

## 2019年、世界の中のユーロ圏経済

### ～貿易縮小に伴う成長減速、個人消費による下支え～

山口 勝義

#### 要旨

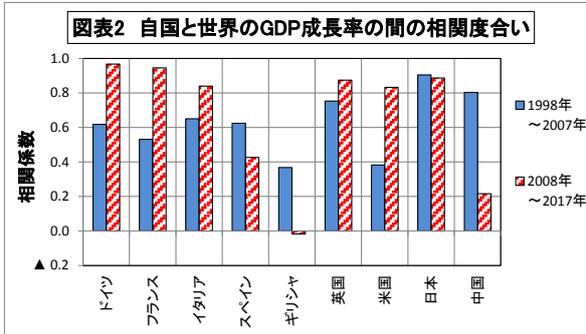
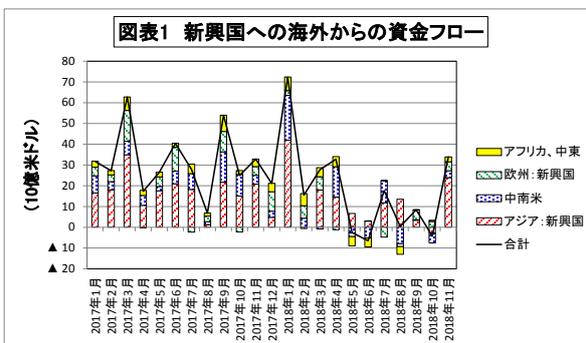
世界経済はこれまでの調和の取れた安定的な成長路線を外れ始めている。ユーロ圏では19年には、リスクは下方に傾き、世界貿易の縮小を主因に成長の減速が見込まれる。市場では、スプレッドの拡大やボラティリティの高まりに晒される局面が増加するものとみられる。

#### はじめに

世界経済にとり、2018年は大きな転換の年となった。世界の国々や地域では、それまでの調和の取れた安定的な成長路線から外れ、まちまちな動きが強まった。なかでもその典型は、堅調な経済情勢が続く米国と、その一方で経済混乱の懸念さえ高まった新興国との対比である。

この新興国を巡る問題の本質は、世界的な金融緩和の下で積み上がった債務残高にある。折からの、米国の政策金利の引上げに主導された金融環境の変化を受け、米ドル建てを中心に、債務負担が増大するリスクが炙り出されてきている。ここに米中間の貿易摩擦の激化が加わり、これまで潤沢であった新興国への海外からの資金流入が流出に一転する可能性が急速に浮上した点で、18年は特徴的な1年であったとすることができる(図表1)。

一方、欧州でも、18年は不透明感が大幅に強まった1年となった。フランスの選挙を経て広く政治の安定化への期待が高まり、経済情勢も年末にかけ堅調さを増した17年に対して、18年には循環的な景気減速の可能性のほか、米国を軸とした国際間の緊張、イタリアの政治不安、英国の欧州連合(EU)からの離脱を巡る混乱懸念など様々な材料が浮上し、実体



