

ユーロ圏景気は当面足踏みも腰折れのリスクは限られる

ユーロ圏では、2018年7～9月期と10～12月期の実質GDP成長率がいずれも前期比年率で1%を下回る低成長となった。①昨年9月のEUによる燃費規制強化に自動車メーカーの対応が遅れたこと、②圏内外で企業の投資活動が慎重化していることが主因であり、特にドイツやイタリアの生産活動に悪影響を及ぼしている。企業に在庫調整圧力が依然残っていることを踏まえると、ユーロ圏の低成長は少なくとも2019年半ばまでは続く可能性が高い。もっとも、(1)独自動車市場に復調の気配が見られること、(2)雇用情勢がなお良好なこと、(3)ECBが出口戦略を慎重に進める姿勢を堅持していることを踏まえると、直ちに景気腰折れに向かう可能性は低い。Brexit問題や対米貿易摩擦の行方に十分な注意が必要ではあるが、それらによるショックを回避できれば、ユーロ圏の成長率は、2019年に一旦1.2%まで低下するが、2020年には潜在成長率並みの1.5%を回復すると予想している。

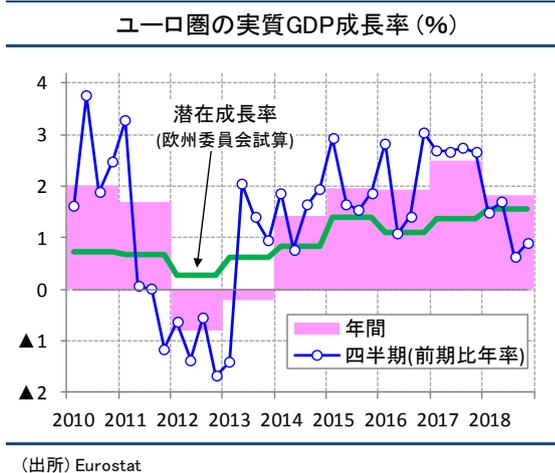
2018年後半は年率1%を下回る低成長

ユーロ圏景気はこのところ足踏み状態となっている。実質GDP成長率は、2016年10～12月期から2017年10～12月期にかけて5四半期連続で年率2%台半ば～3%強の伸びとなった後、2018年1～3月期および4～6月期には潜在成長率(欧州委員会試算)並みの年率1.5%程度へ減速し、さらに2018年7～9月期と10～12月期には年率1%を下回る低成長にとどまった¹。

主な国毎の成長率を見ると、2018年後半は、スペイン(2018年4～6月期前期比0.6%→7～9月期0.6%→10～12月期0.7%)とフランス(0.2%→0.3%→0.3%)が比較的安定した伸びを維持したものの、一方でドイツ(0.5%→▲0.2%→0.02%)とイタリア(0.1%→▲0.1%→▲0.2%)が落ち込み、ユーロ圏全体の成長率低下に寄与した。

ユーロ圏およびドイツ、イタリアの需要項目毎の内訳は10～12月期分が未公表であるが、各種経済指標の動きや報道情報などを踏まえると、まず、ユーロ圏GDPの3割近くを担うドイツの落ち込みの要因としては、以下の2点が挙げられる。

第1は、新規制導入によるEUでの自動車市場の混乱である。EUは昨年9月、WLTP(国際調和排出ガス・燃費試験法)を施行し、新車については、実際の走行に近づけた新条件の燃費試験を通過したモデルしか販売できないことになった。しかし、EU市場で約2割のシェアを持つVWグループ(独)など、多くのメーカーで新テスト設備の導入や型式認証の再取得が遅れたため、施行後に一部モデルの生産・販売が滞る事態が発生した。その結果、EU28カ国の自動車販売台数(当研究所試算の年率換算値)は、昨年



¹ 2018年中の四半期毎の伸びは、1～3月期が前期比0.4%(年率換算1.5%)、4～6月期が0.4%(年率1.7%)、7～9月期が0.2%(年率0.6%)、10～12月期が0.2%(年率0.9%、2/14発表の速報値)。

