

Weekly エコノミスト・ レター

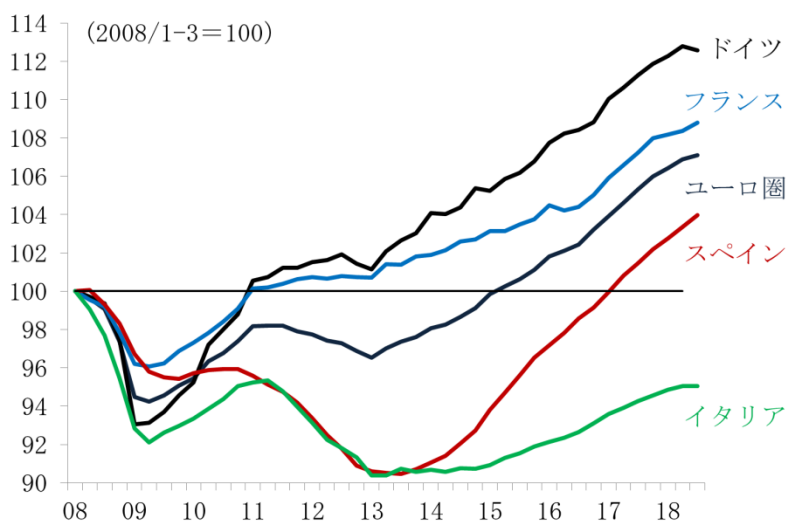
2019年の欧州のリスク

外的リスクに弱く、政策対応力に不安

経済研究部 主席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の景気拡大ペースは鈍っているが、このまま景気後退局面入りするとは見られていない。ECBは予定通り、12月末で国債等の純買い入れを停止するだろう。
2. 牽引役を果たしてきたドイツでは輸出、製造業の勢いが鈍り、7～9月期はマイナス成長となったが、設備投資や建設投資は好調、建設業やサービス業も堅調を保っている。
3. ユーロ圏全体でも、雇用・所得環境の改善は続いており、個人消費は、原油と食品の物価の押し上げ圧力の緩和とともに持ち直すと見られる。製造業、サービス業ともに稼働率は長期平均で見て高い水準を保っており、設備投資の拡大も続くと期待される。
4. しかし、見通しの不確実性は高まっている。ユーロ圏は、開放度が高く、未解決の構造問題を抱え、政策対応力に限界があることから外的な下振れリスクの影響を受けやすい。
5. 外的な下振れリスクのうち、通商摩擦の影響を受けやすいのはドイツだ。米中貿易戦争の間接的影響ばかりでなく、自動車と自動車部品への追加関税のリスクも消えていない。
6. 金融市場の緊張の高まりの影響を受けやすいのは、過剰な債務、銀行システムの脆弱性、競争力が低い国々であり、その代表格がイタリアだ。暫定予算案を巡るイタリア政府とEUの対立は、EUにとっても反EU機運を高める副作用を伴う。
7. 2019年はEUにとって大きな転換点となる年だ。英国がEUを離脱、欧州議会の構成、EU機関のトップの顔ぶれも変わる。独仏の指導力の低下が危機対応力の低下につながるリスクも懸念される。

ユーロ圏実質GDP－7～9月期のドイツはマイナス、イタリアはゼロ成長－



(資料) eurostat

（ ユーロ圏の景気拡大ペースは鈍っている ）

11月14日公表の2018年7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比0.2%、前期比年率0.7%と4～6月期の同0.4%、同1.8%から大きく鈍化した。国別には、ユーロ圏経済を牽引してきたドイツが同マイナス0.2%、同マイナス0.8%に沈み、ユーロ圏主要国で目立って回復が遅れてきたイタリアがゼロ成長と失速したことが響いた。他方で、スペインは同0.6%と同2.4%と拡大ペースを維持、フランスは同0.4%、同1.7%と潜在成長率を超えるペースを保った（表紙図表参照）。

