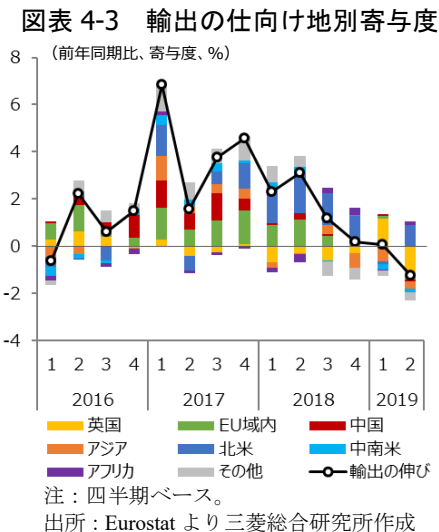
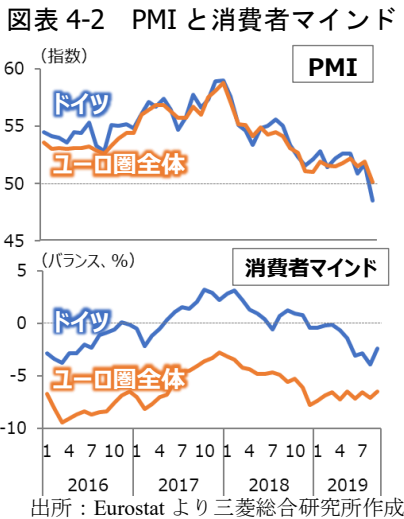
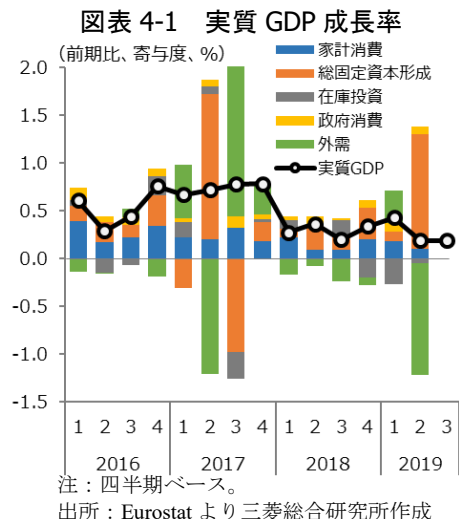


19年7-9月期の成長率は、外需の減速を背景に、低い伸びが持続

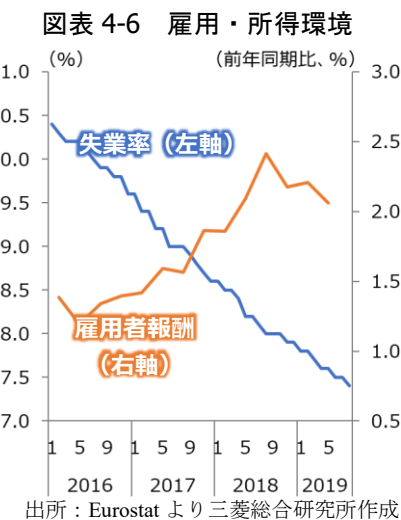
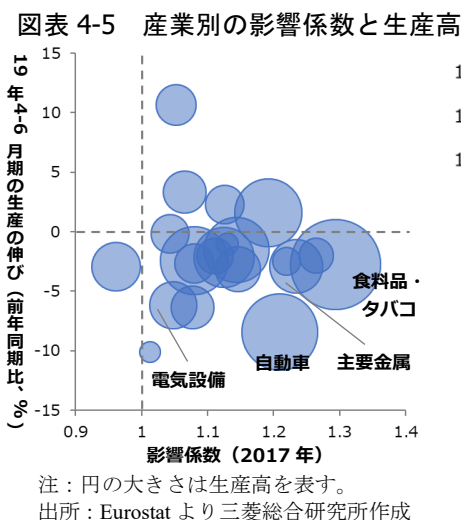
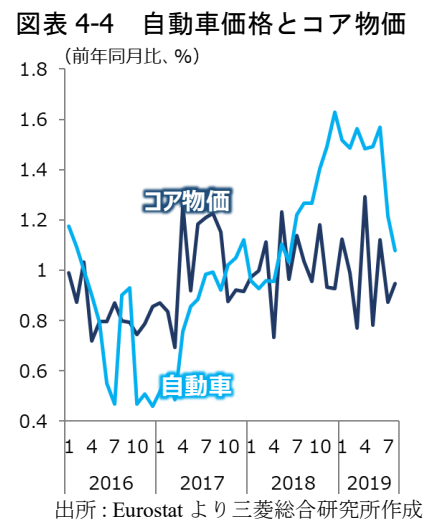
19年7-9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2%と前期から変わらず、低い伸びが続いた(図表4-1)。特に、18年入り後から続く外需の減速は、成長への大きな重しになっており、実質GDPの回復ペースも鈍化している。ドイツは、2四半期連続のマイナス成長を回避したものの、直近数カ月においても企業や消費者のマインドが低水準にあり、厳しい状況にある(図表4-2)。



