

2019年12月19日 全8頁

2020年の欧州経済見通し

低成長脱出の鍵を握る財政政策

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 2020年のユーロ圏の経済成長率は+1.1%と2019年の+1.2%（推計値）からほぼ横ばいを予想する。米中の通商協議が第1段階の合意に達したこと、英国の「合意ありの離脱」が既定路線となったことは、外需の落ち込みに歯止めをかける材料である。ただし、2020年も米中に加え、英国とEU、米国とEUの通商協議が実施される見込みで、通商関連の不透明要因は残る。内需に目を転じると、就業者数の伸びが減速傾向にあり、また金融政策の追加緩和余地に限られる中で、個人消費の減速が懸念される。ユーロ圏各国の財政政策は幾分緩和的になると見込まれるが、低成長を脱するためにはその使い道も重要となろう。
- 2020年の英国の経済成長率は+1.1%と2019年の+1.3%（推計値）からやや減速すると見込む。1月末に予定されているBrexitの実現後に、最大の貿易相手であるEUのみならず、米国、日本などとの通商協議が控えており、英国がグローバル経済の中でどのような立ち位置を獲得することになるのかまだ明確ではない。ジョンソン首相は緊縮財政からの決別を約束しているが、所得税と付加価値税の増税なし、社会保険料負担の引き上げなしも選挙公約に掲げており、歳出拡大余地は限定されよう。英中銀（BOE）は2020年前半に利下げに転じると予想する。

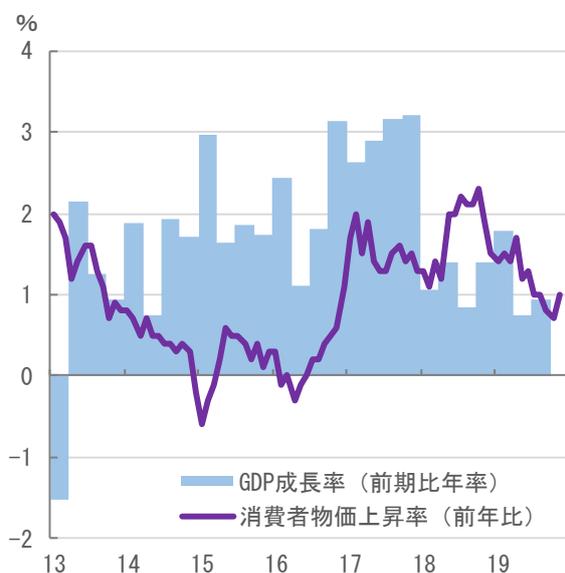
「不透明感」に支配された 2019 年の欧州経済

2019 年の欧州経済のキーワードは「不透明感」であった。米国と中国という二大国の対立が鮮明となり、また、英国の EU 離脱 (Brexit) がいよいよ大詰めを迎えたものの、その行方を見通すことが非常に難しかったためである。春先は米中通商協議が早期に妥結することへの楽観論があったが、貿易摩擦は逆にエスカレートし、関税引き上げ合戦の様相を呈した。中国景気の減速傾向が強まり、それが新興国のみならず先進国にとっても景気減速要因となり、国際通貨基金 (IMF) の世界経済の成長率予想は下方修正が続いた。Brexit を巡る英国議会の議論が紛糾したことで、離脱期限は 3 度延期された。英国が EU との合意がないまま Brexit を遂行するのではないかと懸念が、とりわけ 7 月のジョンソン英首相誕生を機に急速に高まった。

この状況下で 2019 年のユーロ圏経済は 2018 年以降の低成長が継続した。輸出の伸びが鈍化したことが最大の景気減速要因である。一方、個人消費や総固定資本形成といった内需は、就業者数の増加、賃金上昇率の加速、欧州中央銀行 (ECB) による金融緩和などを追い風に拡大基調を維持した。このため、2019 年は不振の製造業と堅調な非製造業の景況感の乖離が目立った。インフレ率 (消費者物価上昇率) は原油価格の下落を主因として低下傾向をたどり、ECB の目標である「前年比+2.0%をやや下回る水準」の達成が一段と遠のいたため、ECB は 9 月に利下げと資産買取の再開を組み合わせた金融緩和に踏み切った。

