

ユーロ圏：当面低成長も、2020年以降の持ち直しは展望可能

4～6月期の実質GDP成長率は、英国向けをはじめとした輸出の減少が響き、前期比年率0.8%にとどまった。2019年後半も、鉱工業の在庫調整を主因とした低成長が続くと見込まれる。もっとも、①サービス業の雇用意欲がなお旺盛なこと、②ECBによる大規模な金融緩和が続くことなど、景気底割れを回避できる状況は維持されている。7、8月に頭打ちとなった鉱工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、ユーロ圏経済は徐々に成長ペースを取り戻していく見通しである。こうした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%を回復し、さらに2021年には1.7%まで上昇すると予想している。

4～6月期の成長率は前期比年率0.8%へ低下、ドイツはマイナス成長

ユーロ圏では、4～6月期の実質GDP成長率¹が前期比0.2%（年率換算0.8%）と、1～3月期の0.4%（年率1.7%）から低下した。

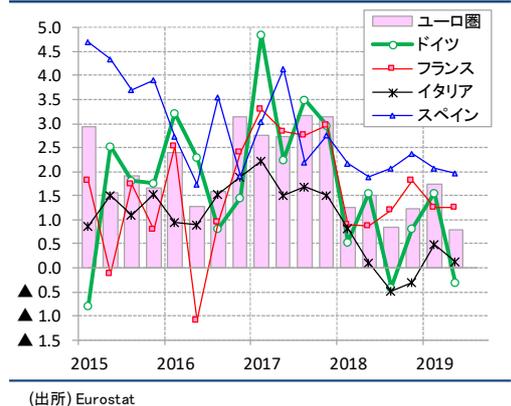
主要国の成長率を見ると、フランス（1～3月期前期比0.3%→4～6月期0.3%）とスペイン（0.5%→0.5%）は1～3月期並みの伸びを確保したものの、ドイツ（0.4%→▲0.1%）がマイナス成長に転じたほか、イタリア（0.1%→0.02%）もゼロ成長にとどまり、全体の足を引っ張った。

需要項目毎では、輸出（1～3月期前期比0.9%→4～6月期0.02%）が前期比横ばいまで減速し、4～6月期の成長率低下に大きく寄与した。そのほか、個人消費（0.4%→0.2%）や政府消費（0.4%→0.3%）の伸びも鈍化した。これらの一方、固定資産投資（0.2%→0.5%）は1～3月期の急減速から若干増勢を取り戻し、在庫投資（1～3月期の前期比寄与度▲0.2%Pt→4～6月期▲0.004%Pt）は減少幅が縮小、それぞれ成長率を押し上げる要因となった。ただし、在庫投資については、鉱工業の在庫過剰感（詳細後述）が6月にかけて高まっていたことなどを踏まえると、「意図せざる在庫積み上がり」が含まれている可能性が高い。

成長率を大きく下押しした輸出であるが、減速の主因は英国向けの落ち込みである。Brexit問題（詳細後述）をめぐる混乱に伴う在英企業の投資抑制や、3月末から4月中旬にかけての「合意なきEU離脱」リスクの高まりに備えた在庫積み増しの反動が影響しており、特に機械類や化学製品の減少が顕著であった。その他、中国向け輸出も、自動車などの機械類を中心に頭打ちとなっており、こうした輸出の不振が、輸出依存度の大きいドイツやイタリアでの景気悪化の主因になったと考えられる。

¹ 9/6公表の改定値で、伸びは8/14公表の速報値から変わらなかった。

ユーロ圏主要国の実質GDP（前期比年率、%）



7～9 月期も低成長が続く見込み

その後の 7 月分の各種経済指標（乗用車販売は 7～8 月分）は、7～9 月期も 4～6 月期と同程度の低成長にとどま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、4～6 月期に前期比▲0.8%と減少した後、7 月も 4～6 月の平均を 0.8%下回った。

