

2019年9月20日 全7頁

# 欧州経済見通し 長引く低成長と低インフレ

## 金融緩和に大きく踏み込んだ ECB

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9月の理事会で3年半ぶりとなる利下げに加え、資産買取プログラム再開を発表した。さらに、マイナス金利と量的緩和政策の実施期限を、インフレ率の持続的な目標水準の達成と直接結び付け、従来用いてきた期間指定を撤廃した。「前年比 2.0%をやや下回るインフレ率」を達成するために政策を総動員した感があるが、その持続性と実効性には疑問符が付き、金融政策の限界も意識される結果となった。ドラギ ECB 総裁もこの問題意識を共有しており、ユーロ圏の需要創出には財政政策が中心的な役割を果たすべきとこれまでになく強い口調で主張した。
- ユーロ圏景気は低成長と低インフレがしばらく継続すると予想される。内需の柱である個人消費は、雇用増と実質賃金の上昇、それに低金利によって下支えされると見込まれる。しかし、景気先行指標である企業景況感、米中貿易摩擦の長期化や、先の見えない Brexit（英国の EU 離脱）を背景に悪化傾向にある。8月の鉱工業部門の企業景況感、小幅に改善したものの、同じ8月の中国の鉱工業生産と小売売上高は一段と減速しており、外需の持ち直しを期待するのは時期尚早と考える。
- 英国では7月末に就任したジョンソン首相と議会在9月初めに「合意なしの離脱」を巡って真っ向から対立した。議会在離脱期限の延期の申請を首相に強制する法律を成立させたことで、10月31日の「合意なしの離脱」の可能性は大きく後退したものの、Brexitが今後どのような経過をたどるのかは依然として不透明である。離脱期限が延期され、総選挙が前倒し実施される可能性が高まったと考えるが、その結果次第で「合意なしの離脱」が最終的に選択される可能性が残る一方、EU 離脱を撤回して残留するシナリオもまだ完全には否定されない。先行きの見通しが混沌とする中で、企業と消費者の景況感指標はそろって悪化している。GDP 成長率は4-6月期のマイナス成長から7-9月期はプラス成長に転じると予想するが、低成長を脱するわけではないだろう。

## ユーロ圏経済

### ECB は金融緩和パッケージを発表

9月12日のECB理事会で3年半ぶりの利下げが決定されることは事前に予想されていたが、ECBが発表したのは複数の緩和策の組み合わせであった。

まず、中央銀行預金金利を-0.4%から-0.5%に引き下げ、金融政策に関するフォワード・ガイダンスは「現行またはそれを下回る政策金利水準を、インフレ見通しが目標水準に収斂し、かつそのような収斂が基調的なインフレ率に持続的に反映されるまで」継続するとした。従来の「2020年上半期まで」との期間指定は撤廃された。なお、基調的なインフレ率とは、エネルギーや食品など変動の大きい品目を除いたコア物価上昇率を指すと考えられる。

これに加えて、18年末で新規買取を終了していたAPP（資産買取プログラム）の再開も決定した。11月から月額200億ユーロの資産買取を再開するが、注目されるのはその実施期間が「利上げ開始の直前まで」とされたことである。また、APPで保有する資産が償還期限を迎えた場合の再投資は、利上げ後まで継続する方針とされた。

このほか、9月の導入が予告されていた条件付き長期資金供給オペの第3弾（TLTRO-III）の条件が緩和された。当初の予定では、このオペで資金調達する金融機関に適用される金利は「借入期間中の主要オペ金利の平均+10ベーシスポイント」、民間向けの融資実績が基準を満たしている金融機関に適用される優遇金利は「借入期間中の中央銀行預金金利の平均+10ベーシスポイント」とされていたが、10ベーシスポイントの上乗せ金利が共に削除された。また、オペ実施期間が最長2年から最長3年に延長された。TLTRO-IIIのねらいは、民間向け融資に積極的な金融機関に有利な資金調達手段を提供することで、銀行貸出を後押しすることである。