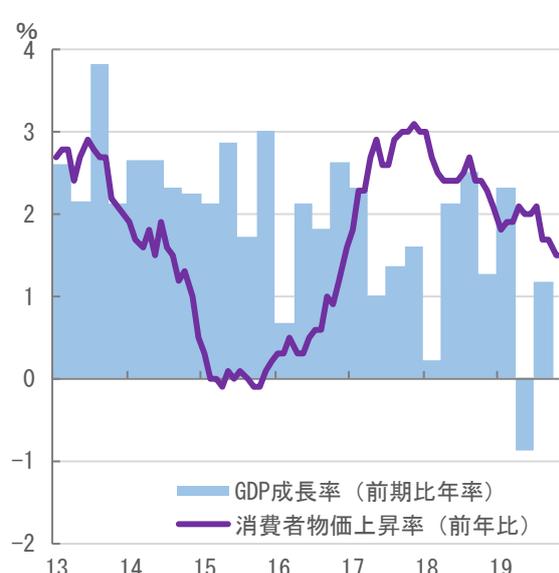
英国も 2019 年は景気が減速し、インフレ率が低下した。Brexit の「不透明感」の悪影響が端的に表れているのは企業の投資で、GDP ベースの企業投資は 2018 年 1-3 月期以降、ほぼ一貫して縮小傾向にある。また、企業景況感は 2019 年に明確に悪化した。これに対して個人消費は就業者数増加と賃金上昇率加速を追い風に堅調に拡大し、景気の下支え役を果たしてきた。消費者物価上昇率がインフレ・ターゲットの前年比+2.0%を割り込んだことを受け、英中銀 (BOE) は 11 月に次の一手は利上げだけでなく、利下げの可能性もあると中立なスタンスに変わった。

図表 1 ユーロ圏の成長率とインフレ率



(出所) Eurostat データより大和総研作成

図表 2 英国の成長率とインフレ率



(出所) 英国統計局 (ONS) データより大和総研作成

2020年のユーロ圏経済見通し

ユーロ圏の経済成長率は2017年+2.5%、2018年+1.9%のあと、2019年は+1.2%に減速したと推測される。続く2020年は+1.1%と減速傾向に歯止めがかかるものの、低成長を脱するには至らないと予想する。なお、2018年と2019年は「弱い外需と堅調な内需」が特徴だったが、2020年は外需に持ち直しの動きが出る一方、内需はやや減速するとみられる。

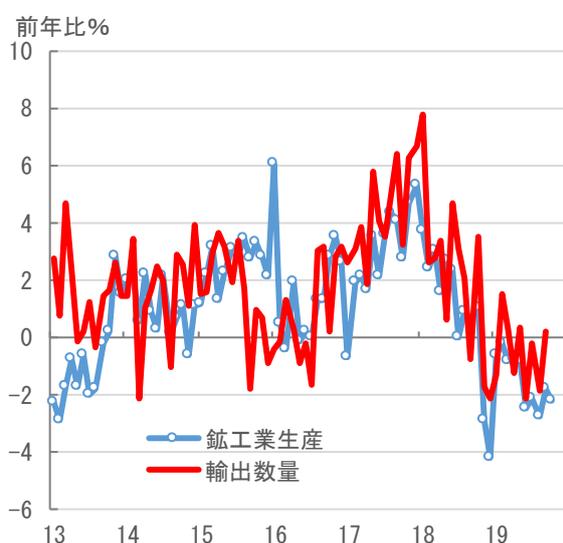
外需の「不透明感」が一部解消された

外需の持ち直しの追い風になると見込まれるのが、2019年末に二つの不透明要因が改善されたことである。まず、米中通商協議が第1段階の合意に達し、2019年12月15日に予定されていた1,600億ドル相当の中国からの輸入品に対する米国の制裁関税の適用は見送りとなり、加えて、9月から制裁関税が適用されてきた1,200億ドル分の輸入品に関しては制裁関税率が15%から7.5%に引き下げられた。制裁関税の発動によって米国の個人消費が冷え込むことや、中国景気が一段と減速することが懸念されていたが、これらが回避された。