(資料) 図表1はIIFの、図表2はIMFの、各データから農中総研作成

(注) 図表2は、各期間中の各年の、自国のGDP成長率(年率)と、自国を除く世界経済のGDP成長率(年率)の間の相関係数。PPP、名目ベース。

経済も成長の頭を打たれることになった。

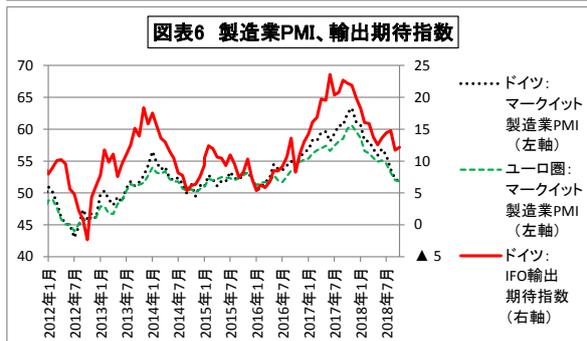
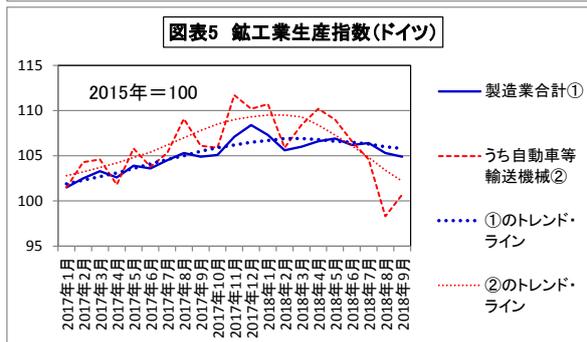
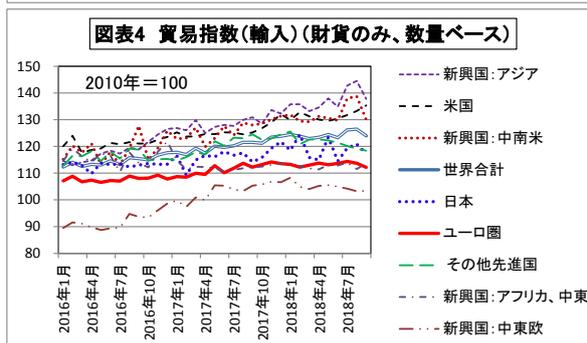
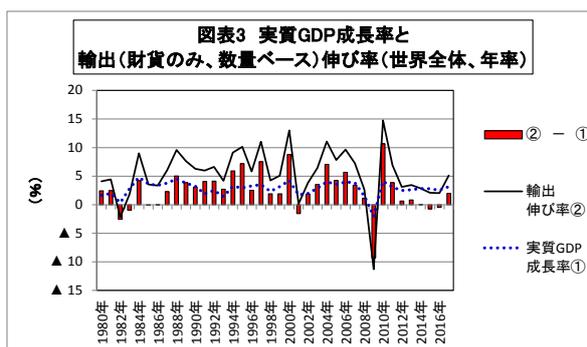
このように世界経済は複雑さを一層増している。そして同時に欧州では、ドイツなどの主要国で世界の経済情勢との間の相関の度合いを強めてもいる(図表2)。こうしたなか、19年のユーロ圏経済はどのような方向に向かうのだろうか。輸出への成長の依存度が大きいユーロ圏としては、まず何よりも世界の貿易動向に注目する必要があるように考えられる。

## 世界貿易の縮小に伴う成長の減速

米中間などの貿易摩擦や、これに伴う、また債務問題も絡んだ新興国の成長鈍化の可能性を受けて、貿易の縮小が世界の経済成長の懸念点として浮上している。しかし実のところ、こうした懸念は足元で新たに生じたものではない。金融危機後に世界貿易の回復は鈍く、欧州経済は既に数年にわたり、困難な環境の下に置かれているのが実態である(図表3)(注1)。

最近では、これに新興国懸念が加わったわけである。実際に世界では18年半ばを境にアジアや中南米の新興国を中心に輸入の大幅な落ち込みが現れているが、むしろ、堅調な輸入動向を示すのは米国のみであり、広範な世界貿易の停滞の兆しさえ窺える姿となっている(図表4)。このような中で注目を集めたのが、18年7~9月期に前期比▲0.2%と、15年1~3月期以来のマイナス成長となったドイツの実質GDP成長率である。その主因は自動車輸出の減速であり、これは9月にEUで導入された新たな燃費試験に対する、一部のメーカーの対応遅延によるものとされている(図表5)(注2)。このため特殊要因による一時的な減速の性格が強く、ドイツ経済の低迷が今後も長引く可能性は大きくはないものと考えられる。

しかしその一方で、世界貿易を取り巻く環境の厳しさには変わりはない。今後、世界貿易が回復に向かうためには、第一に米中間などで交渉が順調に進展し貿易摩擦が収束すること、第二には米国の政策金利の引上げが早期に打ち止めとなり、米ドル高も一服すること、が主要な前提となる。また、低位で安定推移する原油価格なども、多くの新興国の持続的な経済成長のためには望ましい条件である。



(資料) 図表3はIMFの、図表4はCPB(オランダ経済政策分析局)の、図表5はStatistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)の、図表6はBloomberg(原データはIHS Markit社)およびIFOの、各データから農中総研作成

このうち第一の貿易摩擦からして、決して楽観できるものではない。欧州では製造業などの景況感の悪化が続いているが、これは経済主体の根強い警戒感が反映した結果と捉えられる(図表6)(注3)。

