

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 欧州経済見通し

ーリスク・シナリオはドイツ主導の景気後退

経済研究部 主席研究員 伊藤 さゆり

(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏では、18年秋から19年初にかけて景気が急減速し、足もとも低調に推移している。国別にはドイツとイタリア、産業別には製造業がブレーキを掛けている。
2. ユーロ圏経済の急減速は、外部環境の悪化という外圧とユーロ圏固有の特殊要因の相乗効果が働いた結果だ。外圧となったのは米中摩擦、中国経済の減速、半導体市場の循環、米国の財政政策を巡る懸念、世界的な株安などだ。これらにユーロ圏固有の特殊要因として、新たな乗用車の排出ガス試験制度(WLTP)導入、フランスの「黄色いベスト」運動の広がり、政権交代したイタリアの信用リスクへの警戒感の高まりなどが加わった。
3. ユーロ圏経済に急ブレーキをかけた要因のうち幾つかは、政策対応の進展もあり、すでに影響が緩和しているか、先行きの緩和が見込まれる。
4. しかし、半導体市場の底入れにはまだ時間を要する見通しであり、その他の域外のリスクも解消した訳ではない。ユーロ圏内の特殊要因が景気拡大の妨げとなる可能性も常にある。英国のEUを巡る不透明感もユーロ圏の重荷だ。
5. メイン・シナリオでは、緩和的な金融環境、財政のやや拡張的なスタンスと自動安定化効果、圏内の雇用所得環境の改善が支えとなり、景気後退を回避すると見ている。2019年の実質GDPは前年比1.0%、インフレ率は1.3%と予測する。
6. 見通しは外部環境次第の面があり、不確実性が高い。リスク・シナリオは、製造業と域外輸出依存度が突出して高いドイツ主導の景気後退だ。ECBの追加緩和には限界がある。リスク・シナリオでは、結果としてドイツ発の協調的財政政策が実現し、長年にわたりユーロ圏の構造問題とされてきたドイツの過剰貯蓄体質が改まるかもしれない。

## &lt; ユーロ圏経済見通し &gt;

|             | 単位     | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2018年 |      |      |       | 2019年 |      |      |       | 2020年 |      |      |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|             |        |       |       |       |       | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6  | 7-9  | 10-12 |
|             |        | (実)   | (実)   | (予)   | (予)   | (実)   | (実)  | (実)  | (実)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   | (予)   | (予)  | (予)  | (予)   |
| 実質GDP       | 前年比%   | 2.4   | 1.8   | 1.0   | 1.3   | 2.4   | 2.1  | 1.6  | 1.1   | 1.0   | 0.8  | 0.9  | 1.0   | 1.1   | 1.2  | 1.3  | 1.4   |
|             | 前期比年率% | 2.4   | 1.8   | 1.0   | 1.3   | 1.4   | 1.7  | 0.6  | 0.9   | 0.8   | 1.0  | 1.0  | 1.2   | 1.3   | 1.4  | 1.4  | 1.5   |
| 内需          | 前年比寄与度 | 1.6   | 1.6   | 1.2   | 1.5   | 1.8   | 1.4  | 1.9  | 1.4   | 1.3   | 1.1  | 0.9  | 1.3   | 1.4   | 1.5  | 1.6  | 1.6   |
| 民間最終消費支出    | 前年比%   | 1.6   | 1.3   | 0.8   | 1.1   | 1.7   | 1.4  | 1.0  | 1.0   | 0.7   | 0.7  | 0.9  | 0.9   | 1.0   | 1.1  | 1.2  | 1.2   |
| 固定資本形成      | 〃      | 2.6   | 3.0   | 2.6   | 2.4   | 3.3   | 2.8  | 3.5  | 2.8   | 3.2   | 2.2  | 2.1  | 2.2   | 2.4   | 2.4  | 2.4  | 2.5   |
| 外需          | 前年比寄与度 | 0.7   | 0.2   | ▲0.2  | ▲0.3  | 0.6   | 0.7  | ▲0.2 | ▲0.3  | ▲0.3  | ▲0.3 | ▲0.0 | ▲0.3  | ▲0.3  | ▲0.3 | ▲0.2 | ▲0.2  |
| 消費者物価(HICP) | 前年比%   | 1.5   | 1.7   | 1.3   | 1.6   | 1.3   | 1.7  | 2.1  | 1.9   | 1.3   | 1.3  | 1.3  | 1.2   | 1.4   | 1.5  | 1.6  | 1.7   |
| 失業率         | 平均、%   | 9.1   | 8.2   | 7.8   | 7.6   | 8.5   | 8.3  | 8.0  | 7.9   | 7.8   | 7.8  | 7.7  | 7.7   | 7.7   | 7.6  | 7.6  | 7.6   |
| ECB市場介入金利   | 期末、%   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  | 0.00  | 0.00 | 0.00 | 0.00  |
| ドイツ10年国債利回り | 平均、%   | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.7   | 0.6   | 0.4  | 0.4  | 0.3   | 0.1   | 0.2  | 0.3  | 0.4   | 0.5   | 0.6  | 0.7  | 0.8   |
| 対ドル為替相場     | 平均、ドル  | 1.13  | 1.18  | 1.13  | 1.16  | 1.23  | 1.19 | 1.16 | 1.14  | 1.13  | 1.12 | 1.13 | 1.15  | 1.15  | 1.16 | 1.16 | 1.17  |
| 対円為替相場      | 平均、円   | 127   | 130   | 126   | 129   | 133   | 130  | 130  | 129   | 125   | 125  | 127  | 128   | 128   | 129  | 129  | 130   |

