

ユーロ圏：視界不良ながら景気持ち直しに向けた好材料も

1～3 月期の実質 GDP 成長率は、乗用車販売のリバウンドにより前期比年率 1.6%へと一時的に上昇したが、鉱工業の在庫調整が続いているため、当面は低成長を余儀なくされる見込みである。もっとも、①サービス業の雇用意欲はなお旺盛なこと、②ECB による大規模な金融緩和の継続など、景気底割れを回避できる状況は維持されている。5 月に頭打ちとなった企業の在庫過剰感がこのまま緩和されていけば、また、Brexit や対米貿易摩擦に起因するショックが加わらなければ、ユーロ圏経済は今年 10～12 月期ごろから徐々に持ち直していく展開が期待できよう。メインシナリオにおける通年の成長率は、2019 年に一旦 1.1%まで低下するが、2020 年には潜在成長率並みの 1.4%を回復すると予想している。

1～3 月期の成長率は上昇したが、内容は必ずしも芳しいものではない

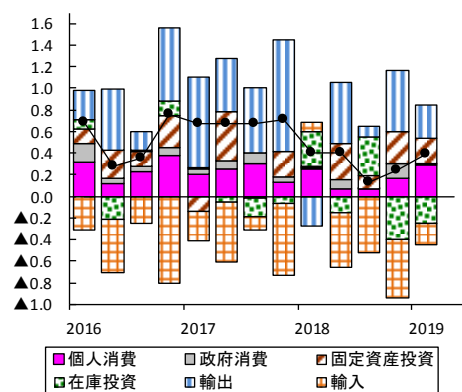
ユーロ圏では、1～3 月期の実質 GDP 成長率¹が前期比 0.4%（年率換算 1.6%）と、2 四半期連続の上昇となった（昨年 7～9 月期は前期比 0.1%・年率 0.5%、10～12 月期は同 0.2%・年率 1.0%）。

主要国の成長率を見ると、ドイツ（昨年 7～9 月期前期比▲0.2%→10～12 月期 0.02%→今年 1～3 月期 0.4%）とイタリア（▲0.1%→▲0.1%→0.1%）がプラス成長に戻り、スペイン（0.5%→0.6%→0.7%）も伸びを高めた。フランス（0.3%→0.4%→0.3%）は 10～12 月期から小幅に低下したが、昨年中の平均成長ペースを確保した。

需要項目毎では、個人消費（昨年 7～9 月期前期比 0.1%→10～12 月期 0.3%→今年 1～3 月期 0.5%）の増勢が強まり、1～3 月期の成長を牽引した。しかし、固定資産投資（0.5%→1.4%→1.1%）、政府消費（0.05%→0.6%→0.1%）、輸出（0.2%→1.2%→0.6%）といったその他の最終需要の伸びはいずれも鈍化した。こうした中で、在庫投資（前期比寄与度 0.4%Pt→▲0.4%Pt→▲0.3%Pt）の減少率縮小や、輸入（GDP の控除項目、1.2%→1.2%→0.4%）の伸び率低下が、1～3 月期の成長率上昇に寄与した。

すなわち、1～3 月期の成長率は上昇したが、①最終需要の伸び率上昇は個人消費に限られ、それも新しい環境規制の導入に伴い 10～12 月期に落ち込んでいた乗用車販売のリバウンド²が主因、②ペースが若干緩んだとは言え、自動車市場の混乱や世界各地での投資活動の抑制（資本財販売の低迷）を受けた、在庫調整自体は持続——といった点を踏まえると、ユーロ圏景気の減速傾向に歯止めが掛かったとまで評価す

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。

¹ 6/6 公表の改定値で、伸びは 5/15 公表の速報値から変わらなかった。

² 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、VW グループ（独）など一部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、様々なモデルについて生産・販売が滞る事態が発生。それに伴い、ユーロ圏の乗用車販売台数は昨年 7～9 月期の年率 1,155 万台から 10～12 月期には年率 1,022 万台（前期比▲11.5%）まで落ち込んだ後、今年 1～3 月期には年率 1,098 万台（前期比 7.5%）までリバウンドするといった振れが生じた。

