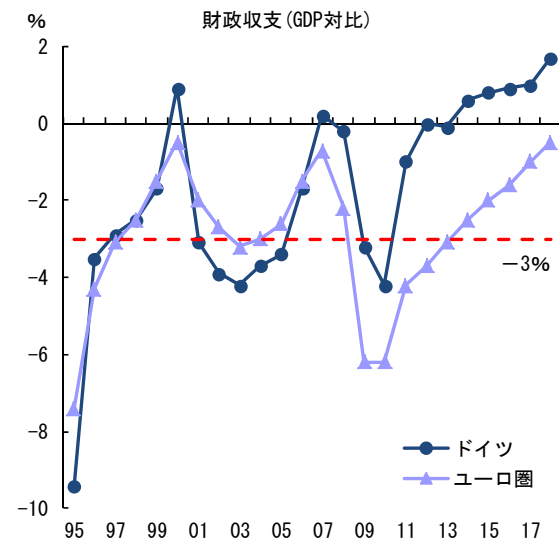
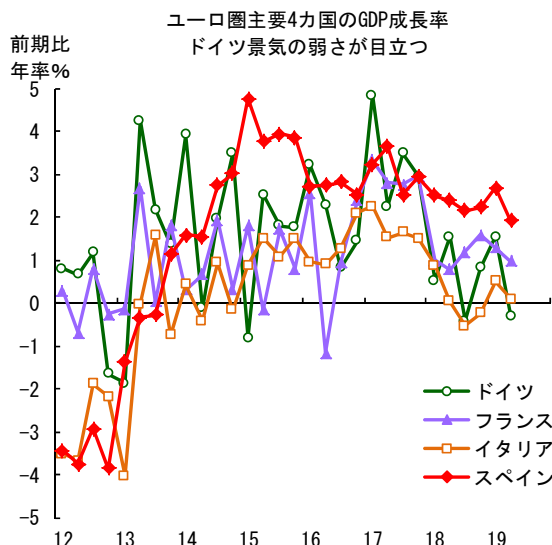
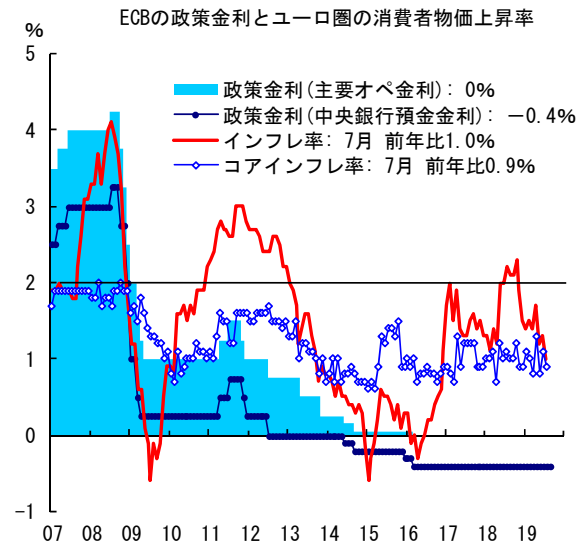
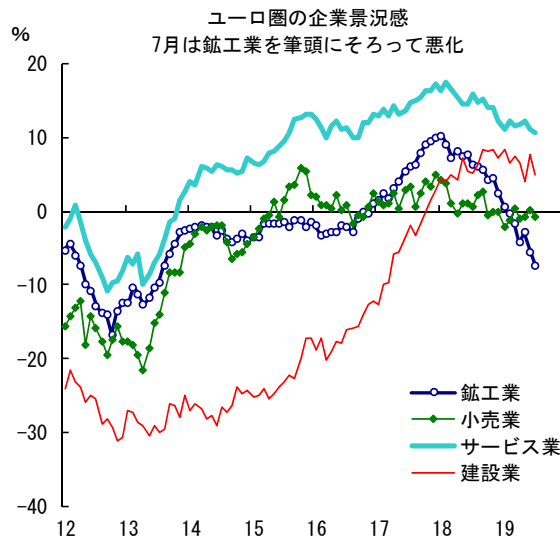
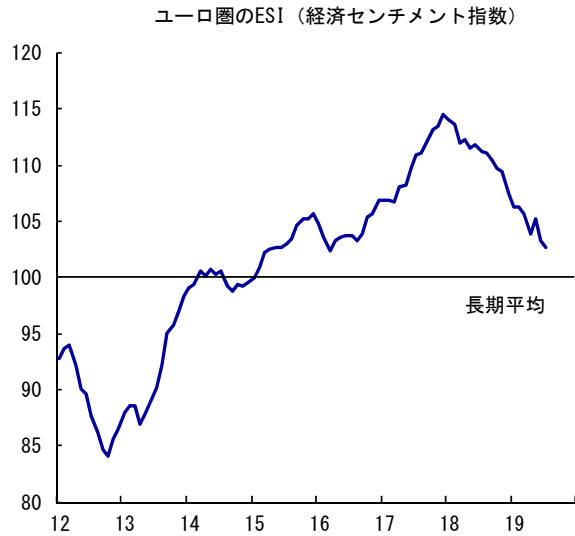
