

# 欧州経済観測 2019年度上期

## ～外需悪化の影響が景気後退につながるか～

### <要旨>

現在のユーロ圏は、内需が堅調に推移する一方、外需が低迷するという対照的な姿になっているが、この先直ぐに、外需低迷が内需に波及し、ユーロ圏の経済全体が後退局面に入るとは見えていない。その理由は、雇用者の大半を占める非製造業部門で良好な雇用環境が維持されると見込めることや、輸出低迷の影響を受けやすい製造業でも設備投資を取りやめる動きは出ていないことにある。

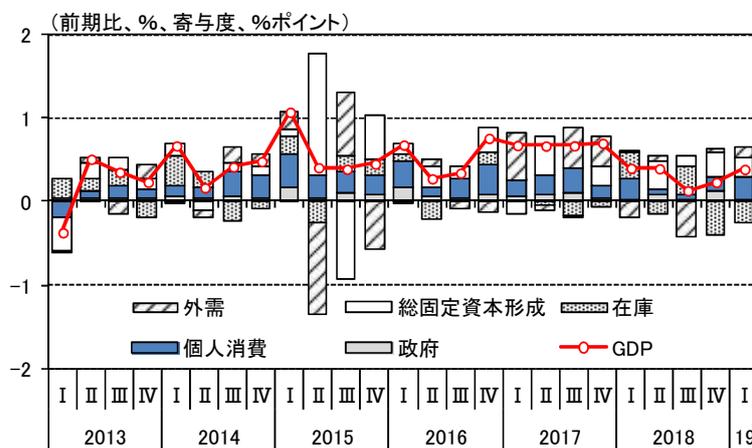
但し、米中摩擦の影響が中国景気の減速を通じて外需を更に下押しする可能性がある他、Brexit 問題の不透明感が一段と高まったことに加え、イタリアの財政問題が再浮上するなど、複数のリスク要因が浮上してきている。

こうした環境の下では、企業・家計ともに積極的な投資・消費行動を取ることができず、景気の力強い回復は見込めない。今後も一進一退の中で、景気下振れリスクが強く意識される局面が続こう。

### 1. ユーロ圏の堅調な内需、弱い外需

2019年1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比+0.4%と2018年10～12月期の同+0.2%から加速し、2018年前半の成長率まで持ち直した(図表1)。但し、伸び率が高まった主因は、2018年10～12月期の大きく足を引っ張った在庫のマイナス幅がやや縮小したことや、外需のプラス寄与がやや高まったことにある。もともと外需や在庫は期毎に振れ幅が大きいこともあり、成長の加速は実感し難い。そうした中でも、内需の主要項目である個人消費と設備投資にあたる総固定資本形成は、それぞれ2018年10～12月期に前期比+0.3%、+1.4%、2019年1～3月期も同+0.5%、+1.1%と大きくプラスに寄与し、堅調さを示した。ユーロ圏の経済成長は内需が下支えている。