また、Brexitに関しては「合意ありの離脱」が2020年1月31日に実現する道筋が整った。ジョンソン首相は「合意なしの離脱もやむなし」と主張してきたが、2019年10月にEU首脳と離脱協定の修正案で合意したあと、この離脱協定に基づくBrexit実現を公約に掲げて12月の下院選挙で圧勝した。現在のBrexit期限である2020年1月31日に「合意なしの離脱」となると英国とEUの間の物流が大混乱すること、あるいは離脱期限が4度目の延期となり、英国がEUを離脱するのか残留するのかははっきりしない状態が長引くことはなくなった。

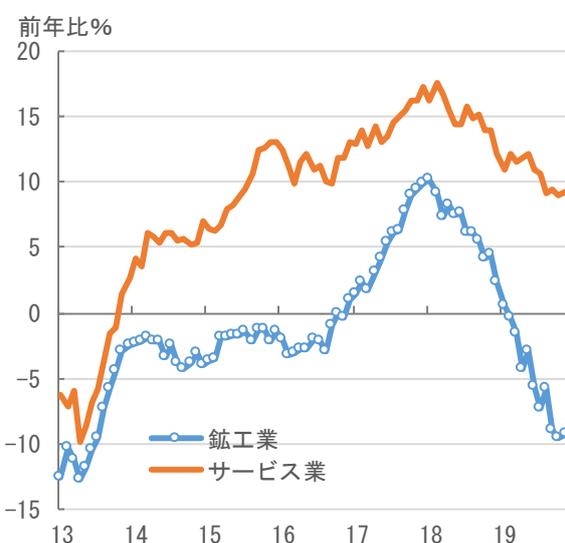
もっとも、米中関係およびBrexitに関する不透明感の払拭はあくまで部分的なものである。米国と中国の通商協議は、より対立の解消が難しいと予想される産業補助金などの問題を含む第2段階の交渉が今後控えており、両者の関係が改めて悪化する可能性を否定できない。

図表3 連動するユーロ圏の輸出と生産



(出所) Eurostat データより大和総研作成

図表4 鉱工業の景況感悪化に歯止め？



(出所) 欧州委員会データより大和総研作成

また、英国と EU は Brexit 後に新しい通商関係に関する協議を開始するが、ジョンソン首相が主張する 2020 年末までの合意について EU 側は非常に懐疑的である。2020 年末には英国を EU 加盟国とほぼ同等に扱う「移行期間」が期限切れを迎え、英国は EU の単一市場と関税同盟を完全に離れることになっている。それまでに関税や非関税障壁の扱いについて合意できていなければ、英国と EU の間の物流の混乱は回避できないと予想される。

加えて、2020 年には米国が EU との通商協議により注力してくる可能性が指摘されている。米国と EU は 2018 年夏に通商関係強化に向けた協議の開始に合意し、その後、EU が米国的大豆や液化天然ガスの輸入拡大に取り組んだほか、非関税障壁撤廃に向けた協議にも着手した。ただ、これまで米国は中国、カナダ、メキシコ、日本などとの通商協議を優先させてきたが、EU の対米貿易黒字の大きさが改めて問題となれば、新たな不透明要因になりかねない。

ユーロ圏の鉱工業生産は輸出の落ち込みに連動し、2019 年は前年割れが継続した。在庫調整が進展する一方、米欧の金融緩和や中国の景気対策など景気てこ入れ策が講じられつつあることを背景に、鉱工業の景況感は 2019 年末に下げ止まりの兆しを見せている。不透明感はまだ残るものの、徐々に外需は持ち直しの動きが出てくると予想される。