## （ ユーロ圏は18年秋から19年初にかけて急減速、足もとも低調に推移 ）

ユーロ圏では、18年秋から19年初にかけての景気が急減速し、足もとも低調に推移している。

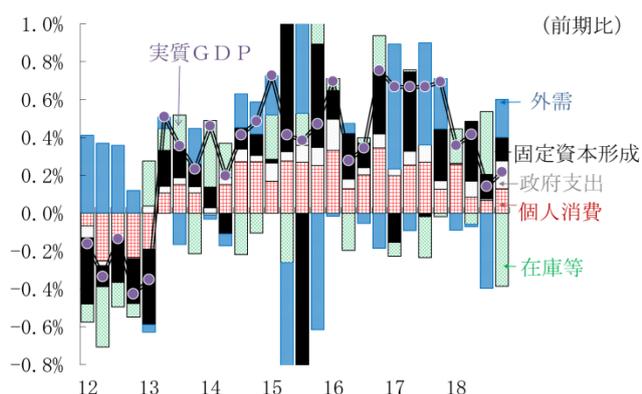
3月7日公表の18年10～12月期の実質GDP（速報値）は、前期比では0.2%で暫定速報値のと同じ、前期比年率では0.9%、同0.8%から僅かに上方修正されたものの、7～9月期の前期比0.1%、前期比年率0.6%に続く低成長だった（図表1）。

需要別に見ると、純輸出の寄与は7～9月期の0.4%ポイントのマイナスから0.2%ポイントのプラスに転じたが、7～9月期に積み上がった在庫の削減によるマイナスの寄与が0.4%ポイントと大きく成長を下押しした。個人消費と固定資本形成の実質GDPへの寄与度はともに7～9月期と変わらず0.1%ポイントと期待を下回った。

足もとでは、急減速に歯止めが掛かる兆候が見られるが、経済活動の弱さは続いている。実質GDPと連動性が高い総合PMI（購買担当者指数）は、2月は51.0から僅かに改善、拡大と縮小の分かれ目となる50割れは免れた。欧州委員会が作成する景況感指数（ESI）は2月は106.1と1月の106.3を下回ったが、低下の速度は緩やかになった（図表2）。

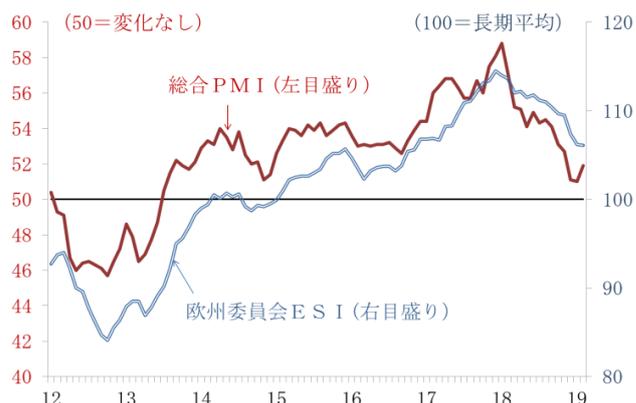
サーベイ調査は、ユーロ圏全体では景気後退を免れているが、1～3月期の実質GDPも年率1%を下回ることを示唆する。