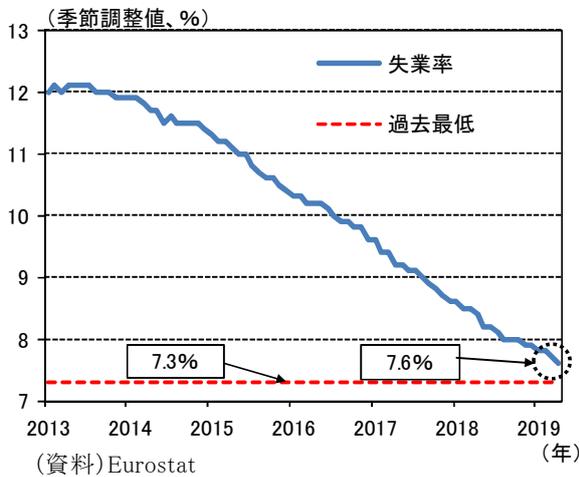
図表1 ユーロ圏実質 GDP 成長率の寄与度分解



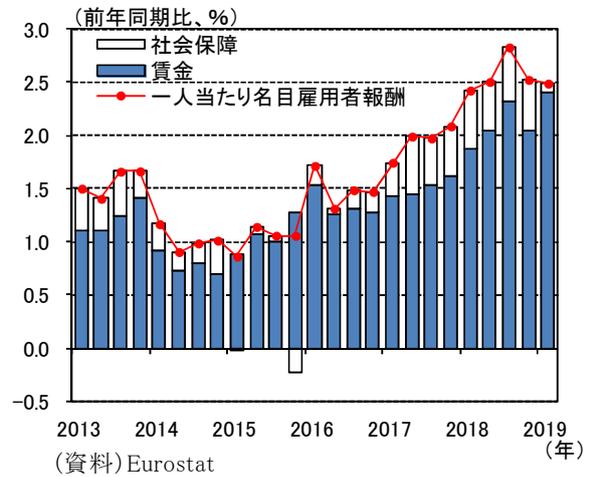
(資料)Eurostat

堅調な内需のうち、個人消費を支えているのは良好な雇用・所得環境である。2019年4月の失業率は7.6%と過去最低水準である7.3%に近づきつつある(図表2)。労働市場の逼迫を受け賃金上昇も続いており、一人当たり名目雇用者報酬も前年同期比+2.5%程度の伸びを続けている(図表3)。

図表2 失業率と見通し

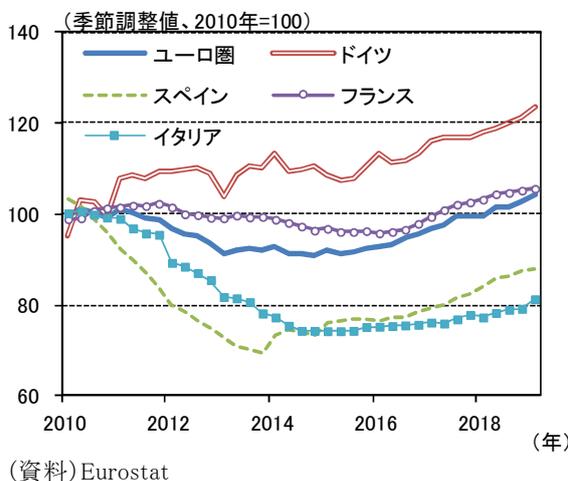


図表3 一人当たり名目雇用者報酬

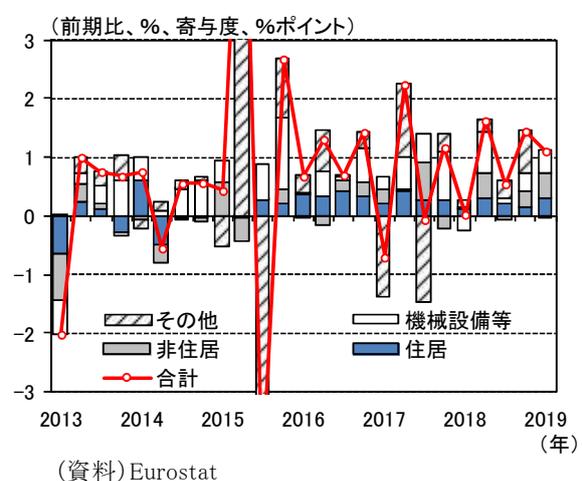


もう一方の総固定資本形成は、幅広く増えている。特に牽引役となっているのは建設投資であり、各国の建設投資は何れも増加基調にある(図表4)。更に中身を見ると住居用が安定してプラス寄与を保ち、足元では非住居用の建設投資も寄与度を高めている(図表5)。建設投資以外にも、機械設備などのプラス寄与が続いている。

