

第4節 ヨーロッパ経済

本節では、ヨーロッパ経済の最近の動向を振り返るとともに、英国のEU離脱が英国経済に与える影響やイタリアの19年度予算案をめぐる動き等、ヨーロッパ経済にとって重大な政策不確実性をもたらしている事象を取り上げて概観¹した上で、今後の見通しとリスク要因を整理する。

1. ユーロ圏と英国の経済動向

(1) ユーロ圏経済の動向

ユーロ圏経済は、EUにおける乗用車等の国際調和排出ガス・燃費試験法（WLTP）²導入等の一時的要因により、18年後半以降、ドイツの景気が足踏み状態となるなど一部に弱さがみられるものの、引き続き緩やかに回復している。個人消費や設備投資といった内需については、緩やかに増加を続ける一方、17年の景気をけん引していた輸出は、外需の伸びの鈍化により、18年後半以降はおおむね横ばいとなっている。先行きについては、基調としては緩やかな回復傾向で推移することが期待されるが、通商問題の動向が世界経済に与える影響や、英国のEU離脱問題やイタリアの財政問題等、政策に関する不確実性の影響等によっては景気が下振れするリスクがある。

(一部に弱さがみられるものの、緩やかな回復が続く)

ユーロ圏の実質経済成長率は、7～9月期は前期比年率0.6%、10～12月期同0.8%となり、13年4～6月期以降18年10～12月期までで23四半期連続のプラス成長となるなど、全体としては緩やかな回復が続いている。個人消費が雇用の増加及び賃金上昇等による所得環境の改善を背景に緩やかに増加を続けているほか、設備投資も高稼働率と緩和的な資金調達環境の下で緩やかに増加するなど、内需がユーロ圏の景気回復を支えている。一方で、外需の伸びが鈍化したことから、ドイツにおけるWLTPへの対応の遅れ等の特殊要因も加わって輸出がおおむね横ばいで推移していることを受け、18年後半以降、景気回復のペースは徐々に鈍化している（第2-4-1図）。

主要国別にみると、18年後半はいずれの国においても景気回復ペースは鈍化しているものの、その度合いにはばらつきがみられる（第2-4-2図）。これまでユーロ圏全体

¹ 詳細については付論1．英国のEU離脱問題をめぐる動き 及び付論2．イタリアの財政問題をめぐる動き を参照。

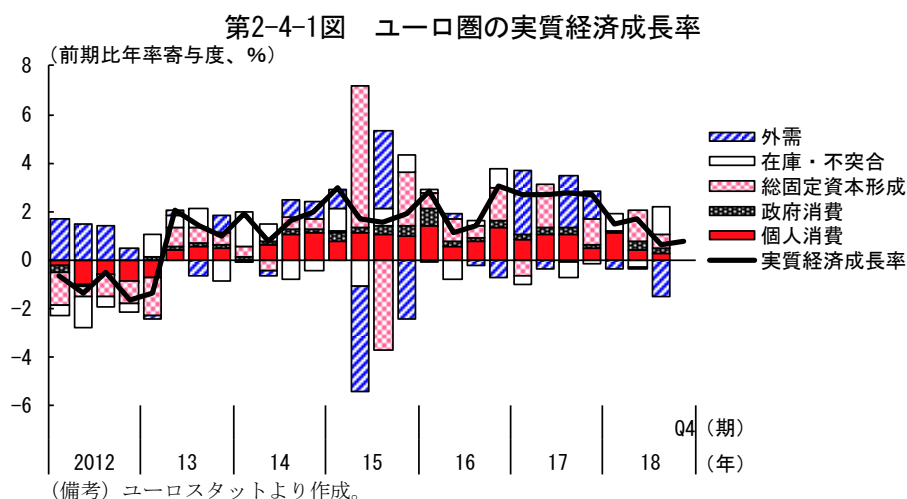
² コラム2－3 乗用車の新排出ガス・燃費試験法（WLTP）の全面施行による経済への影響 を参照。

の景気をけん引してきたドイツの景気が足踏み状態となったことに加え、イタリアの景気は弱含んでいる。一方で、フランス及びスペインの景気は緩やかな回復が続き、ユーロ圏経済を下支えした。

ドイツでは、18年9月のWLTPの導入に伴う対応の遅れによる影響の長期化等により、7～9月期の実質経済成長率は前期比年率－0.8%と14四半期ぶりのマイナス成長となった後、10～12月期も同0.1%の低成長となった。

イタリアでは、労働生産性の伸びの低迷に伴う潜在成長率の低下³といった構造的要因に加え、19年度予算案をめぐる政治的・政策的不確実性の高まりが財政リスクプレミアムの上昇をもたらした（後掲第2-4-53図）、景気を下押ししている。国債金利の上昇は銀行の自己資本比率低下を通じて貸出金利の上昇を招いていることから、企業の資金調達環境は悪化している。企業の景況感の悪化や雇用情勢の改善の遅れも手伝って、投資及び消費が共に減少し、実質経済成長率は7～9月期同－0.5%、10～12月期同－0.9%と2四半期連続でマイナス成長となり（後掲第2-4-56図）、景気後退入りしたとみられる。

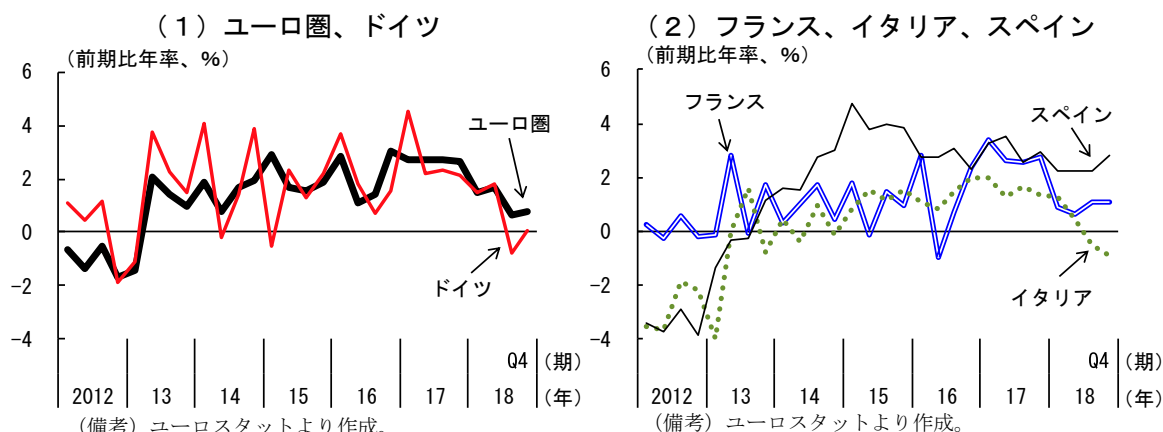
他方、フランスの実質経済成長率は、18年前半の悪天候やストライキ等による低成長から若干持ち直し、7～9月期は同1.1%、10～12月期も「黄色いベスト運動」の影響によりサービス業を中心に内需が弱含んだものの、輸出が特殊要因⁴により大幅に増加したため同1.1%となった。スペインも雇用情勢及び賃金の改善が継続する中、堅調な消費に支えられて7～9月期同2.2%、10～12月期同2.8%となり、ユーロ圏の景気回復を下支えした。