生産・輸出は依然として低調、自動車産業の回復に遅れ

ユーロ圏の企業景況感は、悪化傾向にある。製造業は好不況の境目となる50を下回って推移、サービス業も徐々に低下。製造業の生産・輸出は、外需減速や自動車産業の回復遅れを背景に、依然として低調だ。ユーロ圏からの輸出を仕向け地別で寄与度分解すると、①EU域内向けの押し上げ幅が縮小しているほか、②英国向けの押し下げ幅が大きい(図表4-3)。①は欧州景気の減速、②は英国EU離脱を巡る不透明感が重しとみられる。自動車産業は、排ガス基準変更の直前に発生した駆け込み需要に伴う反動減が長期化し、回復が遅れている。また、新基準適応にかかるコストが自動車価格を押し上げたともみられ、こうした状況も自動車需要の悪化に拍車をかけた(図表4-4)。

ユーロ圏の製造業を産業別にみると、上述の自動車に加え、食料品・タバコや主要金属においても生産量が減少している(図表4-5)。こうした産業は、生産高および他産業への波及(影響係数)が大きい。先行きの輸出は、米国など主要な輸出相手国の景気減速が予想されるため、低めの伸びが続くと予想。生産は、低調な輸出を背景に低い伸びが続くだろう。



消費は失業率の持続的な低下などを背景に底堅い

ユーロ圏の消費は伸びが低いものの底堅い。背景には、①低下を続ける失業率、②低金利による借り入れ増加がある。雇用環境は、失業率の低下は続いているものの、賃金の伸びは鈍化傾向にある(図表4-6)。今後は、景気減速を背景に、雇用者数の増加ペースも鈍ると予想する。先行きの消費は、前期比+0.2%前後と低めの伸びになるだろう。

## 景気の減速を背景に、20年に1回の利下げを予想

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠く。エネルギーや生鮮食品を除いたコアの消費者物価は、前年比+1%程度の伸びだ。先行きは、家計の期待インフレ率の低下や、賃金の伸び鈍化が影響し、コアの消費者物価は同+1%前後の伸びで推移するだろう（図表4-7）。

欧州中央銀行（ECB）は、9月の理事会で、政策金利を現行の▲0.4%から▲0.5%に引き下げ、3年半ぶりに利下げを行った（10月の理事会では据え置き）。加えて、18年末に終了した量的緩和策の再開も表明。理事会後の会見において、ドラギ ECB 総裁は、①利上げはインフレ率の見通しが+2%弱に落ち着くまでは実施しないこと、②量的緩和は必要な限り継続していくことを表明。一方で、理事会後の会見において、同総裁は、銀行の収益悪化といったマイナス金利の副作用を強調、財政政策による景気下支えの必要性を説いた。当社は、ECBのこうした会見内容を鑑み、19年内は金利据え置きを予想する。ただし、20年には引き続き低成長が見込まれることから、1回の金利引き下げを行うだろう。

## 英国はEU離脱の期限を再々延期も、不透明感は根強い

英国のEU離脱は、期限を20年1月末まで再延期が決まった。ジョンソン英国首相が作成した離脱案は、EU理事会との合意は得られたが、その後の英国議会では審議時間が不十分であるとの理由から難航。9月に成立した離脱延期法案に従い、EU側に期限延期を申請した。また、解散総選挙が12月に実施されることも発表された。与党保守党が第1党の座を守れば、再びジョンソン氏の案をもとに審議が進められるとみられるが、審議の延長は野党の妨害を招きかねない。一方、野党労働党が勝利すれば、EU離脱そのものを問う国民投票が再び実施される可能性もあり、議論が振り出しに戻りかねない。

