

2019年11月21日 全7頁

# 欧州経済見通し 景気の底割れは回避

## ユーロ圏、英国とも7-9月期はプラス成長を確保

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏の7-9月期のGDP成長率(速報値)は前期比+0.2%で、低成長ながら26四半期連続のプラス成長となった。輸出と投資が伸び悩む中、個人消費と政府消費が景気の下支え役になったと推測される。来年にかけてもユーロ圏は低成長が続くと予想する。中国の景気対策が動き出し、英国の「合意なしの離脱」が回避される方向にあるなど輸出環境に改善の兆しはあるが、それらが輸出の底打ちにつながるにはしばらく時間を要しよう。一方、雇用増と金融緩和は個人消費の追い風だが、就業者数の伸びは減速傾向にあり、また金融政策の追加緩和余地は限られている。ドイツが2020年予算で歳出を前年比1.6%増とすることを計画しているように、財政政策は幾分緩和的になると見込まれるが、ユーロ圏が低成長を脱するには力不足と予想される。
- 英国の7-9月期のGDP成長率は前期比+0.3%と4-6月期の同-0.2%から反発した。4-6月期のマイナス成長は、当初の離脱期限であった3月29日をにらんだ在庫増・輸出増の反動や、自動車生産の停止など一過性の要因によるところが大きく、それが7-9月期に剥落したのである。ただし、企業の投資はここ2年近く停滞を続けている。企業景況感を冷え込ませている「合意なしの離脱」の回避を確実なものとするには、12月12日の下院選挙でジョンソン首相率いる保守党が過半数の議席を獲得し、10月にEUと合意した「離脱協定」の発効にこぎつける必要がある。

## ユーロ圏経済

### 7-9 月期は前期比+0.2%成長

ユーロ圏の 7-9 月期の成長率（速報値）は前期比+0.2%（年率換算+0.9%）と発表され、4-6 月期の同+0.2%（同+0.8%）と同様に低成長だったことが確認された。2013 年 4-6 月期以降、これで 26 四半期連続のプラス成長だが、2018 年以降は総じて低空飛行である。

加盟国のうち GDP 規模で上位 5 カ国の 7-9 月期の成長率は、ドイツが前期比+0.1%（年率換算+0.3%）、フランス同+0.3%（同+1.0%）、イタリア同+0.1%（同+0.3%）、スペイン同+0.4%（同+1.7%）、オランダ同+0.4%（同+1.8%）となった。「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すのではないかと懸念されたドイツは、辛うじてプラス成長となったが、4-6 月期は当初の同-0.1%から同-0.2%に下方修正され、景気の停滞が目立つ。これに対して、フランス、スペイン、オランダは底堅い成長が継続した。

ユーロ圏の 7-9 月期 GDP の需要項目別の内訳はまだ発表されていないが、発表済みのフランス、スペイン、オランダでは個人消費と政府消費が景気の下支え役を果たした。一方、純輸出寄与度は 3 カ国ともマイナスとなった。

### 輸出は持ち直すか

今後のユーロ圏景気を予想する際に注目されるのは、輸出は持ち直すか、個人消費は拡大を続けるか、財政政策は景気押し上げに寄与するかの 3 点と考えられる。

まず、輸出について足元の状況を確認すると、直近公表済みの 8 月までの輸出数量は減少傾向にあり、特に機械・輸送用機器の輸出減少が目立つ。輸出金額の統計は 9 月まで公表済みだが、相手国別では今年前半までは持ちこたえていた中国向けがついに前年割れとなり、ASEAN やアフリカなどその他の新興国向けも不振で、世界経済の減速の影響が顕在化している。一方、Brexit（英国の EU 離脱）問題に揺れる英国向けは、離脱期限直前の駆け込み需要とその反動により変動が激しいものの、2016 年の国民投票以降の輸出は総じて伸び悩んでいる。例外的に輸出拡大が続いているのは米国向けである。