³ 欧州委員会の秋季見通し（18年11月）によると、ユーロ圏の潜在成長率は18年、19年共に1.6%とされているところ、イタリアは欧州内でもギリシャに次いで低い18年0.5%、19年も0.6%とされている。

⁴ 航空機及び海軍装備品の輸出が急増したことによる。

第2-4-2図 ユーロ圏主要国の実質経済成長率



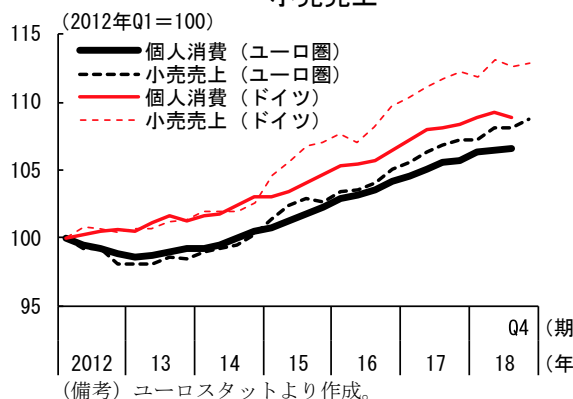
(雇用情勢の改善等から個人消費は緩やかながら増加)

ユーロ圏の個人消費は緩やかながら増加している。18年後半に入り、消費の増加ペースは鈍化しつつあるものの、引き続き景気の回復をけん引した(第2-4-3図)⁵。これは、雇用情勢の改善が続いていることを受け、賃金上昇率が16年半ば以降2%前後で安定的に推移し、家計の所得環境が改善していることが大きく寄与したとみられる(第2-4-4図)。また、消費者信頼感指数をみると、18年後半に入り低下傾向にはあるものの、引き続き欧州政府債務危機後の回復トレンド上にある(第2-4-5図)。こうしたことから、個人消費は引き続きユーロ圏の緩やかな回復を支えていくことが期待される。ただし、18年に入ってからドイツを筆頭に、将来のリスクに備えて家計貯蓄率が上昇傾向にあることから(第2-4-6図)、19年は所得環境の改善度合いほどには消費が伸びない可能性もある。

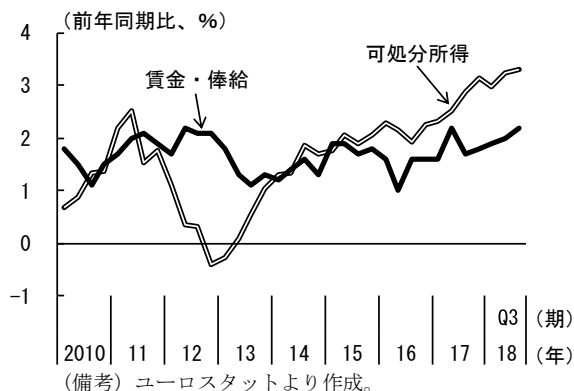
⁵ 18年9月に欧州において乗用車の新排出ガス・燃費試験法が全面施行されて以来、各国で新規乗用車登録台数がマイナス成長を続けており、18年後半の個人消費の伸びの鈍化の一因となった可能性もある。新排出ガス・燃費試験法の全面施行が新規乗用車登録台数に与えた影響については、コラム2-3 乗用車の新排出ガス・燃費試験法(WLTP)の全面施行による経済への影響を参照。

第2-4-3図 ユーロ圏の個人消費

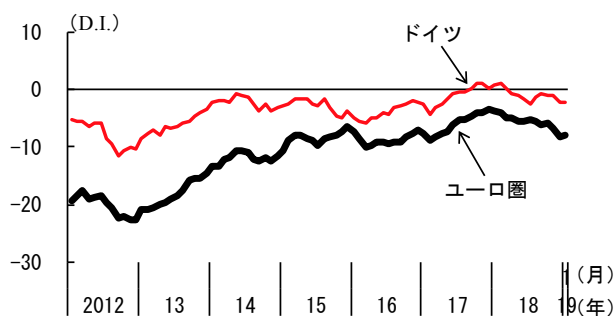
・小売売上



第2-4-4図 ユーロ圏の賃金・可処分所得

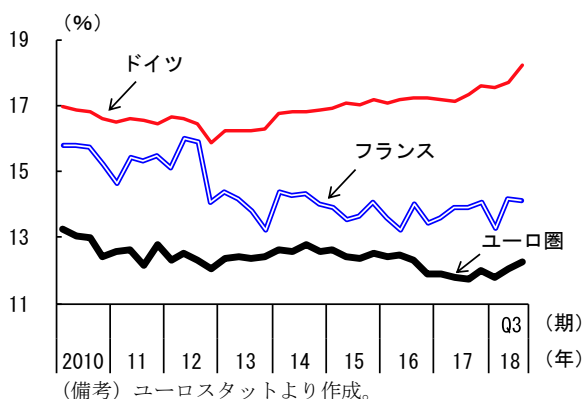


第2-4-5図 ユーロ圏、ドイツの消費者信頼感指数

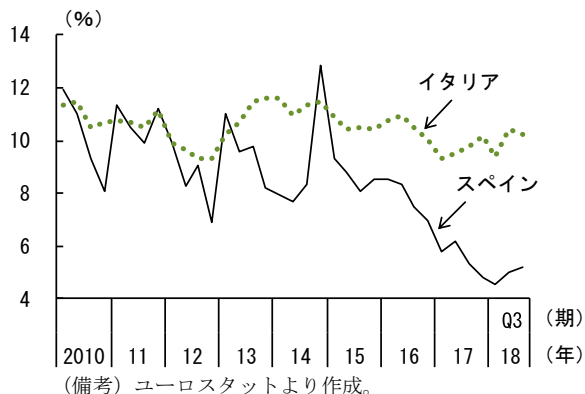


第2-4-6図 ユーロ圏主要国の家計貯蓄率

(1) ユーロ圏、ドイツ、フランス



(2) イタリア、スペイン

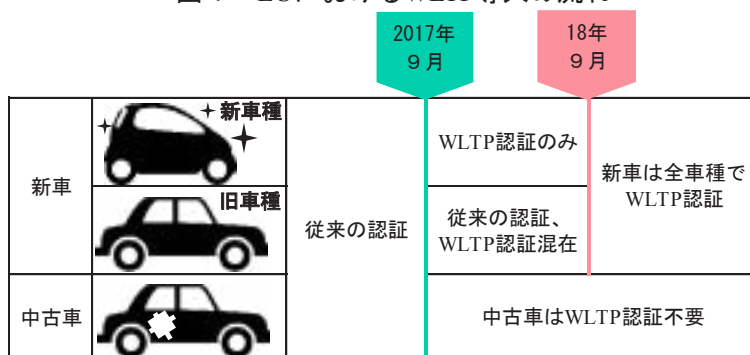


コラム 2－3：乗用車の新排出ガス・燃費試験法（WLTP）の全面施行による経済への影響

ユーロ圏の18年後半の実質経済成長率は年前半に比べ大きく鈍化した。この要因の一つとして、EUにおける乗用車^{（注1）}等の国際調和排出ガス・燃費試験法（WLTP：Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedure）^{（注2）}の導入に伴う自動車業界の混乱が挙げられる。