図表1 ユーロ圏GDP（需要別）



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表2 ユーロ圏総合PMI／欧州委ESI



（資料）Markit、欧州委員会経済財政総局

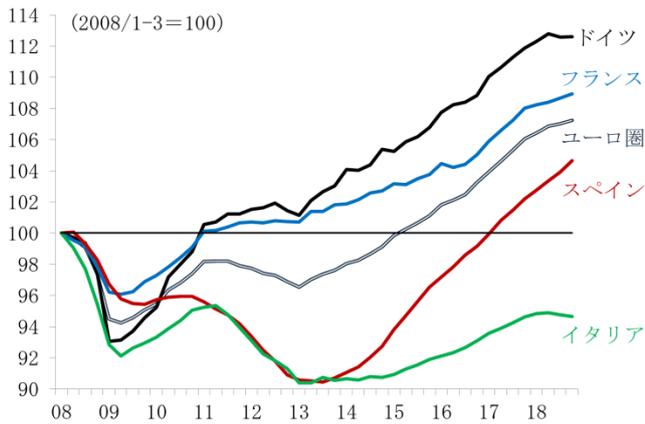
## （ ブレーキを掛けているのはドイツとイタリア ）

これまでのところユーロ圏内の景気には、国別、産業別のばらつきがあり、国別にはドイツとイタリアが、産業別では製造業がブレーキを掛けている。

18年10～12月期までの主要国の実質GDPの動きを見ると（図表4）、ドイツが7～9月期の前期比マイナス0.2%の後、10～12月期もゼロ成長と失速している。イタリアは、7～9月期、10～12月期ともに前期比マイナス0.1%となり、2四半期連続のマイナス成長と既に定義上の景気後退（テクニカル・リセッション）に陥っている。他方、スペインは、7～9月期が同0.6%、10～12月期が同0.7%と高いペースを維持している。フランスは、16年後半から17年末までの勢いは失われているが、7～9月期、10～12月期とも同0.3%と緩やかに拡大した。

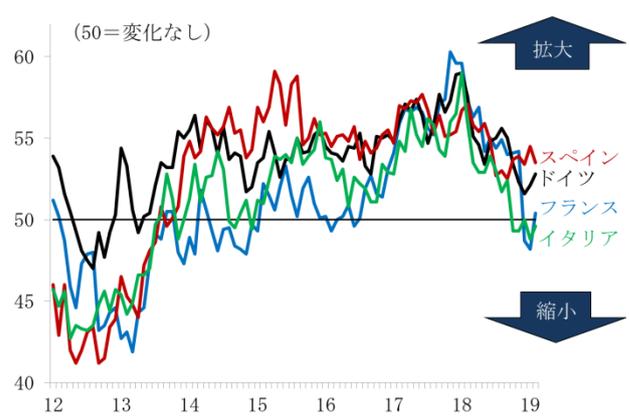
年明け後も、国別のばらつきが見られる点は変わらないが、18年後半とは異なった動きも見られる。総合PMIを見ると、イタリアは50割れで景気後退が続き、スペインは好調を保っている。ドイツの悪化に一旦歯止めが掛かる兆候が見られる一方、フランスは18年末から19年初にかけて急激に悪化した。

図表3 ユーロ圏実質GDP（国別）



(資料) 欧州委員統計局 (eurostat)