輸出不振の原因は米中貿易摩擦の激化、Brexit の迷走、中国の景気減速などを背景に世界的に投資意欲が減退したことである。ただし、中国が景気対策強化に動き出したこと、英国では「合意なしの離脱」が回避される可能性が高まったこと、米中通商交渉で制裁関税の発動猶予や一部撤回の可能性があることなど、「最悪の事態回避」への期待がこのところ高まっている。この変化を反映し、11 月の ZEW 指数ではドイツとユーロ圏の今後 6 カ月の経済見通しが大幅な改善を見せた。ZEW 指数は企業の実務担当者ではなく、アナリストやエコノミストなど金融市場関係者を対象とする調査であるため、期待が先行していることは否めない。ユーロ圏の鉱工業企業の景況感については、「今後 3 カ月の生産見通し」の悪化により 10 月に一段と落ち込んだ。輸出環境の改善に期待したいところだが、まずは鉱工業生産との連動が高い企業景況感が下げ止まり、改善に転じてくるかが注目される。

## 個人消費の拡大は続くか

個人消費拡大の原動力は就業者数の増加、賃金上昇率の加速、インフレ率の低下による家計の購買力の拡大である。このうち、就業者数は 25 四半期連続で前期と比べて増加してきたが、直近 2 四半期は景気減速を背景に就業者数の増加ペースは鈍化した。また、世界的な需要落ち込みに加え、環境規制強化で構造変革を迫られている自動車関連企業のリストラ計画の発表が 11 月に相次ぎ、製造業を中心に雇用削減の動きが広がることを示唆している。最近 6 年余りで就業者数が増加したのは主としてサービス業部門であり、情報・通信やヘルスケアなどの雇用意欲は引き続き強いいため、就業者数の増加傾向は維持されると見込むが、増加ペースは引き続き鈍化しよう。また、景気見通しの悪化を受けて家計の貯蓄率が上昇しつつあり、これも個人消費の抑制要因である。消費が腰折れすることはなかろうが、あくまで景気の下支え役にとどまると予想される。