内需の追い風に陰り

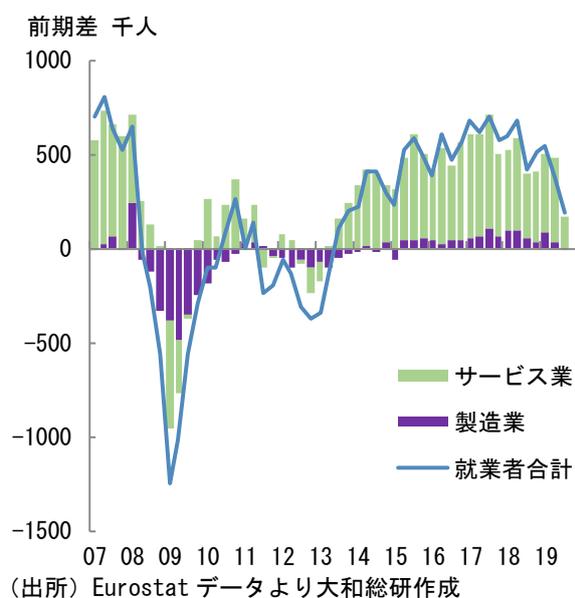
一方、これまで景気の下支え役を果たしてきたユーロ圏の内需に関しては、懸念材料が二つある。一つは就業者数の伸びが 2019 年に鈍化傾向をたどったこと、もう一つは ECB の金融緩和が限界に近付いていると判断されることである。

ユーロ圏の就業者数はリーマン・ショックとユーロ圏債務危機に伴う 2 度の景気後退を経て大きく減少したあと、2013 年 4-6 月期以降は拡大に転じ、2019 年 7-9 月期までに 1,136 万人増となった。この間の雇用創出は主にサービス業が担っており、新規雇用者に占める割合は専門サービスが 30%、流通・旅行・外食サービスが 26%、公共・教育・福祉サービスが 24%となっている。鉱工業の雇用意欲が 2018 年 1 月以降、明確に後退しているのに対し、サービス業の雇用意欲の後退は緩やかにとどまり、就業者増に貢献してきた。ただし、就業者の増加ペースはここ 1 年余り鈍化傾向にあり、2018 年 4-6 月期の前期比 0.4%から 2019 年 7-9 月期は同 0.1%に縮小した。2019 年 7-9 月期にはサービス業の就業者数の伸びも明確に縮小した。

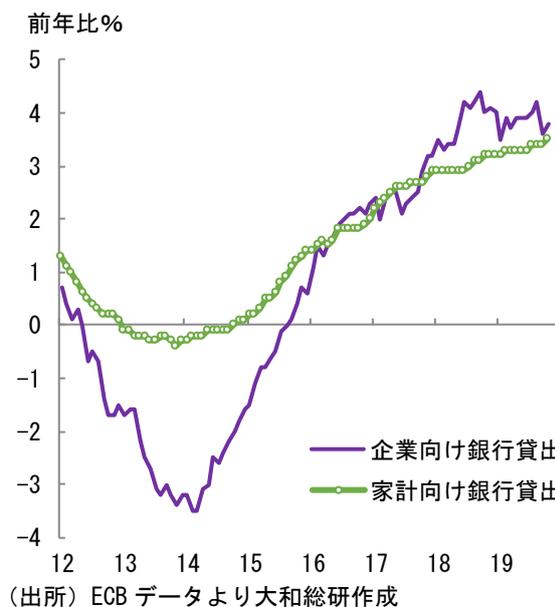
ECB は景気減速とインフレ率低下を背景に、ドラギ前 ECB 総裁の下で 9 月に中央銀行預金金利を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、加えて、ECB による資産買取を 11 月に再開し、毎月 200 億ユーロの金融資産を購入することも決めた。また、金融政策に関するガイダンスは「政策金利を現行、もしくはそれを下回る水準で維持する」期間を、それまでは「少なくとも 2020 年上半年期まで」と時期で区切っていたものを、「インフレ率が目標値を継続的に維持する見通しが立つまで」に変更した。低インフレが続く限り、金融緩和を継続する方針が固まったわけだが、他方で ECB のマイナス金利と量的緩和の副作用への懸念が高まっており、一段の金融緩和余地は限られる。2019 年 11 月に就任したラガルド ECB 総裁は、金融緩和が消費や投資に及ぼすプラスの効果が、銀行や保険会社の収益低下などのマイナス効果を上回っているとの見解を表明し、