（ 景気後退局面入りは予想されていない ）

17年には年率2%を超えていたユーロ圏の景気拡大のペースは、明らかに鈍っているが、このまま景気後退局面に入るとは見られていない。

欧州連合（EU）の欧州委員会は、11月8日公表の「2018年秋季経済見通し」¹で実質GDPの見通しを、17年の実績の2.4%に対して、18年2.1%、19年1.9%、20年1.7%とし、鈍化はするが、拡大は続くと見方を示した。欧州中央銀行（ECB）がまとめる「専門家予測（SPF）」²は、10月26日の最新版で18年2.0%、19年1.8%、20年1.6%である。ECBは、12月13日の政策理事会開催日に新たな「スタッフ経済見通し」を公表するが、18年2.0%、19年1.8%、20年1.7%という前回9月の見通し³の大枠を維持し、予定通り、12月末での国債等の純買い入れを停止するだろう。

ドイツ経済も7～9月期のマイナス成長が示すほどには急激に悪化している訳ではない。マイナス成長の主因は外需の悪化にあるが、新たな排ガス検査への対応の遅れという特殊要因も影響した。ドイツの製造業の勢いは世界的な需要鈍化を背景に鈍っているが、ドイツ連邦統計局によれば、設備投資や建設投資は7～9月期も好調だったようだ。ドイツ経済の代表的な指標であるCESifoの企業景況感指数は、18年初以来、製造業の悪化傾向が続いているが、建設業は改善が続き、サービス業は堅調を保っている。

7～9月期のユーロ圏の需要面での内訳は未だ公表されていないが、18年入り後の成長鈍化の主因である外需と個人消費（図表1）のうち、個人消費については持ち直しが期待されている。18年に入ってから失業率の低下は続き（図表2）、賃金の伸びはむしろ加速（図表3）した。雇用・所得環境の改善にも関わらず、個人消費の伸びが鈍った主な理由は、原油と食品が物価を押し上げたことにある（図表4）。先行きは、原油と食品の物価の押し上げ圧力の緩和で、実質所得の伸びが回復、持ち直すと期待される。

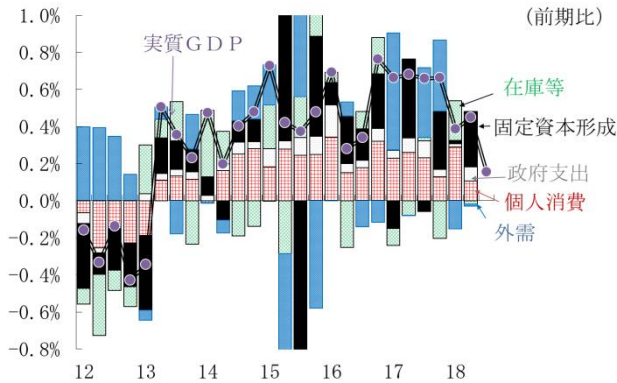
長期平均に対して、製造業、サービス業ともに稼働率は高い水準にあり（図表5）、成長鈍化の原因として、人手不足と設備不足と答える割合も高い（図表6）。設備投資の拡大も続くと期待される。

¹ European Commission (2018b)

² ECB (2018b)

³ ECB (2018a)

