

MURC Focus

2020/21年欧州景気見通し

～浮揚感に欠ける展開が続く欧州経済

調査部 研究員 土田 陽介

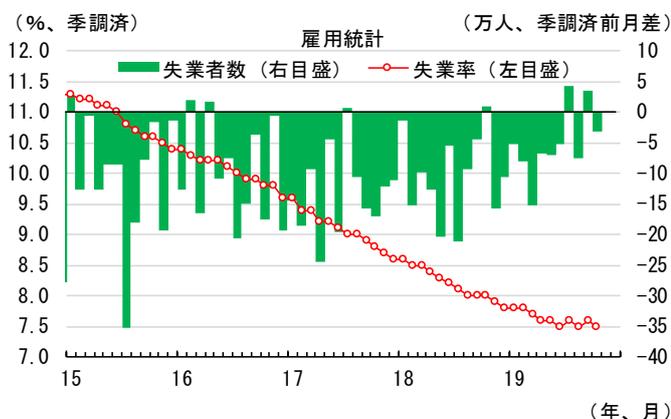
- 2020/21年のユーロ圏景気は1%台前半の成長率にとどまり、浮揚感に欠ける展開となるだろう。欧州中銀（ECB）は引き続き低金利政策を維持し、景気のサポートに努めることになる。
- 最大の景気下振れリスクは米中通商摩擦の激化である。輸出や投資の失速につながるほか、金融市場の動揺を通じて景気に下押し圧力がかかる。ドイツやイタリアの政治リスクにも注視する必要がある。
- 英国景気も低成長が続く見込みである。1月末にEUを離脱した後、移行期間が2022年まで延長されることがメインシナリオになると想定した。

（1）19年のユーロ圏経済は1%台前半の低成長

2019年のユーロ圏経済の成長率は通年で1%台前半と、14年以來の低水準にとどまった模様である。景気減速が続く中国向けを中心に輸出が停滞し、また米中通商摩擦に伴う不透明感などから設備投資も足踏みしてユーロ圏経済の成長を下押しした。一方で、個人消費や建設投資が堅調に推移し、ユーロ圏景気を下支えした。

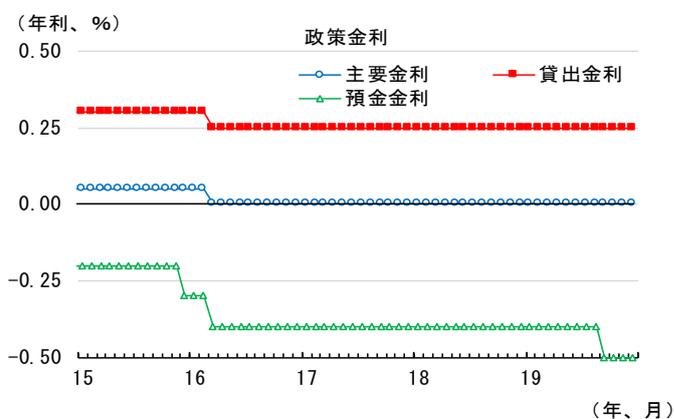
この間、物価は原油相場の安定もあって欧州中央銀行（ECB）の目標水準（消費者物価の前年比上昇率が2%）を下回るとともに、デフインフレ気味に推移した。他方で雇用は年後半から改善ペースの鈍化が顕著となり、失業率も7%台半ばで一進一退となるなど、完全雇用が意識される状況になった（図表1）。

図表1. 完全雇用が意識されるユーロ圏



(出所) 欧州連合統計局

図表2. ECBはマイナス金利を強化へ



(出所) 欧州中央銀行（ECB）

金融面では、ECBが2018年12月で量的緩和の拡大を終えたものの、景気が弱含みとなったことを受けて量的緩和を19年11月に再開した。さらに預金金利（金融機関がECBに預金をする際に適用される金利）を-0.40%から-0.50%に深掘りし、低金利の時間軸を延長するなど、ECBは金融緩和を強化した（図表2）。