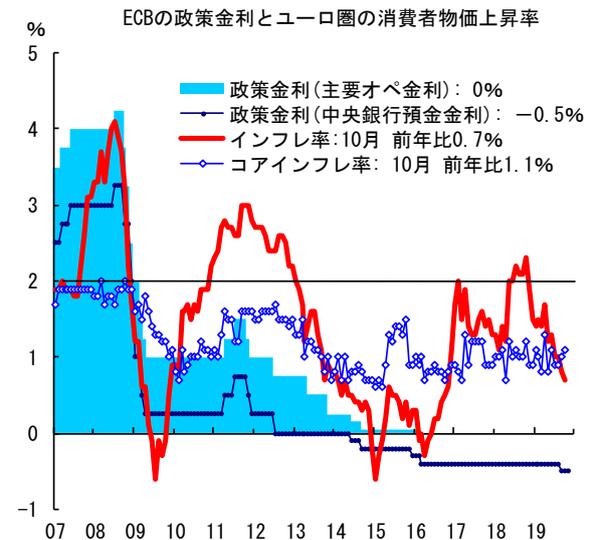
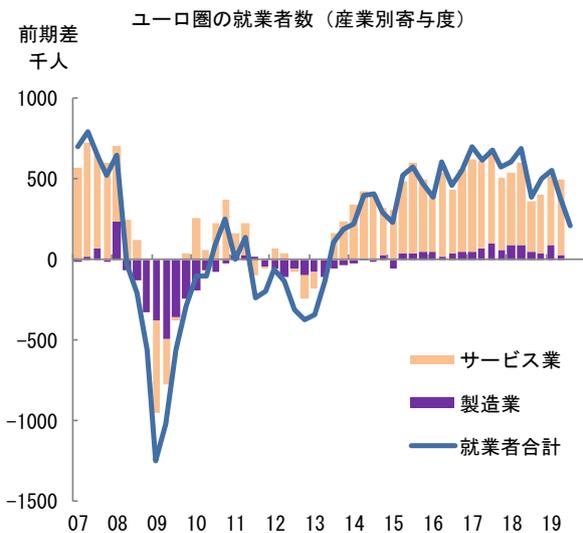
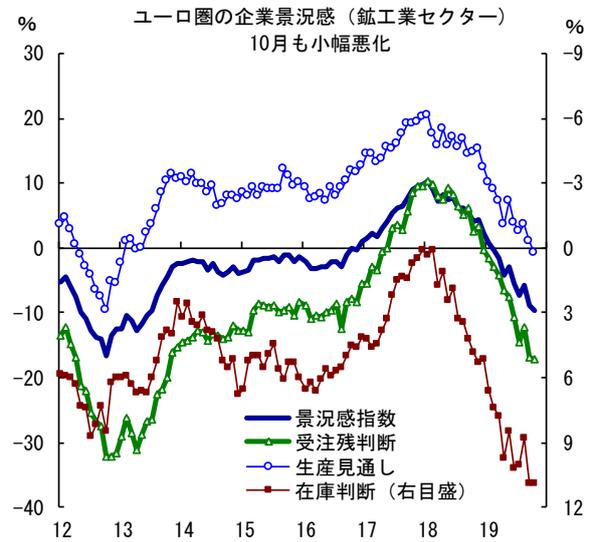
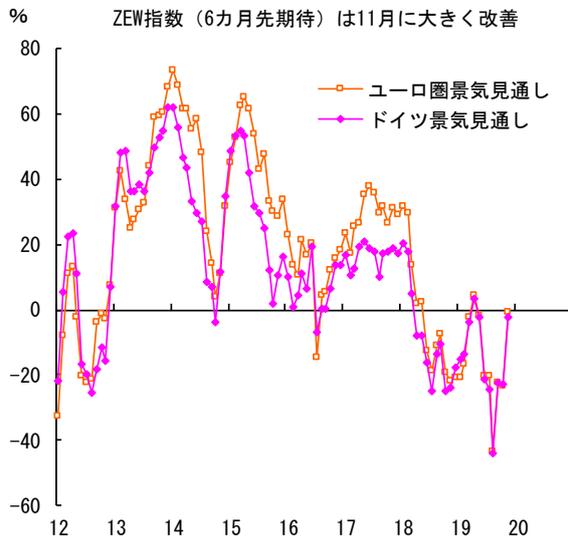
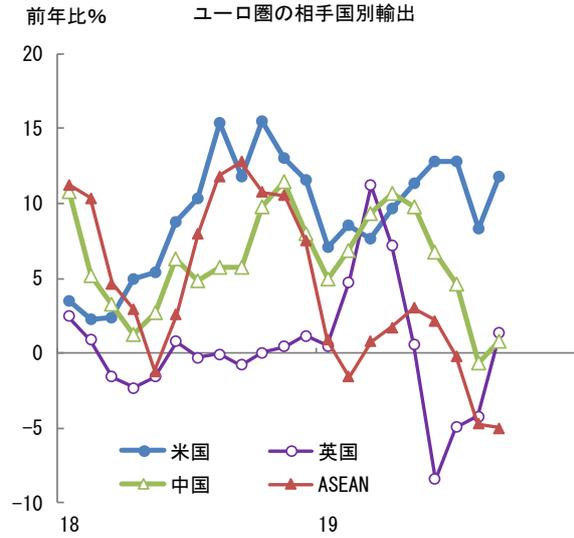
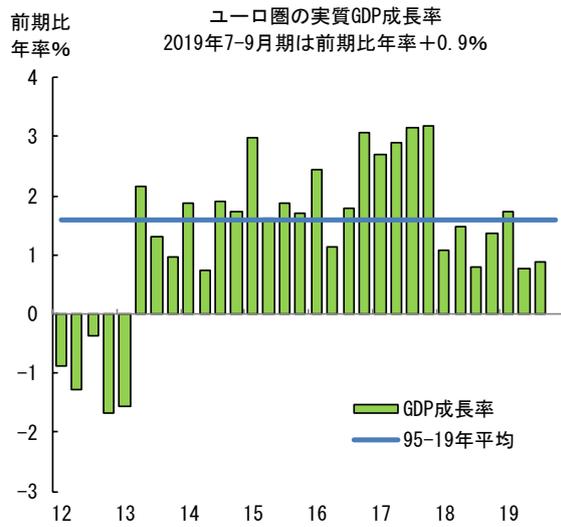
## 財政政策は景気押し上げに寄与するか