仮に、合意なし離脱が現実になれば、英国の実質GDPは約▲1.7%p減少することが予想される。また、EU加盟国でも実質GDPが平均して約▲0.3%p減少する見込みだ。

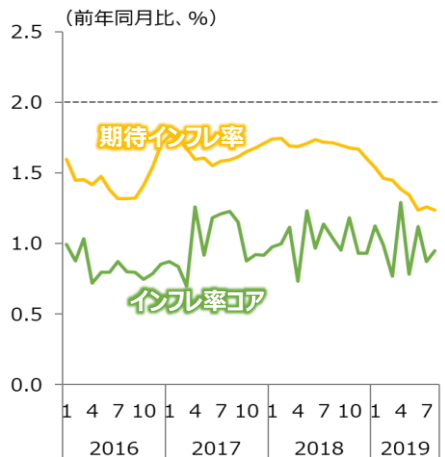
## ユーロ圏は1%台前半の低めの成長を見込む

ユーロ圏経済は、19年は財政支出拡大が経済の押し上げ要因となる一方、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得環境の改善ペース鈍化による消費の減速が見込まれることから、19年、20年ともに、1%台前半の低い成長にとどまる見込み。ユーロ圏の実質GDP成長率は、19年を前年比+1.2%（前回から▲0.1%p下方修正<sup>5</sup>）、20年は同+1.2%（同▲0.3%p下方修正）と予測する（図表4-8）。本予測は、英国が離脱期限の延期を20年末まで繰り返す（現状延長シナリオ）ことを前提としている。仮に、20年1月に合意あり離脱をした場合でも、20年末までの移行期間が設けられるため、成長率予想に変更はないが、合意なし離脱となった場合のユーロ圏の実質GDP成長率は、20年は同+0.9%と予測する（図表4-8の（）内）。

## 最大の下振れリスクは、英国のEU離脱交渉の行方

リスク要因は、第一に、英国のEU離脱交渉の行方だ。合意なし離脱となった場合、輸出や投資が減少するだけでなく、金融市場が不安定化すれば、消費者マインドの悪化や逆資産効果を通じて消費に悪影響が及びうる。第二に、米欧貿易摩擦の激化だ。10月中旬、米国は、EUによるエアバス社への補助金に対抗し、同地域からの輸入品75億ドル相当に制裁関税を発動した。対するEUも米国への報復関税対象リストを公表済みで、発動準備を進めている。エアバス社への補助金を巡る制裁・報復の対象額は小さいが、米国による発動が延期されている対EU自動車関税など、米欧貿易摩擦を激化させかねない点には注意が必要だ。また、こうしたリスクが顕在化し、ドイツが景気後退に陥る可能性も、第三のリスクとして考慮すべきだ。ユーロ圏のGDPの約3割を占めるドイツが景気後退に突入すれば、企業や消費者のマインドはさらに悪化し、経済活動への大きな重しとなりかねない。

図表4-7 インフレ率（コアと期待）



注：期待インフレ率は、先物のインフレスワップ債から計算。インフレ率コアは食品、エネルギー、酒類、たばこを除いたもの。

出所：Eurostat, Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表4-8 ユーロ圏経済見通し

| 暦年ベース<br>(前年比%) | 実績   |      | 予測   |       |
|-----------------|------|------|------|-------|
|                 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  |
| ユーロ圏            | 2.5  | 1.9  | 1.2  | 1.2   |
|                 | -    | -    | -    | (0.9) |
| ドイツ             | 2.5  | 1.4  | 0.6  | 1.0   |
| フランス            | 2.3  | 1.5  | 1.2  | 1.2   |

出所：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所作成

<sup>5</sup> 本年8月にリリースした当社見通しでは、10月末に英国がEU単一市場から離脱することを前提に、19年のユーロ圏の成長率を前年比+1.1%と、20年を同+1.3%と予測。19年10月までの合意あり離脱や離脱時期の再々延期などにより、20年末までEU単一市場にとどまる場合の成長率は、19年を同+1.3%、20年を同+1.5%と予測しており、前提を合わせる意味で後者と比較している。