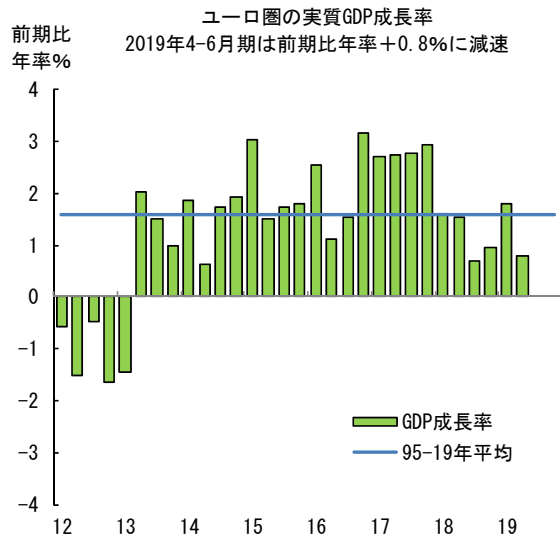
一方、消費者信頼感は 7 月に小幅に持ち直したが、ここ半年は一進一退でほぼ横ばいの推移にとどまっている。6 月の失業率は 7.5%と 2008 年 7 月以来の水準まで低下し、雇用環境は引き続き良好である。とはいえ、企業景況感の悪化に歯止めがかからなければ、雇用不安を通じて消費者信頼感も悪化に転じ、個人消費が景気下支え役を果たさなくなる懸念がある。