WLTPは、従来各国・地域が独自に設定していた排出ガス・燃費試験法を統一し、より実走行に近い条件で二酸化炭素排出量や燃費を測定することを目的としたものであり、14年3月の国際連合自動車基準調和世界フォーラムにおいて、その世界統一技術規則が採択された。EUでは、従来の独自の試験法（新欧州ドライビング・サイクル）に代えて、17年9月に乗用車及び一部の小型商用車の新車種を対象として一部施行を開始、1年間の移行期間を経て、18年9月以降は新規登録される新旧全ての車種を対象とする全面施行に移行した（図1）。WLTPによる測定値は従来法と比べて、二酸化炭素排出量が1.1～1.4倍高く、また燃料消費も平均して10～20%程度高く出ると報告されており^{（注3）}、認証のハードルを事実上高めたとされる。

図1 EUにおけるWLTP導入の流れ



（備考）欧州自動車工業会より作成。

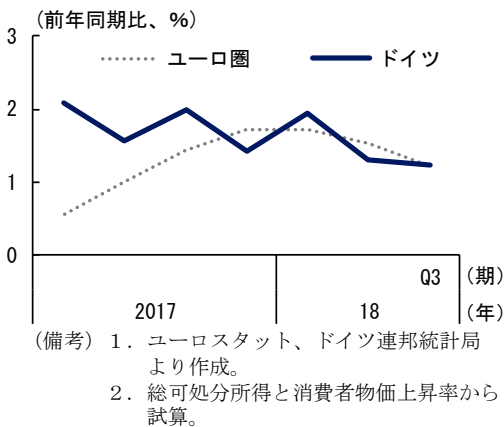
1. 消費への影響

WLTPに基づく認証を取得できない車は18年9月1日以降新車として販売できなくなることから、WLTPの全面施行を控えた7～8月にかけて、在庫一掃のための大幅な値引きが行われた。この結果、可処分所得や高額商品購買意欲が特段高まっていなかったにもかかわらず（図2）、新規乗用車登録台数は一時的に大きく増加した（図3）。実際に消費者が購入しただけでなく、新古車として9月以降も合法的に販売することを目的としたディーラー店による新規乗用車登録も急増したと言われている。

(注4)。ユーロ圏の新規乗用車登録台数の約3割を占めるドイツでは、7～8月の新規乗用車登録台数は、それぞれ前年同月比12.3%、同24.7%と急増した後、9月に同-30.5%と急減した。9月の急減は、7～8月の大幅な値引きによる需要の先食い及び新古車が安価に大量に市場に出回ることによる新車需要の代替といった需要側の要因に加え(注5)、WLTPの認証が乗用車生産に追い付かないという供給側の制約もあったとみられる。ユーロ圏、ドイツの新規乗用車登録台数は、19年1月にはユーロ圏同-5.5%、ドイツ同-1.4%と改善したものの、依然マイナス圏内で推移している。

図2 ユーロ圏、ドイツの所得環境と購買意欲

(1) ユーロ圏、ドイツの実質可処分所得



(2) ユーロ圏、ドイツの高額商品購買意欲

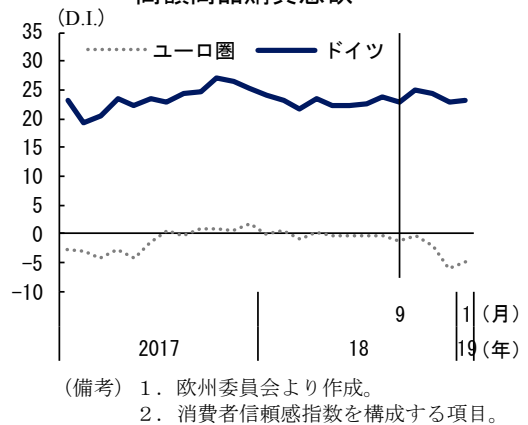
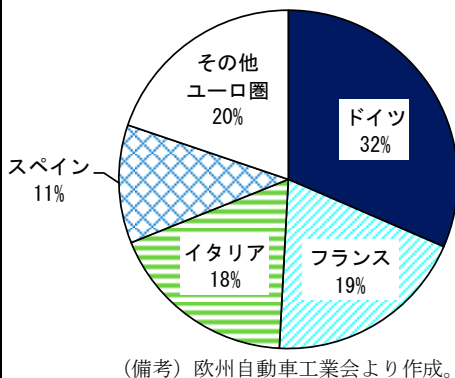
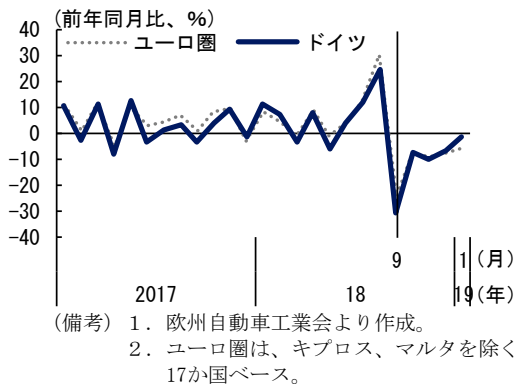


図3 新規乗用車登録台数

(1) ユーロ圏における新規乗用車登録台数のシェア (2017年)



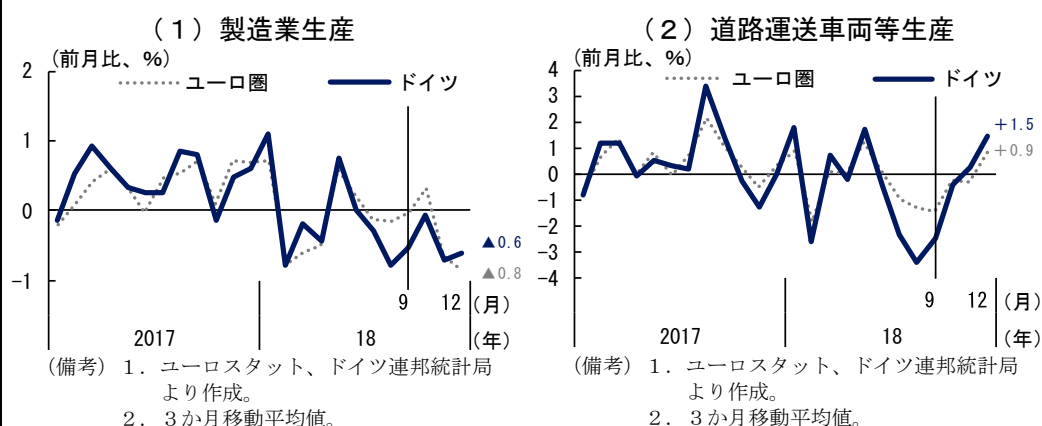
(2) ユーロ圏、ドイツの新規乗用車登録台数



2. 製造業生産・輸出への影響

WLTPの施行は、製造業生産にも大きな影響を及ぼした。特に、ドイツの自動車大手メーカーの中にはWLTPへの対応が遅れ、8月から9月後半にかけて生産ラインの一部休止や稼働日調整等を余儀なくされたところもあり^(注6)、ドイツの乗用車生産台数は前年同月比で8月-31.4%、9月-23.1%と大幅に減少した^(注7)。ドイツでは、道路運送車両等の生産が製造業生産の18%（15年）を占めており、道路運送車両等の生産の低迷はドイツの製造業生産全体の低迷につながるとともに、ユーロ圏全体でも同様の動きがみられることとなった（図4）^(注8)。