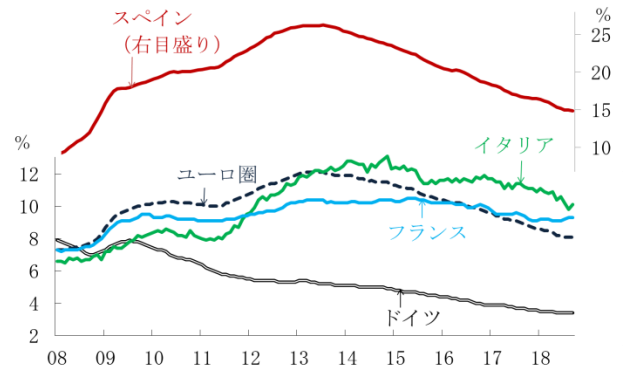
図表1 ユーロ圏実質GDP



(注) 7~9月期の需要項目別の内訳は未公表

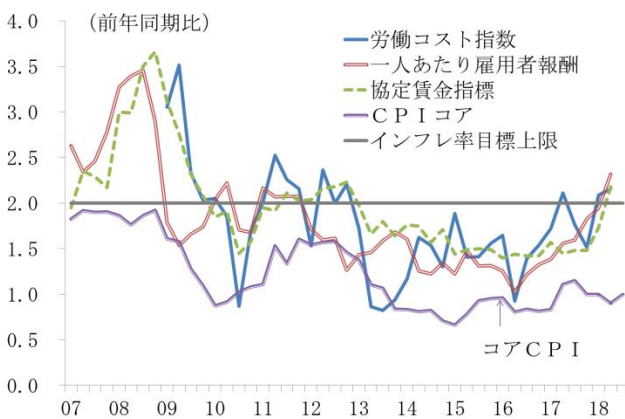
(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表2 ユーロ圏主要国失業率



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表3 賃金指標



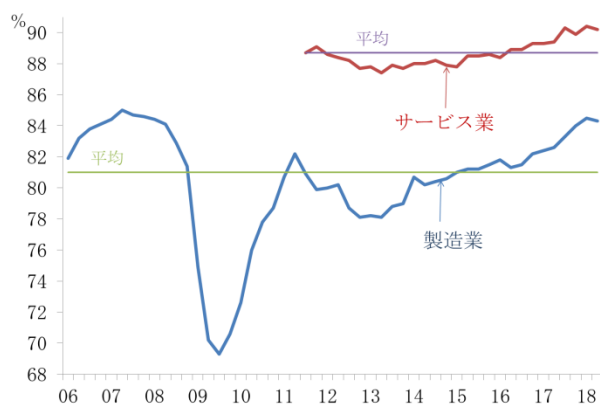
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表4 ユーロ圏物価指標



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表5 ユーロ圏製造業・サービス業の稼働率



(資料) 欧州委員会「企業サーベイ (四半期)」

図表6 ユーロ圏製造業の生産の制約要因



(資料) 欧州委員会「企業サーベイ (四半期)」

(見通しの不確実性は高まっている)

内需主導の景気拡大が続くとの見方は依然として根強いものの、見通しの不確実性は高まっている。

欧州委員会は「2018年秋季見通し」で、「主に米国の経済・通商政策に関わる高い不確実性に直面」しており、「下振れリスクは相互に関連しており、いずれかのリスクが現実化すれば、他の要因を増幅し、EU経済への影響が増大する」として、外的な下振れリスクの増大への注意を喚起

している。

具体的に挙げているのは、(1) 景気循環増幅的な米国の財政政策が、予想よりも早いFRBの金融政策の引き締めをもたらす影響が、米国経済に悪影響を及ぼすだけでなく、新興国からの広範な資本の流出を引き起こす、(2) 米国が保護主義政策のターゲットとなる中国が景気対策を講じることで、過剰債務問題がさらに深刻化になり、先行きの無秩序な調整のリスクを高める、(3) 通商摩擦のさらなる拡大で、不透明な環境が長期にわたることが、世界の投資や貿易、成長に影響を及ぼす、というルートだ。これらは、「特に2020年に顕現化するリスクが高い」ともしている。

ECBは、10月25日の政策理事会時点で、見通しについてのリスクは広くバランスしているとの判断を維持しているが、保護主義、新興国の脆弱性、金融市場のボラティリティの3つを際立ったリスクとして警戒を示している。

(ユーロ圏は外的要因変化の影響を受けやすい)