金融緩和路線の踏襲を表明した。ただし、同時に2020年1月からECBの金融政策についてその副作用も含めて抜本的な検証を行い、2020年末までに結論を出す方針を明らかにした。目標とするインフレ率を「前年比+2.0%をやや下回る水準」から、「前年比+1.5%~+2.5%」のように幅を持たせることで、金融政策の柔軟性を高めることなどが検討されると見込まれる。

図表5 ユーロ圏の就業者数の伸びが鈍化



図表6 ECBの金融緩和は融資拡大に貢献



2020年のユーロ圏経済は外需が持ち直すことへの期待感があるものの、確証はまだない。金融緩和による追加的な景気刺激効果が期待しづらい中で、財政政策への期待が高まっている。ユーロ圏加盟国はユーロ圏債務危機以降、10年近く財政健全化に重きを置いてきたために、財政状況に余裕がある国が少なくない。2018年にはキプロスを除く18加盟国が「財政赤字をGDP比3%以内とする」という基準を達成した。中でも、ドイツ、オランダを筆頭に9加盟国は財政収支が黒字となっている。しかも、ECBの金融緩和のおかげもあって、各国の国債利回りは非常に低水準（一部はマイナス金利）にあり、良好な資金調達環境が用意されている。

実際のところ、各国の財政支出はやや拡張的になる傾向が見られる。例えば、財政健全国の中でも経済規模の大きさ（ユーロ圏のGDPの約3割を1カ国で占める）から財政出動への期待が大きいドイツの2020年予算は、歳出規模が前年比1.6%増となり、その中で投資関連予算は同10%増となっている。投資関連予算には、鉄道など交通インフラ建設、デジタル化投資、教育や研究開発の予算が含まれる。健全財政を最も重視する方針から、投資拡大へと転換しつつあるわけだが、今後はその使い道に関する議論も重要になると考えられる。経済の活性化や生産性の向上を実現させるために、めりはりを付けた財政支出を行うことはもちろんのこと、民間企業の投資促進に役立つ法整備や減税措置、あるいは雇用のミスマッチの解消なども優先順位の高い政府の政策である。さらに、一国ごとに対応するだけでなく、ユーロ圏あるいはEUレベルで対応することにより、政策の実効性を高めることが必要となろう。

2020年の英国経済見通し

英国経済は2015年の+2.4%成長のあと、2016年と2017年は共に+1.9%、2018年は+1.4%と減速傾向をたどり、2019年は+1.3%に着地したと推測される。続く2020年は+1.1%への減速を予想する。