図4 ユーロ圏、ドイツの生産



こうした製造業生産の低迷は、ドイツの財輸出の減少としても表れた（図5）。ドイツの財輸出金額の18%（17年）を占める道路運送車両等の輸出の減少は財輸出全体の減少をもたらし、18年7～9月期の実質経済成長率がマイナスに転ずる主要因ともなった（図6）。

図5 ドイツの財輸出

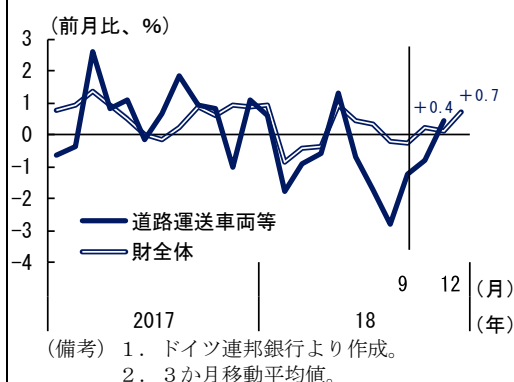
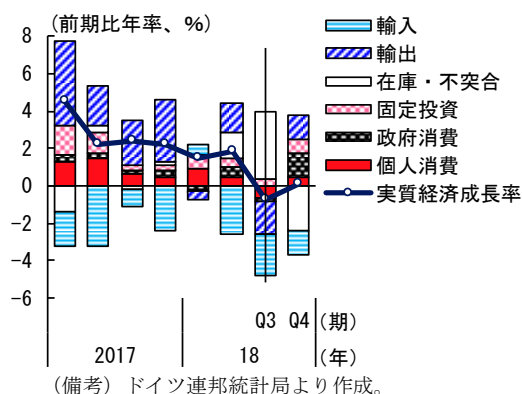
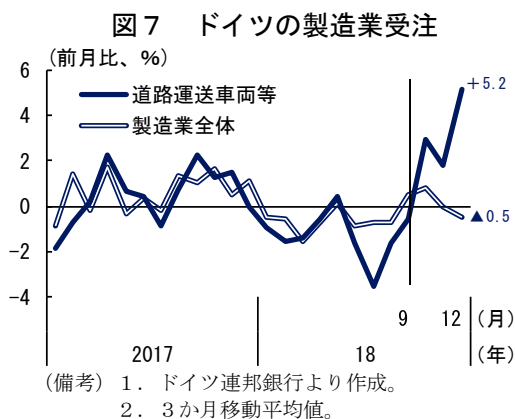


図6 ドイツの実質経済成長率



以上でみた通り、WLTPの全面施行は、18年半ば以降のドイツの製造業生産や輸出に大きな影響を与えた。その影響が当初の見込みよりも長引いたことから、19年のドイツ政府による実質経済成長率の見通しも18年秋以降断続的に下方改定され^(注9)、19年の見通しも19年1月時点で1%とするなど、潜在成長率を大きく下回る見込みとなっている。ドイツ経済の弱さを受けて、OECDによるユーロ圏の19年経済見通し（19年3月時点）も、潜在成長率を大幅に下回る0.7%とされている。ドイツの生産や受注をみると、道路運送車両等では18年末以降ようやくWLTPの影響からの回復の兆しもみられ始めているものの（前掲図4、図7）、全体としては弱い動きが続いている。



(注1) WLTPの対象となる軽車両 (Light vehicle) は、乗用車と小型商用車 (車体総重量3,500kg以下の商用車) を合わせたもので、EUにおける自動車生産台数 (17年) のうち97.4% (うち乗用車86.6%、小型商用車10.8%) を占めている。

(注2) EUではWLTPの段階的な導入を図っており、乗用車とクラスIの小型商用車 (車体の参考重量が1,305kg以下) については、新車種は17年9月以降、全車種は18年9月以降WLTP認証に一本化、クラスII (車体の参考重量が1,305kg超、1,760kg以下) 及びクラスIII (同1,760kg超、3,500kg以下) の小型商用車については、新車種は18年9月以降、全車種は19年9月以降WLTP認証に一本化としている。日本においても新車種の乗用車は18年10月より導入されており、全車種は20年9月より導入予定である (18年時点で米国や中国では未導入)。またEUでは、WLTPが全面施行される18年9月から、実路走行排気 (RDE: Real Driving Emissions) 試験も全車種に対し適用となった。WLTPは二酸化炭素排出量や燃費に対するラバ試験であるが、RDEは窒素酸化物や粒子状物質数に対する実路走行試験である。

(注3) 二酸化炭素排出量については、欧州委員会 (17年)、燃料消費については、国際連合欧州経済委員会 (17年) による。

(注4) 18年9月のWLTP全面施行直前に、在庫車にナンバープレートを付けて新古車とすることで、WLTP認証

を受けない中古車市場で販売することを目的としたもの。ヨーロッパ最大手の自動車専門の市場調査・コンサルティング会社であるAutovistaによると、新車登録台数のうち、実際に消費者に販売された台数とディーラー店が新古車とすることを目的として駆込みで登録した台数の内訳は不明ではあるものの、相当な台数がディーラー店による登録ではないかとしている。

(注5) ドイツの18年10月の中古車登録台数は前年同月比8.7%と8～9月の減少から一転し、16年8月の同9.1%以来の高い伸びとなった。

(注6) WLTPは従来の認証法に比べ、走行距離や走行時間が長く設定されており、またオプション装備も含め各車両の仕様も考慮に入れて測定する必要があるため、検査実施により多くの工数（作業量）がかかる。一部大手自動車メーカーでは、15年9月以降相次いで発覚したディーゼル車排出ガス不正問題への対応に迫われ、試験装置や検査員の不足により検査が滞っており、検査待ちの車両の保管台数を抑制するために生産調整をしていることなどが報告されている。

(注7) ドイツ自動車工業会(VDA)による。

(注8) ドイツはユーロ圏の製造業生産(15年)の33%を占める。なお、ユーロ圏の乗用車生産台数(17年)に占めるドイツのシェアは約46%と試算される(欧州自動車工業会の生産台数統計でデータが未公表とされるクロアチア、デンマークの生産台数を仮に0として算出)。

(注9) 18年9月27日にドイツの5大経済研究所が公表した成長見通しにおいては、WLTPによるマクロ経済への負の影響はあるものの、10～12月期には大きく持ち直すとされていた。ドイツ連邦経済エネルギー省の秋季経済見通し(18年10月)では、「WLTPの導入が車両認証手続の遅延につながり、生産と輸出へ一時的なマイナスの影響を与えた」と指摘するとともに18年の成長率見通しを4月予測の2.3%から1.8%に引き下げた。その後12月には更に1.5～1.6%に引き下げた。