ユーロ圏経済は、大きく分けて3つの理由から、これらの外的な下振れリスクの影響を受けやすい。

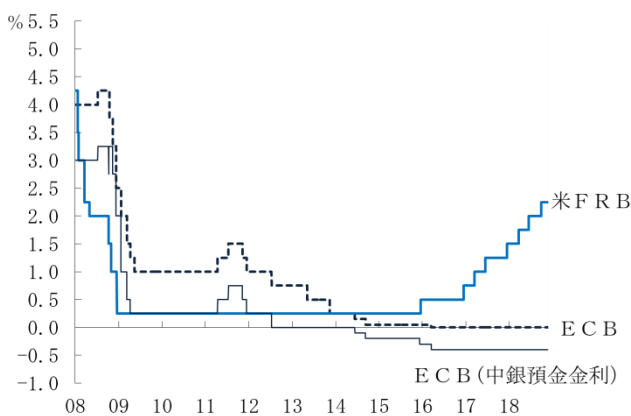
第1の理由は開放度の高さだ。新興国向けの与信など金融システムやサプライ・チェーンを通じた影響が及びやすい。

第2の理由はユーロ圏が未解決の構造問題を抱えていることだ。圏内の競争力の格差や、一部の国の過剰債務、銀行の不良債権、そしてユーロ圏予算や、協調的な財政政策、共通預金保険制度(EDIS)などを欠いた不完全な制度であることも未解決の構造問題だ。

第3の理由は政策対応力の限界だ。金融政策は、ようやく量的緩和の停止の段階に辿りつこうとしている段階だ。政策金利は、中銀預金金利でマイナス0.4%に深堀りされたままで(図表7)、利上げ開始は、早くても19年9月というのが現時点でECBがフォワード・ガイダンスとして示している方針だ。

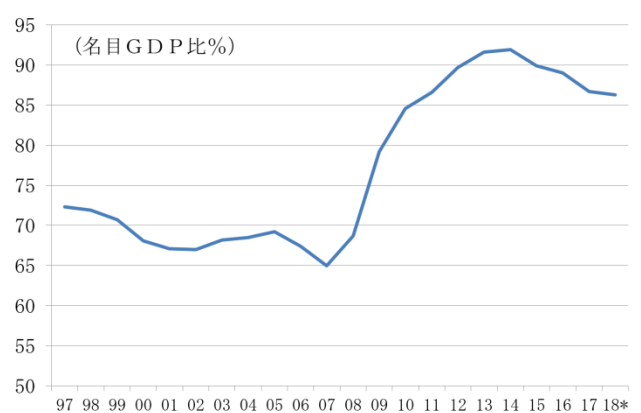
世界金融危機時に比べて、財政の出動の余地も乏しい。ユーロ圏全体の政府債務残高の名目GDP比は18年6月末時点で86.3%。14年6月末の92.9%から改善しているが、世界金融危機前の2007年末は65%に対して高止まっている(図表8)。

図表7 米欧の政策金利



(資料) ECB、FRB

図表8 ユーロ圏の政府債務残高対GDP比



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

（ 通商摩擦の影響を受けやすいドイツ。消えていない米国の自動車追加関税リスク ）

外的な下振れリスクのうち、通商摩擦の影響を受けやすいのは、製造業の輸出を柱とする国であり、その代表格がドイツだ。

ドイツにとっては引き続き米国の通商政策が懸念材料だ。米中貿易戦争の間接的な影響ばかりでなく、ドイツが最も警戒する自動車と自動車部品への追加関税のリスクも消えていない。

米国とEUは、今年7月の首脳会談で通商交渉を開始、交渉期間中は新たな措置を採らないこと、鉄鋼とアルミの輸入制限措置についても見直すこと、世界貿易機関（WTO）改革で共同歩調をとることなどで合意した。

うち、WTO改革については⁴、今月12日のWTO物品貿易理事会に日米欧などが、通知なしの補助金交付などのルール違反に制裁を課す改革案を共同提案した。しかし、中国が反対の意向を示すなど、164の加盟国・地域の幅広い支持を得る目途は立っていない。