図表4 ユーロ圏主要国総合PMI



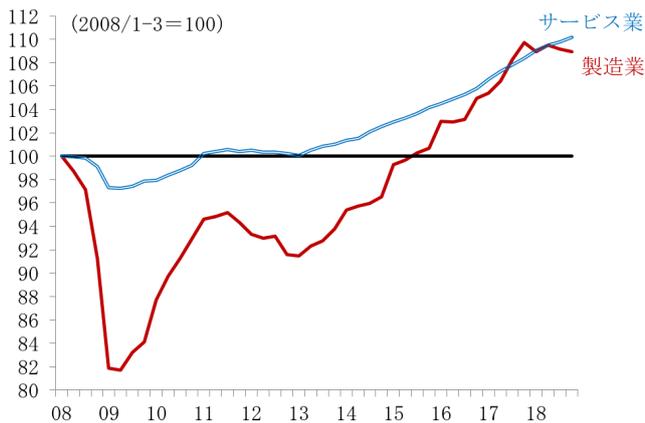
(資料) Markit

（ 製造業が失速、特にドイツが顕著 ）

ユーロ圏経済の変調の要因が製造業にあることは、実質総付加価値の推移で確認できる(図表5)。全体の7割強の比重を占めるサービス業の基調は余り変わっていないが、同2割弱の製造業は16～17年の成長加速の後、18年入り後、失速し始めた。年明け後もサービス業が持ちこたえる一方、製造業の悪化傾向は続いており、19年2月時点でサービス業PMIは52.8で50を超えているが、製造業は49.3と50を割込んだ。

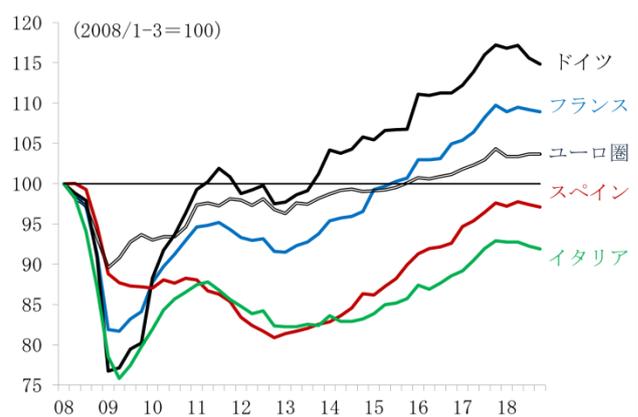
製造業の失速は、ユーロ圏主要国共通の傾向だが、失速の度合いはドイツが最も大きい(図表6)2月の製造業PMIも、ドイツが47.6とユーロ圏主要国で最も低く、イタリアが47.7で続く。スペインも49.9と50割れとなっており、辛うじてフランスが51.5と拡大を続けている。

図表5 ユーロ圏実質総付加価値



(資料) 欧州委員統計局 (eurostat)

図表6 ユーロ圏主要国製造業実質付加価値



(資料) 欧州委員統計局 (eurostat)