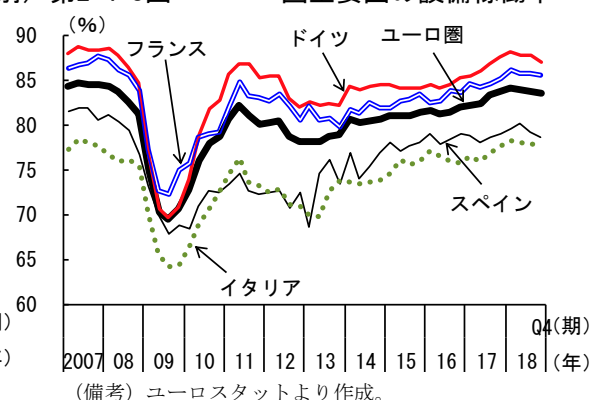
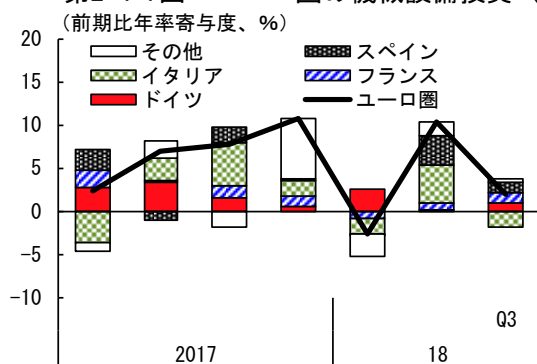
（機械設備投資は緩やかに増加）

ユーロ圏の機械設備投資は、高稼働率や労働市場のひっ迫、緩和的な金融政策等を背景に、17年末に世界金融危機直前の水準に回復し、18年以降は緩やかに増加している。主要国別にみると、18年7～9月期は企業の資金調達環境が著しく悪化したイタリアを除き、ドイツ、フランス、スペインでは、増加ペースを落としつつも景気回復を個人消費と共に支えた（第2-4-7図）。

設備稼働率をみると、生産の持ち直しに伴い、17年後半に急速に上昇し、18年に入ってから世界金融危機発生前に匹敵する高水準でおおむね横ばいとなっている（第2-4-8図）。特にドイツでは、設備不足を生産の制約要因⁶として指摘する企業の割合が増加していることから、企業の生産能力増強投資に対する需要は当面高い状況が続くと見込まれる。

ユーロ圏の設備投資計画をみても、18年は17年と比較して総じて高い伸びとなっている（第2-4-9図）。緩和的な金融政策の下で金融機関の貸出条件も緩和的な状況が続いていることから（第2-4-10図）、機械設備投資は引き続きユーロ圏の景気の回復を消費と共に支えていくことが見込まれる。

第2-4-7図 ユーロ圏の機械設備投資（国別） 第2-4-8図 ユーロ圏主要国の設備稼働率



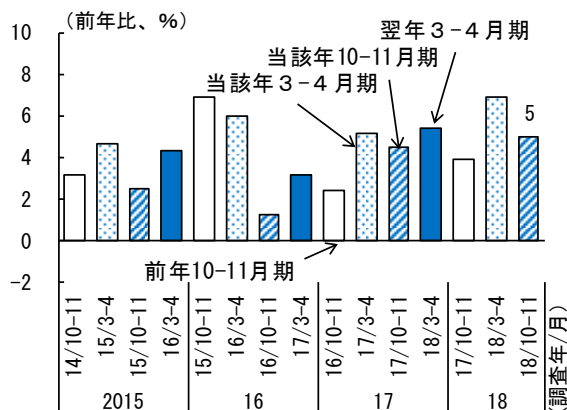
ただし、18年半ば以降、(1)世界的な貿易の伸びが急速に鈍化していること、(2)実体経済においても輸出及び生産がそれまでの持ち直しからおおむね横ばいの動きに転じていること、そうした中で(3)政治的・政策的不確実性の高まり等もあって企業の景況感が急速に悪化⁷していること、更には(4)資金調達環境が今後従前よりも幾分厳格になる

⁶ コラム2-4 ドイツにおける供給制約 を参照。

⁷ 製造業購買担当者景気指数（PMI）受注指数は50を超えると前月と比較して増加、50を割ると減少を表す。10月にはユーロ圏、ドイツ、イタリアが50を割り、その後も50を下回った状況が続いている。

こと見込まれる⁸ことから、19年の設備投資の増加ペースは18年よりも鈍化する可能性がある。

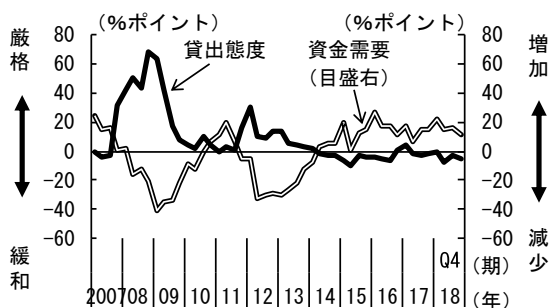
第2-4-9図 ユーロ圏の機械設備投資計画



(備考) 1. 欧州委員会“Investment Survey”より作成。
2. 機械設備投資計画サーベイは年2回実施。
3-4月調査では調査年及び前年、
10-11月調査では調査年及び翌年の
設備投資の伸び率(前年比)を調査。
調査対象は約5,500社。

第2-4-10図 ユーロ圏の貸出態度

・資金需要



(備考) 1. ECBより作成。
2. 直近の調査時期は、2018年12月7～28日。
対象は147行(回答率100%)。

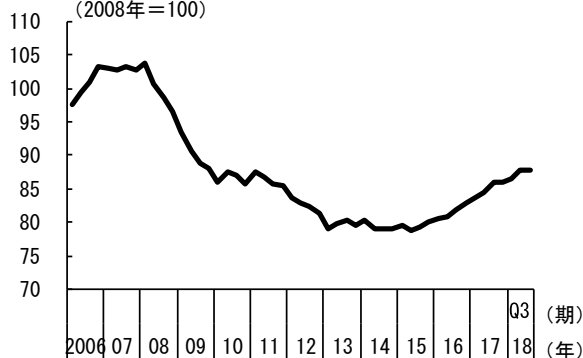
建設投資(非住宅及び住宅)⁹は、世界金融危機前の水準を依然下回っているものの(第2-4-11図)、景気の緩やかな回復や緩和的な金融政策にも支えられて回復が続いている。ただし、7～9月期については、高い伸びとなった前期からの反動もあり非住宅投資がマイナスとなったため横ばいとなったが、資金調達環境が悪化したイタリアを除く主要3か国では、引き続き回復している(第2-4-12図)。更に建設業の景況感及び建設受注をみると、世界金融危機直前の水準に回復しつつあり、欧州中央銀行(ECB)が極めて緩和的な金融政策スタンスを当面維持するとしている中、建設投資は基調としては緩やかな回復が続くと見込まれる(第2-4-13図)。なお、住宅投資については、18年に入って以降は前期比年率3%台で推移しており、緩やかな回復が続いている。住宅価格はドイツを中心に上昇が続いていることから、住宅投資の回復は19年も続くことが見込まれる(第2-4-14図)。