るのは早計である。

4～6 月期の成長率は再低下の見込み

その後の 4 月分の各種経済指標（乗用車販売は 4～5 月分）は、4～6 月期の成長率が再び低下する可能性が高いことを示唆している。

供給サイドの代表的指標である鉱工業生産（含む建設）は、1～3 月期に前期比 0.9%とプラスに転じたが、4 月は再び 1～3 月の平均を 0.8%下回った。

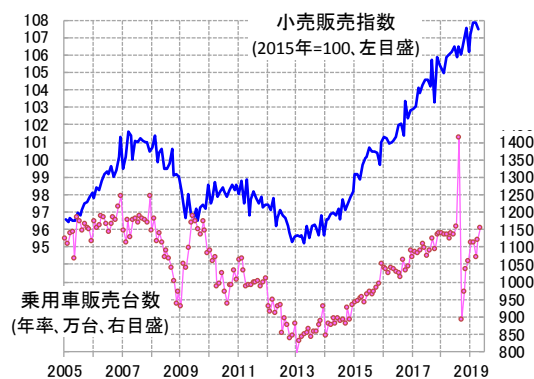
最終需要に関する指標では、①輸出（ユーロ圏外向け、通関・名目ベース、1～3 月期前期比 1.3%→4 月の 1～3 月平均比▲1.6%³）、②小売販売（乗用車を除く、0.7%→▲0.2%）、③建設投資（1.8%→▲0.2%）、がいずれも頭打ちとなっている。また、ドイツからユーロ圏内への資本財販売（速報性の高い機械設備投資の一致指標）も伸び悩んでいる⁴。乗用車販売（1～3 月期年率 1,098 万台・前期比 7.5%→4～5 月年率 1,138 万台・1～3 月平均比 3.6%、弊社試算の季節調整値）は、リバウンドが続いて昨年前半（年率 1,136 万台）の水準を回復したものの、伸び率は鈍化している。

なお、ドイツのみになるが、自動車市場の状況（弊社試算の季節調整値）について概観すると、生産台数は 1～3 月期の年率 482 万台から、4～5 月には年率 500 万台まで持ち直しているが、昨年前半（新規規制施行前）の年率 546 万台からは 1 割程度少ない状況である。そうした中、4～5 月の国内販売は年率 358 万台と、概ね 2013 年以降の増加トレンドの延長線上まで回復する一方、輸出は年率 373 万台と大きく落ち込んだままである。新規制に対応しきれていないメーカーが残り、製品を輸出に振り向けられない状況が続いている可能性が窺える。

鉱工業の在庫過剰感にはピークアウトの兆し

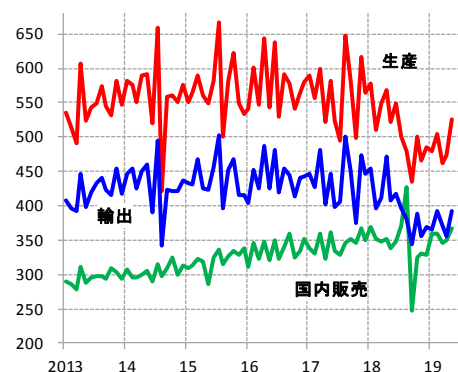
その他のユーロ圏経済の指標では、企業の雇用意欲の強さを示す「雇用見通し DI」（欧州委員会調べ）が鉱工業で急低下、5 月は 0.3Pt と「増加」「減少」の回答がほぼ拮抗する状況となった。しかし一方で、サービス業の雇用見通し DI は 5 月も 9.5Pt と高水準を維持している。また、失業率の（4 月 7.6%）の低下傾向も続

ユーロ圏消費関連指標の推移（季節調整値）



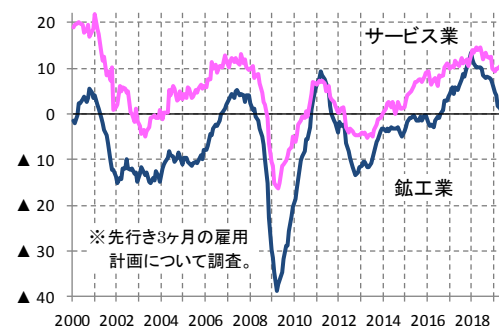
（出所）Eurostat、ECB

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

³ 仕向地別に見ると、4 月は、ユーロ圏を除く欧州向けが 1～3 月平均比▲8.4%と落ち込み、全体を下押しした。国毎の内訳は未公表であるが、1～3 月期に前期比 8.6%と急増した英国向けの反動落ちが主因と見られる。英国では、「合意なき EU 離脱」リスクへの備えのため、3 月末にかけて在庫を積み上げる企業が相次いでいた。なお、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）。