図表4 ユーロ圏実質建設投資の推移

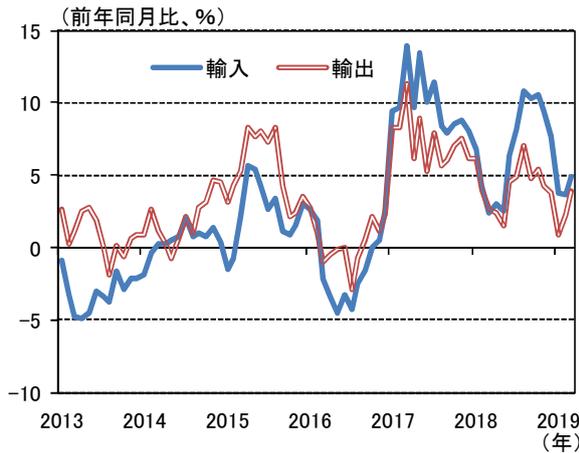


図表5 ユーロ圏総固定資本形成の寄与度分解



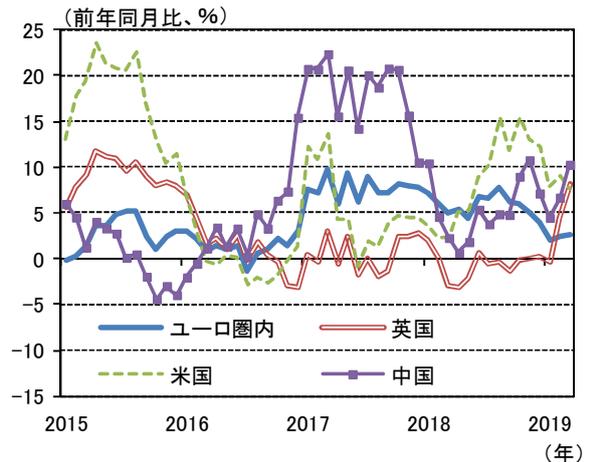
一方で、外需のプラス寄与の中身を見ると、輸入の減少幅が輸出のそれを上回ったものであり、貿易活動自体はこれまでの勢いを取り戻すには程遠い状況にある(次頁図表6)。外需の低迷でユーロ圏の輸出回復は遅れている。国別の輸出をみると、英国向けの回復は Brexit に備えた在庫積み増し需要に対応した一時的なものであり、中国向けも一旦は上向いているが中国経済の回復には黄色信号が灯っている。ユーロ圏内向けは横ばいで振るわず、米国向けも減速し始めている(次頁図表7)。

図表6 ユーロ圏輸出入の推移



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。  
(資料)Eurostat

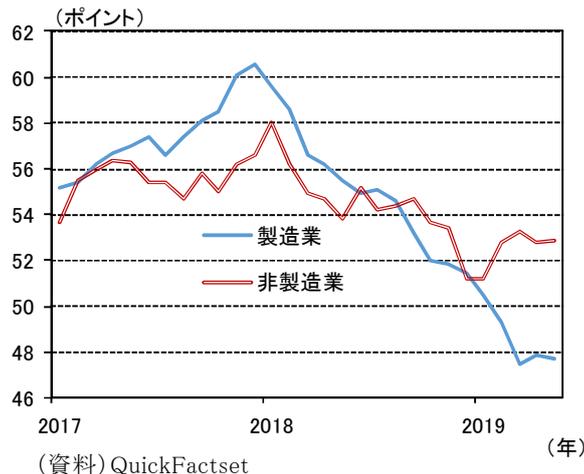
図表7 ユーロ圏からの国別輸出



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。  
(資料)Eurostat

以上の通り、ユーロ圏経済は外需が弱いものの、内需が堅調に推移していることで景気後退局面入りは回避しているというのが現状である。この構図は、製造業部門が弱くなっている一方で、非製造業部門が相対的に底堅く推移しているPMI指数の動きとも整合的である(図表8)。

