



ユーロ圏の経済動向

研究員 古金 義洋

○昨年からの景気減速は一時的要因によるものではない

ユーロ圏の18年10～12月の成長率は前期比0.2%と7～9月（同0.1%）に続く低成長となった。欧州委員会は2月7日にユーロ圏の成長率予想を19年1.3%（18年11月時点の予想は1.9%）、20年1.6%（同1.7%）と、特に今年の予想を大幅に下方修正したが、直近1年間（17年10～12月から18年10～12月）の成長率は1.1%で、さらなる下方修正もあるだろう。

昨年のユーロ圏の景気悪化はドイツの自動車燃費試験法改正、フランスのデモ、イタリアの財政問題など一時的な要因あるいは特殊要因によるものとみられていた。しかし、今年に入ってもユーロ圏の景気の下向きの動きは続いている。しかも下向きの動きは一部だけではなくユーロ圏全体に広がってきている。

ユーロ圏景況感指数は2017年12月をピークに18年3月頃にかけて急低下し、その後、6～7月頃にかけて横ばいで推移したが、18年8月以降は再び急落している（図1参照）。同指数は主要国が連動する形で動いており、一部の国の特殊要因で景気が悪化しているのではないことがわかる。

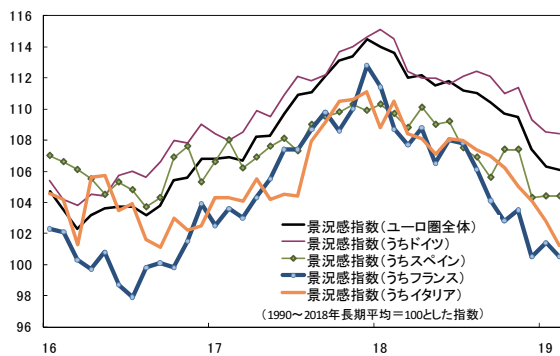
ドイツ経済を悪化させたと言われていたのが、昨年9月に実施された自動車燃費試験法改正だった。法改正への自動車メーカーの対応が遅れたこともあって、自動車の販売・生産などに影響が出た。

実際、ドイツの新車登録台数は法改正直前の18年8月に駆け込み需要で前年比24.7%増加したあと、9月に同30.5%減と大幅に減少した。ただ、その後、減少幅は縮小しており、

法改正自体の影響は和らいでいる。ドイツの製造業の生産動向をみると、法改正の影響ではなく、外需の落ち込みが生産を減少させていることがわかる（図2参照）。外需の落ち込みによる生産の減少で、企業の景況感を示すIFO景況感指数は1月も大幅に低下した。

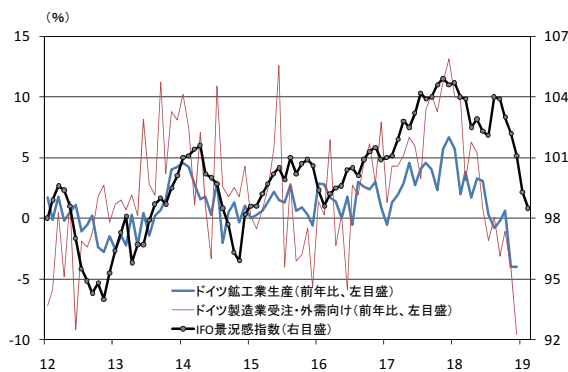
フランス経済を悪化させたと言われているのが、昨年11月頃から始まったマクロン政権の改革に反対する抗議デモだ。19年1月実施

（図1）ユーロ圏主要国の景況感指数



（出所）欧州委員会

（図2）ドイツの製造業受注、鉱工業生産とIFO景況感指数



（出所）独連邦銀行、独IFO研究所



予定だった燃料税増税に抗議し、労働者を象徴する黄色いベストを身に着けた10万人を越すデモ隊が週末のたびに集結して、一部が暴徒化する騒ぎとなった。

クリスマスシーズンに、しかもパリ中心部で起こった大規模デモとそれに伴う混乱は、確かに小売売上や観光収入の減少につながった可能性がある。ただ、それはフランスの景気を悪化させた要因の一つにすぎない。

17年5月の就任以降、マクロン大統領が一貫してとってきた政策は、労働市場改革など、国民にとって痛みを伴う構造改革だった。今回の燃料税引き上げも地球温暖化への対策であり、正当性のあるものだったが、反発は予想以上に大きかった。移民・難民問題や格差拡大に対する不満に加えて、急進的な改革は国民にとって受け入れられないものだった可能性がある。

イタリア経済を悪化させたと言われているのが、イタリアの財政赤字を巡るポピュリズム新政権とEUとの対立によるイタリア国債利回りの上昇だった。イタリア新政権がEUの求める財政赤字削減に応じなかったことから、一時はEU側がイタリアに制裁金を課すことになるとの見方が強まり、イタリアの10年国債利回りは18年10月に3.6%まで上昇した。輸出競争力低下などで低迷の続くイタリア経済にとって、長期金利上昇がさらなる足枷になるのではないかと懸念された。

ただ、結局、イタリア新政権とEUは互いに譲歩した形で合意に達し、イタリア国債利回りも12月末までに2.6%台に低下した。長期金利の上昇がイタリア経済悪化の「主犯」であったのなら、イタリアの景況感は改善していただろうが、そうっていない。

Brexit（英国のEU離脱）の騒動がユーロ圏に波及したという見方もあるがどうか。確かにBrexitの先行き不透明感は大きいもの

の、当のイギリスの経済は緩やかな成長を続けている。前年比でみたイギリスのGDP成長率は18年1～3月1.3%、4～6月1.4%、7～9月1.6%、10～12月1.3%である。これに対して、ユーロ圏の同成長率は18年1～3月2.4%、4～6月2.2%、7～9月1.6%、10～12月1.2%と急速に鈍化している。Brexitが当のイギリスよりもユーロ圏により大きな悪影響を及ぼしているという見方にはやや無理があるだろう。

このようにユーロ圏景気の悪化が一時的な要因あるいは特殊要因によるものではないことは明らかだ。おそらくは、①17年にかけて世界経済を押し上げてきた世界的な金融緩和、グローバル化の潮流が逆回転し始めたこと、②中国景気減速に加え、米金利上昇やドル高でと新興国景気全体も減速し始めたこと、③移民・難民の急増や格差拡大に対し国民の不満が高まり政治的混迷が深まったこと、などがユーロ圏の景気を悪化させていると考えられる。

○ECBの金融正常化方針も休止へ

3月7日のECB理事会は、景気見通しのリスクは下向きとし、金利ガイダンスを変更し、政策金利を少なくとも19年末まで据え置くとした。また、銀行に融資を促すため、長期リファイナンスオペの再開も決めた。ECBはこれまで、異常な低金利が金融システムなどに及ぼす副作用などに配慮して、金融を正常化する方針を維持し、昨年末には債券購入による量的金融緩和を終了した。しかし、今や金融正常化もままならなくなっている。政策スタンスを「段階的利上げ」から「様子見」に180度転換した米FRBに続いて、ECBも政策を緩和気味に転換せざるをえない状況だ。米欧の金融政策姿勢の転換に伴い日銀に対しても追加緩和を求める圧力が高まる可能性がある。