⁸ Economic Bulletin (ECB 19年2月)を参照。

⁹ ユーロ圏の総固定資本形成(17年)に占める機械設備投資及び建設投資の割合は各々32.2%、47.7%(住宅投資のみでは25%)となっている。

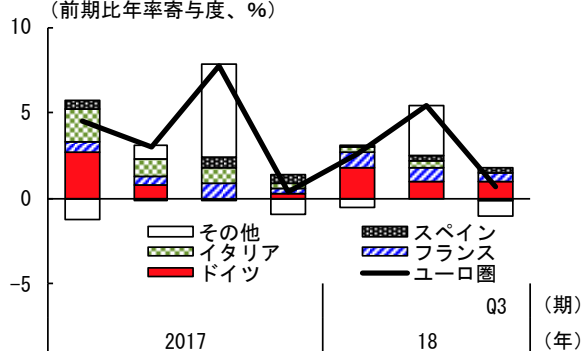
第2-4-11図 ユーロ圏の建設投資（長期）

（2008年=100）



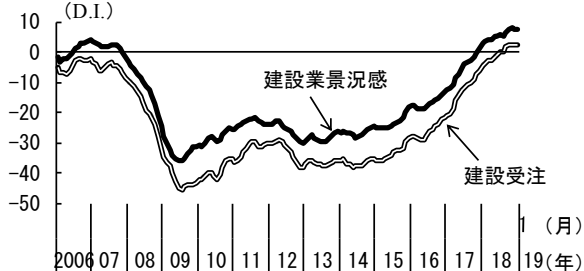
第2-4-12図 ユーロ圏の建設投資（国別）

（前期比年率寄与度、%）



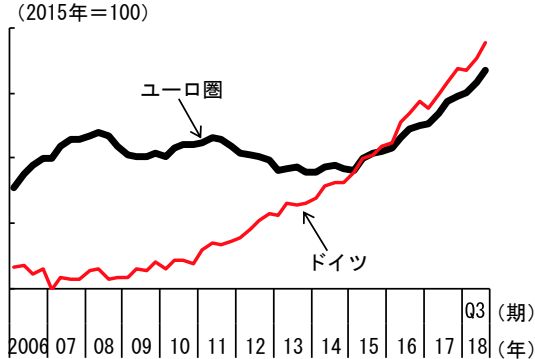
第2-4-13図 ユーロ圏の建設業景況感

（D.I.）



第2-4-14図 ユーロ圏、ドイツの住宅価格

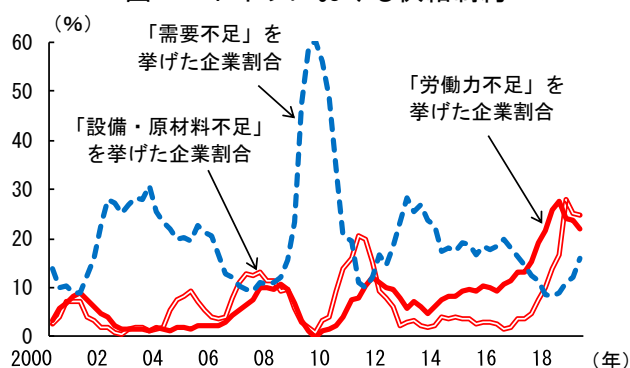
（2015年=100）



コラム２－４：ドイツにおける供給制約

ドイツでは17年後半以降、経済成長の制約要因として、需要不足よりも供給面における労働力や設備・原材料の不足を挙げる企業の割合が急速に高まっている。18年7～9月期にマイナス成長となった後、10～12月期もおおむね横ばいにとどまったにもかかわらず、供給面の不足を挙げる企業の割合は、需要不足を挙げる企業割合を依然大きく上回っている（図１）。このような供給制約の存在は、16年以降潜在成長率を上回る成長率で回復してきたドイツ経済、ひいてはユーロ圏経済の足かせとなっているとの指摘がある。

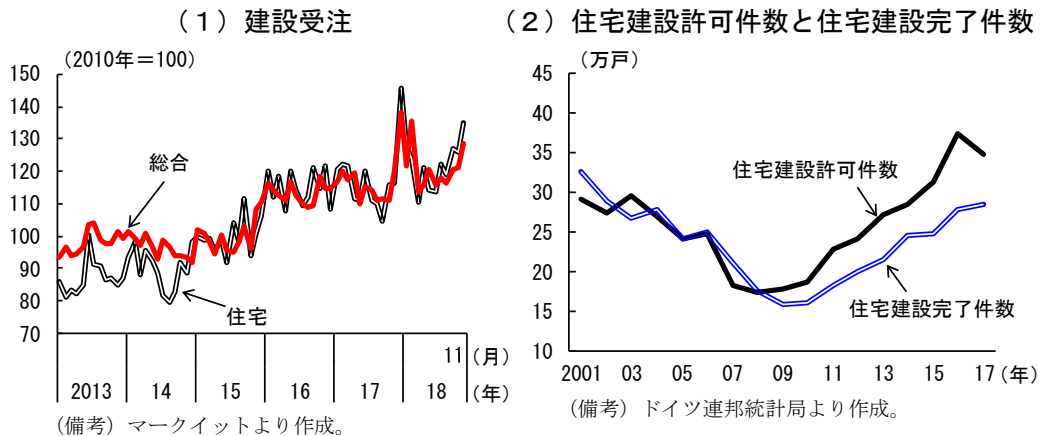
図１ ドイツにおける供給制約



(備考) 1. 欧州委員会より作成。
2. 景況感指数の四半期調査（製造業）において、「現在、生産を制約している主な要因は何か。」との問いに対する回答（複数回答可）。他の選択肢は、「需要不足」、「金融の制約」、「その他」及び「特になし」。

供給制約に直面している産業としては建設業と製造業が挙げられる。建設業については、欧州中央銀行（ECB）による大規模な金融緩和政策が続いていることや、15年に移民が大幅に増加したことから、住宅需要が拡大し建設受注が急増していることを背景に、建設現場での人手不足等の供給制約が深刻化していることが指摘されている（注１）（図２（１））。そこでドイツの住宅建設許可件数と住宅建設完了件数をみると、両件数ともに世界金融危機以降増加に転じているが、15年頃から両件数の差が拡大している（図２（２））。これは、例えば、必要な技能を有する労働者や建設資材の確保が追い付かないといった理由により、住宅需要の急増に対して住宅建設の完了が遅延している可能性が考えられる。