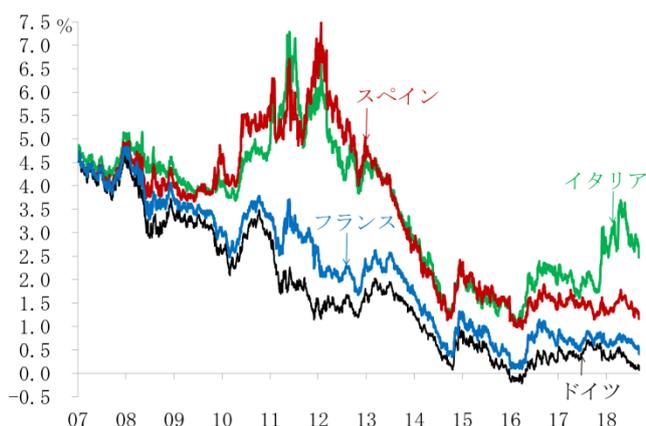
（ 外圧と域内の特殊要因の相乗効果が働いた ）

ユーロ圏の景気が急減速したのは、外部環境の悪化という外圧とユーロ圏内の特殊要因の相乗効果が働いたからだ。

外圧となったのは米中摩擦、中国経済の減速、半導体市場の循環、米国の政府機関の一部閉鎖(18年12月22日～)など米国の財政政策を巡る懸念、世界的な株安などだ。

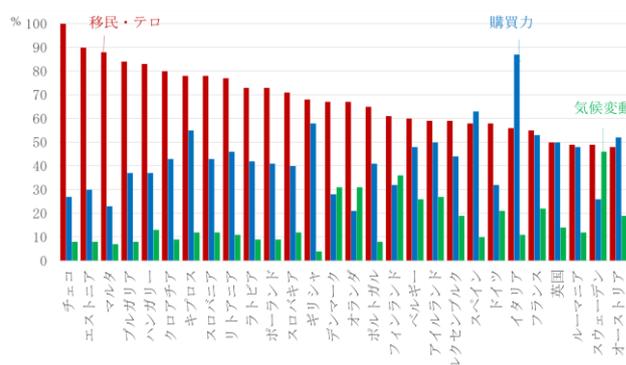
これらにユーロ圏固有の特殊要因が加わった。EUの乗用車国際調和排出ガス・燃焼試験法（WLTP）による型式認証制度が18年9月1日から全ての新車に義務付けられたことが、特に中核国ドイツの主力産業である自動車の生産、需要の変調をもたらした。フランスの総合PMIが、18年末から19年初にかけて急低下したのは、燃料税の引き上げなどマクロン政権の政策に抗議する「黄色いベスト」運動の広がりが影響したものだ。イタリア経済が、18年半ばから逸早く景気後退に転じた背景には、低競争力、過剰債務、銀行の不良債権問題など未解決な構造問題を抱える脆弱さがある。10年国債利回りの上昇が示すように（図表7）、拡張財政につながる公約を掲げた五つ星・同盟の連立政権の発足を機に、信用リスクへの警戒感が高まったことも影響したと思われる。

図表7 ユーロ圏主要国の10年国債利回り



（資料）ロイター

図表8 世論調査「EUが直面する課題は？」



（注）上位2項目を回答

購買力は経済、失業、物価・生計費上昇、税・年金と答えた割合の合計  
環境・気候変動、テロ・犯罪は調査では別々の項目として扱われている

（資料）欧州委員会「Standard Eurobarometer」2018年秋

### （急減速の要因のうち幾つかは解消、あるいは政策対応が進んだ）

ユーロ圏経済に急ブレーキをかけた要因のうち幾つかは、政策対応の進展もあり、すでに影響が緩和しているか、先行きの緩和が見込まれる。

米国では、暫定予算の時間切れに伴う政府機関の一部閉鎖が1月25日に解除、2月15日には19年度（18年10月～19年9月）予算のうち積み残しとなっていた歳出法案が成立し、漸く予算編成作業が終了した。米連邦準備制度理事会（FRB）は、1月29～30日の公開市場委員会（FOMC）で利上げを休止、バランス・シート縮小の休止時期を前倒しの方針を示唆したことなどで、金融市場の緊張は一旦緩和した。

米中交渉は、2000億ドル相当の製品に対する10%から25%の関税引き上げの期限とされた3月1日以降も協議が継続、米中首脳会談による合意に期待が繋がれた。

中国経済の先行きに対する懸念も緩和した。預金準備率引き下げ、零細企業向け融資の促進策、インフラ投資のための地方政府の特別債の発行加速、所得税・法人税減税、自動車車・家電の消費促進策など多岐にわたる政策を打ち出したからだ。

ユーロ圏内の特殊要因も緩和の方向だ。ドイツの自動車生産は18年12月に3カ月振り、新車登録台数は旧型ディーゼル車の買い替え補助策の効果もあり19年2月に6カ月振りに増加に転じた。WLTP導入の影響は落ち着きつつあるようだ。

フランスの「黄色いベスト」運動の経済活動への影響も4~6月にはかなり縮小しそうだ。抗議活動は17週目の3月9日も行われたが、参加者数は2万8600人と初回の11月17日の28万2000人から大きく減少、過去最低となった。調査会社・ODOXAの19年2月調査によれば<sup>i</sup>、マクロン大統領の支持率は32%で、依然として低空飛行ではあるものの、18年12月の27%を底に持ち直している。逆に、「黄色いベスト」運動は、運動が始まった昨年11月時点では66%が支持していたが、2月調査では45%と初めて過半数を割込んだ。燃料税撤回や所得対策、「国民討論会」の立ち上げなどのマクロン大統領の政策の軌道修正や、一部の抗議活動の過激化、欧州議会選挙への立候補など「黄色いベスト」運動の政治化の動きが影響していると思われる。

イタリアの信用リスクへの警戒感も、2019年度予算案の修正を巡る欧州委員会との対立が、協議を通じて解消されたことで一旦緩和した。

### （ しかし、半導体市場の調整圧力は残存。域内外のリスクも解消した訳ではない ）

ユーロ圏の急失速をもたらした外圧やユーロ圏内の特殊要因は緩和したとは言え、解消した訳ではなく、見通しの不確実性は著しく高い。4年周期の半導体市場の循環（シリコン・サイクル）形成に影響が大きいメモリー市場のピークは17年夏で、底入れにはまだ時間を要する見通しだ<sup>ii</sup>。16年以降のユーロ圏の製造業の成長加速とその後の急減速は、シリコン・サイクルとおおむね重なる動きとなっており、先行きの基調を左右する要因となるだろう。

