Mar 29, 2019　　No.2019-015

Economic Monitor

伊藤忠経済研究所

主任研究員　石 川　誠　03-3497-3616 ishikawa-ma@itochu.co.jp

ユーロ圏：在庫調整局面に入っているが景気腰折れは回避可能

昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 0.9%の低成長にとどまったのは、ドイツやイタリアを中心に企業の在庫調整が始まったためである。在庫調整圧力は今年 2 月にかけてさらに強まっていることから、ユーロ圏の低成長は少なくとも今年半ばまでは続くと見込まれる。ただし、雇用情勢が良好な状態を維持する中、乗用車販売など個人消費には復調の気配が見られる。また、ECB（欧州中銀）は、年内利上げを見送るなど、大規模な金融緩和の巻き戻しを慎重に進める構えである。そのため、直ちに景気腰折れに向かう可能性は低いと見る。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%を回復すると予想する。

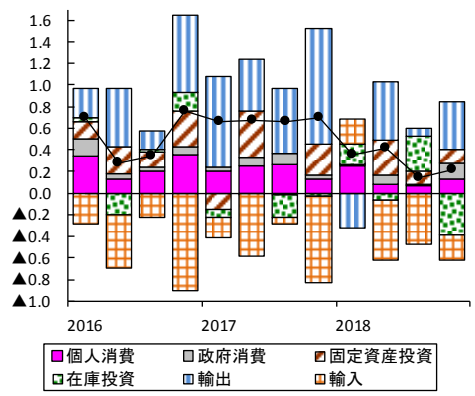
2018 年 10～12 月期の低成長の要因は在庫調整

昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率・改定値（3/7 公表）は、速報値（2/14 公表）から変わらずの前期比 0.2%（年率換算 0.9%）となった。7～9 月期の同 0.1%（年率 0.6%）から小幅の上昇にとどまり、ユーロ圏景気の足踏み状態が改めて確認された。

主要国の成長率も速報段階から殆んど変わらなかった。スペイン（昨年 7～9 月期前期比 0.6%→10～12 月期 0.7%）やフランス（0.3%→0.3%）が比較的安定した伸びを維持したが、一方でイタリア（▲0.1%→▲0.1%）が 2 四半期連続のマイナス成長となったほか、ドイツ（▲0.2%→0.02%）もゼロ成長にとどまり、ユーロ圏全体の伸びを抑制した。

主な需要では、在庫投資（7～9 月期前期比寄与度 0.3%Pt→10～12 月期▲0.4%Pt）の大幅な減少が成長率を下押しした。①新しい環境規制（WLTP：国際調和排出ガス・燃費試験法）導入に伴う自動車市場の混乱（一部モデルの生産・販売の滞り）[1]、②世界各地での投資活動の抑制（資本財販売の低迷）を受けて、在庫調整が始まったと考えられる。一方、在庫投資以外は、個人消費（7～9 月期前期比 0.1%→10～12 月期 0.2%）、政府消費（0.1%→0.7%）、固定資産投資（0.6%→0.6%）、輸出（0.2%→0.4%）と、いずれの需要項目も増加基調を維持した。個人消費は、乗用車購入以外の支出が下支えした。

ユーロ圏の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) Eurostat　(注)輸入の増加は成長率に対しマイナスに寄与。

2019 年入り後の個人消費は復調気配も、在庫調整圧力がさらに上昇

その後の今年 1 月分（乗用車販売と在庫･雇用の DI は 1～2 月分）の各種経済指標は強弱混在である。今のところ、1～3 月期の成長率は 10～12 月期を上回る可能性が高いが、小幅上昇にとどまると見られる。

[1] 詳細は 2/25 付け Economic Monitor「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」を参照されたい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