図表8 ユーロ圏のPMI指数



(資料)QuickFactset

## 2. 今後のユーロ圏経済を見通す上でのポイント

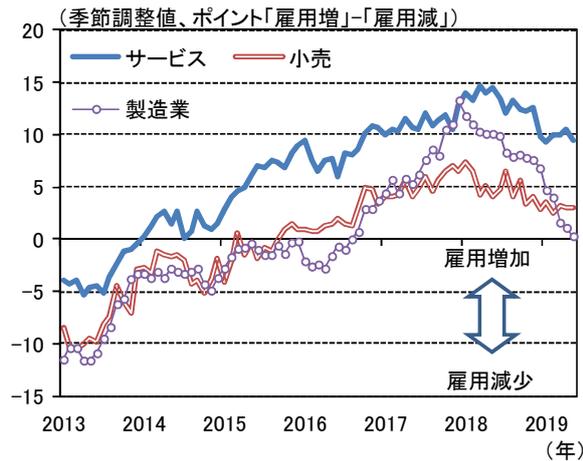
この先のユーロ圏経済を見通す上でのポイントは、外需低迷、輸出不振の影響が、ここまで堅調な内需にどこまで波及するかだと考えている。内需への負の波及経路を考えれば、まずは製造業において景況感が悪化し、設備投資が落ち込む、雇用環境も悪化し、消費にマイナスの影響を及ぼす、その次ぎに企業や家計のマインド悪化が、非製造業部門まで波及して圏内の経済活動全般の経済活動を萎縮させるというものであろう。

そうした観点から確認すると、製造業部門については、景況感を見るPMI指数の悪化に歯止めがかからない状況である(前掲図表8)。また、雇用環境を見ると、雇用見通しの数値は相当悪化し、既にゼロ近傍まで低下している(次頁図表9)。製造業部門に弱さがあることは間違いない。それでも、設備投資は、2019年の設備投資計画によると、スペインやイタリアがマイナス、ドイツとフランスがプラスと主要国内で温度差はあるものの、全体としては4%程度の伸びを示し、輸出環境が

弱くなる中でも、設備投資を取りやめる動きはまだ出ていない(図表 10)。

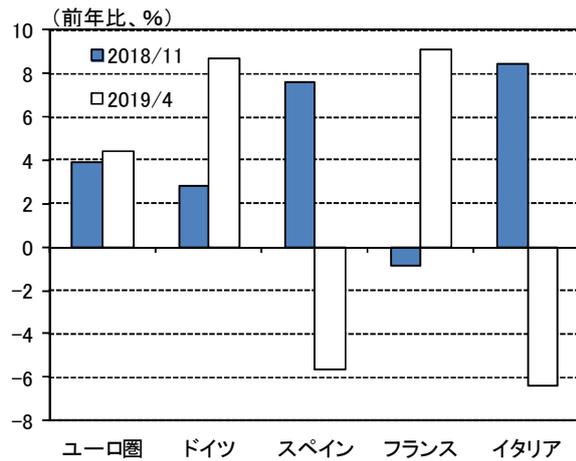
他方の非製造業を見ると、PMI 指数は製造業と同様に2018年初にピークをつけてはいるが、足元は上向き底堅く推移している(前掲図表8)。雇用環境についても、ユーロ圏の雇用者の大半を抱える非製造業のサービス、小売業の雇用見通しはプラス圏内にあり、特にサービス業はかなりの高水準で推移している(図表9)。雇用環境の悪化が非製造業まで広がり、家計所得全般の安定的な増加基調を損なうことまでは懸念される状況にない。

図表9 ユーロ圏の産業別の3ヶ月先の雇用見通し



(資料)EC

図表10 ユーロ圏 2019年製造業の実質設備投資計画

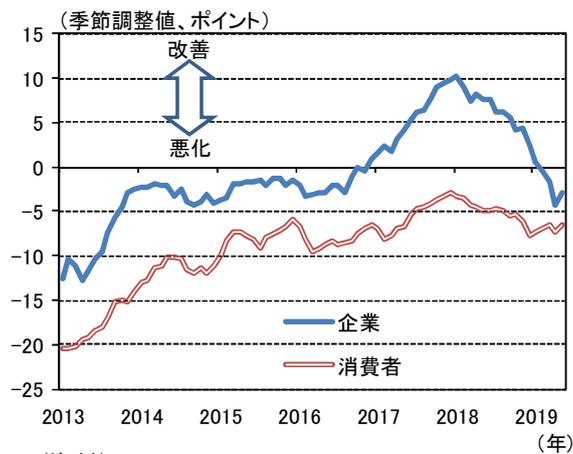


(資料)EC

以上から、全面的な景気後退に至るまでには、まだかなりの距離があると考えるのが妥当である。また、足元で ECB の金融政策は金融緩和へ傾いており、これも下支えになると見ている。

