

経済マンスリー

[欧州]

ユーロ圏製造業の苦境が続く背景には在庫循環がある模様

ユーロ圏製造業は厳しい状況が続いている。鉱工業生産と製造業受注は前年の水準を下回って推移しているほか、マインド面をみても、7月の製造業 PMI は6ヵ月連続で好不況の分かれ目となる50を下回るなど、依然苦境の中にある。

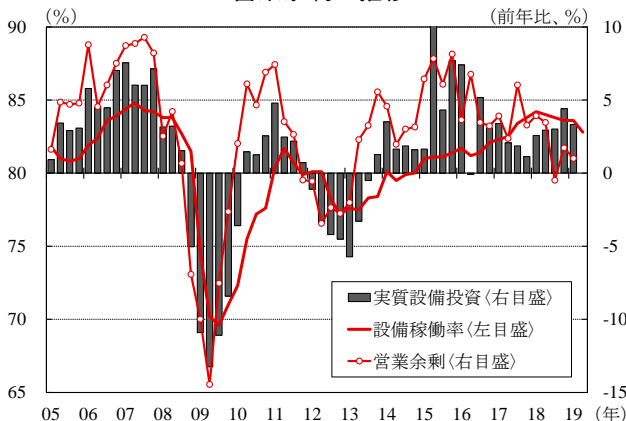
他方、GDPを構成する最終需要をみると、最大の需要項目である個人消費は、良好な雇用・所得環境や高水準な消費者マインドを背景に堅調さを維持している。企業部門についても、昨年後半からユーロ圏外の景気鈍化を受けて低調だった外需は、足元の伸びは鈍化しつつも底堅さをみせているほか、設備投資も高水準な設備稼働率を背景に堅調な伸びを維持しており（第1図）、全体をみれば概ね堅調であるとみていいだろう。

最終需要が堅調な中で製造業の低迷が続く背景には、大規模な在庫調整の進行が考えられる。実際、GDP上の在庫投資は2018年10-12月期、2019年1-3月期と2四半期連続でマイナス寄与を示しているし、製造業の在庫DIをみても、足元では欧州債務危機時を超える水準にあり、2018年初までの生産好調の反動的な調整が大きく現れていることが窺える（第2図）。欧州では英国のEU離脱を始め政策的な不透明要因が多いことが景気低迷の帰責事由とする向きも強いが、実際は循環的調整によるところも大きいとみられる。

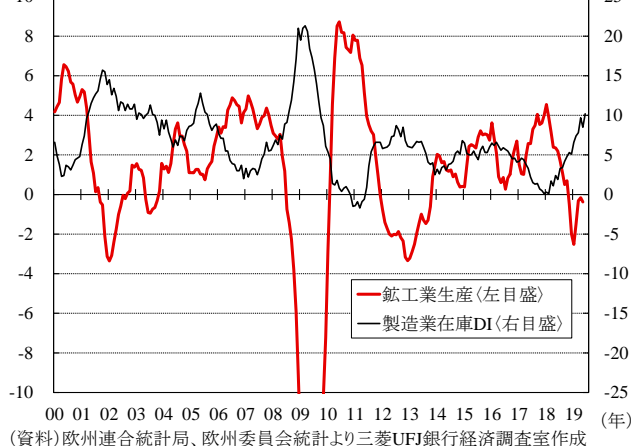
在庫調整の影響が一巡する時間の推定には幅を持つ必要があるが、過去の在庫DIの推移をみると1~2年程度でピークアウトする傾向にあり、在庫DIの直近の「底」が昨年2月だったことを踏まえると、年末前後には徐々に影響が薄らいでこよう。

なお、欧州中央銀行は7月25日の政策理事会で、政策金利の水準について「2020年前半まで現行水準もしくはそれを下回る水準にとどまる」と方針を変更し、利下げ等将来の更なる追加緩和を示唆している。追加緩和が生産等のハードな指標をどこまで改善させるかは不透明だが、米中貿易摩擦や英EU離脱等リスク要因があるなかで、少なくともマインド面で製造業は一定程度下支えされ、一方的な景況感の悪化は回避できると考えられる。

第1図：ユーロ圏の設備稼働率と実質設備投資、営業余剰の推移



第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と製造業在庫DIの推移



照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 山田 遼 riyou_yamada@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。