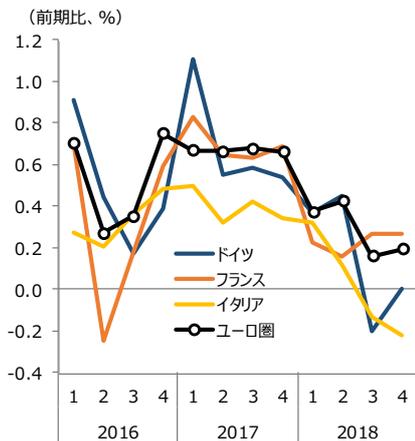


4. ユーロ圏経済

外需の減速から、18年入り後は成長減速

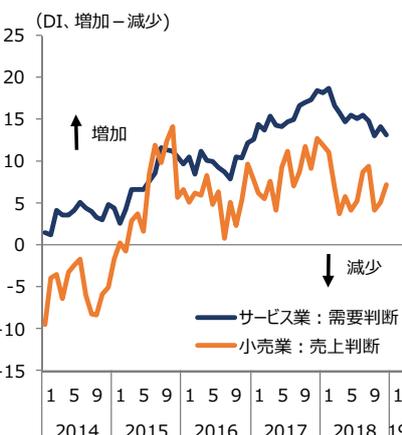
18年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2%と前期から変わらず、低い伸びが続いた(図表4-1)。ドイツ(同+0.0%)は、18年9月の排ガス規制変更による消費の低迷が続き、横ばいでの推移となった。フランス(同+0.3%)は前期並みの伸びとなったほか、イタリア(同▲0.2%)では2四半期連続でマイナス成長となった。ユーロ圏は、外需の減速を主因に、18年入り後に回復ペースは鈍化している。

図表 4-1 実質 GDP 成長率



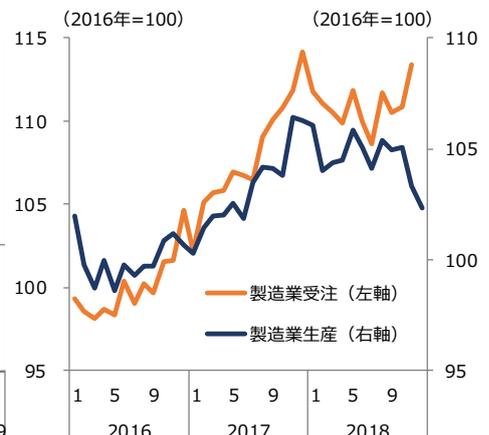
注：四半期ベース。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-2 企業の売上・需要判断



注：3ヶ月前と比べての判断。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-3 製造業の受注・生産



注：製造業生産は季節調整値。
出所：Eurostat, ECB より三菱総合研究所作成

消費は底堅い、雇用・所得環境も改善が継続

ユーロ圏の消費は堅調を維持している。企業の売上・需要判断は18年入り後にやや悪化しているものの、サービス業を中心に高水準を維持(図表4-2)。背景には、①雇用・所得環境の改善、②低金利による借入の増加などがある。人手不足感が強まるなか、雇用者報酬の伸びが加速。先行きも消費の回復持続を見込む。また、原油価格が低水準で推移すれば、消費の追い風となろう。

企業の景況感は悪化、輸出も減速傾向

ユーロ圏の企業活動は、改善ペースが鈍化している。18年以降、製造業の受注・生産は高水準ながらも増勢が一服(図表4-3)、企業の景況感も慎重化している(図表4-4)。実質財輸出は、内需拡大が続く米国向けが加速した一方、米中貿易摩擦やユーロ高を背景に17年に高い伸びとなった中国・欧州向けが失速しており、全体としては減速している(図表4-5)。

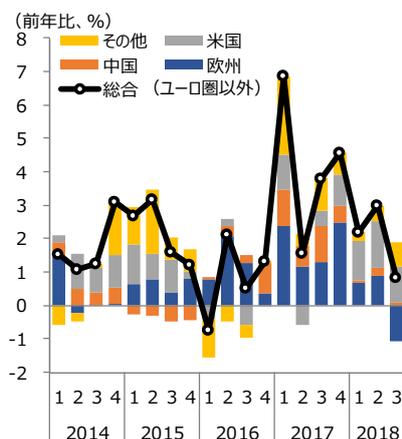
先行きの企業活動は、消費を中心に内需が底堅く推移するものの、中国や米国など主要な輸出相手国の景気減速が予想されることから、全体としては緩やかな減速を見込む。ユーロ圏GDPのうち、米国・中国・英国向けの輸出で得られる付加価値の割合は約8%を占め、これらの国の内需悪化がユーロ圏経済に与える影響は大きい(図表4-6)。

図表 4-4 購買担当者景気指数 (指数)



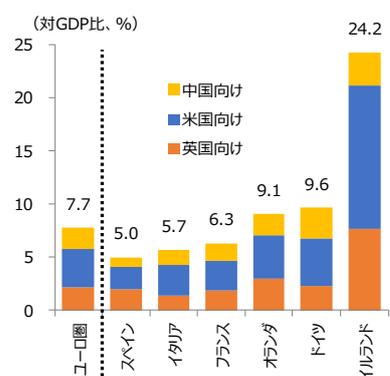
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 4-5 仕向け地別の財輸出数量



注：四半期ベース。2010年基準。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-6 米中英向け付加価値輸出



注：米中英の需要に対して各国で産出される付加価値。第三国経由での輸出も含む。2015年。
出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

物価上昇率は勢いを欠く、利上げ開始は 20 年後半以降

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠いている。エネルギーや食品を除いたコアの消費者物価は、前年比 +1%程度の伸びにとどまる。先行きは、ユーロ高が物価の押下げ要因となる一方、家計の期待インフレ率の上昇や雇用者報酬の増加が押上げ要因となり、コアの消費者物価は 1%台前半の伸びとなろう。