それでも、外需の低迷が長期かつ深いものとなれば、負の影響が経済全般に波及するリスクは残っており、注意の目は残しておくべきである。例えば、ユーロ圏の企業と消費者の信頼感指数を見ると、業種を問わない企業全般の信頼感指数は悪化を示している(図表 11)。

図表11 ユーロ圏の企業と消費者の信頼感指数



(資料)EC

次の章では、外需の低迷を深刻化させるリスク、加えて他のルートから内需を下振れさせるリスクの幾つかを詳しく見ていく。

### 3. 域内外の下振れリスク

#### (1) 貿易摩擦がドイツに及ぼす影響

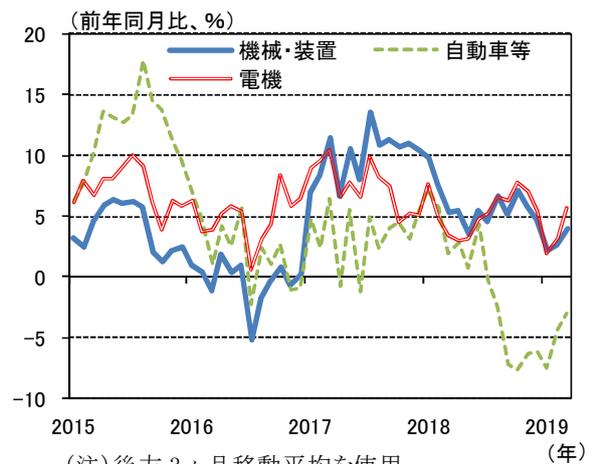
先の通り、ユーロ圏経済全般は堅調を維持しているが、牽引役と呼べるドイツ経済は2018年後半から減速している。その主要因は、EUが9月に導入した新燃料規制による自動車生産の落ち込みと、2018年末に起きたライン川の水位低下による流域周辺の化学関連企業の生産抑制という、二つの特殊要因による輸出の低迷と見られ、そのため、2019年以降はこれら供給側の特殊要因が剥落することで回復に向かうと見られていた。

ところが、米国、中国、英国など主要国への輸出は弱いままである(図表12)。輸出を財別にみると、自動車などだけでなく、機械・装置、電機など輸出比率の高い品目の回復も遅れていることは、足元の輸出低迷が供給側の要因だけでなく、外需の低迷も背景にあることを裏付けている(図表13)。特に、過去数年と比べて輸出伸び率の落ち込みが大きい中国は、過剰設備・過剰債務の構造改革へ取組む最中に、米国との貿易摩擦問題が深刻化し、緩和政策を講じても景気低迷から脱することができるか微妙である。ドイツの対中輸出依存度は2.6%と、ユーロ圏平均の1.4%を大きく上回るため、中国の景気減速がドイツに及ぼす影響は大きい。