輸出の持ち直しへの期待が出てきたとはいえまだ確証はなく、これまで景気を牽引してきた個人消費にも不安材料が出てきている。ECB（欧州中央銀行）の金融政策は 9 月に利下げと量的緩和政策の再開を含む包括的な金融緩和に踏み切り、低インフレが解消されるまで金融緩和を継続する方針を明確にした。ただし、追加的な緩和余地はかなり限定されている。

この状況下で、当然ながら財政政策への期待が高まっている。財政状況に余裕がある一方、景気の停滞が目立ち、国内外から財政政策を活用した景気テコ入れ策を期待されているドイツは、歳出を前年比 1.6%増とする 2020 年予算を準備中である。中でも研究開発、鉄道網などのインフラ整備、デジタル化促進、環境対策のための投資予算の総額は、2019 年の歳出予定額より 8.1%増の 421 億ユーロを計画している。ただし、歳出拡大に慎重なドイツらしく、新規借入れは行わない方針は堅持された。他のユーロ圏加盟国でもそれぞれに景気対策を念頭に置いた 2020 年予算の策定に動いているが、財政赤字の大きいフランス、イタリア、スペインなどの歳出拡大余地は限られる。2020 年の財政政策は景気減速を背景に、「やや拡張的」となると見込まれる。

以上を勘案すると、2020 年のユーロ圏は景気の腰折れは回避しようだが、低成長が継続する可能性が高い。2019 年の 1.2%成長に続き、2020 年は 1.1%成長を予想する。

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、ZEW 経済研究所のデータより大和総研作成

## 英国経済

### 7-9 月期の成長率は前期比+0.3%と反発

英国の 7-9 月期の成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.2%）と、4-6 月期の同-0.2%（同-0.9%）から反発し、予想通り 2 四半期連続のマイナス成長は回避した。4-6 月期の成長率を押し下げた在庫調整や輸出の落ち込みなど<sup>1</sup>が解消に向かう一方、個人消費が同+0.4%、政府消費が同+0.3%と堅調に拡大した。他方で、総固定資本形成は同-0.2%と落ち込んだ。このうち企業部門は、Brexit にまつわる不透明感が晴れない中で長期不振に陥っており、2018 年 1-3 月期以降の 7 四半期中、6 四半期で前期比マイナスを記録している。これに対して、政府部門は 2018 年半ばから 2019 年初めにかけては拡大基調にあり、企業部門の不振を一部相殺してきたが、直近 2 四半期は前期比マイナスに落ち込んだ。

### 「合意ありの離脱」には保守党が総選挙で勝利する必要がある

英国の企業及び消費者の景況感は 8 月以降、総じて悪化している。その一因は 7 月末に就任したジョンソン首相の下で、EU との合意がないままに Brexit が実現される可能性がかつてなく高まったことにあると考えられる。ところが、同首相は 10 月半ばに EU と離脱協定の修正で合意、「合意あり」の離脱を目指して繰り上げ総選挙に踏み切った。

