

頭を打たれたユーロ圏の経済成長

～国際間の緊張の高まりでリスクバランスは下方方向に～

山口 勝義

要旨

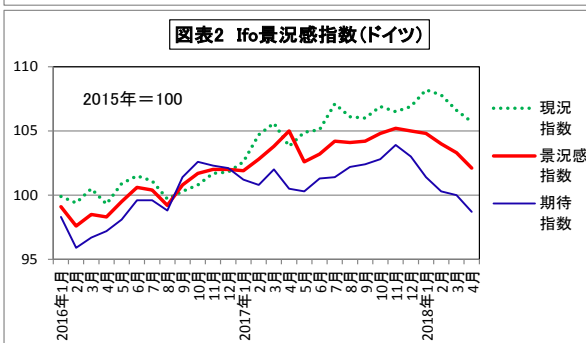
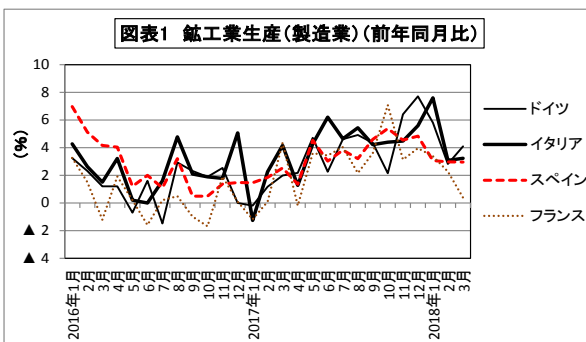
ユーロ圏では、個人消費のほか鉱工業生産や輸出などに重い動きが現れており、経済成長は頭を打たれた形となっている。今後の反発力には限界があり、18 年を通じ成長の減速が見込まれる。さらに、国際間の緊張の高まりに伴いダウンサイドリスクも強まっている。

はじめに

ユーロ圏ではここに来て、経済成長のモメンタムに陰りが現れている。2018 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期比で 0.4% となり、前期の同 0.7% から減速した。個人消費には昨年秋頃から重い動きが生じていたが、鉱工業生産や輸出などにも 18 年に入り同様の動きが見られている（図表 1）。消費者物価上昇率も、4 月には 1.2% に低下するなど回復は鈍い。

また、特に 3 月以降には国際間の緊張が高まることで、輸出額が大きいドイツなどを中心に景況感の悪化が強まっている（図表 2）^(注1)。ここには英国で起きた元ロシア情報機関員の暗殺未遂事件やシリアの化学兵器使用疑惑などを巡る欧米とロシアとの関係悪化や、米中間の貿易摩擦懸念などが働いている。5 月の米中間の経済協議での歩み寄りは一時的な「休戦」でしかないとも見られているほか、欧州連合（EU）自身についても米国による鉄鋼とアルミニウムの輸入制限の動きが残されている。5 月末までその適用除外は延長されたものの、EU を巡る通商関係には不透明感が強いままである。

ユーロ圏では 18 年第 1 四半期に寒波の襲来を受けたこと、また 17 年後半には実質 GDP の前年同期比成長率が 3% に近づ



(資料) 図表 1 は Eurostat の、図表 2 は Bloomberg(原データは Ifo Institute) の、各データから農中総研作成

くなど成長が加速したことから、18 年に入っての成長減速は、主に一時的な要因によるものとも考えられる^(注2)。とはいえ、ユーロ圏では生産性の低迷が長く続くなど中期的な課題が残されているばかりか、貿易摩擦等の拡大が、今後、成長にとり難題となる可能性が否定できない。