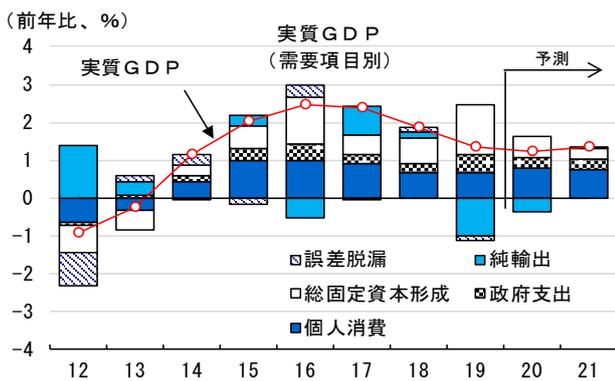
（2）浮揚感に欠ける展開が続くユーロ圏景気

先行きのユーロ圏景気も浮揚感に欠ける展開となるだろう（20年1.3%、21年1.4%）。図表3のように、まず景気の重荷であった輸出が、米国の利下げを受けて通貨が安定した新興国向けを中心に持ち直すと思われる。頼みの綱である中国向け輸出も、政府による下支え策を受けて中国景気の底割れは回避される見込みであるため、底堅く推移すると予想される。

もっとも世界経済が堅調な成長軌道に復する公算は小さく、輸出が好調を取り戻す展望も描き難い。そのため、輸出の景気けん引力は限定的となるだろう。他方で内需も、雇用・所得情勢の改善が加速する展開は見込み難いことから、個人消費や住宅投資を中心に盛り上がり欠ける展開となると考えられる。

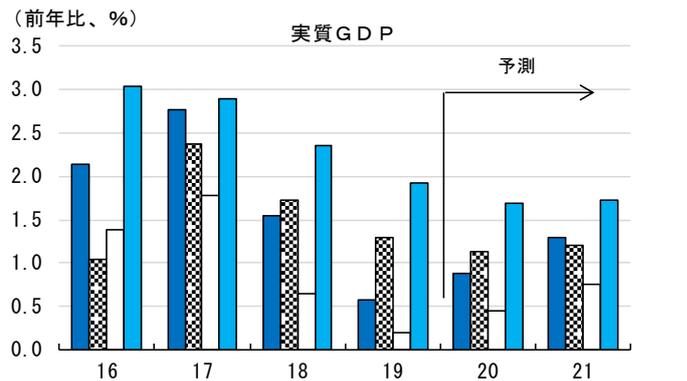
主要国別（図表4）には、輸出の持ち直しを受けてドイツ経済の成長率が徐々に回復する見込みである。同様に輸出の景気けん引力が強いスペイン経済もまた1%後半の成長率を確保するだろう。他方で、イタリア経済は銀行の経営不安を抱えていることなどから1%に満たない成長率にとどまる。フランス経済は底堅い内需を受けて1%台前半の成長率を確保しよう

図表3. 1%台前半での成長が続くユーロ圏



（出所）実績は欧州連合統計局、予測はMURC

図表4. 主要国別の成長率の見込み



（出所）実績は欧州連合統計局、予測はMURC

ECBは引き続き低金利政策を維持し、景気のサポートに努めることになる。しかしながら、ECB首脳陣は金融緩和による景気下支えには限界があるという認識に立っている。そのため、マイナス金利の一段の深掘りや量的緩和の規模の拡大が実施される展開は想定し難く、現状の政策が踏襲されることになるだろう。

他方で、マイナス金利の解消に向けた動きも進み難いと考えられる。先行きもユーロ相場は浮揚感に欠ける景気を反映して軟調に推移する見通しであるが、一方で物価上昇が加速する展望も描き難い。金融機関の収益悪化に配慮するため、適用対象の超過準備の規模を制限するなどの段階的な修正が進む可能性は高いが、マイナス金利の幅そのものの縮小は進み難いとみられる。