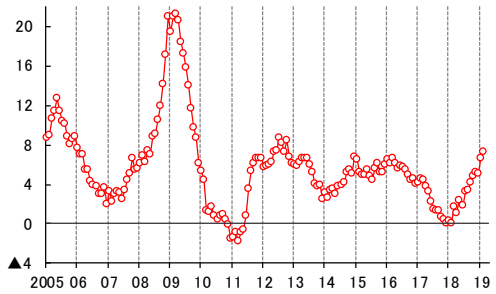
最終需要に関する指標では、①乗用車販売（10～12 月期年率 1,022 万台、前期比▲11.4%→1～2 月年率 1,112 万台、10～12 月平均比 8.7%）が持ち直し、②小売販売（10～12 月期前期比 0.5%→1 月の 10～12 月平均比 0.6%）も堅調な拡大を続けるなど、**個人消費の復調**が窺える。

しかし、**個人消費以外の需要は総じて低調**である。(1)輸出（ユーロ圏外向け、通関・名目ベース、10～12 月期前期比 1.3%→1 月の 10～12 月平均比 0.7%）は伸びが鈍化[2]し、(2)建設投資（0.6%→▲0.6%）は減少に転じた。また、(3)ドイツからユーロ圏内への資本財販売（速報性の高い機械設備投資の一致指標）も伸び悩んでいる[3]。

そして、**鉱工業の在庫調整圧力はさらに上昇**している。2 月の在庫 DI（欧州委員会調べ）は 7.3Pt と、2012 年 10 月（8.5Pt）以来の高水準となった。そのため、10～12 月期の大きな成長抑制要因となった**在庫調整の動きは、当面続くことを余儀なくされよう**。

供給サイドの代表的指標である鉱工業生産（含む建設）は、10～12 月期の前期比▲0.6%から、1 月は 10～12 月平均比 0.2%と一旦下げ止まった。しかし、在庫調整圧力の高さを踏まえると、**2 月以降の生産活動がこのまま持ち直していく可能性は低い**。

ユーロ圏製造業の在庫DI（%Pt）



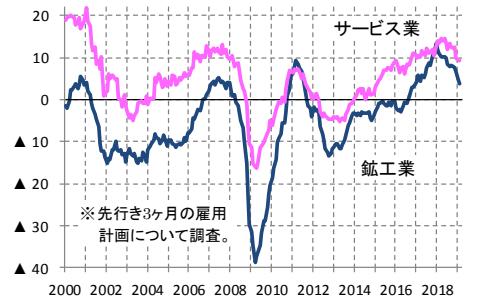
（出所）欧州委員会

雇用情勢は良好な状態を維持

その他の指標では、企業の雇用意欲の強さを示す**「雇用見通し DI」（欧州委員会調べ）がピークアウトしてはいるが、サービス業を中心に 2 月にかけて高水準を維持**[4]している。また、失業率（1 月 7.8%）の低下基調も続いている。

上述の通り、ユーロ圏では当面、在庫調整を余儀なくされるが、その中でも**雇用情勢が持ち応えていること**は、個人消費を中心に需要が持ち直し、**企業の生産抑制緩和や在庫調整の早期終了につながることを期待**させる要因と言える。

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

ECB は年内の利上げを見送り

ユーロ圏景気の足踏みを受けて、**ECB（欧州中銀）による金融緩和の「出口戦略」も足踏み**となった。**3 月 7 日の定例理事会では、「フォワードガイダンス」（金融政策の先行き方針）を修正**し、これまで「少なくとも 2019 年夏までは現行の低金利政策[5]を変更しない」としていたのを、「少なくとも 2019 年末までは」と変更。**政策金利の引き上げが早くても 2020 年入り以降**になることを明確にした。

このほか、ECB は同じく 3 月 7 日の理事会で、**圏内銀行向けの新たな流動性供給策（TLTRO3）[6]の導入**

[2] 仕向地別に見ると、1 月は、ユーロ圏を除く欧州向けの緩やかな増加が続いたものの、米国向けや中国向けが頭打ちとなった。また、中東やロシアといった産油国向けが大きく落ち込んだ。
[3] 具体的には、ドイツ国内向けの増加が続いたものの、ドイツを除くユーロ圏向けが頭打ちとなった。
[4] サービス業は 2007 年以来、鉱工業も 2011 年以来の水準。
[5] リファイナンス金利 0.00%、中銀預金金利▲0.40%など。
[6] 今年 9 月から 2021 年 3 月まで四半期毎に 7 回、圏内銀行に満期 2 年の低利資金を融資する。スキームの詳細は後日公表。