図表12 ドイツの国別輸出の推移

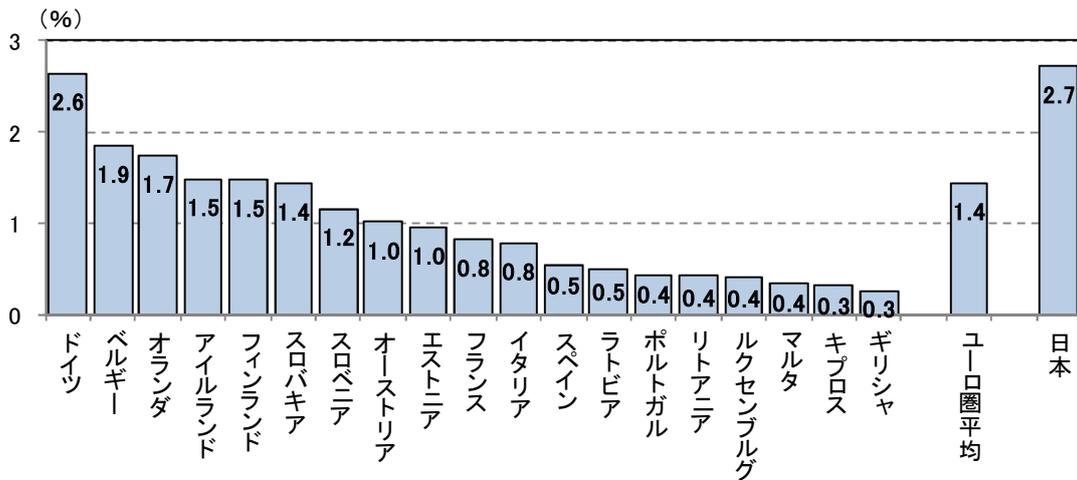


図表13 ドイツの財別輸出の推移



加えて、米国とEU間の通商交渉も下振れリスクである。再選を目指すトランプ大統領は、米中間の通商交渉が行き詰った場合、国民へのアピールのためEUに対する通商交渉圧力を強める虞がある。特にドイツの対米黒字額は中国、メキシコに次ぐ世界第3位(2018年)であり、最大の輸出産業である自動車関連財への追加関税措置がとられる可能性もある。これが実現した場合は、ドイツ経済へのマイナスインパクトが大きくなる。輸出依存度の高いドイツにとって、外需の低迷と輸出産業への打撃は何れも大きなマイナス材料であり、それはすなわちユーロ圏全体のマイナス材料となる(次頁図表14)。

図表 14 ユーロ圏各国の対中輸出依存度  
(GDPに占める対中輸出額の比率、2017年)



(資料)IMF、UNCTAD のデータを元に三井住友信託銀行調査部作成

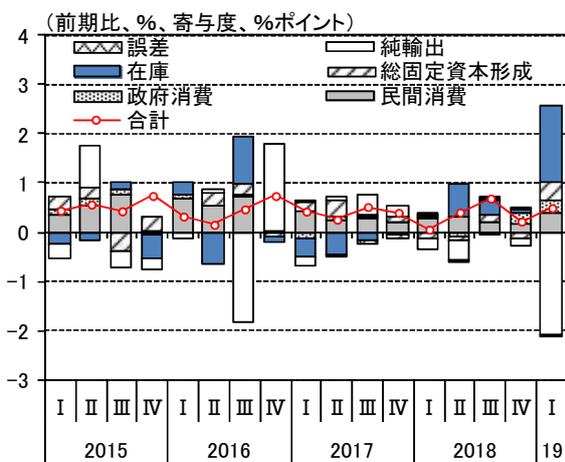
(2)Brexit 問題がユーロ圏経済に及ぼす影響

2019年3月29日に予定されていた英国のEU離脱期限は、10月31日まで延期が決定されたが、先行きの不透明感は一層増している。メイ首相が保守党党首を辞任し、次期党首選では強硬離脱派のボリス・ジョンソン前外相が有力視されており、「合意なき離脱」の懸念が高まっている。

一方、経済面では、2019年1～3月期の実質GDPが前期比+0.5%となり、2018年10～12月期の同+0.2%から伸びが高まった(図表15)。一見すると景気は堅調にも見える。但し、今回の実質GDPの伸びは、Brexitに備えた政府部門の支出と企業部門の在庫積み増しに押し上げられた面が大きく、来期はこの反動が予想される。