ECB は 9 月の理事会で金融緩和実施へ

景気減速を示唆するもう一つの指標がインフレ率である。ユーロ圏の 7 月の消費者物価上昇率は前年比+1.0%に低下し、2016 年 11 月以来の低い伸びとなった。原油価格下落を反映してエネルギー価格が同+0.5%に低下した影響が大きい。エネルギー・食品・アルコール・たばこを除いたコアインフレ率も同+0.9%と低い伸びにとどまっている。

景気、インフレ指標の双方で弱い指標が続く中、ECB は 9 月の金融政策理事会で金融緩和に動く見込まれる。現在-0.4%としている中央銀行預金金利をおそらく-0.6%に引き下げ、さらに昨年 12 月末で打ち切った資産買取プログラムを再開させる可能性が高まったとみている。預金金利のマイナス幅拡大による金融機関の収益性への悪影響を軽減するべく、マイナス金利の対象となる資産を制限する「階層化」と、資産買取プログラムの継続可能性に懸念を持たせないための買取対象資産の拡大も合わせて発表されると予想される。

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

際立つドイツ景気の弱さ

ユーロ圏主要国の4-6月期の成長率のうち、最大の経済規模を有するドイツが前期比-0.1%（年率換算-0.3%）とマイナス成長に転じた。イタリアも同横ばい（同+0.1%）にとどまったが、フランスは同+0.2%（同+1.0%）、スペインは同+0.5%（同+1.9%）とプラス成長が継続しており、ドイツ景気の弱さが目立つ。ドイツの4-6月期GDPの需要項目別の内訳は未発表だが、ドイツ連邦統計局によれば、個人消費、政府消費、設備投資はプラス成長だった一方、輸出、輸入、それに建設投資がマイナス成長で、とりわけ輸出の落ち込みが大きかったとのことである。良くも悪くも外需動向に左右されやすいのがドイツ経済の特徴だが、世界経済が減速傾向にある中で外需依存度の高さが弱点として表れている。

ドイツの鉱工業生産は6月には前月比-1.8%（前年比-6.2%）と大きく落ち込み、しかも生産が縮小している産業が自動車、化学、電機、機械と徐々に拡大してきている。輸出も6月は前年比-8.0%と3年ぶりの大幅な落ち込みを記録した。貿易統計は月ごとの変動が大きい統計ではあるが、5月まで比較的堅調な伸びを維持してきた中国と米国向けが6月は前年割れに転じており、通商摩擦の悪影響がいよいよ表面化してきた可能性がある。なお、悪化が目立つ6月の景気指標の中で、製造業受注は前月比+2.5%（前年比-3.7%）と反発した。しかし、7月以降のドイツの企業景況感は、鉱工業部門を中心に一段と悪化しており、景気持ち直しは見込み薄と考えられる。ドイツ連銀は8月の月報で、7-9月期もマイナス成長となる可能性があると指摘している。2018年後半のイタリアに続き、ドイツが「2四半期連続のマイナス成長」という景気後退の定義を満たしてしまう可能性が高まっている。

財政を活用した景気対策を求める声が急速に高まっている

この状況下で、ドイツに対して財政を活用した景気刺激策を講じるべきとの意見が国内外から高まっている。国外からの意見の代表格であるIMFは以前からドイツ政府が財政収支均衡を政策目標としていることを批判してきた。また、ECBも追加緩和の必要性が急速に高まる中で、金融政策には限界があり、各国政府による対策も必要として、言外に2014年以降、5年連続で財政収支が黒字のドイツに対して財政拡張を求めてきた。

ドイツ政府が「黒いゼロ（若干の財政収支の黒字）」を政策目標に据えたきっかけは、ギリシャの過大な財政赤字を端緒としたユーロ圏債務危機であったが、この方針は儉約志向の強いドイツ国民の支持も高い。とはいえ、景気後退リスクの高まりを背景に国内の多方面からも景気刺激策を求める声が急速に増えている。ドイツ政府は当初は「黒いゼロ」の原則は変更しないとしてきたが、8月19日にショルツ財務相が「景気後退に陥った場合、500億ユーロ規模の景気対策が可能」とその可能性に言及した。景気後退となれば、「黒いゼロ」を順守できない言い訳となろう。具体策はまだ必ずしも明確ではないが、2021年実施の方向で調整している連帯付加税（ドイツ統一の財源確保を目的に所得税と法人税に5.5%の付加税が課せられている）の減税を1年前倒しで実施する、あるいは、9月20日の閣議決定を目指している気候変動リスク軽減のための総合的な対策を、景気刺激策としても活用することなどが検討されると予想する。

英国経済

4-6 月期の成長率は前期比 -0.2%

英国の4-6月期のGDP成長率は前期比-0.2%（年率換算-0.8%）となり、1-3月期の同+0.5%（同+2.0%）から一気に落ち込んだ。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の反動が大きかったためだが、マイナス成長は2012年10-12月期以来、6年半ぶりのことになる。1-3月期に急増した輸入が、4-6月期は急減したことで純輸出の寄与度は前期比+3.3%ptとなったが、在庫変動の寄与度の同-3.8%ptを相殺するには至らなかった。また、4-6月期は総固定資本形成も前期比-1.0%と落ち込んだ。1-3月期に5四半期ぶりにプラスの伸びに転じた企業部門の投資だけでなく、3四半期連続でプラスの伸びが続いていた政府部門の投資も、4-6月期は共にマイナス成長に転じた。