### 金融政策の限界？

一連の緩和策は事前の予想を上回る内容だが、実施可能な政策を総動員した感がある上、APP再開に関してはECB理事会内で反対意見が少なくなかった模様であり、金融政策の限界も意識される結果になったと見受けられる。マイナス金利と量的緩和の副作用への警戒は以前からあり、今回、金融機関の収益力低下への配慮として、マイナス金利の適用範囲を限定する「階層化」の仕組みが新たに導入された。最低準備金の6倍までマイナス金利の適用除外となり、これはECBへの預金が多いドイツやフランスの銀行にとって恩恵が大きいとみられる。一方、APP再開にあたり、その持続性を担保するためには、ECBへの出資比率に応じて加盟国の国債を購入するというルールや、一発行体あたりの購入上限を33%とするというルールを変更し、また買取資産の対象を拡大する必要があると考えられるが、9月のECB理事会ではこれらの変更は行われず、今後の課題に残された。

副作用を警戒しながらの金融緩和政策だけでは、ユーロ圏景気の持ち直しを後押しし、インフレ目標を達成するのは難しいのではないかとの疑問が当然出てくる。実はECB自身がこの問題意識を共有し、ドラギ総裁は9月のECB理事会後の記者会見で、金融政策ではなく財政政策

が需要管理の主要政策ツールになるべきという点で、ECB 理事会メンバーの意見が一致したと述べた。もともと ECB は各国政府に対して、構造改革の遂行を通じた生産性向上を訴えてきたが、景気減速懸念が高まる中で、ドイツやオランダなど財政黒字の国々を念頭に置いた財政出動を伴う景気対策への言及が前面に出た。