図2 住宅市場の動向

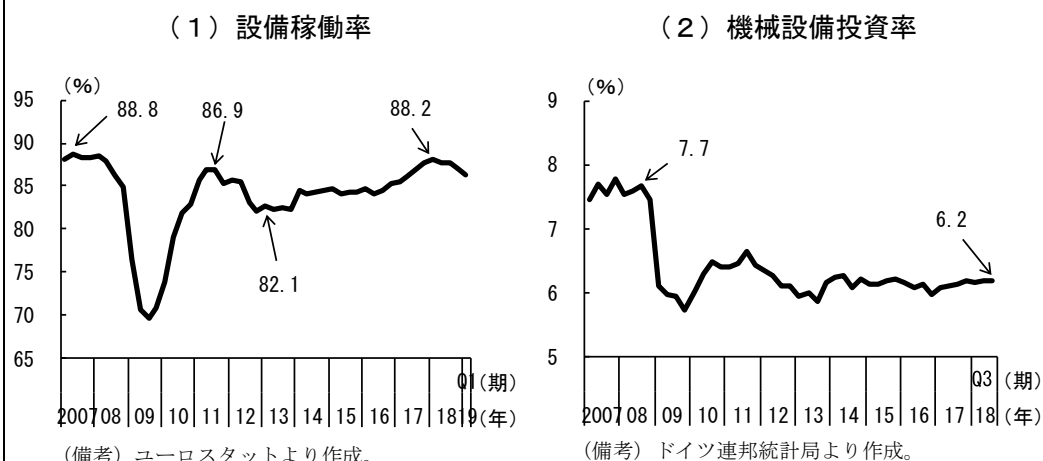


次に、製造業における供給制約の状況について、資本と労働の2つの生産要素の側面からみていく。

1. 資本

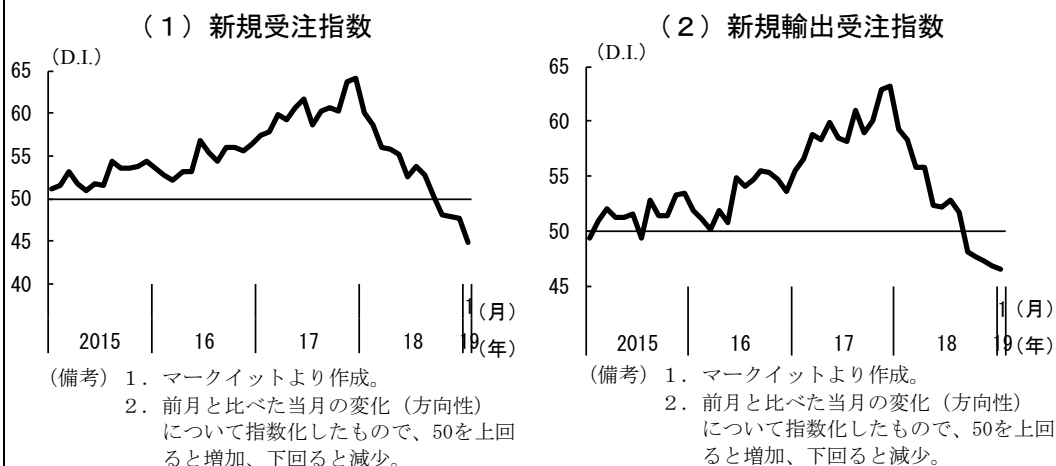
製造業における既存設備の稼働状況を設備稼働率で確認すると、08年の世界金融危機の際大きく低下した後、一旦86.9%まで持ち直している。その後は、欧州政府債務危機等により82.1%に低下した後、14年より84%台でおおむね横ばいで推移していたが、16年末以降再度上昇に転じ、18年1～3月期には88.2%と、金融危機直前の最高値である07年の4～6月期の88.8%に迫る値となった（図3（1））。一方、企業の能力増強投資の実施状況を機械設備投資率（機械設備投資対GDP比）で確認すると、08年7～9月は7.7%であったものが、世界金融危機後は低調に推移し、直近の18年7～9月は6.2%となっている（図3（2））。

図3 設備稼働率と投資率



このように、世界金融危機や欧州政府債務危機を経て、企業は新規投資を抑制する傾向にあり、16年以降の景気回復に伴い顕在化し始めた供給制約に対しては、既存設備の稼働率を高めることで対応してきたと考えられる。当面、企業の供給制約感は持続すると考えられるが、18年に入り外需・内需共に17年ほどの強さはみられなくなっていることから、資本面からの供給制約は、今後徐々に需要面から緩和されていくものとみられる。18年以降の需要動向を確認するため、製造業PMIの新規受注指数や新規輸出受注指数をみると、どちらも中立水準である50を下回っている（図4）。前掲図1をみても、需要不足を挙げる企業の割合は高まっており、また、前掲図3（1）からも18年4～6月期以降、設備稼働率がわずかながら低下していることがうかがえる。

図4 製造業PMIの受注動向



2. 労働力

ドイツの雇用情勢を概観すると、05年以降、失業率は低下傾向にある。直近のデータ（18年12月）によると3.3%と、東西ドイツ統一以来の最低水準となっている（図5（1））。また、製造業PMIの雇用指数をみると、18年に入りやや低下傾向となっているものの、引き続き中立水準である50を大きく上回っており、雇用情勢は堅調さを維持していることがうかがえる（図5（2））。労働需給のひっ迫度を評価するため、NAIRUとの比較で現在の失業率をみると^{（注2）}、12年以降、実際の失業率がNAIRUを断続的に下回り、しかも、NAIRUとの差は17年以降拡大している（図6（1））。

図5 失業率（ILO基準）と製造業PMI雇用指数

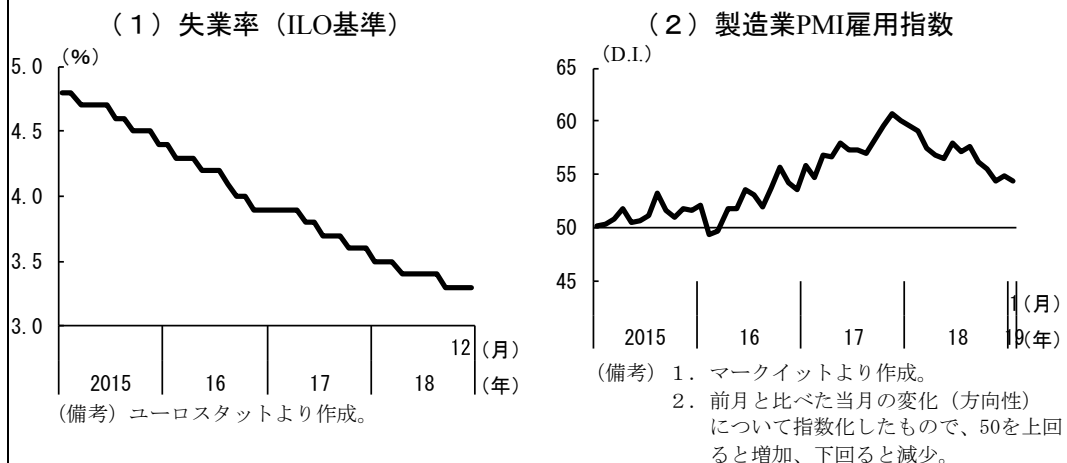
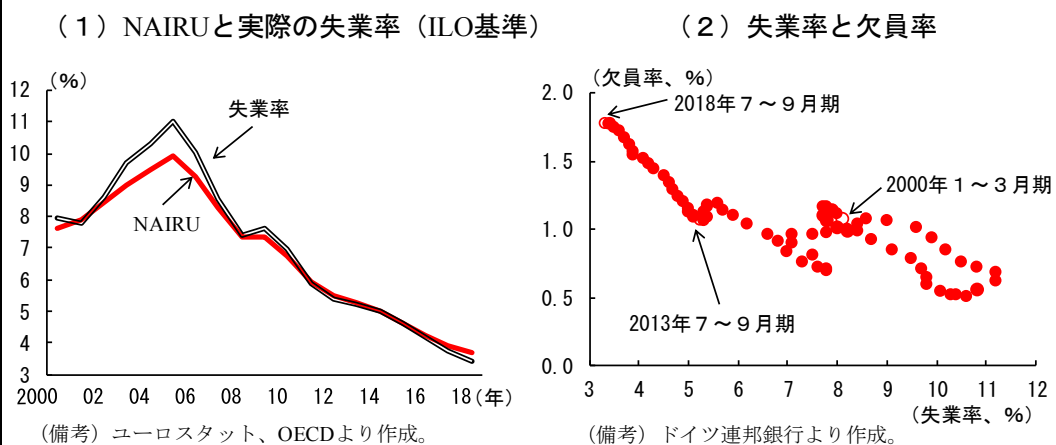