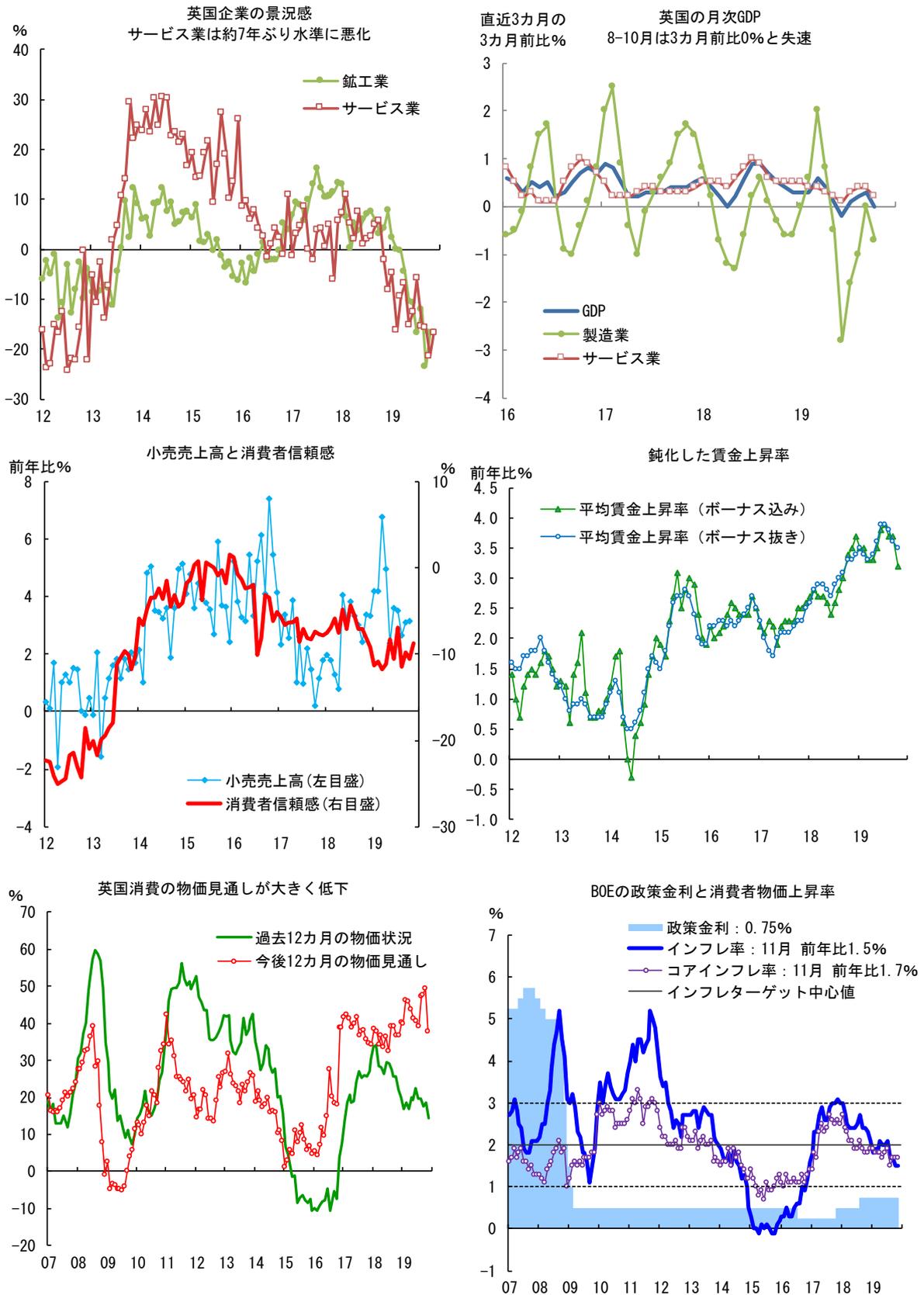
英国では2019年を通じて景況感が悪化傾向にあり、特に企業景況感の悪化が目立つ。10月に鉱工業とサービス業の景況感は約7年ぶりの水準まで落ち込んだが、2012年当時はリーマン・ショックと英国の不動産バブル崩壊の後遺症が残り、英国景気が停滞していた時期になる。2019年も月次GDP統計で8-10月の5-7月比の伸び率が0.0%に減速した。また、堅調な個人消費の追い風となってきた雇用にも2019年末はやや変調が見られた。求人数が減少に転じ、賃金上昇率も高水準ではあるが、鈍化傾向が目立ってきた。