(3) 最大のリスク要因は米中通商摩擦の激化

最大の景気下振れリスクは米中通商摩擦の激化である。米中双方で関税の引き上げや輸入数量規制といった報復措置の応酬が繰り返されれば、マインドの悪化を通じて輸出や投資が不調に陥り、ユーロ圏景気は外需依存度が高いドイツを中心に失速を余儀なくされる。金融緩和の余地も非常に狭いため、景気が底割れする可能性も否定できない。

また金融市場が動揺し、株安が進むことも景気の重荷となる。米中通商摩擦の激化に加えて、中東情勢の緊迫化、イタリアの銀行の経営不安の再燃などが主だったリスク要因である。政治面では、当面は目ぼしい国政選挙を控えていないものの、ドイツやイタリアは連立政権の枠組みが維持できなくなるリスクを抱えているため、動向に注意したい。

付表 ユーロ圏景気見通し総括表

	2019年				2020年				2021年				2018年	2019年	2020年	2021年	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
実質GDP	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.9	1.3	1.3	1.4
	1.8	0.7	0.9	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4				
個人消費	1.1	1.1	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.5	1.4
	1.5	0.9	2.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4				
総固定資本形成	4.1	8.8	8.1	6.7	6.6	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	3.3	6.3	2.5	1.2
	1.5	24.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2				
政府支出	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1	2.3	1.4	1.3
	1.7	2.0	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3				
純輸出 (寄与度)	1.2	-4.8	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-1.0	-0.4	0.1
輸出	3.0	2.3	2.4	1.8	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	3.1	2.5	1.3	1.4
	3.5	0.6	1.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4				
輸入	3.6	5.3	5.0	4.3	4.3	1.8	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	3.1	5.0	2.2	1.3
	1.1	11.8	2.6	2.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3				
名目GDP	2.4	2.1	2.2	2.2	2.0	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	3.3	2.7	2.3	2.4
	3.1	3.1	2.0	0.6	2.3	4.1	2.7	0.4	2.4	4.2	2.8	0.5					
GDPデフレーター (前年比)	1.5	1.7	1.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.4	1.3	1.0	1.0
消費者物価 (前年比)	1.4	1.4	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	1.1	0.9	1.3
失業率	7.8	7.6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	8.7	7.9	7.5	7.5
政策金利 (期末値)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
独10年債流通利回り (期中値)	0.14	-0.11	-0.51	-0.36	-0.25	-0.25	-0.38	-0.38	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	0.48	0.32	-0.31	-0.25
ドル/ユーロ (期中値)	1.14	1.12	1.10	1.11	1.10	1.10	1.08	1.08	1.08	1.08	1.06	1.06	1.19	1.16	1.09	1.07	
円/ユーロ (期中値)	125.2	122.9	118.6	121.0	117.5	117.5	115.0	115.0	115.0	115.0	112.5	112.5	131.6	125.2	116.3	113.8	
各国GDP (前期比年率)																	
ドイツ	1.9	-1.0	0.3	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	1.7	1.5	0.6	0.9	1.3	
フランス	1.1	1.4	1.1	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	1.3	1.1	1.2	
イタリア	0.5	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	0.2	0.5	0.8	
スペイン	2.1	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	2.4	1.9	1.7	1.7	

(注) 各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも%

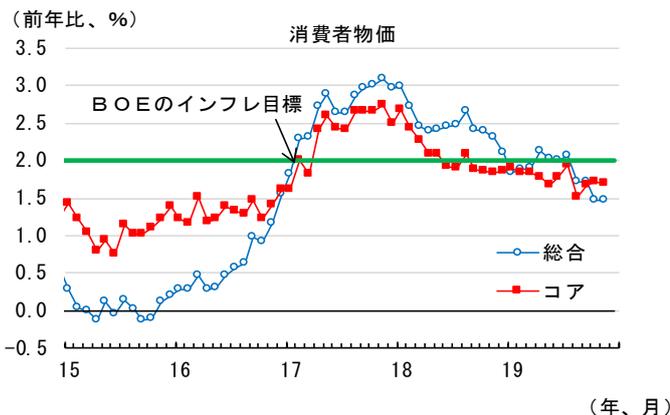
(4) EU離脱交渉に左右された19年の英国景気

2019年の英国経済の成長率は1%台半ばとなった模様である。難航するEU離脱交渉を控えて企業が投資を手控えたことや、家計も消費を抑制したことが景気の重荷になった。他方で政府支出が増加し、景気を下支えた。またEU離脱交渉に伴う不透明感から企業が積み増した在庫投資がGDP成長率を押し上げた。