4～6月期の1,829万台から、7～9月期は夏場の旧モデル車の値引き販売もあって1,872万台へと一旦増加したが、10～12月期は1,701万台へと急減した。また、ドイツの自動車生産台数(同)は、4～6月期の543万台から7～9月期には473万台へと大幅に減少し、10～12月期も485万台にとどまった。

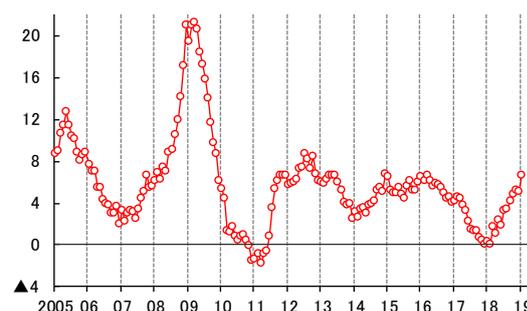
第2は、このような自動車市場の混乱に加え、世界各地の企業の投資が慎重化するもで、ドイツの資本財販売が伸び悩んだことである。対世界全体の前期比伸び率は、昨年4～6月期の0.4%から7～9月期には▲2.4%へと落ち込み、10～12月期も同1.1%にとどまった。特に、ユーロ圏外向けは、4～6月期2.4%→7～9月期▲1.4%→10～12月期▲2.2%とマイナス幅が広がった。

一方、イタリアの2四半期連続マイナス成長の要因については、コンテ首相が、ドイツや中国の成長鈍化に伴い輸出が減少した点を指摘している。今後、需要項目毎の内訳なども確認する必要があるが、上述した製造業分野を中心としたドイツ景気の落ち込みが、中間財輸出の減少などを通じてイタリア景気にも波及している側面はあろう。

当面は在庫調整を余儀なくされるうえ、Brexit問題が攪乱要因に

ユーロ圏景気の先行きを検討すると、まず、鉱工業の在庫調整が当面の成長を抑制し続けると見込まれる。昨年中の鉱工業生産は、昨年4～6月期の前期比0.03%から7～9月期には同▲0.1%とマイナスに転じ、10～12月期には同▲1.3%までマイナス幅を広げた。しかし、減産にもかかわらず、鉱工業の在庫DI(欧州委員会調べ)は、昨年7月以降前年同月を上回って推移し、今年1月には6.7Ptと2014年12月以来の水準まで上昇した。こうした「意図せざる在庫積み上がり」を減らす上で、自動車市場の今後の復調が一役買う期待はできるが、基本的には、生産抑制の継続により在庫過剰感が解消されていくことになろう。

ユーロ圏製造業の在庫DI(%Pt)



(出所) 欧州委員会

この在庫調整を進めていく上で攪乱要因となりそうなのがBrexit問題である。英国のEU離脱は、3月末の発効まで残り40日を切ったが、「アイルランド島の国境管理」を巡る議論の迷走が長引く中、英政府とEUとの間で一旦合意した離脱協定案が英議会で大差で否決(1月15日)され、その後も紛糾が続いている。そのため、①3月下旬までに英議会・欧州議会・欧州理事会による協定案承認が全て完了し、移行期間(2020年末まで、政府間で暫定合意中)付きの円滑な離脱が実現する可能性が低下する一方、②英・EU双方の申し合わせ²⁾によって離脱発効時期が3月末から先送りされる可能性が徐々に高まっている。また、③承認作業が時間切れとなる結果、移行期間の設定が白紙となり、3月末に英国とEUのあらゆる連携が失われる「No-Deal Brexit」に陥る可能性も依然として残っており、在英企業はNo-Deal Brexitによって物流網が混乱する最悪の事態に備え、在庫積み増しなどの対応を始めざるを得ない状況にある。

ユーロ圏企業による在庫調整の過程において、Brexit問題は、No-Dealへの備えに伴う英国向け出荷の一時的増加を通じて目先の進捗を後押しすることにはなろう。しかし、実際にNo-Deal Brexitに陥れば、3月末以降の英国景気は大幅に悪化することが見込まれ、結局は生産回復への逆風となる可能性が高い。一