を決めた。2016～17 年に実施された前回の流動性供給策（TLTRO2）の償還が近づく中、イタリアやスペインなどの一部の銀行による貸し渋りが懸念され始めたことへの対応が主眼[7]とされる。

ECB による今回の決定は、**ユーロ圏経済を下支えるため、大規模な金融緩和の状態を拙速に巻き戻すことにはならない**ことを改めて確認するものと言える。

当面の低成長は避けられないが、景気腰折れには至らない見通し

以上の諸点は概ね、先月[8]示したユーロ圏景気のメインシナリオに沿った動きと考える。当研究所のメインシナリオを改めて示せば、以下の通りである。

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[9]、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。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 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	3.0	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	1.1	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	3.0	2.1	2.3
輸　入	4.2	3.9	2.9	2.5	2.5

（出所）Eurostat

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見通し**である。

なお、Brexit 問題のユーロ圏景気への影響については、英国と EU のあらゆる連携が失われる「合意なき離脱」（No-Deal Brexit）を回避できるとの想定のもと、①英国景気の減速に伴う**対英輸出[10]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、**ネットでは限定的**にとどまると見込んでいる。ただし、現在も紛糾が続いている中、**4 月中に No-Deal に至り、英国景気の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**は依然として残っている[11]。また、仮に**No-Deal を回避できる場合でも、「長期延期」や「再国民投票→離脱撤回」の可能性も加わりながら、先行き不透明な状況が長引く**と予想されるため、ユーロ圏にとっても景気下振れ要因となりかねず、波乱含みと言わざるを得ない。

また、**米欧貿易摩擦**については、正式交渉開始のための準備協議（交渉範囲などの話し合い）が始まっている模様である。ユーロ圏の対米輸出[12]の 13%（2017 年）を占める自動車分野（部品を含む）の扱いが焦点である

---

[7] 国際銀行規制（バーゼルⅢ）の中には、流動性リスク管理の頑健性を定量化した「安定調達比率（NSFR）」に基づく細則がある。TLTRO で調達した資金はこの NSFR を算出する際に「流動性の源となる安定調達資金」として扱われているが、算入率は償還までの残存期間によって変わる（残存 1 年以上 100%、1 年未満 50%、6 ヵ月未満 0%）。そのため、TLTRO2 の償還は 2020 年 6 月から逐次始まるが、利用銀行の NSFR への低下圧力は今年 6 月から顕在化し始めることになる。今回決まった TLTRO3 の導入は、TLTRO2 を積極活用していたイタリアやスペインの銀行を中心に、NSFR 維持が困難化して貸し渋りに至るリスクを緩和するためと考えられている。

[8] 2/25 付け Economic Monitor「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」。

[9] ECB による利上げ開始は 2020 年後半と予想している。

[10] ユーロ圏の圏外向け輸出に占める英国向けのシェアは 12%（2018 年）。

[11] Brexit は、当初 3 月 29 日に発効する予定であったが、離脱協定案の批准をめぐる英議会の紛糾が長引く中、3 月 21 日に EU が発効延期を容認した。しかし、EU は併せて英国に対し、4 月 12 日までに改めて今後の方針を示すよう通告したため、英国内の議論が一段と混迷している。英議会は 3 月 27 日。協定案の代替案 8 候補（関税同盟残留、再国民投票など）について「示唆的投票」（法的拘束力のない人気投票）を行ったが、いずれも賛成過半数とはならなかった。こうした状況下、4 月 12 日までに英国内で合意形成に至らず、結果として同日に No-Deal Brexit となる可能性は消えていない。

[12] ユーロ圏の圏外向け輸出に占める米国向けのシェアは 14%（2018 年）。

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ろう。