⁴ 具体的には、ドイツを除くユーロ圏向けが微増となったが、ドイツ国内向けが頭打ちとなった。

いている。

そして、鉱工業の生産調整や雇用抑制の主因である在庫過剰感の高まりが5月に一服したことは、景気の先行きを展望する上での明るい材料と言えよう。5月の在庫DI（欧州委員会調べ）は8.6Ptと4月の9.7Ptから低下した。依然として2012年7月（8.7Pt）以来の高水準ではあるが、5月にかけての生産調整が奏功していると推察される。

以上より、ユーロ圏では当面、在庫調整に伴う低成長を余儀なくされるが、雇用情勢がサービス業を中心に持ち応えている中で、個人消費をはじめとした需要の底割れは回避できると考えられる。そして、需要面での大きなショックがなく、在庫調整圧力がこのまま緩和していけば、徐々に成長ペースを取り戻していく展開が期待できよう。

ECBは利上げ時期をさらに先送り

こうした見立てにおいては、ECB（欧州中銀）が大規模な金融緩和を当面続ける公算であることも支援材料である。

ECBは6月6日の定例理事会で、これまで「少なくとも2019年末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2020年前半までは」と変更。政策金利の引き上げが早くても2020年後半以降になることを明確にした。

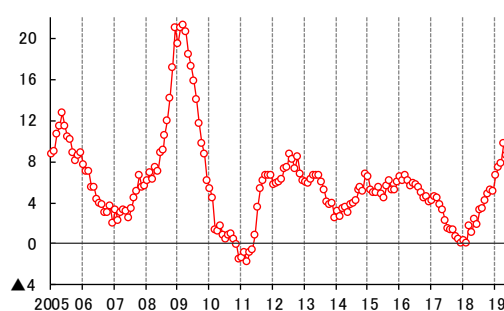
さらに、ドラギ総裁は6月18日の講演で、「物価上昇率の目標達成が危ぶまれる状況になれば、追加緩和が必要になる」「利下げは我々の政策手段の一つである」などと発言した。政策金利のさらなる引き下げも辞さない姿勢を示したのは、ユーロ圏のインフレ率（消費者物価の前年同月比、5月1.2%、コア1.0%）がECBの政策目標（2%弱）を下回る状況が続いているもとで、米国の利下げ観測が広がり「ユーロ高→輸入品の価格低下→物価下押し」の可能性が出てきていることへの牽制と見られる。仮に利下げに踏み切れば、当面の景気には追い風となろう。

2019年は1.1%成長へ減速も、2020年は「巡航速度」の1.4%まで持ち直すと予想

ユーロ圏景気に関する弊社のメインシナリオを示せば、以下の通りである。

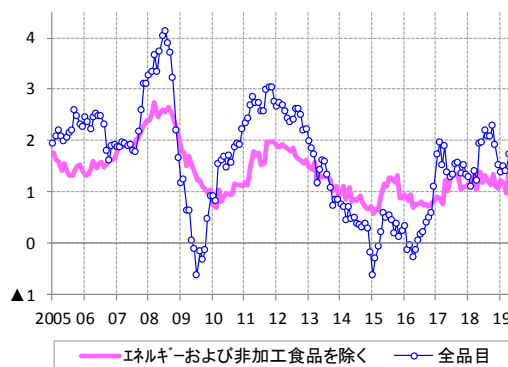
ユーロ圏景気は、企業が在庫調整を進める中で当面は年率1%程度の低成長を余儀なくされるが、Brexit や対米貿易摩擦などに起因するショックが加わらなければ、①ECBによる大規模な金融緩和⁶、②良好な雇用環境

ユーロ圏鉱工業の在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

⁵ リファイナンス金利 0.00%、中銀預金金利▲0.40%など。

⁶ ECBによる利上げ開始は2021年入り後（予測期間中は利上げなし）と予想している。

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 10～12 月期ごろから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 1.9%から 2019 年には 1.1%まで減速するが、2020 年には 1.4%と潜在成長率⁷並みの伸びを取り戻す見通しである。

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	1.9	2.4	1.9	1.1	1.4
個人消費	1.9	1.7	1.3	1.3	1.3
固定資産投資	3.9	2.7	3.4	3.1	2.5
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.4)	(0.0)
政府消費	1.8	1.2	1.0	1.0	1.0
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(0.8)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)
輸出	3.0	5.1	3.2	2.3	2.7
輸入	4.2	3.9	3.2	2.6	2.9