2020年の英国経済の注目点は、個人消費が堅調を維持できるかと、企業投資が持ち直してくるかである。企業景況感の大きな悪化材料だったBrexitにまつわる不透明感は、先述したように、EU離脱なのか、EU残留なのかすらはっきりしない状況からは一歩前進した。しかし、企業が投資計画を立てる上で不透明感は引き続き残ると予想される。英国に拠点を置く企業の最大の関心事である英国とEUの通商協定は、Brexit後に開始され、2020年末の期限まで11カ月しかない。「移行期間」は英国が2020年6月までに申請すれば最長2年間延長が可能だが、ジョンソン首相は延長なしを明言している。EU側は2020年末をタイムリミットとする場合、通商協定は財貿易に関する関税と数量割り当てなど、ごく限定した範囲に絞ることになるだろうと警告しており、英国が対EU貿易で黒字を計上しているサービス貿易は対象とならない可能性が高い。なお、英国はBrexit後には単独で自由貿易協定(FTA)を締結できるようになるため、米国、日本、オーストラリア、ニュージーランドとのFTAを3年以内にまとめるという方針を示している。しかし、これはかなり野心的な目標とみられる。

なお、ジョンソン政権は、2010年以降の保守党政権が掲げてきた緊縮路線を軌道修正し、中期的に財政収支を均衡させるとの目標を、投資予算を除いて収支均衡を目指す方針に変更する意向である。2020年度予算の公表はまだこれからだが、国民医療サービス(NHS)の予算拡大や、インフラ投資拡大などが盛り込まれる見込みである。財源としては2020年4月に計画していた法人税率の引き下げ(19%→17%)の撤回のほか、低金利を活用した借入れ増が予定されている。他方で、選挙公約では所得税と付加価値税(VAT)の増税なし、国民保険の保険料の引き上げなしも掲げられている。景気減速を背景に税収予想が下方修正される見込みであり、歳出拡大余地は限定されると見込まれる。

一方、BOEの金融政策に関しては、次の一手が利下げになる可能性が高まっていると判断される。消費者物価上昇率がインフレ・ターゲットを下回って推移していることに加え、インフレ懸念の材料であった賃金上昇率の加速と、消費者のインフレ期待の上昇に歯止めがかかりつつあることも支援要因となろう。2020年前半にBOEは政策金利を現行の0.75%から0.5%へ引き下げると予想する。

図表7 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

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2019				2020				2018	2019	2020	2021
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.8%	0.7%	0.9%	0.3%	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%	1.9%	1.2%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.5%	0.9%	2.0%	0.8%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.7%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	2.0%	1.6%	1.6%	1.1%	1.6%	1.7%	1.4%
総固定資本形成	1.5%	24.9%	1.1%	-3.2%	3.2%	2.4%	2.8%	2.8%	2.3%	6.6%	2.7%	2.0%
輸出等	3.5%	0.6%	1.7%	2.4%	2.4%	2.0%	2.4%	2.4%	3.3%	2.4%	2.1%	2.3%
輸入等	1.1%	11.8%	2.6%	0.4%	4.1%	2.8%	3.2%	2.8%	2.7%	4.4%	3.2%	2.8%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%	1.9%	1.2%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.1%	1.1%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.1%	1.6%	1.7%	1.4%
総固定資本形成	4.1%	8.8%	8.1%	5.6%	6.0%	0.9%	1.3%	2.8%	2.3%	6.6%	2.7%	2.0%
輸出等	3.0%	2.3%	2.4%	2.1%	1.8%	2.1%	2.3%	2.3%	3.3%	2.4%	2.1%	2.3%
輸入等	3.6%	5.3%	5.0%	3.9%	4.6%	2.5%	2.6%	3.2%	2.7%	4.4%	3.2%	2.8%
鉱工業生産（除建設）	-0.5%	-1.4%	-2.1%	-1.3%	-1.2%	-0.4%	0.3%	0.9%	0.9%	-1.3%	-0.1%	0.9%
実質小売売上高	2.4%	2.1%	2.6%	1.7%	1.4%	1.4%	1.1%	1.6%	1.6%	2.2%	1.4%	1.8%
消費者物価	1.4%	1.4%	1.0%	0.9%	1.2%	1.0%	1.3%	1.3%	1.8%	1.2%	1.2%	1.3%
生産者物価	1.9%	1.1%	-0.7%	-1.2%	-0.9%	-0.3%	0.5%	1.0%	2.4%	0.3%	0.1%	1.2%
失業率	7.8%	7.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	8.2%	7.6%	7.5%	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	294.5	328.3	289.0	282.0
経常収支	91.4	70.7	77.7	74.5	71.4	70.2	67.0	67.8	357.7	314.3	276.3	272.1
財政収支									-58	-95	-109	-124
独 国債10年物（期中平均）	0.13%	-0.11%	-0.51%	-0.36%	-0.28%	-0.25%	-0.25%	-0.30%	0.47%	-0.21%	-0.27%	-0.23%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.63%	-0.80%	-0.66%	-0.63%	-0.60%	-0.58%	-0.60%	-0.59%	-0.66%	-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Q3まで実績値。それ以降は大和総研予想