最終需要に関する指標では、輸出（ユーロ圏外向け、通関・名目ベース、▲1.0%→0.6%）がユーロ圏を除く欧州向け²を中心に減少一服となっている。ただし、中国向けの落ち込みが続く中で、このまま持ち直していくかどうかは予断を許さない。個人消費については、①乗用車販売（4～6 月期年率 1,131 万台・前期比 2.7%→7～8 月年率 1,196 万台・4～6 月平均比 5.8%、弊社試算の季節調整値）で、昨年 9 月の環境規制強化（WLTP³の導入）に伴う落ち込みからのリバウンドが続いた一方、②小売販売（乗用車を除く、4～6 月期前期比 0.8%→7 月の 4～6 月平均比±0.0%）は頭打ちとなっている。個人消費全体で見れば引き続き伸び悩んでいると考えられる。固定資産投資については、(1)建設投資（▲0.7%→▲0.5%）の減少が続いているほか、(2)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 7 月分は大きな落ち込みが見られる。このような関連指標の出足の悪さを踏まえると、7～9 月期の固定資産投資の伸び率は 4～6 月期から低下する可能性が高い。

鉱工業の在庫過剰感がようやく頭打ち

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）が鉱工業で悪化し、6 月から 8 月にかけてはマイナス、すなわち「減少」の回答が「増加」を上回る状況が続いている。しかし一方で、サービス業の雇用見通し DI は 8 月も 8.3Pt と高水準を維持している。また、失業率（7 月 7.5%）の低下傾向も続いている。

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にはようやく歯止めが掛かり、同じく欧州委員会調べの「在庫 DI」は 6 月（10.2Pt）をピークとして、7 月（10.0Pt）、8 月（8.9Pt）と 2 ヶ月連続で低下した。依然として 2009 年 10 月（9.7Pt）以来の高水準ではあるが、夏場の生産調整が奏功していると推察される。

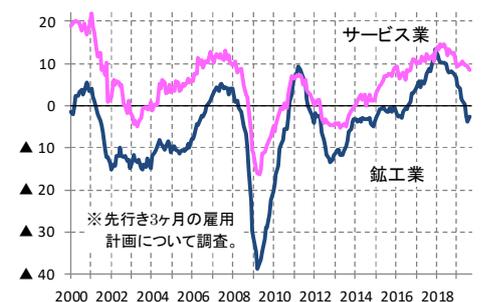
ECB が追加金融緩和を実施

こうした中、ECB（欧州中銀）は 9 月 12 日の定例理事会で、追加金融緩和の実施、および先行きの政策方針の緩和方向への変更を決めた。追加金融緩和は具体的に、①中銀預金金利を従来の▲0.4%から▲0.5%

² 7 月分の国毎の内訳は非公表であるが、英国向けがひとまず下げ止まったと推察される。

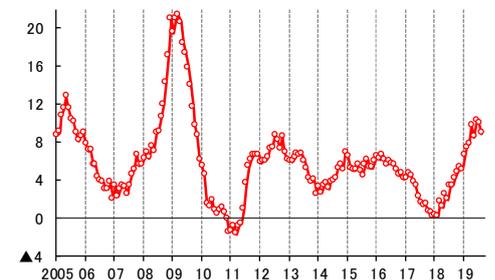
³ 国際調和排出ガス・燃費試験法。同法施行により、新車については、実際の走行に近づけた新条件の燃費試験を通過したモデルしか販売できないことになったが、一部のメーカーで新テスト設備の導入や型式認証の再取得が遅れ、昨年秋から今年初めごろにかけて生産・販売が滞る事態に至った。

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

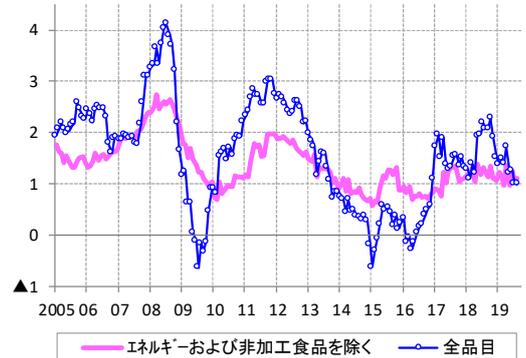
ユーロ圏鉱工業の在庫 DI（%Pt）



（出所）欧州委員会

へ引き下げること、②昨年12月に打ち切っていた量的金融緩和（国債等の買い入れ）を今年11月から毎月200億ユーロのペースで再開することなどが打ち出された。先行き方針については、これまで「少なくとも2020年前半までは現行の低金利政策を変更しない」としていたのを、「物価目標⁴の達成が明確に見通せるまで」と変更、具体的時期の提示を取り止めた。これは、「政策金利の引き上げは（今回再開した）量的緩和を終了させた後」との決定に伴うものである。このように、ECBが出口戦略を打ち切り、金融緩和を規模・期間の両面で一段と強化し始めたことは、当然、当面のユーロ圏景気には追い風である。