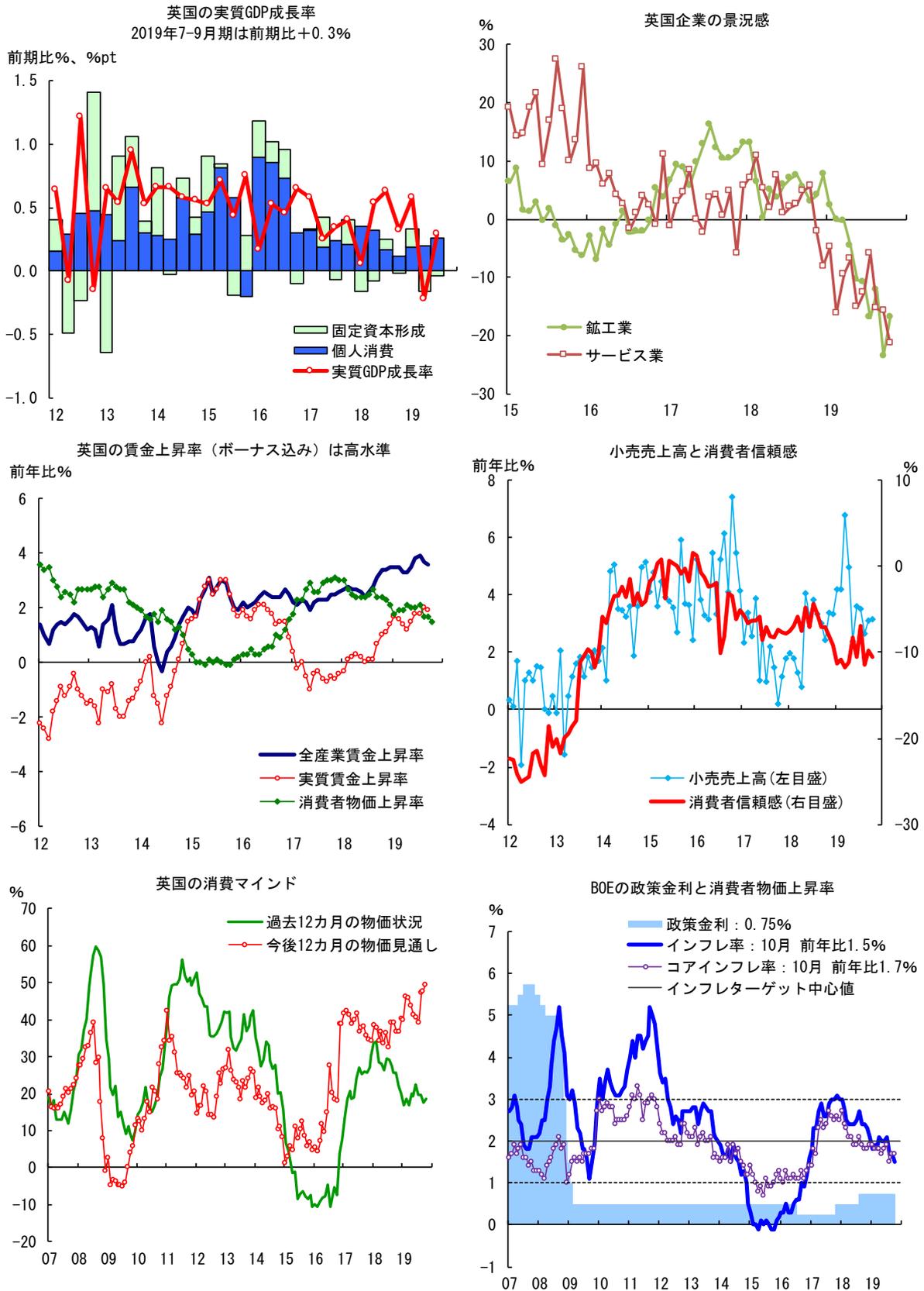
「合意ありの離脱」が実現するには、12 月 12 日の下院選挙でジョンソン首相率いる保守党が過半数の議席を獲得することが必要である。英国の下院選挙は完全小選挙区制で実施されるため、二大政党（保守党と労働党）に有利で、「EU 残留」を主張している自由民主党など小政党には不利である。最近の世論調査では、保守党が労働党に 10%ポイント以上の差をつけて第 1 党の座を維持している。選挙まで 3 週間余りある中で結論づけるのはまだ早いものの、このリードを保てれば保守党が過半数の議席を獲得でき、EU と合意した離脱協定に対する英議会の承認を得ることができるだろう。