この間、物価(図表5)は1%台半ばと中銀であるイングランド銀行(BOE)の目標水準を下回って推移した。他方で雇用は、失業率が3%台半ばで一進一退となるなど、完全雇用が意識される状況になった。EU離脱交渉に伴う不透明感もあり、BOEは他の中銀のように金融緩和を強化せずに政策金利を年0.75%で維持した。

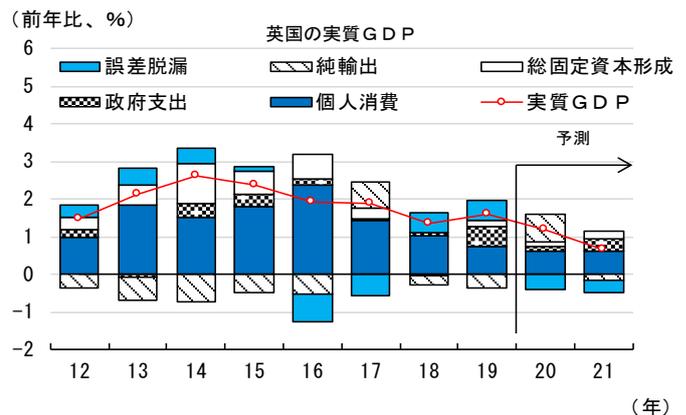
先行きの英国景気も低成長が続こう(20年1.2%、21年0.7%)。景気のマインエンジンである個人消費は、雇用・所得情勢の改善が鈍化するため増勢を弱める見通しである。ただ輸入も軟調になるため、純輸出(輸出-輸入)が増加するとみられる。また政府支出も増加して景気を下支えることになるだろう。

図表5. 英国の物価は安定して推移



(出所) 英国統計局(ONS)

図表6. 英国景気は厳しさを増す見通し



(注) 在庫は誤差脱漏に含まれる

(出所) 実績はONS、予測はMURC

(5) 移行期間の延長がメインシナリオ

英国は2020年1月末にEUを離脱するが、12月まではEUと関税同盟にとどまることになる。いわゆる「移行期間」であるが、英欧双方が合意すれば最長で2022年までの延期が認められている。ジョンソン首相は移行期間を延長することはないと明言、その旨の法文化も目指している。とはいえこの間に、英国がEUや第三国と通商協定を締結・発効できる道筋は立たない。

メインシナリオでは、移行期間が2022年まで延期されることを想定している。しかしながら移行期間の2020年末での打ち切りリスクを警戒し、企業は在庫を積み増すことになるだろう。そのため20年の成長率は在庫投資の影響で押し上げられるが、その反動で21年の成長率は押し下げられる見込みである。

景気を下支えするため、BOEは引き続き低金利政策を維持する公算が大きい。移行期間の延長がメインシナリオのまま推移するなら、通貨ポンドはそれほど下落しない。リスクシナリオは移行期間の2020年末での打ち切りであるが、それが実現すればポンドの急落は免れない。通貨防衛のためにBOEは利上げを行わざるを得ないため、景気は失速することになる。

また新たな通商協定がない状態で移行期間が2020年末で打ち切られるなら、その瞬間からWTO（世界貿易機関）に基づく関税が適用されることになる。物流面での混乱は回避し難く、そのことも需給の両面で英国景気を強く下押しするだろう。この場合、2021年以降に英国経済が本格的な景気後退に入る可能性は極めて高いと考えられる。