米欧の通商交渉の先行きも不透明だ。米通商代表部（USTR）は、10月16日に、日本、EU、英国と貿易協定の締結のため通商交渉を始める方針を米議会に通知し、米国側は19年1月中旬には交渉を開始できる体制が整いつつある⁵。

しかし、EU側は、正式な協議に入る目途が立っていない。通商交渉における大統領の権限が大きい米国と異なり⁶、EUの場合、欧州委員会が加盟国に交渉権限の委任を求める手続きを必要とする。この手続きが、USTRとの間で交渉範囲に農産品を含めるか否かでの対立が続いているため進んでいない。7月の米EU首脳会議の合意文書⁷には、交渉の対象は「自動車以外の工業製品」と明記されているが、USTRは農産品を対象とすることを主張しているという。欧州委員会のマルムストロム通商担当委員は、11月14日のUSTRのライトハイザー代表との会談の後、メディアに、「ライトハイザー代表は、EUは自動車と自動車の追加関税を回避できるかについて確約しなかった」と語っている。EUが要求している鉄鋼とアルミの輸入制限措置の撤回に応じる姿勢もないようだ。

通商摩擦の拡大が、足もとは好調を保つ投資にも影響を及ぼすリスクへの警戒が必要だ。

（ 市場の緊張の影響を受けやすいイタリア ）

他方、金融市場の緊張の高まりの影響を受けやすいのは、過剰な債務、銀行システムの脆弱性、競争力が低い国々であり、その代表格がイタリアだ。

21日にも欧州委員会は、イタリアの2019年度（1～12月）の拡張的な暫定予算案に対する正式な意見を表明する見通しだ⁸。イタリアの政府債務や不良債権の規模が大きく、システムック・リスクとなりかねない。欧州委員会は、予算案の修正要請に対して、財政赤字の目標等の大枠は変えず、国有資産の売却加速に留めたイタリアに厳しく対処せざるを得ない。拡張的な暫定予算案、EUとの対立を嫌気して、イタリアの10年国債利回りの水準はじわじわと上昇している（図表9）。

⁴ WTO改革については、研究員の眼「WTO改革を巡る協調の行方—三極フォーラムへの参加で感じたこと」

<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=59780?site=nli> もご参照下さい。

⁵ USTR (2018)

⁶ 米国では2021年6月30日まで3年間延長された大統領貿易促進権限（TPA）法により、TPAに定められた目的や手続きにのっとって政権がまとめた通商協定法案は、議会で修正を受けずに賛否のみの採決に付することができる。

⁷ European Commission (2018a)

⁸ イタリアの19年度の暫定予算案を巡るEUとの対立については、Weeklyエコノミスト・レター2018-10-25「イタリア19年度予算案の波紋—初の暫定予算案差し戻しのその先」www.nli-research.co.jp/report/detail/id=59951?site=nli もご参照下さい。

イタリア政府にとっては、EUとの対立の長期化は、財政運営が厳しさを増し、銀行システムからの資本流出加速を招きかねないリスクを伴う。

EUにとっても、有権者が支持する予算案を阻止し、さらに制裁を課すという段階に入ることはイタリアにおける反EU機運を高めるという深刻な副作用を伴う。

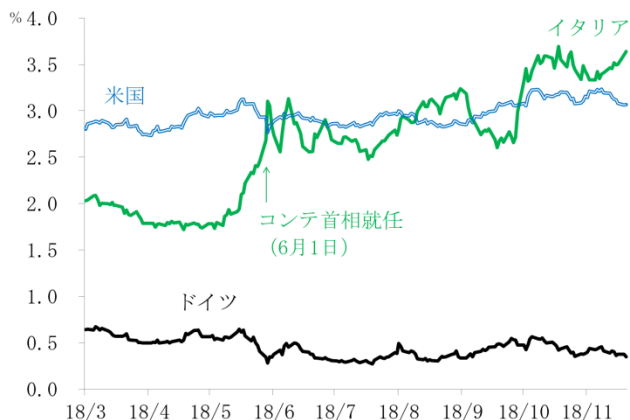
19年5月には5年に1度の欧州議会選挙という審判の時を控えるだけに悩ましい。

(2019年は5年に1度の欧州議会選挙の年。EUにとって大きな転換点に)