²⁾ 離脱発効の先送りには、英国のEUへの要請の後、全加盟国による同意が必要になる。

方、離脱発効延期のケースでも、離脱協定成立や新たな日程の見通しが立たないままでの単なる問題先送りであれば、企業による投資が一層慎重化し、それが在庫調整の逃げ水となる懸念が大きい。

一方で年初の独自自動車市場に復調気配、家計の所得環境も安定持続

もつとも、景気の先行きを巡っては、一方的に悪い材料ばかりという訳でもない。例えば、ドイツの乗用車市場に復調の気配が出てきている。今年1月の国内販売台数（当研究所試算の年率換算値）は371万台と10～12月平均の326万台から増加、WLTP施行前の駆け込みがあった昨年8月を除けば、昨年1月以来の水準を回復した。輸出や生産の低調は依然として続いているが、メーカー各社の新規規制対応にメドがつつあることを示唆している。

このほか、企業の雇用意欲はピークアウトしてはいるが、今年1月にかけてサービス業を中心に依然として旺盛な状態が続いている。サービス業の「雇用見通しDI」（欧州委員会調べ）は2007年以来、鉱工業のDIも2011年以来の高水準を保っている。また、失業率（昨年12月7.9%）の低下基調も続いている。

このように雇用情勢が持ち込んでいることに加え、原油高一服に伴う物価の安定基調が見られる中で、家計支出の主な原資である実質雇用者所得（＝名目雇用者所得×雇用者数÷個人消費デフレーター）³は前年同期比2%程度の増勢をさらに維持し、ユーロ圏GDPの5割強を占める個人消費を下支えしていくことが期待できる。

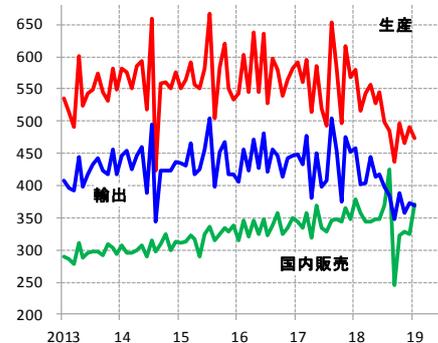
ECBは金融緩和拡大も視野に入れた柔軟姿勢を維持

さらに、ECB（欧州中銀）が大規模な金融緩和状態を当面継続することも、ユーロ圏景気の底割れ回避に寄与すると考えられる。

ECBは、2015年3月より量的金融緩和策として行ってきた金融機関からの国債・社債購入を2018年末に終了した。しかし、国債・社債の再投資削減（＝ECBのバランスシート縮小）や政策金利の引き上げについては慎重姿勢を維持している。むしろ、2月15日にクーレ理事が、20日にプラート専務理事が相次いで講演で、ECBが新たな銀行向けの資金供給策の必要性を検討していると発言した。検討を始めたこと自体は主に、3月末のBrexit発効に伴い圏内銀行が資金繰りで不測の事態に陥るリスクへの入念な備えと推察するが、ECBが必要に応じて機動的に緩和拡大に転じる柔軟姿勢を維持していることを確認できる材料とも言えよう。