このため、本稿では、ユーロ圏経済を巡る主要な課題などの点検を行い、リスクの所在の明確化を図るものである。

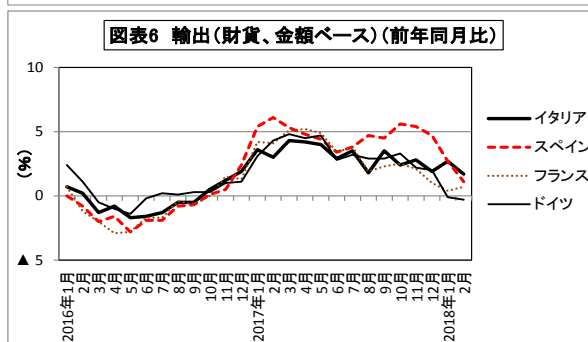
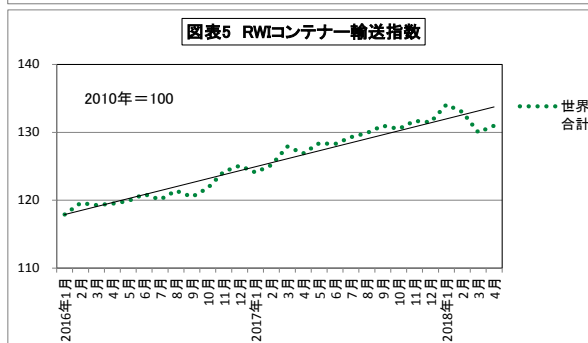
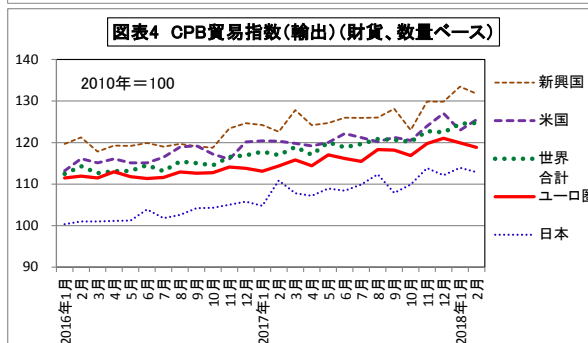
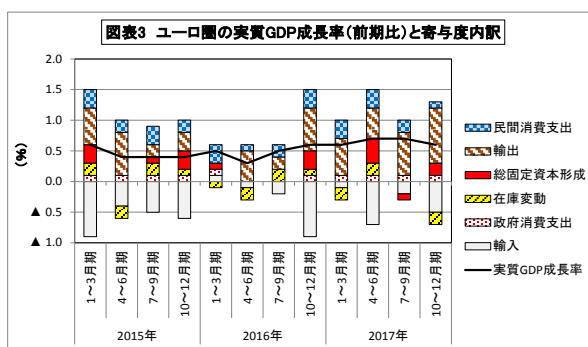
新たな懸念材料としての国際間の緊張

ユーロ圏の経済成長の輸出に対する依存度の大きさから、米中間などの国際関係の緊張の高まりに伴う景況感の悪化や当事国による現実の保護主義的な対応は、ユーロ圏経済にとり軽視できない懸念材料となる（図表3）。しかも、その影響が大きく現れるのは、経済成長の牽引役であるドイツであることが予想される。

これは、世界の中でドイツの輸出額のシェアが7.8%と、中国の10.6%、米国の10.5%に次ぐ高い位置にあるとともに、ユーロ圏でドイツに続くオランダやフランスのシェアが3%台半ばにとどまるためである（17年）^{（注3）}。また、ドイツの輸出額の相手先別内訳（EU域内を含む）では、米国が第1位（8.7%）、中国が第3位（6.7%）、ロシアが第14位（2.0%）であり、かなり分散されているとはいえ、最近の緊張の高まりの直接の当事国である米中が上位を占めている点が注目される（17年）^{（注4）}。なお、ドイツの貿易黒字額は2,790億ドルであり、中国の1,696億ドルを上回る規模である（17年）^{（注5）}。

一方、足元の輸出の動向を確認すれば、概ね2月までのデータに限られるが、現時点では世界的には顕著な落ち込みは認められない。コンテナ輸送についても、従来のトレンドから大きく下振れする動きとはなっていない。ただしユーロ圏では、既にドイツやフランスなどを中心に強い減速傾向が見られており、このところの成長のモメンタムの陰りに対応した動きとなっている（図表4～6）^{（注6）}。

これに対し、注目されるのは国際間の緊張が高まった3月以降のデータということになる。米中間の貿易摩擦は知的財産権の保護なども絡むため交渉には時間



（資料）図表3、6はEurostatの、図表4はCPB（オランダ経済政策分析局）の、図表5はRWI（ドイツのLeibniz-Institut für Wirtschaftsforschung（旧名称 Rheinisch Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung）の、各データから農中総研作成

を要するとみられ、中間選挙に向けて米国の攻勢が強まる可能性も大きい。また、米国とEUとの間の問題も残されている。このため、貿易摩擦を巡るユーロ圏の懸念が容易に軽減される展開は考え難い。