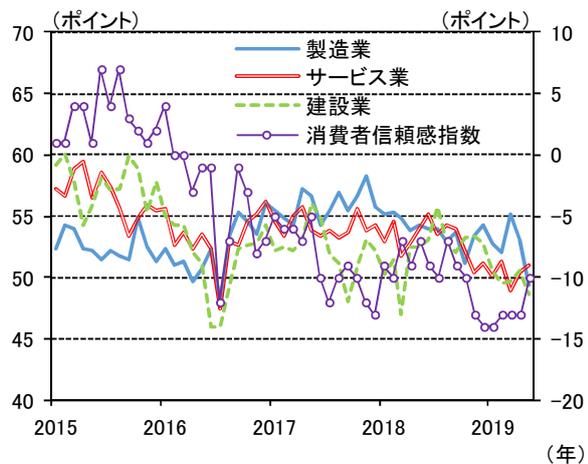
今のところ、英国でも所得、雇用環境が良好なため、個人消費が下支えになることで、2019年を通じてマイナス成長は避けられるとみているが、Brexit問題の長期化で消費・企業マインドは低迷している(図表16)。この先、英国の消費と投資が減速し、ユーロ圏においては英国向けの輸出が低迷する懸念がある。

図表 15 英国実質 GDP 成長率の寄与度分解



(注)後方3ヶ月移動平均を使用。  
(資料)Eurostat

図表 16 英国 PMI と消費者信頼感指数



(資料)QuickFactset

### (3) イタリア財政問題が経済に及ぼす影響

イタリアでは、2018年6月に「五つ星運動」と「同盟」の連立によってポピュリスト政権が発足し、財政拡張を志向したため、EUとの財政規律を巡る対立が表面化している。

イタリアは、中小零細企業が中心で生産性が低く、また高齢化の進展、過大な政府債務、脆弱な銀行部門、更には国内の南北経済格差など、構造的な問題を抱えている。そのため、低成長の下で財政規律を遵守すると景気が悪化しやすい。逆に財政再建の遅れにもつながりかねない。

実際、EUの勧告に基づき一定の是正措置を講じた結果、イタリアの景気は減速し、財政収支対GDP比率の見通しが、19年▲2.5%、20年▲3.5%に上昇する見通しとなった。これはEUの財政規律目標「▲3%以内」を超えるため、同委員会は今後、同国に対して是正措置や、最大30億ユーロの制裁金を課す公算が高まっている。財政を緊縮と拡張のどちらに傾けても、安定成長と財政再建に至らないというジレンマがイタリアの政策の舵取りを難しくしている。イタリアの景気減速は、もともとあった不良債権問題を再び深刻化させる虞もある。

こうした構造的な問題は、イタリアに留まらず、ギリシャやポルトガルなど他のファンダメンタルズが弱い国も巻き込み、危機が再燃しやすい状況が続く原因になっている。こうした問題が顕在化すれば、ユーロ圏内の家計・企業のマインド悪化の他、先行き金融、国債市場の動揺など金融面から実体経済へ悪影響が及ぶことが懸念される。

## 4. まとめと見通し

ユーロ圏経済は、内需が堅調に推移しており、外需の弱さが経済全般に波及し、全面的な景気後退に至るまでには、まだかなりの距離があると考えている。

しかしながら、域内にはドイツとイタリア、域外には英国のBrexit問題をはじめとして、域内外に複数のリスク要因を抱え、景気下振れ懸念には事欠かない。特にイタリアとEUの財政運営を巡る対立は、不十分な財政統合というEUが抱える構造的な問題が背景にあり、解決は容易ではなく今後も再燃を繰り返す可能性が高い。

英国も次期首相にボリス・ジョンソン前外相が有力視されるなど、Brexit交渉に関する不透明感の強まりと、消費者と企業マインドの一層の悪化は避けられない状況にある。こうした環境下では、企業・家計ともに積極的な投資・消費活動に出ないため力強い回復は見込めず、景気下振れリスクが強く意識される局面が頻繁に訪れるとみられる。

(ロンドン分駐 加藤 秀忠 : Kato\_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。