ユーロ圏の消費者物価（前年同月比、%）



(出所) Eurostat

メインシナリオ：2019年内は低成長を余儀なくされるものの、景気底割れは回避

以上に基づけば、ユーロ圏経済は当面、企業が在庫調整を進める中で年率1%弱の低成長が続くことを余儀なくされるが、①雇用情勢がサービス業を中心に持ち込んでいるほか、②ECBが大規模な金融緩和を継続⁵する中で、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、個人消費などの需要の底割れは回避できると考えられる。そして、在庫調整圧力の緩和とともに、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。

このようなもとで、通年ベースの実質GDP成長率については、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⁶並みの伸びを取り戻し、2021年は1.7%まで上昇すると予想する。

ユーロ圏の成長率予想

%,%Pt	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想	2021 予想
実質GDP	2.5	1.9	1.1	1.4	1.7
個人消費	1.6	1.4	1.2	1.4	1.6
固定資産投資	3.5	2.3	2.6	2.5	3.0
在庫投資（寄与度）	(0.1)	(0.0)	(▲0.4)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	1.5	1.1	1.2	1.0	1.0
純輸出（寄与度）	(0.5)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	5.4	3.5	2.2	2.4	3.0
輸入	4.8	2.8	2.4	2.6	3.2

(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

なお、Brexit問題のユーロ圏景気への影響について、メインシナリオでは「合意なき離脱」による無秩序な混乱が回避される中で、ネットで限定的にとどまると想定している。英国景気の悪化が対英輸出を下押しする一方、企業のEU側への拠点移転・増設に伴う投資増が相殺する側面もあると考えられるためである。

「合意なき離脱」のリスクは、7月のジョンソン政権誕生に伴い上昇したが、①9月9日に「離脱延期申請法」が成立したこと、②その過程で連立与党が分裂して議会で過半数割れとなったことなどから、ジョンソン政権の強硬路線に歯止めが掛かり始めており、結果として10月末に「合意なき離脱」へ突入するリスクは夏場に比べ後退してきている。9月下旬にかけての英政局などを踏まえると、10月末時点の英国で最も起こり得る状況は「解散総選挙を理由とした離脱期限の再延期」と考えられる。

⁴ 具体的には、消費者物価の前年同期比が2%弱に収束すること。現状は1.0%（8月）で、エネルギーと生鮮食品を除いた「コア」で見ても1.1%にとどまる。

⁵ 弊社メインシナリオでは、ECBによる量的緩和終了を2020年末ごろ、利上げ開始を2021年半ばと想定している。

⁶ 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1.3%、2020年1.4%。

もつとも、離脱期限の再延期は、最終的な「合意なき離脱」の回避を意味しない。総選挙でジョンソン氏率いる保守党が勝利すれば、強引に Brexit が進められるリスクが再上昇することになる。一方、現在の野党から次期政権が生まれる場合、「新しい離脱協定のもとでの円滑な離脱」や「離脱撤回」の可能性が高まってくるが、結論が出るにはさらに多くの時間を要すると考えられる。先行き不透明な状況が長引くほど、英国経済の成長性は削がれ続け、ユーロ圏にとっても景気下振れ要因となりかねない。Brexit 問題は、引き続き楽観することなく見ていく必要がある。

また、米欧貿易摩擦について、上述のメインシナリオでは、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、EU 側は、フランスはじめ農業国の反対もあって引き続き拒否姿勢をとっている模様であり、米・EU 通商交渉の行方は予断を許さない。トランプ米大統領は 2019 年内にも輸入車関税の引き上げに踏み切る可能性を示唆しているが、仮に関税引き上げ合戦に突入すれば、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るため、注意が必要である。