### ユーロ圏景気は低成長と低インフレが長引く見通し

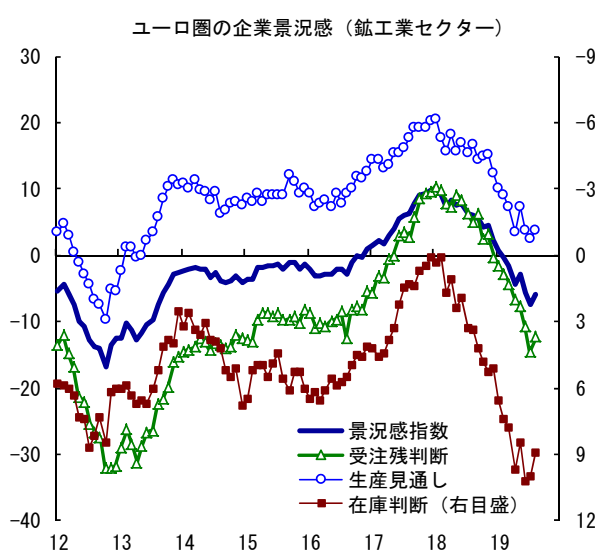
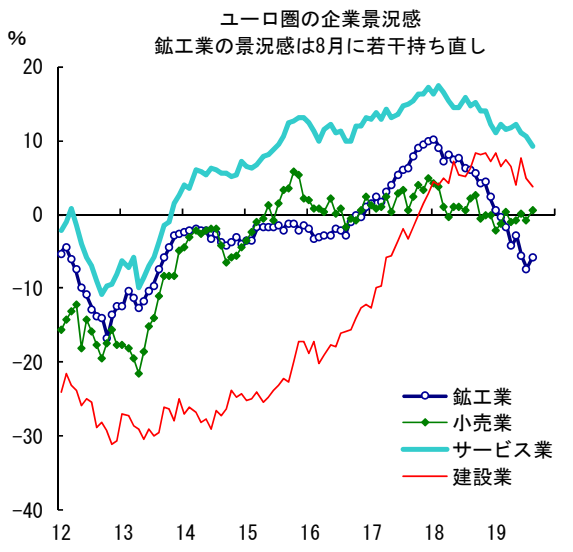
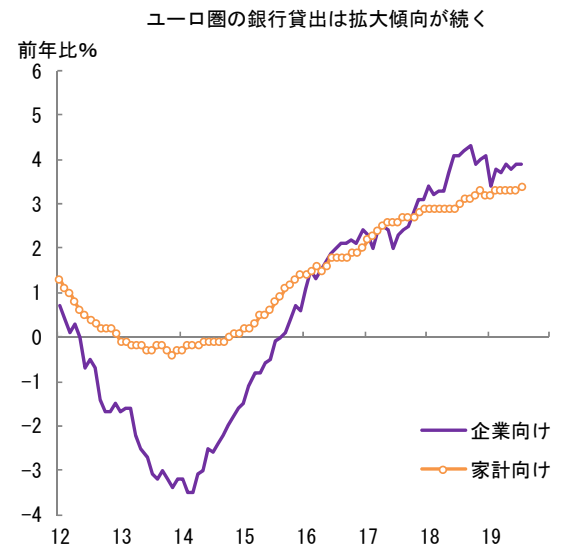
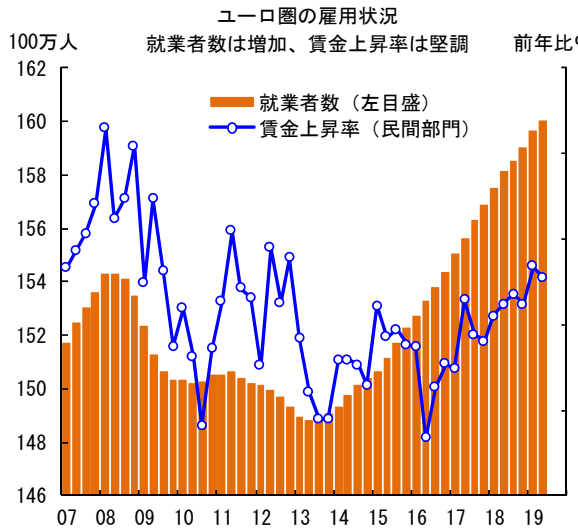
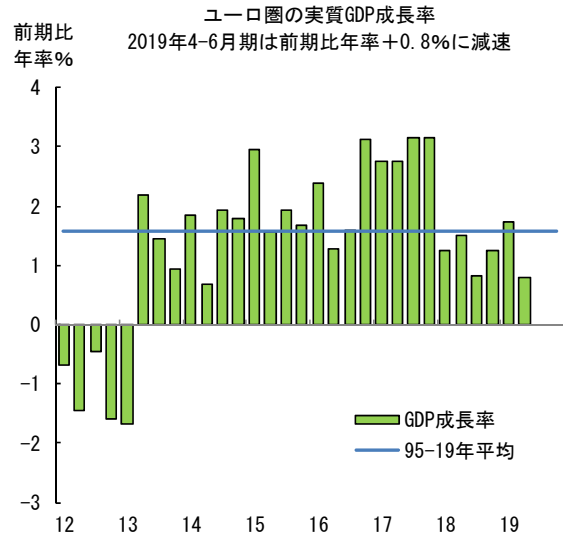
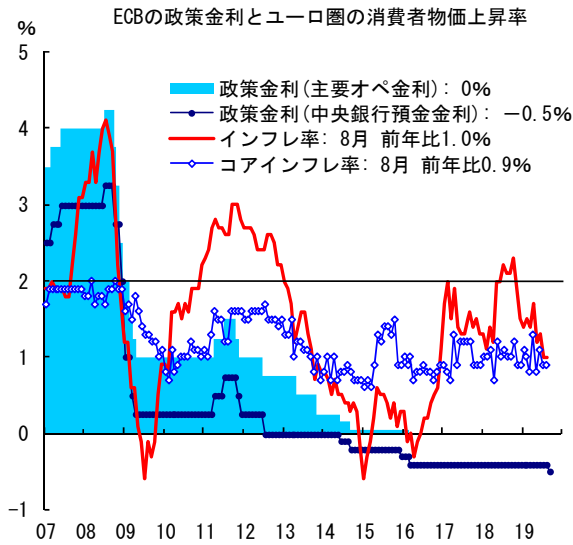
ユーロ圏景気は 2018 年半ば以降、長期平均（前期比+0.4%、年率換算+1.6%）を下回る低成長が続いている。2019 年 1-3 月期の成長率は長期平均をいったん上回ったが、これは暖冬で建設投資が活発だったという天候要因に加え、Brexit（英国の EU 離脱）の当初の離脱期限であった 3 月 29 日を意識した在庫積み増しに伴う一時的な輸出拡大で押し上げられた。純輸出の寄与度は 1-3 月期の前期比+0.3%ポイントから、4-6 月期は同-0.1%ポイントに転じた。