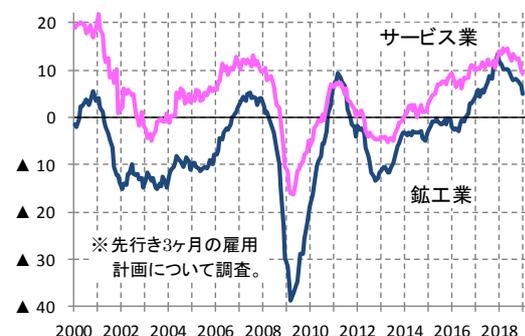
³ 直近の実績値は昨年7～9月期（一部データが未公表のため）。

ドイツの自動車生産・国内販売・輸出台数（年率換算、万台）



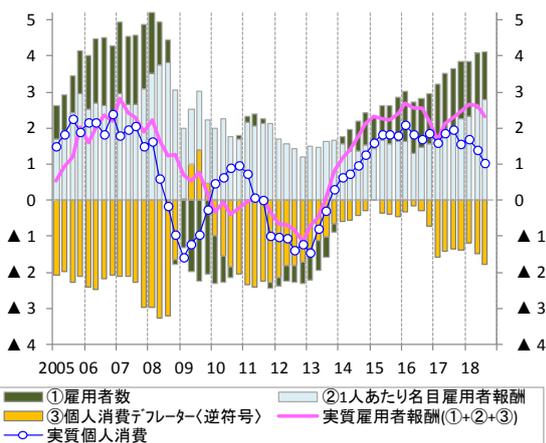
（出所）CEIC Data

ユーロ圏企業の雇用見通しDI（「増加」-「減少」、%Pt）



（出所）欧州委員会

ユーロ圏の個人消費をめぐる環境（前年同期比、%）



（出所）Eurostat

景気腰折れには至らないと予想

以上の諸点を踏まえると、ユーロ圏景気は当面、企業が在庫調整を進める中で年率 1%程度の低成長を余儀なくされるが、Brexit や対米貿易摩擦などに起因するショックが加わらなければ、①ECB による大規模な金融緩和、②良好な雇用環境を背景とした個人消費の回復を下支え役に景気底割れを回避し、今年後半以降は徐々に持ち直していく可能性が高い。

このもとで、通年ベースの実質 GDP 成長率は、2018 年の 1.8%から 2019 年には 1.2%へと一旦減速するが、2020 年には 1.5%と潜在成長率並みの伸びを取り戻す展開を予想⁴する。

ECB の金融政策については、これまでは 2019 年内に利上げを始めると予想していたが、最近の景気変調などを踏まえると、利上げ開始は 2020 年後半にズレ込むことになりそうである。

なお、Brexit 問題のユーロ圏景気への影響は、3 月末の No-Deal Brexit を辛うじて回避するとの想定のもと、①英国景気の減速に伴う対英輸出の減少と、②企業が大陸側への拠点移転・増設を行うことによる、圏内の固定資産投資の増勢加速が相殺して、ネットでは限定的にとどまると想定している。ただし、現在も紛糾が続いていることから、No-Deal に至り、英国景気的大幅悪化や金融市場の混乱などを通じて、ユーロ圏景気が下振れするリスクには注意を要する。また、No-Deal を回避できても、問題解決に向けたスケジュールを曖昧にしたままで離脱発効が先送りされる事態となれば、先行き不透明な状況が長引くことになるため、投資需要の減退などを通じて今春以降の景気下振れにつながりかねず、波乱含みと指摘せざるを得ない。

また、米欧貿易摩擦については、ユーロ圏の対米輸出⁵の 13% (2017 年) を占める自動車分野 (部品を含む) の扱いが焦点となるが、①今後の米 EU 通商交渉の結果、現行 10%となっている米→EU の自動車関税を、米→EU の 2.5%に向けて段階的に引き下げるなど、基本的に EU が多くの時間をかけながら米国への市場開放を進めていく、②米国が EU 車の輸入関税を引き上げることは回避される、といった「軟着陸」を想定している。しかし、トランプ米政権が関税引き上げに踏み切る可能性は排除できず、ユーロ圏景気の下振れリスクという意味でも事態の推移を見守っていく必要がある。

ユーロ圏の成長率予想

%, %Pt	2016	2017	2018	2019	2020
	実績	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	2.0	2.4	1.8	1.2	1.5
個人消費	2.0	1.6	1.3	1.0	1.2
固定資産投資	4.0	2.6	3.2	3.7	3.3
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(0.0)
政府消費	1.8	1.2	1.0	1.2	1.0
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(0.8)	(0.2)	(▲0.1)	(0.0)
輸出	3.0	5.2	2.9	2.1	2.3
輸入	4.2	3.9	2.8	2.5	2.5

(出所) Eurostat

⁴ 昨年 9 月の当レポートでの予想は、2018 年 2.0%→2019 年 1.7%→2020 年 1.5%であったが、今回紹介した 2018 年後半の景気下振れを受けて 2019 年の予想を下方修正した。

⁵ ユーロ圏の圏外向け輸出に占める米国向けのシェアは 13% (2017 年)。