米国の政策を巡る不透明感、中国経済の先行き、米中摩擦といった域外のリスクも解消した訳ではない。米国の財政には債務上限という次のハードルが待ち構えている。中国の景気対策はデレバレッジの解消との両立を目指しており、政策効果は減速ペースを緩和するに留まる。米中摩擦も、制裁関税と報復の応酬という事態は回避できても、ハイテク分野での覇権争いの早期終結といった展開は考え難く、緊張関係は続く見通しだ。

ユーロ圏内の特殊要因が景気拡大の妨げとなる可能性も常にある。EUの統合を支えてきた既存政党の支持離れは、移民・難民問題と結び付けられることが多いが、有権者の不満の矛先は多様だ。債務危機に見舞われた国では雇用所得環境の改善の遅れや緊縮財政の結果、購買力への不満が残る。相対的に豊かな北部の国々では、環境保護への問題意識も高い（図表8）。過剰債務国では拡張的な財政政策を求める圧力は熾り、環境規制の強化は短期的には経済成長を阻害する要因ともなり得る。

### （ 混迷する英国離脱も先行き不透明要因 ）

期限が18日後に迫っても、現状を維持する移行期間の確保すら定まらない英国のEUを巡る不透明感もユーロ圏の重荷だ。

先行きは極めて不透明だが、現時点では、最も可能性の高いシナリオは、3カ月以内の短期の期限延長とメイ首相がまとめた協定案に基づく「秩序立った合意あり離脱」だろう。1回目の投票でメイ首相の協定案に反対した、強行離脱派の一部は、EU離脱撤回となることを嫌い修正協定案に賛成に回る可能性がある。野党からも再国民投票などによる分断の深まりと不透明な期間の長期化を回避するために協定に賛成する動きが広がる可能性がある。

「秩序立った合意あり離脱」であれば、2020年末まで現状を維持する「移行期間」となるため、離脱期限前後の激変は緩和される見通しだ。しかし、こうした穏当なシナリオを想定した場合でも、EU離脱によって英国の成長率が抑えられる状態は数年間にわたり続く見通しだ。「移行期間」は2020年末までであり、その間に「離脱協定」以上に複雑な「将来関係協定」をまとめ上げるのは至

難の業だ。2020年半ばには「将来関係協定なき移行期間終了」、「移行期間の延期」といった現在と似たような議論が再燃するおそれがある。

英国のEU離脱が金融システムの混乱を引き起こすことはなく、ユーロ圏経済に急ブレーキを掛ける要因にはならないと見ているが、米中の問題に加わる形で、先行きの不確実性を高める要因となるため、企業の投資意欲を冷やし、成長を抑制する要因となり得る。

### （19年の実質GDP1.0%、20年1.3%、景気後退局面入り回避がユーロ圏のメイン・シナリオ）

ユーロ圏経済の先行きは、引き続き外部環境次第の面も強いが、メイン・シナリオでは景気後退局面入りを回避すると見ている。緩やかな金融環境、財政のやや拡張的なスタンスと自動安定化効果、圏内の雇用所得環境の改善が支えとなり、内需の拡大が期待されるからだ。

4～6月期の段階では、外部環境の不透明感が払拭しきれないことや、シリコン・サイクルの下降局面も続くことから、低成長が続く見通しだが、2020年にかけて潜在成長率に近いスピードに回帰することを想定している。

2019年の年間の成長率は前年比1.0%で、2017年の2.4%、2018年の1.8%から大きく減速する。18年よりも19年の方が成長率の低下幅が大きいのは、18年後半に急に勢いを失い、19年入り後も弱い状態が続いていることによる「成長率のゲタ」の影響も大きい。2020年は年間1.3%に持ち直すすと予測する。

インフレ率は、18年は前年比1.8%と「2%以下でその近辺」というECBの物価目標に近づいたが、19年は同1.3%と再び乖離する見通しだ。18年のインフレ率の上昇は、原油価格が押し上げた部分が多い。しかし、19年は原油要因は、むしろ物価を押し下げる方向に働きやすい。雇用拡大、失業の減少、賃金の伸びの加速などから、コア・インフレ率の上昇は続く見通しだが、そのペースは緩やかであり、20年も年間のインフレ率は同1.6%と目標圏に届かない見通しだ。