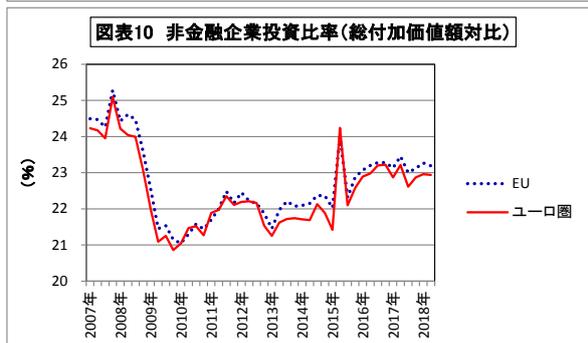
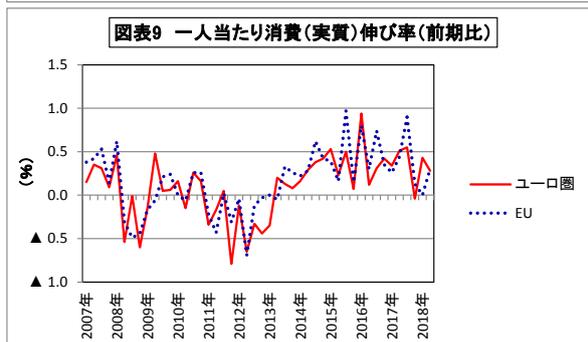
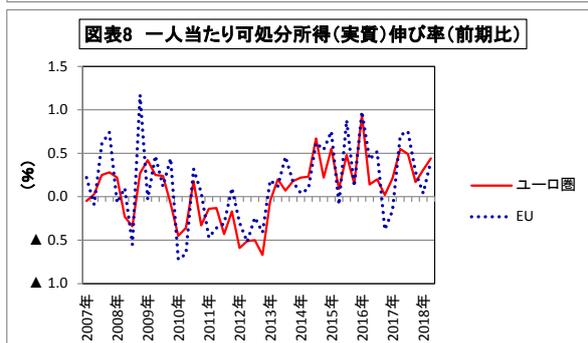
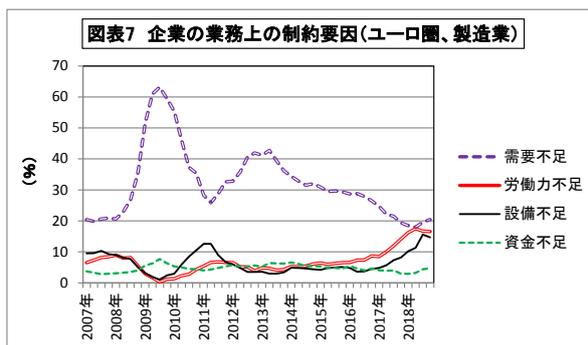
## 個人消費による成長の下支え

このように19年には、貿易摩擦などに伴う世界貿易の縮小が、ユーロ圏の成長の減速要因となる可能性が小さくはない。では、この一方で、その負の作用の軽減効果が見込める材料はあるのだろうか。

まず挙げられるのは、個人消費である。ユーロ圏では近年、雇用市場の引き締まりが見られている。欧州委員会による調査では、業務上の制約要因として、従来圧倒的な大きさを占めていた需要不足が後退する一方で、労働力不足が台頭してきている（図表7）。財政危機を経て長く内需の抑制を余儀なくされたユーロ圏では、この需要側から供給側への制約要因の変化は、危機の影響からの真の離脱を意味するものとして注目されるものである。そしてこの労働力不足は、賃金上昇を通じ、今後、家計消費が拡大することへの期待を強める根拠となっている。

ユーロ圏では、これまでも、緩やかながらも継続した失業率の低下や、14年以降に大幅に低下した原油価格を背景に、個人消費が成長回復の主要な要因のひとつとして働いてきた。その後は減速感も生じているが、可処分所得や消費の伸び率を見れば、概ね底堅い動きをたどっている（図表8、9）。これに対し、一方の柱である企業投資については、現在でも業務拡大や技術開発などの前向きな投資には停滞感が残るうえ、業務環境を巡る不透明感により、今後はさらに手控え感が強まる可能性がある（図表10）。このため一層、労働市場の引き締まりが果たす、個人消費による息長い景気下支え効果への期待が大きいということになる。

こうして19年にユーロ圏では、世界貿易の縮小を主因にして、個人消費の拡大



(資料) 図表7～10はEurostatのデータから農中総研作成

に支えられつつも、全体としては成長が減速する推移が見込まれる。年間の実質GDP成長率は2.0%程度とみられる18年に対し1%台半ばまで低下し、潜在成長率は依然上回るものの反発力の弱さが感じられる動きとなることが考えられる。