欧州議会の選挙の結果は、次期、欧州委員会委員長のポストに反映される。欧州議会では、議員は、会派を組んで活動するが、会派の形成には7カ国 25人以上議員が必要だ。現在、欧州議会にはENF、EFDDなどのEU懐疑派の会派があるが、EU懐疑派が、第1会派となって欧州委員会のトップを担うというほどの激変はさすがにないだろう(図表10、図表11)。それでも、EU統合を推進してきた中道右派のEPP、中道左派のS&Dの議席減は避けられない見通しであり、議席の分散が予想される。

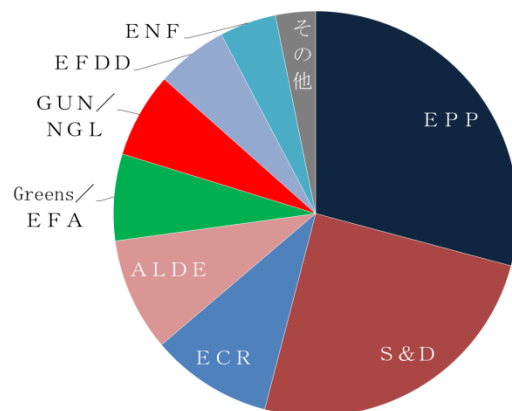
EUの立法は、加盟国の代表からなる閣僚理事会と欧州議会が共同で行うが、イタリア、ハンガリー、ポーランドなど、すでに閣僚理事会には、EU懐疑主義の政権の閣僚が参加するようになっている。19年に欧州議会の構成も変わることで、EUの政策決定の困難さが一段と増すことが予想される。

図表9 10年国債利回り



(資料) ECB、FRB

図表10 欧州議会の現有議席



(資料) 欧州議会

図表11 欧州議会の会派のEUへの立場

会派の略称	党派	EUへの立場	議席数
EPP	中道右派	EU推進派	219
S&D	中道左派	EU推進派	187
ECR	中道右派	穏健な懐疑派	73
ALDE	中道・中道右派	親EU改革派	68
Greens/EFA	中道左派・環境重視	親EU	52
GUN/NGL	急進左派	財政規律に反発	51
EFDD	右派・ポピュリズム	欧州懐疑派	43
ENF	欧州懐疑派・極右	欧州懐疑派	34
その他			24
総議席数			751

2019年はEUにとって大きな転換点となる年だ。英国はEUを離脱し、欧州議会の構成、欧州

委員会の委員だけでなく、EU首脳会議の議長、ECBのドラギ総裁とEU機関のトップの顔ぶれも替わる。

さらに長年にわたり存在感を発揮してきたドイツのメルケル首相も与党党首退任後、首相ポストを維持できるかも不透明だ。フランスのマクロン大統領の支持率も下げ止まらない。

独仏の指導力低下が、危機対応力の低下につながるリスクも懸念される。

[参考資料]

- European Central Bank (2018a), “Introductory Statement”, 25 October 2018
(<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is181025.en.html>)
- European Central Bank (2018b), “Results of the Q4 2018 ECB Survey of Professional Forecasters”, 26 October 2018
(<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181026.en.html>)
- European Commission (2018a), “Joint EU-U.S. Statement following President Juncker’s visit to the White House”, 26 July 2018
(<http://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=1898>)
- European Commission (2018b), Autumn 2018 Economic Forecast: sustained but less dynamic growth amid high uncertainty
(https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ecfin_forecast_autumn_081018_overview_en.pdf)
- The United States Trade Representative(2018), “Trade Administrations Announces Intent to Negotiate Trade Agreement with Japan, the European Union and the United Kingdom”, 10/16/18 (https://ustr.gov/sites/default/files/20181017004903138_2.pdf)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。