（6）移行期間延期「禁止」条項はEUへのブラフ

英下院は1月9日にもEU離脱関連法案を通過する見通しであるが、先述の通り、ジョンソン首相は移行期間の延期を「禁止」する条項を盛り込み、あくまで2020年末の完全離脱を目指す方針を堅持している。最大野党である労働党や第三勢力に躍進したスコットランド国民党は反対しているものの、与党・保守党が下院の過半数を占めているため、法案は可決する見通しである。

もっともこれはEUに対するジョンソン首相流の交渉戦術だろう。しかしながらEUは、英国との新たな通商協定に関して慎重な態度に終始しており、年内の合意はやはり見込み難い。交渉の難航を受けて英下院は移行期間の延期に向けた新たな法律を可決し、EUに対して移行期間の延期を申請せざるを得ないと予想される。

付表 英国景気見通し総括表

	2019年				2020年				2021年				2018年	2019年	2020年	2021年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	2.0	1.2	1.1	2.1	0.9	1.5	1.7	0.7	0.3	0.8	0.7	0.8	1.3	1.6	1.2	0.7
	2.5	-0.7	1.7	5.0	-2.0	1.3	2.7	1.0	-3.7	3.3	2.3	1.6	1.3	1.6	1.2	0.7
個人消費	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.6	1.2	1.0	1.0
	0.8	1.8	1.1	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.6	1.2	1.0	1.0
政府支出	2.8	4.1	2.8	1.6	0.9	-0.0	0.9	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	0.4	2.9	0.7	1.6
	4.1	4.7	-2.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.4	2.9	0.7	1.6
総固定資本形成	1.1	0.7	0.6	0.8	-0.0	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	-0.2	0.8	0.7	1.2
	4.4	-2.2	0.7	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	-0.2	0.8	0.7	1.2
純輸出（寄与度）	-2.8	2.5	2.3	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.2	-0.4	0.8	-0.2
輸出	2.1	-1.9	3.5	4.3	6.6	13.4	6.1	6.7	4.8	3.5	3.3	3.0	1.2	2.0	8.1	3.7
	1.1	-15.5	35.7	2.0	10.4	8.2	4.1	4.1	3.0	3.0	3.0	3.0	1.2	2.0	8.1	3.7
輸入	14.0	1.1	0.0	-2.1	-5.9	8.1	9.8	10.3	5.9	4.1	3.5	3.0	2.0	3.2	5.3	4.1
	42.3	-36.7	-1.0	3.0	21.6	10.4	5.1	5.1	3.0	3.0	3.0	3.0	2.0	3.2	5.3	4.1
名目GDP	4.3	2.9	2.9	4.2	3.0	3.6	3.8	2.8	2.4	2.8	2.7	2.9	3.5	3.6	3.3	2.7
	3.3	-4.7	4.0	14.9	-1.2	-2.5	5.0	10.4	-2.8	-0.8	4.7	11.1	3.5	3.6	3.3	2.7
GDPデフレーター（前年比）	2.3	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.0
消費者物価（前年比）	1.9	2.0	1.8	1.5	1.5	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	1.7	1.8	2.3
生産者投入物価（前年比）	3.3	2.1	-1.0	-2.0	-1.0	2.0	4.0	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.3	0.6	1.3	8.0
失業率	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	4.0	3.7	3.7	3.7
ドル/ポンド（期中値）	0.77	0.78	0.81	0.78	0.80	0.80	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.75	0.79	0.81	0.83
ユーロ/ポンド（期中値）	1.16	1.14	1.11	1.17	1.15	1.10	1.10	1.10	1.15	1.15	1.15	1.15	1.13	1.14	1.12	1.15
円/ポンド（期中値）	145.1	139.7	131.8	141.6	133.5	133.5	129.1	129.1	129.1	129.1	128.6	128.6	146.8	137.6	133.1	128.9
政策金利（期末値）	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
10年債流通利回り（期中値）	1.01	0.53	0.72	0.72	0.75	0.63	0.63	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.37	0.72	0.74	1.19

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも%

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。