一方、個人消費、政府消費に固定資本形成を加えた内需の寄与度は、1-3 月期、4-6 月期とも前期比+0.3%ポイントとまずまず堅調であった。消費の追い風となっているのは雇用者所得の拡大で、就業者数は 4-6 月期も増加傾向を維持し、1995 年の統計開始以来、初めてとなる 1 億 6,000 万人の大台に乗せた。また、4-6 月期の賃金上昇率は前年比+2.6%、実質賃金上昇率は同+1.2%となっている。なお、ユーロ圏の家計と企業の銀行借入は、低金利を背景に拡大傾向にある。このため、ECB が改めて金融緩和に踏み込んだことは、個人消費や企業投資を支援し、内需が引き続き景気の下支え役を果たすことに一定の貢献をすると予想される。

とはいえ、ユーロ圏景気は低成長が長引く可能性が高いと予想される。ドイツを筆頭にユーロ圏経済は外需動向に左右されやすく、その外需に関して強気になれる材料が乏しいためである。後述するように、Brexit 問題は 10 月 31 日の離脱期限が刻々と近づく中、いまだ着地点が見えない。また、米中貿易摩擦は激化と一時的な緊張緩和を繰り返しつつ長期化しているが、その間に世界貿易の伸び率が鈍化し、先行き不透明感から企業が設備投資に慎重になり、それがまた輸出を抑制する悪循環に陥っている。この悪循環は、機械設備や化学製品などが主力輸出品であるユーロ圏にとって深刻である。なお、ユーロ圏景気の先行指標である鉱工業部門の企業景況感は、8 月にごく小幅ながら持ち直す動きを見せた。内訳に注目すると、在庫に関する過剰感が薄れ、受注残判断もやや好転した。ただし、中国の 8 月の鉱工業生産や小売売上高は中国景気のさらなる減速を示唆しており、中国向けの輸出の伸びが今後さらに鈍化する懸念がある。ユーロ圏の企業景況感の持ち直しが持続的な変化となると予想するのは時期尚早と考えられる。むしろ、鉱工業の業況悪化が、賃金上昇率の抑制やリストラにつながり、それが相対的に堅調なサービス業などの業況悪化に波及しないか警戒が必要であろう。

ユーロ圏の消費者物価上昇率は 7 月、8 月とも前年比+1.0%と 2016 年 11 月以来の低い伸びにとどまっている。エネルギー価格の伸び鈍化の影響が大きいですが、エネルギー、食品、アルコール、たばこを除くコア物価上昇率も 7、8 月とも同+0.9%とやはり低い伸びである。賃金上昇率は緩やかに加速してきたものの、それがインフレ圧力を高めることにはなかなかつながらないうちに、景気減速が賃金上昇率抑制に寄与する可能性が高まっていると見受けられる。

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

## 英国経済

### 着地点がまだ見えない Brexit

7月末に就任したジョンソン首相は、保守党党首選挙中から「10月31日の離脱期限が来れば、EUとの合意があろうとなかろうと Brexit を実現させる」と繰り返し発言してきた。これに対して、英国議会（下院）では「合意なしの離脱」に反対する議員が過半数を占める。両者は議会の夏休み明けの9月3日から9日にかけて、「合意なしの離脱」の是非を巡って真っ向から対立した。ジョンソン首相が9月第2週から10月13日まで下院を閉会する手続きを強行したのに対し、議会は10月19日までにEUと離脱合意できなければ、離脱期限を2020年1月31日まで3カ月延期することをEUに申請するようジョンソン首相に強制する法律を成立させた。この法案は、与党の保守党議員の一部の賛成も得て成立したが、ジョンソン首相は21名の「造反議員」を一気に除名処分としたことで、議会の主導権を失った。

この法律成立で10月31日の「合意なしの離脱」の可能性は大きく後退した。しかし、Brexitが今後どのような経過をたどるのか明確になったわけではない。「10月31日のEU離脱」を是が非でも実現したいジョンソン首相は、EUと離脱協定案で合意することで事態打開を図ろうとし、北アイルランドとアイルランドを一つの経済圏とする構想に傾いているとされる。両者の間の国境管理の復活を回避し、離脱協定案の最大の争点であるバックストップ条項の削除をもくろんでいるのだが、その協議が始まるとしても、あまりにも時間が足りないと予想される。おそらく離脱期限が延期される運びとなろうが、EU側がこれを承認するには、総選挙の前倒し実施か国民投票のやり直しといった現状を打開するための取り組みが条件とされる可能性が高い。選挙結果次第で「合意なしの離脱」が最終的に選択される可能性が残る一方、EU離脱を撤回して残留するシナリオもまだ完全には否定されない。