### （リスクは外圧の一層の強まり。ドイツ主導の景気後退がリスク・シナリオ）

ユーロ圏の景気後退回避、穏やかな拡大軌道への回帰というメイン・シナリオは、協議を通じた米中及び米欧間の問題解決の取り組み継続、米国経済の腰折れや中国経済の底割れ回避、英国の「秩序立った合意あり離脱」など穏当な外部環境を想定したものだ。

EUやユーロ圏だけでなく、米国、中国、英国などの政権の判断や交渉の結果に依存する部分が大きいだけに、見通しの不確実性は高い。

米中の対立激化、米国とEUの追加関税と報復の応酬、英国のEU離脱が英国の景気の急減速やEUとの物流の混乱を引き起こすなど外圧が強まり、他方、5月に選挙を控える欧州議会の構成の変化に伴うEUの政策の不透明化への懸念などの、域内の要因が共振することになれば、景気回復は阻まれるだろう。

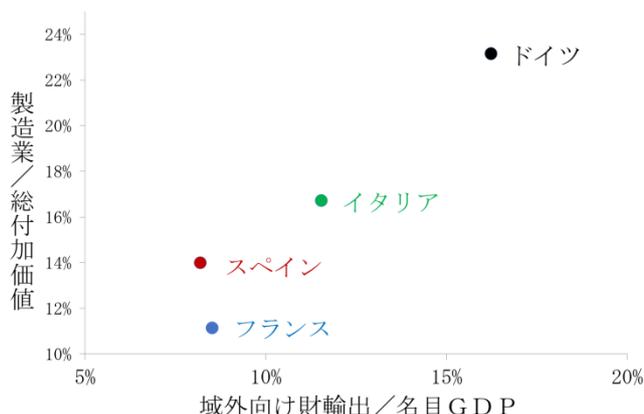
ユーロ圏のリスク・シナリオはドイツ主導の景気後退だ。ドイツは、ユーロ圏の主要国の中で、製造業と域外輸出依存度が突出して高い（図表9）。半導体市場などの循環的要因だけでなく、保護主義的な政策でグローバルなサプライ・チェーン上に生じた問題の影響を受け易い構造だ。競争力が高く、雇用・所得環境も良好で、財政基盤も強固なドイツが、これらのすべてで問題を抱えるイタリアと並んでユーロ圏経済のブレーキ役になっているのは、製造業・輸出依存度の高い経済構造のためだ。

ドイツの雇用・所得環境は極めて良好、むしろ労働力の不足が問題とされる状況にある。中国の減速、さらに米国からの追加関税という外圧で製造業の調整圧力が強まっても、直ちにドイツ経済

が腰折れることはなさそうだ。それでも、米国が、対EUでの財貿易不均衡是正の通商交渉のレバレッジとしてドイツの自動車に焦点を当てている点には注意が必要だ。

米国の保護主義や英国のEU離脱によるグローバル経済の分断の影響は、これまでグローバル化、EU、ユーロの恩恵を受けてきたドイツの製造業にとって大きな挑戦となる。

図表9 ユーロ圏4大国の製造業／総付加価値と域外向け財輸出／名目GDP比率



(資料) 欧州委員統計局 (eurostat)

図表10 ECBのスタッフ経済見通し

| 実質GDP    | 19年   | 20年   | 21年   |
|----------|-------|-------|-------|
| 2018年12月 | 1.7   | 1.7   | 1.5   |
| 2019年3月  | 1.1   | 1.6   | 1.5   |
| 修正幅      | ▲ 0.6 | ▲ 0.1 | 0.0   |
| インフレ率    | 19年   | 20年   | 21年   |
| 2018年12月 | 1.6   | 1.7   | 1.8   |
| 2019年3月  | 1.2   | 1.5   | 1.6   |
| 修正幅      | ▲ 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |

**( ECBの年内利上げ断念、TLTRO3は穏やかな拡大基調回帰シナリオを想定した決定 )**

ECBは、3月7日の政策理事会で、①政策金利の先行きに関するフォワード・ガイダンスを修正して、19年内利上げの可能性を排除すると共に、②19年9月から21年3月まで四半期毎にターゲット型長期資金供給第3弾 (TLTRO3) を実施することを決めた。