## おわりに

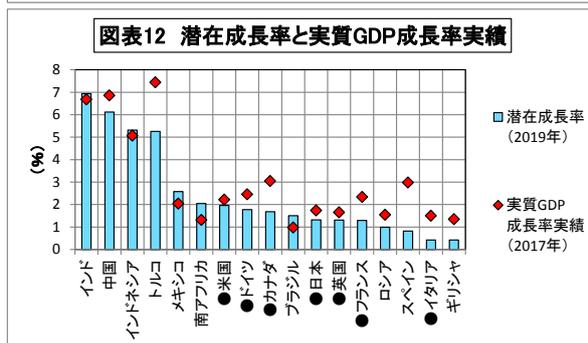
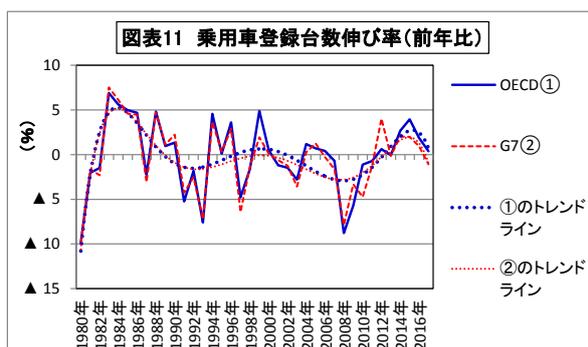
他にも、ユーロ圏経済の重荷となり得る材料が存在している。それはまず、新興国に限らず世界経済全体の成長エンジンの息切れの兆候である。耐久財の消費動向などからすれば、循環的には世界経済は既に景気の山を越えた可能性がある

(図表 11)。また、世界の多くの国々では失業率の低下が進んでおり、今後は潜在成長率に向けて、広く成長率に下方圧力が働く動きが考えられる (図表 12)。

一方、ユーロ圏内部の材料としては、政治情勢を巡る懸念の強まりがある。イタリアばかりかドイツやフランスなどでも不安定化の動きが生じており、19 年 5 月の欧州議会選挙では中道勢力の一層の退潮が見込まれている。これらは、今後の要人人事や先行きの不透明感による企業投資の手控えなどを通じ、実体経済に様々な影響を及ぼす可能性がある<sup>(注4)</sup>。

以上の減速シナリオに対して、さらにダウンサイドリスクを想定する必要があるものとみられる。まずは米中間の貿易摩擦の激化を通じた中国経済の大幅減速と、それに伴う世界経済全体の縮小である。このほか英国の EU 離脱の影響の拡大や、イタリア情勢を巡る市場波乱を挙げることができる。また原油価格についても、不安定な諸環境の下で、上下いずれの方向にも大幅に変動する可能性がある。

このように世界経済はこれまでの調和の取れた安定的な成長路線を外れ始めている。そして世界の中に置かれたユーロ圏としては、19 年には全体としてリスクは下方に傾き、成長が減速するほか、市場ではスプレッドの拡大やボラティリティの高まりに晒される局面がさらに増加するものと見込まれる。(18. 12. 18 現在)



(資料) 図表 11 は OECD の、図表 12 は OECD および IMF の、各データから農中総研作成

(注) 図表 12 で、●は G7 を構成する国々を示す。

(注1) 金融危機以降の世界貿易の回復の鈍さの要因としては、様々な仮説が提示されている。例えば、中国を中心とした新興国経済の成長鈍化、生産コストの新興国での上昇とロボット化などによる先進国での低下による製造業の先進国への回帰、製造業の縮小とサービス業の拡大という産業構造の変化、デジタル化の進展に伴う書籍や CD などの貿易の縮小、米国の原油輸入の減少、ロシアなどに対する経済制裁の影響、などである。

(注2) 「乗用車等の国際調和排出ガス・燃費試験法」(Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP)。各国で異なっていた試験方法を統一し、複数国での認証に必要なデータを一度の試験で簡便に取得することを目的とするもの。15年にディーゼル車の排ガス不正問題が発覚したドイツの自動車メーカーでは、その後、ソフトウェアの変更やリコール対応などに追われ、新たな法令に則った試験態勢の整備に遅れが生じたとされている。

(注3) PMI は、50を上回れば経済情勢の拡大を、50を下回ればその縮小を示している。一方、輸出期待指数(IFOが約2,300社のドイツの製造業企業を対象に月次で実施する調査を基に算出)は、今後3ヶ月間に輸出が「増加する」、「変わらない」、「減少する」との各社の見通しを踏まえ、「増加する」の割合から「減少する」の割合を差し引いたものである。

(注4) 今後の主要な人事としては、ドラギ ECB 総裁やユンケル欧州委員会委員長(ともに任期は19年10月末)、トゥスク欧州理事会議長(EU大統領)(同19年11月末)などの後任人事がある。