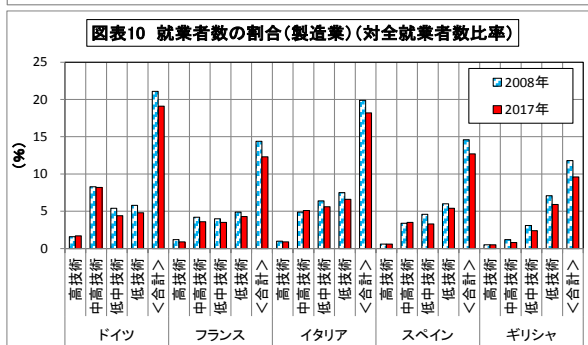
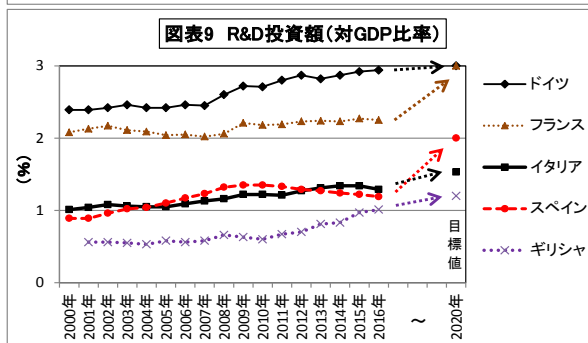
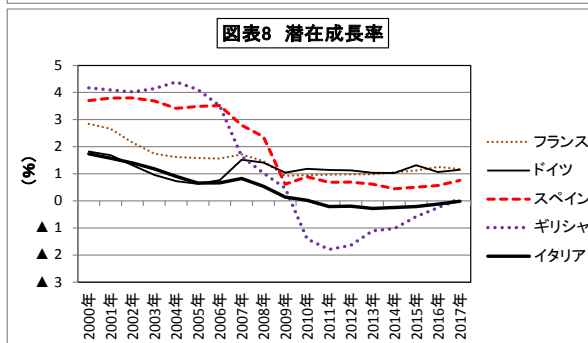
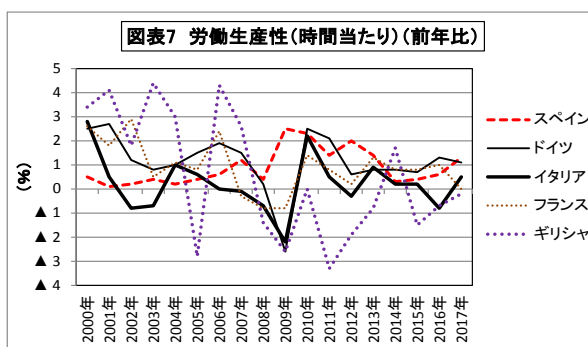
従来からの課題である生産性の低迷

貿易摩擦を中心にした国際間の緊張の高まりは、特に今年3月以降に強まった、新たなユーロ圏の経済成長を脅かす懸念材料である。これに対しユーロ圏では、従来から成長加速の上での制約要因として、生産性の低迷が継続している。

ユーロ圏では、財政危機後には欧州中央銀行（ECB）の積極的な金融緩和の下で銀行の金融機能は改善し、また消費は盛り返してきたが、その一方で企業投資は多くの主要国では回復が緩やかなままである。企業の負債比率が依然として高止まりしており財務改善が優先される状況や、容易に軽減されない政治面での不透明感などが、こうした企業投資の手控えの背後で働いている可能性がある。この結果、ユーロ圏では労働生産性の上昇は限られたものとどまり、これに少子高齢化なども加わることで、潜在成長率は低位での横ばいが続いている（図表7、8）。

この企業投資の中でも特に重要な課題であるのは、先端的な技術開発への取り組みである。欧州委員会も各国の研究開発（R&D）投資額の対GDP比率に目標値を設定しているが、各国での対応状況はまちまちであり、ドイツを除けば多くの国々で目標の20年に向けて取り組みの強化が必要になっている（図表9）。また、製造業における技術レベル別の就業者数の割合を見ても、中高技術層を中心に厚みを持つドイツと、それ以外の国々との間で、格差が明確に現れている（図表10）。

こうした現状を踏まえれば、もともとユーロ圏では経済成長を安定的に維持する力が十分に強いとは言えず、潜在成長率に比較してかなり高いこれまでの年率2%台半ばでの成長は、実力対比で出来過



(資料) 図表7、9、10はEurostatの、図表8はOECDの、各データから農中総研作成

ぎた結果であったとすることができる。しかも失業率の低下が継続するなか、今後、完全雇用に近づくにつれてユーロ圏の成長余地は縮小し、ますます潜在成長率に制約を受ける程度が強まっていくものと考えられる。