一方、4-6月期の個人消費は前期比+0.5%となり、1-3月期の同+0.6%からの減速はごくわずかであった。賃金上昇率の加速が消費拡大の追い風になっていると考えられる。英国でも企業景況感や鉱工業を中心に7月にかけて悪化傾向にあるが、消費者信頼感や7月に明確に改善し、ほぼ1年ぶりの水準を回復した。家計の所得見通しのみならず、景気見通しも改善したことが、消費者信頼感の改善に貢献している。個人消費拡大が下支え役となることで、7-9月期の成長率はプラス成長に戻ると予想する。

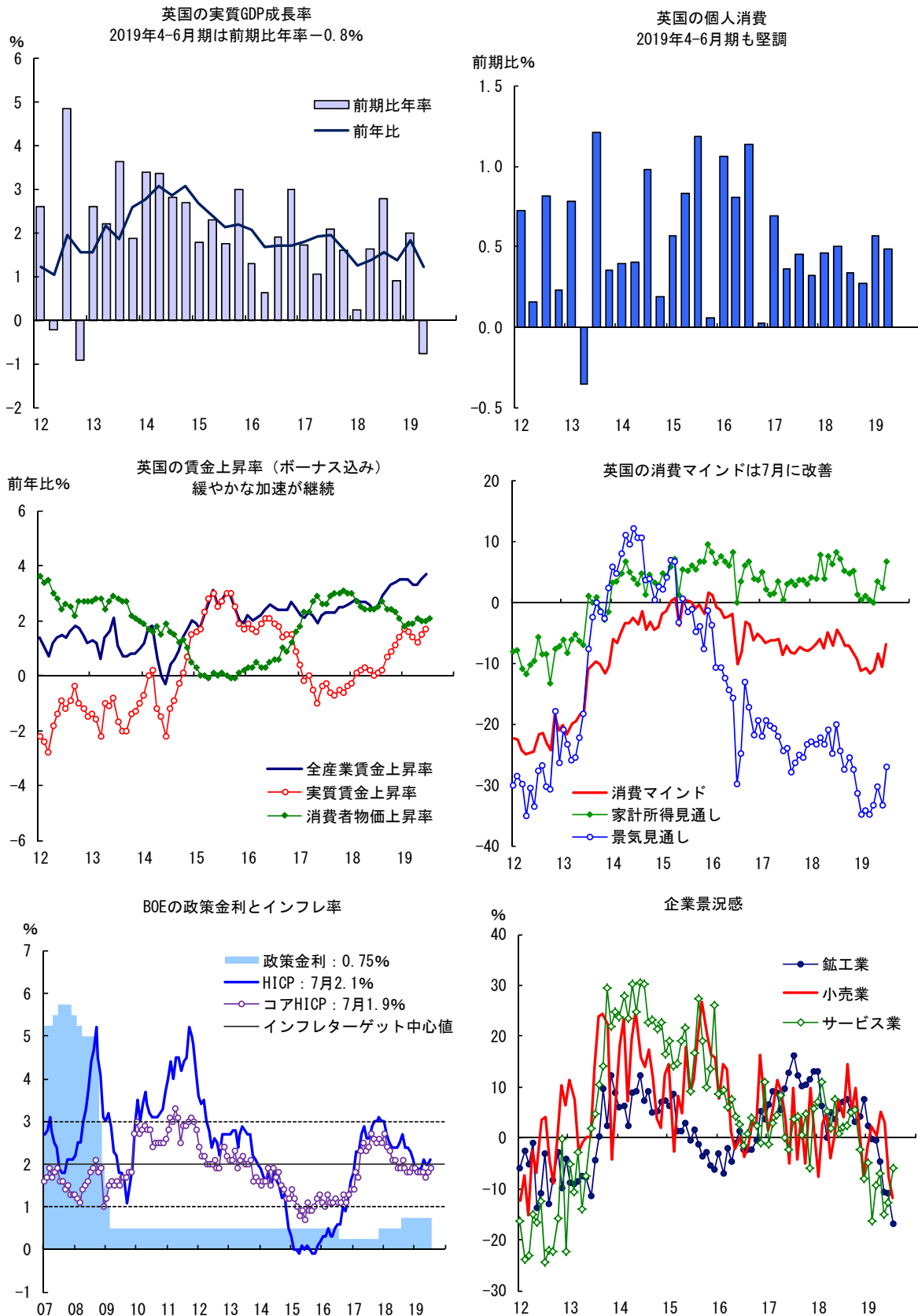
ジョンソン首相就任で可能性が高まった「合意なしの離脱」

ただし、Brexitに関する不透明感が薄れたわけではなく、ジョンソン首相の就任（7月24日）で「合意なしの離脱」の可能性が高まったと考えられる。同首相は、EUと離脱協定に関して再交渉するとしているが、交渉開始の条件として、アイルランドとの国境問題の解決策が見つからない場合に備えた安全策（バックストップ）条項の削除を求めている。これはEUにとって譲れない点であり、ジョンソン首相は本気でEUと再交渉する気がないと疑われても仕方ないだろう。同首相は「合意があろうとなかろうと10月31日にEUから離脱する」とした党首選での主張をそのまま遂行することに重きを置いているように見受けられる。

ジョンソン政権が就任直後から打ち出しているのは、「合意なしの離脱」に備えた予算の増額のほか、警察官の増員、健康保険制度（NHS）の予算増額、メイ前政権が決定した公立学校予算削減の撤回などの財政拡張計画である。前政権の緊縮財政路線を大きく転換させ、EUの財政規律を守る必要がなくなることの「メリット」を国民に実感させようとしていると考えられる。英国がEUと協議せず、離脱期限の延長を求めなければ、10月31日の期限到来で英国はEUから離脱する。ジョンソン首相はBrexit直後の総選挙実施を視野に入れているとみられている。

これに対して、「合意なしの離脱」を阻止したい英国議会では、最大野党である労働党のコービン党首が、夏休み明け早々に内閣不信任案を提出し、可決されれば、自らを首相とする超党派の暫定政権を樹立してEUに離脱期限を申請し、その後に解散・総選挙を実施する計画を明らかにしている。政府と議会のBrexitをめぐる攻防がまた激しくなることは必至であろう。