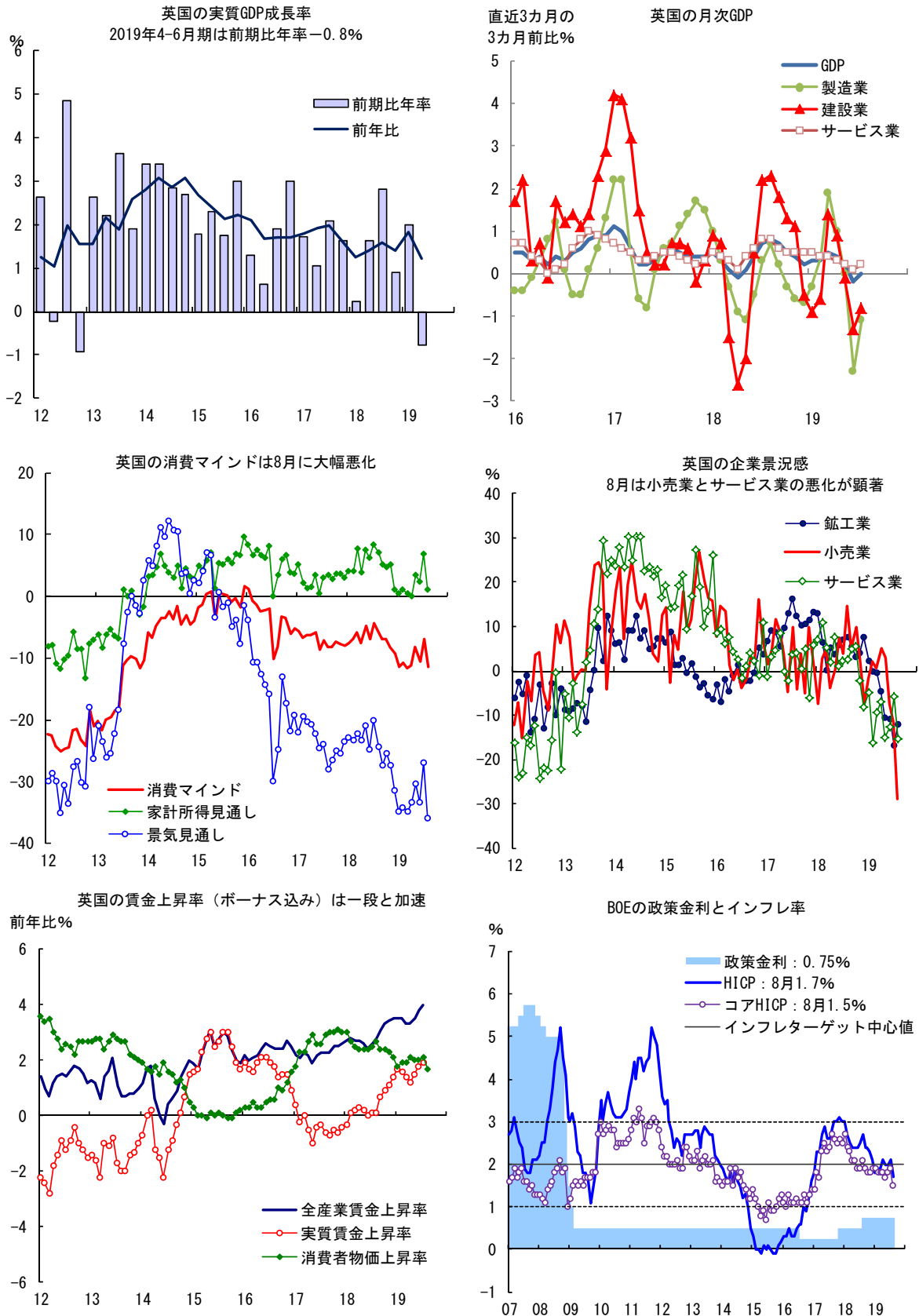
### 消費者と企業の景況見通しは8月に明確に悪化

英国のGDP成長率は、4-6月期の前期比-0.2%（年率換算-0.8%）から7-9月期はプラスの伸びに転じると見込まれる。4-6月期は当初の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の反動に加え、やはりEU離脱を見越して複数の自動車工場が4月初めに操業停止期間を設けていたことによって押し下げられた。