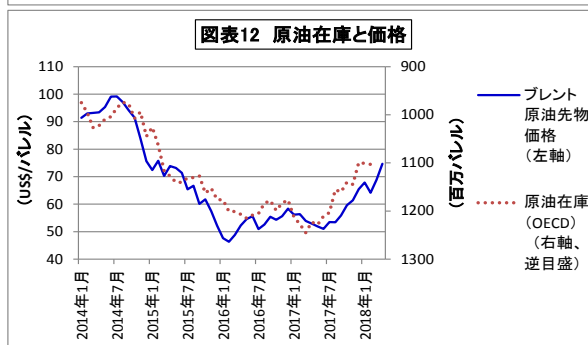
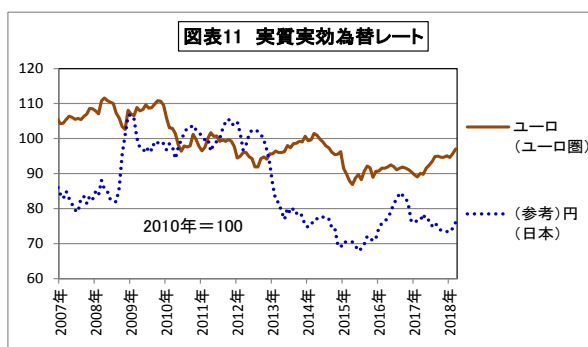
まとめ

ユーロ圏での足元の成長減速には寒波などの一時的な要因があるとはしても、以上からは、また、最近のユーロ高傾向なども考慮すれば、今後の成長の反発力には限界があるものとみられる(図表11)。このため、18年を通じ、通年の実質 GDP 成長率は17年の前年比2.4%から同2%近辺へ向けて減速が見込まれる。さらに、これに加え、国際間の緊張の高まりに伴いダウンサイドリスクも強まっている。

そのリスクの第一は米中間の貿易摩擦の、世界的な保護主義や世界経済の成長鈍化などへの拡大であり、第二は国際間の緊張とも関連する、原油価格の上昇である。このうち原油価格は、17年1月以降の石油輸出国機構(OPEC)の協調減産や世界景気の拡大による堅調な需要を受けた在庫低下などのもと、既に約3年半ぶりの水準に上昇している(図表12)。

こうした中での5月の米国によるイラン核合意からの離脱の決定は、イラン産原油供給の停滞で原油価格を一層上昇させる可能性がある。これに伴うコストプッシュによる物価上昇は、賃金上昇が鈍い下で個人消費を抑制するなど経済に広く影響を及ぼすほか、異例な金融緩和策からの「出口」に向けてECBに早急な対応を迫ることにもなる。この場合には、今も大きな債務残高を抱える政府や企業、家計の、金利上昇を通じた財務負担の拡大や、ユーロの上昇加速などが、成長の抑制要因として働くことが想定される。

ユーロ圏経済の成長は頭を打たれた形となっているが、このように、さらにダウンサイドリスクの強まりも加わり、成長のリスクバランスは下方に傾きつつあるものと考えられる。(18.5.24現在)



(資料) 図表11はBISの、図表12はBloomberg(在庫の原データはIEA)の、各データから農中総研作成

(注1) Ifo景況感指数は、ドイツの研究機関であるIfo経済研究所が公表する月次指標であり、製造業、サービス業、卸売業・小売業、建設業に属する約9,000社を調査対象としている。Ifoは、対象企業に業況の現況について「良い」、「満足すべき状況」、「悪い」、また今後6ヶ月の先行きについて「今より良くなる」、「変わらない」、「今より悪くなる」のいずれかで回答を求め、これにより「現況指数」と「期待指数」を算出したうえで、両者から「景況感指数」を作成している。なお、指数は2015年の平均を100とした季節調整済みの値である。

(注2) ユーロ圏の実質 GDP の前年同期比成長率は、17年第2四半期に2.4%であった後に、第3、第4四半期にはそれぞれ2.7%、2.8%に拡大した。なお、18年第1四半期の同成長率は2.5%である。

(注3) このデータはOECDによる(ただし、財貨のほかサービスを含む)。

(注4) このデータはStatistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)による(ただし、財貨のみである)。

(注5) このデータはOECDによる(ただし、財貨のほかサービスを含む)。一方、対米貿易黒字額(17年)は、中国の3,752億ドルや日本の688億ドルなどに対しドイツは643億ドルにとどまる(米Census Bureauによるデータで、財貨のみである)。なお、ドイツの輸出額の内訳(17年)は、58.6%がEU内向けで、EU外に対する輸出は41.4%に限られている(ドイツ連邦統計局によるデータで、財貨のみである)。

(注6) 図表5のRWIコンテナ輸送指数は、Instituts für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL)により世界の主要88港を対象に収集されたデータを元に、RWIが算出したものである。RWIによれば、世界のコンテナ輸送の約60%をカバーしている。