この他、③国債等買い入れ資産の元本の再投資に関わるフォワードガイダンスは「利上げ開始後も、長期間、良好な流動性環境と十分に緩和的な金融政策を必要とする限り継続」する方針を維持、④資金供給は、17年10月に「少なくとも2019年末まで」としてきた固定金利による全額供給方式を「少なくとも21年3月末まで」に修正し、TLTRO3の期限と合わせることも決めた。

市場では、政策金利のフォワード・ガイダンスの修正やTLTRO2の償還対策としてのTLTRO3の実施というECBの次の一手は広く予想されていた。

意外だったのは決定のタイミングだ。不確実性が高い今回の理事会では様子見をし、決定は次回以降 (次回は4月10日、その次は6月6日) との見方が支配的だった。

にも関わらず、政策理事会が、全員一致で上記4つの方針を今回決めたのは、「外的な要因による不確実性が著しく高い時期だからこそ、金融政策の予見可能性を高めるべき」との判断が働いたからだろう。

ドラギ総裁は、会見で「政策理事会のすべてのメンバーは、景気後退の確率、インフレ期待からの逸脱の可能性は極めて低いと判断している」と述べている。実際、改定されたスタッフ経済見通しも、19年については12月時点の前年比1.7%から1.1%に大きく引き下げられたが、20年は1.6%と0.1%ポイントの下方修正に留めた。インフレ見通しも、原油要因の影響と、18年後半～19年前半の予想を下回る推移の結果、目標圏への回帰のタイミングは後連れするが、緩やかに収斂するという見方自体は変わっていない (図表9)。

## （ リスク・シナリオなら利上げは凍結。結果としてドイツ発の協調財政政策実現も ）

本稿のメイン・シナリオは、ECBのスタッフ経済見通しよりやや弱いですが、20年にかけて景気が巡航速度に戻り、雇用・所得の改善傾向も続くという見方は同じだ。こうした展開となれば、ECBは20年3月にもマイナス金利の縮小に着手することができるだろう。

リスク・シナリオの場合、ECBは利上げを凍結するだろうが、マイナス金利の深堀りや量的緩和の再開といった追加緩和には限界がある。

ドイツ主導の景気後退というケースでは、結果としてドイツ発の協調的財政政策が実現するかもしれない。ドイツの財政収支は黒字であり、一般政府債務残高の名目GDP比も18年7~9月期で61.0%まで低下している。債務危機によるユーロ圏の不況期に、独り勝ちしていたドイツは、過剰債務国の財政緊縮策の影響を緩和するための拡張財政による協調を拒否した。しかし、今回の景気減速局面では、ドイツがイタリアに続いて景気後退するリスクが高く、ドイツが財政政策で対応することで、結果として、サプライ・チェーンでつながる域内他国への影響が抑えられるという展開になるかもしれない。

欧州では、トランプ大統領の政策への批判が強いが、中国の知的財産権の保護や技術移転の強要に対する強行な姿勢に限れば、中国の真剣な取り組みを促したという点を評価する声もある。

米欧間の緊張は様々な問題を孕み、リスク・シナリオとして想定するドイツ主導の景気後退のリスクの高まりも望ましくない。

それでも、長年にわたりユーロ圏の構造問題とされてきたドイツの過剰貯蓄体質を改めるきっかけを作ったという点に限っては、欧州でもトランプ大統領の手法を評価する声が出てくるかもしれない。

---

<sup>i</sup> いずれも ODOXA baromètre politique Février 2019

(<http://www.odoxa.fr/sondage/barometre-politique-de-fevrier-macron-poursuit-remontee-francais-disent-premiere-s-top-aux-gilets-jaunes/>) による。同調査によればマクロン大統領の支持率は18年12月の27%から19年2月は32%まで改善している。

<sup>ii</sup> 世界半導体市場統計 (WST S) が19年2月20日に18年の実績を反映して修正した19年の半導体市場の予測は前年比3%減で、17年21.6%増、18年13.0%増から急減速となる。メモリーは、同61.5%増、同27.4%増から同14.2%減と予測しており、とりわけ振幅が大きい。

---

(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。