なお、選挙戦では Brexit 以外の政策も争点となる。労働党は EU 離脱か EU 残留かについて党内の意見を一本化できず、明確な立場を表明できないため、国民医療制度（NHS）予算の拡充、全国民を対象とする無料のブロードバンド提供など、Brexit 以外の政策で支持者獲得を目指している。これに対して、保守党も NHS 予算の増額で対抗し、ばらまき合戦の様相を呈しているが、大盤振る舞いがどこまで実現可能なのか国民はさめた目でみていると見受けられる。

英中銀（BOE）の金融政策は低成長が継続すれば利下げ、スムーズな離脱が実現し、インフレ率が加速すれば利上げというのが基本スタンスである。原油価格下落を背景に、10 月の消費者物価上昇率は前年比+1.5%に低下したが、賃金上昇率はまだ前年比+4%近い水準にあり、これが消費者の今後 12 カ月の物価見通しを押し上げている。

<sup>1</sup> 当初の EU 離脱期限であった 3 月 29 日を念頭に、英国内及び他の EU 加盟国で在庫の積み増しが行われた結果、英国の 4-6 月期の GDP においては在庫と輸出が大幅な反動減となった。加えて、4 月に複数の在英の自動車工場が離脱直後の混乱を避けようと操業停止期間を設けたことも、一過性の景気下押し効果をもたらした。