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表9 英国経済・金利見通し

	2019				2020				2018	2019	2020	2021
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	2.3%	-0.9%	1.2%	0.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.4%
民間消費支出	1.2%	1.2%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%	1.6%	1.2%	1.5%	1.5%
政府消費支出	3.3%	4.4%	1.2%	1.2%	1.6%	3.2%	3.2%	2.8%	0.6%	3.3%	2.2%	2.7%
総固定資本形成	3.5%	-3.7%	-0.9%	-0.4%	0.8%	1.6%	2.0%	2.0%	-0.1%	0.1%	0.4%	1.7%
輸出等	3.8%	-17.1%	36.6%	-11.5%	2.4%	1.6%	1.6%	2.0%	1.1%	1.2%	1.6%	1.6%
輸入等	40.6%	-36.7%	-1.0%	4.1%	4.1%	4.9%	4.9%	4.1%	2.0%	3.3%	0.4%	4.0%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.1%	1.3%	1.0%	0.8%	0.5%	1.1%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.4%
民間消費支出	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.2%	1.5%	1.5%
政府消費支出	2.8%	4.0%	3.9%	2.5%	2.1%	1.8%	2.3%	2.7%	0.6%	3.3%	2.2%	2.7%
総固定資本形成	0.8%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-1.1%	0.3%	1.0%	1.6%	-0.1%	0.1%	0.4%	1.7%
輸出等	2.2%	-2.1%	3.7%	1.0%	0.7%	5.9%	-1.6%	1.9%	1.1%	1.2%	1.6%	1.6%
輸入等	14.5%	1.1%	0.0%	-2.2%	-9.2%	3.0%	4.5%	4.5%	2.0%	3.3%	0.4%	4.0%
鉱工業生産	0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.1%	-1.7%	0.3%	0.4%	0.8%	0.1%	-0.8%	-0.0%	0.8%
実質小売売上高	5.0%	3.6%	3.1%	2.7%	1.9%	1.8%	1.6%	1.9%	2.7%	3.6%	1.8%	2.0%
消費者物価	1.8%	2.0%	1.9%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.6%	2.5%	1.8%	1.5%	1.8%
生産者物価（出荷価格）	2.3%	1.9%	1.6%	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%	2.9%	1.6%	1.2%	1.7%
失業率	3.8%	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	3.8%	4.0%	4.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-50.1	-34.7	-29.2	-34.7	-36.6	-32.9	-35.9	-38.3	-139.4	-148.7	-143.7	-153.0
経常収支	-33.1	-25.2	-16.2	-27.6	-28.5	-23.9	-26.9	-31.5	-92.5	-102.1	-110.9	-127.2
財政収支	13.6	-21.8	-9.1						-40.8	-48.0	-53.7	-50.8
国債10年物（期中平均）	1.21%	1.02%	0.60%	0.70%	0.75%	0.72%	0.70%	0.70%	1.41%	0.88%	0.72%	0.75%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.48%	0.52%	0.54%	0.52%	0.50%	0.50%	0.75%	0.61%	0.52%	0.56%
政策金利（末値）	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%

(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