もともと、一過性の押し下げ効果の反動が剥落したあと、英国景気は停滞すると見込まれる。消費者と企業の景況感是一段と悪化している。消費者信頼感は7月に持ち直しの動きを見せたものの、8月はその改善幅を上回る悪化幅となった。内訳で景況見通しの悪化が目立つが、家計所得見通しも明確に悪化している。一方、8月の企業景況感では小売業とサービス業の景況感が明確に悪化している。景況感悪化の背景には、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たことへの警戒があると考えられる。



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

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.7%	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	2.5%	1.9%	1.1%	1.0%
民間消費支出	1.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%
政府消費支出	1.6%	1.3%	0.9%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%	1.1%	1.3%	1.2%
総固定資本形成	0.8%	2.2%	0.8%	0.0%	0.8%	1.2%	1.6%	1.6%	3.5%	2.3%	2.5%	1.0%
輸出等	3.8%	0.1%	0.8%	2.0%	2.0%	3.2%	2.8%	2.8%	5.4%	3.5%	2.4%	2.1%
輸入等	1.5%	0.9%	0.4%	2.5%	2.0%	3.2%	3.4%	3.2%	4.8%	2.8%	2.3%	2.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	2.5%	1.9%	1.1%	1.0%
民間消費支出	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%
政府消費支出	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.5%	1.1%	1.3%	1.2%
総固定資本形成	4.0%	2.8%	2.5%	0.9%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%	3.5%	2.3%	2.5%	1.0%
輸出等	3.4%	2.4%	2.2%	1.7%	1.2%	2.0%	2.5%	2.7%	5.4%	3.5%	2.4%	2.1%
輸入等	3.8%	2.6%	1.7%	1.3%	1.5%	2.0%	2.8%	3.0%	4.8%	2.8%	2.3%	2.3%
鉱工業生産（除建設）	-0.5%	-1.3%	-1.5%	0.2%	0.3%	0.9%	1.4%	1.0%	2.9%	0.9%	-0.8%	0.9%
実質小売売上高	2.4%	2.0%	2.2%	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	2.5%	1.6%	2.1%	1.6%
消費者物価	1.4%	1.4%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%	1.2%	1.1%
生産者物価	1.9%	1.1%	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.6%	1.1%	1.0%	2.7%	2.4%	0.6%	0.7%
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%	-0.50%	-0.47%	-0.45%	-0.41%	-0.40%	-0.40%	0.37%	0.47%	-0.24%	-0.42%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.63%	-0.80%	-0.75%	-0.73%	-0.70%	-0.70%	-0.70%	-0.72%	-0.59%	-0.69%	-0.71%
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。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%	0.7%	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%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	2.1%	1.7%	1.6%	1.1%
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%	0.7%	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%	1.0%	1.0%	1.1%	2.1%	1.7%	1.6%	1.1%
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	4.9%	3.6%	3.3%	3.5%	2.6%	2.1%	1.7%	1.7%	1.9%	2.7%	3.8%	2.0%
消費者物価	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	2.1%	2.7%	2.5%	1.9%	1.9%
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	-33.0	-36.0	-37.9	-36.5	-35.2	-39.3	-41.3	-137.0	-138.1	-154.0	-152.4
経常収支	-30.0	-19.3	-22.5	-24.5	-23.2	-21.9	-26.1	-28.1	-68.4	-81.6	-96.4	-99.4
財政収支	15.9	-15.4							-23.5	-22.4	-21.8	-22.4
国債10年物（期中平均）	1.21%	1.02%	0.61%	0.62%	0.60%	0.60%	0.62%	0.64%	1.20%	1.41%	0.87%	0.62%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.48%	0.50%	0.50%	0.50%	0.51%	0.52%	0.25%	0.75%	0.60%	0.51%
政策金利（末値）	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	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