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)、英中銀 (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%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.5%	1.9%	1.2%	1.1%
民間消費支出	1.4%	0.8%	1.1%	1.0%	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.7%	1.4%	1.1%	1.1%
政府消費支出	1.7%	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	1.9%	24.6%	-14.7%	3.6%	2.4%	2.8%	2.0%	2.0%	3.5%	2.3%	4.8%	1.5%
輸出等	4.3%	0.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.8%	3.2%	2.8%	5.5%	3.3%	2.6%	2.2%
輸入等	1.6%	11.5%	-7.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.4%	3.2%	5.0%	2.7%	3.4%	2.6%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	2.5%	1.9%	1.2%	1.1%
民間消費支出	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.7%	1.4%	1.1%	1.1%
政府消費支出	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	4.2%	8.7%	3.6%	2.9%	3.1%	-1.8%	2.7%	2.3%	3.5%	2.3%	4.8%	1.5%
輸出等	3.4%	2.5%	2.5%	2.1%	1.6%	2.1%	2.5%	2.7%	5.5%	3.3%	2.6%	2.2%
輸入等	3.8%	5.3%	2.4%	2.2%	2.7%	0.8%	3.6%	3.5%	5.0%	2.7%	3.4%	2.6%
鉱工業生産（除建設）	-0.5%	-1.3%	-2.1%	-0.8%	-0.6%	0.1%	0.9%	0.9%	2.9%	0.9%	-1.2%	0.3%
実質小売売上高	2.4%	2.1%	2.7%	2.6%	2.2%	2.3%	2.0%	1.7%	2.5%	1.6%	2.5%	2.0%
消費者物価	1.4%	1.4%	1.0%	0.8%	1.2%	1.0%	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%	1.2%	1.2%
生産者物価	1.9%	1.1%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	0.1%	1.0%	1.0%	2.7%	2.4%	0.4%	0.5%
失業率	7.8%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	9.1%	8.2%	7.6%	7.5%
10億ユーロ												
貿易収支	84.1	80.9	83.3	80.0	75.0	72.0	70.0	72.0	347.7	294.5	328.3	289.0
経常収支	91.4	70.7	77.7	74.5	71.4	70.2	67.0	67.8	350.4	357.7	314.3	276.3
財政収支									-112	-58	-95	-109
独 国債10年物（期中平均）	0.13%	-0.11%	-0.51%	-0.37%	-0.34%	-0.30%	-0.30%	-0.25%	0.37%	0.47%	-0.22%	-0.30%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.63%	-0.80%	-0.65%	-0.63%	-0.60%	-0.60%	-0.55%	-0.72%	-0.59%	-0.66%	-0.60%
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Q3まで実績値（GDP内訳のみ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	2.3%	-0.9%	1.2%	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	0.9%	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%
民間消費支出	1.2%	1.2%	1.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	2.2%	1.6%	1.1%	1.1%
政府消費支出	3.3%	4.4%	1.2%	1.6%	2.8%	2.4%	2.0%	2.0%	0.3%	0.6%	3.3%	2.3%
総固定資本形成	3.5%	-3.7%	-0.9%	-1.2%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	1.6%	-0.1%	0.0%	-0.3%
輸出等	6.4%	-23.9%	22.3%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	6.1%	-0.9%	0.5%	2.7%
輸入等	47.9%	-42.6%	3.3%	4.1%	3.6%	4.1%	4.1%	4.5%	3.5%	0.7%	2.8%	-0.1%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.1%	1.3%	1.0%	0.9%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	1.9%	1.4%	1.3%	0.8%
民間消費支出	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	2.2%	1.6%	1.1%	1.1%
政府消費支出	2.8%	4.0%	3.9%	2.6%	2.5%	2.0%	2.2%	2.3%	0.3%	0.6%	3.3%	2.3%
総固定資本形成	0.8%	0.3%	-0.4%	-0.6%	-1.4%	-0.3%	0.1%	0.6%	1.6%	-0.1%	0.0%	-0.3%
輸出等	2.8%	-1.4%	0.2%	0.3%	-0.7%	7.0%	2.3%	2.4%	6.1%	-0.9%	0.5%	2.7%
輸入等	14.9%	-0.4%	-0.6%	-2.3%	-10.6%	3.8%	4.0%	4.1%	3.5%	0.7%	2.8%	-0.1%
鉱工業生産	0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.0%	-1.6%	0.4%	0.5%	0.8%	1.7%	0.1%	-0.8%	0.0%
実質小売売上高	5.0%	3.6%	3.1%	2.7%	1.9%	1.8%	1.6%	1.9%	1.9%	2.7%	3.6%	1.8%
消費者物価	1.8%	2.0%	1.9%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	2.7%	2.5%	1.8%	1.6%
生産者物価（出荷価格）	2.3%	1.9%	1.6%	1.0%	1.4%	1.4%	1.7%	2.3%	3.4%	2.9%	1.7%	1.7%
失業率	3.8%	3.9%	3.8%	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	-48.1	-34.1	-33.2	-34.2	-34.1	-32.7	-35.9	-37.1	-135.9	-142.4	-149.6	-139.8
経常収支	-33.1	-25.2	-21.2	-27.1	-26.0	-23.7	-27.0	-30.2	-72.3	-92.5	-106.6	-107.0
財政収支	13.4	-23.5	-11.6						-37.5	-40.9	-48.0	-53.7
国債10年物（期中平均）	1.21%	1.02%	0.60%	0.70%	0.70%	0.70%	0.75%	0.75%	1.20%	1.41%	0.88%	0.73%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.48%	0.52%	0.56%	0.56%	0.60%	0.60%	0.25%	0.75%	0.61%	0.58%
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Q3まで実績値（経常収支のみ2019年Q2まで実績値）。それ以降は大和総研予想  
（出所）ONS、BOE、大和総研