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	1.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	2.4%	1.9%	1.1%	1.0%
民間消費支出	2.2%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.1%
政府消費支出	0.4%	0.8%	0.9%	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	0.2%	1.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	3.6%	2.1%	2.2%	1.2%
輸出等	2.7%	-1.6%	1.2%	2.4%	1.6%	2.4%	2.8%	2.8%	5.3%	3.4%	1.9%	1.9%
輸入等	1.4%	-0.8%	1.2%	2.8%	2.0%	2.4%	3.2%	3.2%	4.7%	2.7%	2.1%	2.2%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	2.4%	1.9%	1.1%	1.0%
民間消費支出	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%	1.3%	1.3%	1.1%
政府消費支出	1.2%	1.0%	1.2%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	3.7%	2.3%	2.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	3.6%	2.1%	2.2%	1.2%
輸出等	3.2%	1.7%	1.7%	1.2%	0.9%	1.9%	2.3%	2.4%	5.3%	3.4%	1.9%	1.9%
輸入等	3.7%	2.1%	1.4%	1.1%	1.3%	2.1%	2.6%	2.7%	4.7%	2.7%	2.1%	2.2%
鉱工業生産（除建設）	-0.5%	-1.3%	-1.6%	0.0%	0.1%	0.7%	1.4%	1.0%	2.9%	0.9%	-0.8%	0.8%
実質小売売上高	2.3%	1.9%	1.9%	1.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%	2.5%	1.6%	1.9%	1.5%
消費者物価	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.6%	1.5%	1.8%	1.2%	1.3%
生産者物価	1.9%	1.1%	0.0%	0.1%	0.5%	1.2%	1.7%	1.7%	2.7%	2.4%	0.8%	1.3%
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	81.6	76.1	71.0	66.0	63.0	61.0	60.0	60.0	317.9	279.7	294.7	244.0
経常収支	91.3	71.8	67.9	65.9	64.9	62.9	61.8	61.8	360.6	336.8	296.9	251.4
財政収支									-112	-58	-95	-85
独 国債10年物（期中平均）	0.13%	-0.11%	-0.53%	-0.60%	-0.58%	-0.55%	-0.50%	-0.50%	0.37%	0.47%	-0.28%	-0.53%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.63%	-0.85%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.85%	-0.80%	-0.72%	-0.59%	-0.74%	-0.86%
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Q2まで実績値（GDP内訳のみ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%	-0.8%	0.9%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	1.8%	1.4%	1.1%	0.7%
民間消費支出	2.3%	2.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	2.1%	1.7%	1.7%	1.2%
政府消費支出	3.2%	2.7%	2.0%	3.6%	2.4%	1.6%	1.6%	2.0%	-0.2%	0.4%	2.6%	2.3%
総固定資本形成	5.0%	-3.8%	-2.0%	-3.2%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	3.5%	0.2%	-0.2%	-0.8%
輸出等	6.0%	-12.7%	3.6%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%	5.6%	0.1%	0.8%	1.0%
輸入等	50.6%	-42.4%	12.6%	-3.2%	4.1%	4.1%	4.5%	4.9%	3.5%	0.7%	3.4%	-0.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	1.2%	0.8%	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	1.8%	1.4%	1.1%	0.7%
民間消費支出	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	2.1%	1.7%	1.7%	1.2%
政府消費支出	1.6%	2.7%	3.3%	2.9%	2.7%	2.4%	2.3%	1.9%	-0.2%	0.4%	2.6%	2.3%
総固定資本形成	0.9%	0.5%	-0.9%	-1.1%	-2.2%	-1.1%	-0.4%	0.6%	3.5%	0.2%	-0.2%	-0.8%
輸出等	3.0%	0.5%	0.6%	-0.7%	-1.8%	2.1%	1.8%	2.1%	5.6%	0.1%	0.8%	1.0%
輸入等	14.3%	-0.8%	1.5%	-1.4%	-10.1%	4.2%	2.3%	4.4%	3.5%	0.7%	3.4%	-0.1%
鉱工業生産	0.3%	-0.5%	-0.5%	0.7%	-0.1%	1.4%	0.9%	0.8%	1.8%	0.8%	-0.0%	0.7%
実質小売売上高	5.1%	3.7%	3.4%	3.6%	2.5%	2.1%	1.6%	1.6%	1.9%	2.7%	3.9%	2.0%
消費者物価	1.8%	2.0%	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	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%	1.7%	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	-30.4	-36.0	-37.9	-36.5	-32.6	-39.3	-41.3	-137.0	-138.1	-151.4	-149.8
経常収支	-30.0	-16.7	-22.5	-24.5	-23.2	-19.3	-26.1	-28.1	-68.4	-81.6	-93.8	-96.7
財政収支	15.8	-16.0							-23.5	-22.2	-21.8	-22.5
国債10年物（期中平均）	1.21%	1.02%	0.55%	0.45%	0.45%	0.48%	0.52%	0.55%	1.20%	1.41%	0.81%	0.50%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%	0.51%	0.52%	0.25%	0.75%	0.61%	0.51%
政策金利（末値）	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.50%	0.50%

（注）2019年Q2まで実績値（経常収支のみ2019年Q1まで実績値）。それ以降は大和総研予想
（出所）ONS、BOE、大和総研