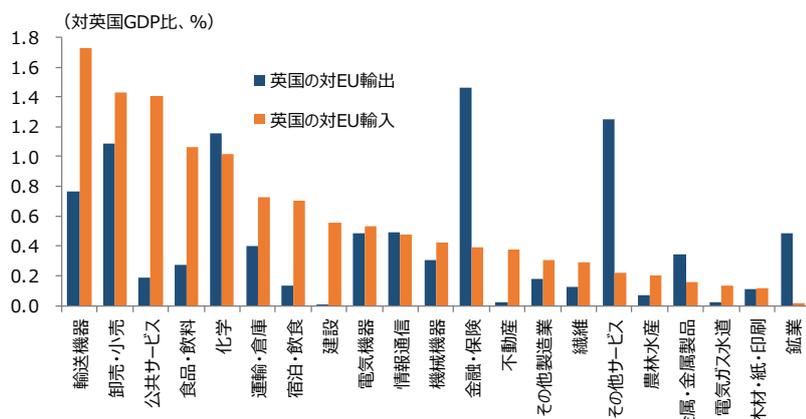
欧州中央銀行（ECB）は資産購入を 18 年末に終了。金融政策の正常化の次のステップは利上げとなるが、物価の伸びが鈍い状況が予想されることから、利上げ開始は 20 年後半以降を見込む。ユーロ圏経済の減速に加え、イタリアなど金融システムが改善途上の国もあり、利上げは慎重に行われるだろう。

英国 EU 離脱交渉は行き詰まり、19 年 3 月末に「合意なし離脱」の可能性高まる

英国の EU 離脱交渉は行き詰まっている。英国政府が EU と合意した離脱案は、アイルランド国境問題の解決策が見つかるまで英国全土を EU の関税同盟に残留させる「安全策」が盛り込まれていたが、この離脱案は 19 年 1 月の英国議会で大差で否決。その後、安全策の見直しを EU 側に求める方針を英国議会在可決した。ただし、EU 側は再交渉に応じる姿勢をみせていない。離脱時期の延期を模索する動きもみられるが、そのためには EU27 ヶ国の承認が必要であり、延期なしで 19 年 3 月末に「合意なし離脱」となる可能性が高い。仮に延期された場合でも、期限は欧州議会選挙前の 19 年 5 月下旬または欧州議会招集日の 19 年 7 月初になるとみられ、いずれにしても 19 年前半には離脱となるだろう。

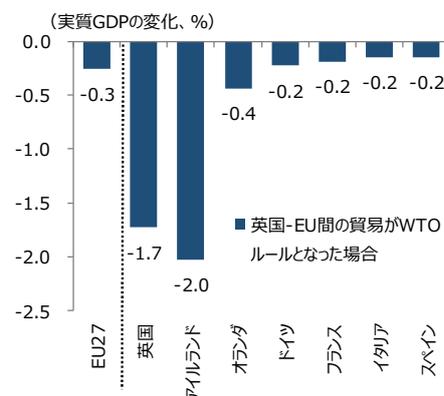
合意なし離脱となった場合、関税・通関手続きの復活や営業許可・協定の無効化などによって、英国は、EU や EU 外の第三国との間で、物・サービスの移動の自由度が低下し、EU 向けの輸出入が多い輸送機器、卸売・小売、食料・飲料、化学、金融・保険、その他サービスなどを中心に英国経済が下押しされかねない（図表 4-7）。合意なし離脱により、英国の実質 GDP は約▲1.7%p 減少するとみられる（図表 4-8）。また、EU 加盟国でも、実質 GDP が平均して約▲0.3%p 減少する見込みだ。

図表 4-7 英国の対 EU 輸出入：産業別



注：「英国の対 EU 輸入」は、三菱総合研究所による試算値。2015 年。
出所：OECD 「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

図表 4-8 合意なし離脱の影響



出所：Felbermayr et al. (2017) "Economic Effects of Brexit on the European Economy" より三菱総合研究所作成

ユーロ圏の成長率は 1%台前半まで減速を予測

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善を背景に消費は堅調が予想されるほか、19 年は仏伊の財政支出拡大が経済の押し上げ要因となろう。一方、海外需要の減速を背景に輸出・生産は伸び鈍化が見込まれるほか、上記の通り、英国は 19 年 3 月末に合意なし離脱となる可能性が高まった。以上を踏まえ、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、19 年を前年比+1.2% (前回+1.8%)、20 年は同+1.3%と予測する。本予測は、英国が 19 年 3 月末に EU 単一市場から離脱することを前提としているが、20 年末まで EU 単一市場にとどまる場合には、ユーロ圏の成長率は、19 年は同+1.3%、20 年は同+1.5%と予測する。

図表 4-9 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
ユーロ圏	2.4	1.9	1.2	1.3
	-	-	(1.3)	(1.5)
ドイツ	2.2	1.5	1.0	1.3
フランス	2.2	1.5	1.3	1.2

注：() 内は合意なし離脱が回避され、移行期間を経て 21 年 1 月に離脱となった場合の予測値。
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所作成

下振れリスクは、米中貿易協議の決裂と、ECB が出口戦略を模索するなかでの急激な金利上昇

リスク要因は、第 1 に、米中貿易協議の決裂による米中経済の下振れがある。ユーロ圏の米中向け付加価値輸出は大きい（対 GDP 比 6%程度、図表 4-6）。第 2 に、ECB が出口政策を模索するなかでのイタリアなど一部の国での金利の急激な上昇がある。金利が急上昇すれば、内需が押下げられる。