(出所) Eurostat

景気下振れリスク：Brexit も米欧貿易摩擦も予断を許さず、個別国ではイタリア情勢に要注意

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」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、メイ英首相が辞意を表明し（5 月 24 日）、強硬離脱派のジョンソン前外相が新首相となる可能性が高まる中、今年 10 月末に「合意なき離脱」に至り、英国景気的大幅悪化や英国企業を組み込んだサプライチェーン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、むしろ足元で高まっている。また、仮に「合意なき離脱」を回避できる場合でも、「離脱期限の再延期→議論の長期化」や「内閣不信任→解散総選挙→政権交代→再国民投票→離脱撤回」など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も、現時点では、EU が様々な品目で段階的に米国への市場開放を進める一方、米国も EU 車の輸入関税（現行 2.5%）の引き上げを見送ることで、軟着陸に向かうと想定している。しかし、米国が優先的に要求している農産物の市場開放に関し、フランスはじめ農業国の反対を受けて EU 側が交渉対象にすら乗せない姿勢を続けている中、米・EU 通商交渉は未だ正式協議に入っていない。そうした中、トランプ大統領は 5 月 17 日、180 日以内に通商交渉で合意が得られなければ、輸入車関税の引き上げに踏み切る可能性を示唆した。仮に追加関税合戦に突入すれば、2020 年以降のユーロ圏経済に悪影響をもたらすと考えられ、交渉の行方を予断なく見守っていく必要がある。

さらに、個別国レベルでは、特にイタリアの政局と財政運営への注意が必要である。イタリアでは、ポピュリズム政権の発足から 1 年が経過したが、ここにきて「イタリア・ファースト」を党是に掲げる極右政党・同盟と、「イタリアのトランプ」を自称し EU を激しく批判するサルビーニ党首の支持が急拡大している。移民流入の大幅減などが国民からの評価を受けているためとされる。5 月に行われた欧州議会選挙では、同盟が得票率 34%で同国での第 1 党となった一方、連立を組む左派・五つ星運動が 17%で第 3 党へ転落、昨年の総選挙から勢力が逆転した。

こうした中、連立政権内の不協和音が高まっており、例えば、「安定成長協定⁸に基づく EU の警告を無視して

⁷ 欧州委員会の試算によるユーロ圏経済の潜在成長率は 2019 年 1.33%、2020 年 1.37%。

⁸ EU の経済通貨同盟を維持していくための財政運営に関する合意。具体的には、各加盟国は「年間の財政赤字を GDP 比 3%以内」「政府債務残高を GDP 比 60%以内」といった財政規律を維持することが求められている。

でも、300 億ユーロ規模の減税や高速鉄道建設を断行すべき」などとする同盟のバラマキ強硬論に五つ星が難色を示している。サルビーニ氏は「6 月中に同意しなければ政権は終わり」と言明し、板挟みになった非政治家のコンテ首相も「与党間の対立が続けば辞任する用意がある」と表明した。そのため、解散総選挙に突入し、今秋にも、同盟中心で反 EU 色を一段と強めた右派政権⁹が誕生するとの観測が浮上している。

一方、EU 側では、欧州委員会が 6 月 5 日、「イタリアの財政が EU 基準を逸脱しており、制裁手続き入りが正当化される」との報告書を発表した。欧州委によれば、イタリアの政府債務残高の対 GDP 比は 2018 年末時点で 132.2%と EU 基準の 60%を大幅に超過しているが、フローの財政収支（2018 年対 GDP 比▲2.1%→2019 年予想▲2.5%→2020 年予想▲3.5%）は改善せず、むしろ 2020 年には EU 基準（▲3%）を突破する見通しである。さらに、上記の大型減税などが実現すれば、2019 年以降の財政収支は一層悪化する可能性が高い。そのため、EU は 7 月にも制裁に踏み切るかどうかを判断するが、制裁が実施される場合、イタリアは GDP 比で最大 0.5%分の制裁金などを科される可能性がある。これに対し、サルビーニ氏は「EU ルールの見直しに向けて全力で闘う」と明言していることから、イタリアと EU の対立は深刻化する懸念が大きい。

そのような状況下で、同盟は最近、イタリア政府の未払債務や税還付の支払手段として、「ミニ BOT」と呼ぶ政府借用証書を発行する構想を打ち出した。受け取った国民や企業は、納税への充当や他社への転売ができるため、導入されれば、イタリアではユーロに次ぐ「第 2 の通貨」と位置づけられ、ひいては金融市場などが「ユーロ離脱への第一歩」と受け止める可能性が高い。勿論、イタリアも導入準備を安易に始める見込みは薄いと見られるが、上述した EU との協議紛糾とともに留意しておくべき動きと言えよう。

⁹ 保守系の民族主義政党「イタリアの同胞」が同盟の連立相手になると目されている。