図6 労働市場のひっ迫

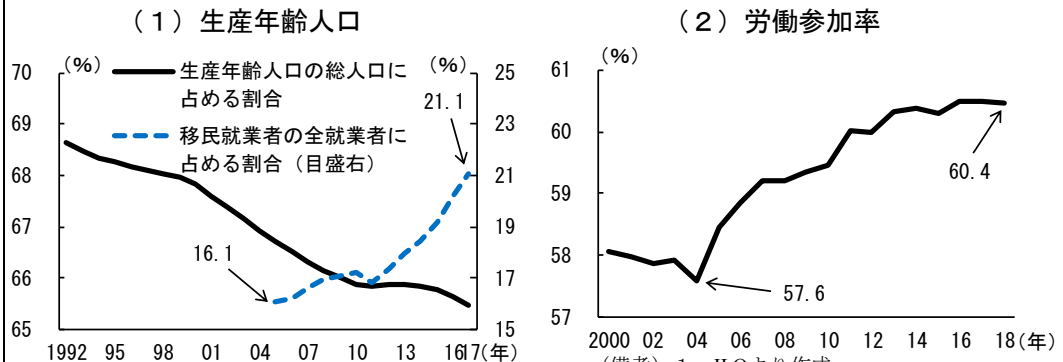


なお、失業率の低下に伴い、欠員率も13年7～9月期以降持続的に上昇している（図6（2））。この問題の解決に向け、ドイツでは欧州委員会の勧告もあり労働参加率の向上に取り組んでいる。19年度予算においては職業訓練や職業教育を充実させ、企業が必要としている技能・知識を有する労働者の育成に10億ユーロを充てるとしている。

このように、ドイツの労働市場はほぼ完全雇用状態が続いており、企業にとっては人手不足感、つまり労働力の側面からも供給制約感が高まっているものとみられる。今後の見通しとしては、資本面からの供給制約と同様に、内外の景気の回復ペースの減速に伴って労働面からの供給制約もある程度緩和されると考えられる。ただし、労働面からの供給制約が資本面からの供給制約と異なる点は、既に12年の段階で実際の失業率がNAIRUを下回っていることからもうかがわれるように、単なる総需要の変動による影響とは別に、労働市場の構造的な変化により労働需給がひっ迫している側面が存在することである。

具体的には、他の先進国と同様、ドイツにおいても少子高齢化により、生産年齢人口が一貫して減少傾向にあることである（図7（1））。ドイツではそれを高齢者や女性の雇用促進等の労働参加率の上昇^{（注3）}や移民の流入^{（注4）}によって補ってきた面がある。労働参加率の動向をみると、04年の57.6%を底にその後上昇傾向に転じ、17年は60.5%まで上昇しているものの、頭打ち感もみられ、労働参加率の更なる上昇は見込み難い（図7（2））。また、全産業の労働者数に占める移民就業者数の割合をみると、05年の16.1%から17年には21.1%に上昇しており（前掲図7（1））、移民がある程度労働力の不足を補ってきたとみられるが、15年頃から移民の増加に対する社会的な抵抗も高まっていることから^{（注5）}、移民労働者のさらなる活用は必ずしも容易ではない状況となっている。

図7 生産年齢人口と労働参加率



(備考) 1. 世界銀行、ドイツ連邦統計局より作成。
 2. 生産年齢人口は15歳から64歳までの人口。
 3. 左軸1%ptは約82.7万人、右軸2%ptは約88.3万人。
 4. 移民は、移民の背景を持つ者（(1)49年以降に現在のドイツ連邦共和国の領土に移住した者やドイツで出生した外国人、(2)ドイツで出生した者のうち少なくとも両親の一方がドイツに移住ないしはドイツで出生した外国人）。ドイツ人を含む。

(備考) 1. ILOより作成。
 2. 15歳以上の人口に占める労働力人口の割合。

(注1) Deutsche Bundesbank (2018) は、ドイツの建設業では設備稼働率が極めて高く、熟練労働者の不足が生産のボトルネックになっている企業の割合が高くなっているとのifo経済研究所による指摘を例示しながら、建設業がフル稼働状態にあることを示す証拠が多く挙がっていると述べている。

(注2) NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment : インフレ非加速的失業率) とは、労働市場が完全雇用にある時の失業率であり、インフレを加速も減速もさせない失業率。

(注3) シュレーダー政権の2000年前半に、ドイツでは労働市場改革が実施され、解雇規制、有期労働契約制限、派遣労働の規制緩和等が実施された（労働市場改革案を提示した人物の名から通称「ハルツ改革」と呼ばれている）。ケルンドイツ経済研究所 (IW) によると、労働市場改革の結果、女性や高齢者が働きやすくなったとの指摘もある（労働政策研究・研修機構（2012年）、内閣府（2016））

(注4) ドイツ政府は18年10月2日、EU域外の専門技能を有する人材の確保を目的とする新移民法案を閣議決定した。ドイツでは、従来、人材不足が認定された職種を除いて、企業に対して国内の失業者を優先的に採用するよう義務付けていたが、原則廃止となる。また、新たな法案では、就労査証の申請者を年齢、学歴、語学力等で格付けし、就労許可手続の簡素化や透明化を図っている。

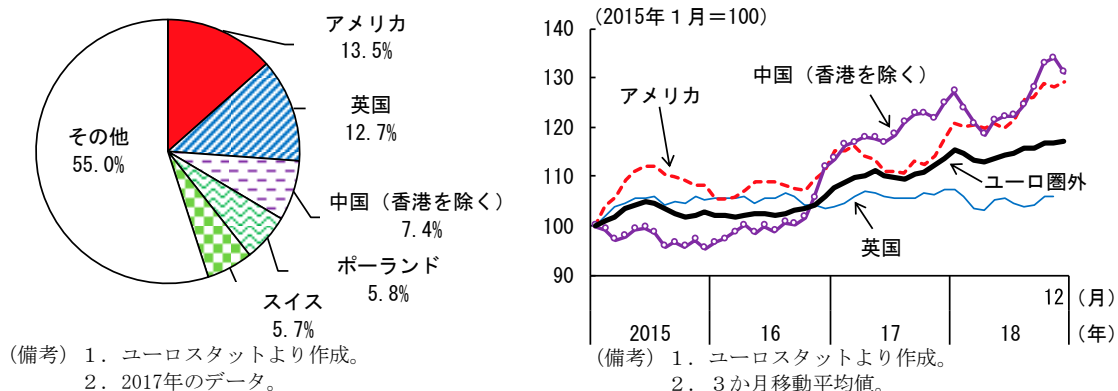
(注5) 18年10月14日にバイエルン州、28日にヘッセン州で実施された州議会選挙では、与党キリスト教民主同盟及び姉妹政党であるキリスト教社会同盟が大幅に議席を減らし、代わって難民や移民の流入に反対するドイツのための選択肢 (AfD) 等の野党が躍進した。

（外需の伸びの鈍化を背景に輸出はおおむね横ばい）

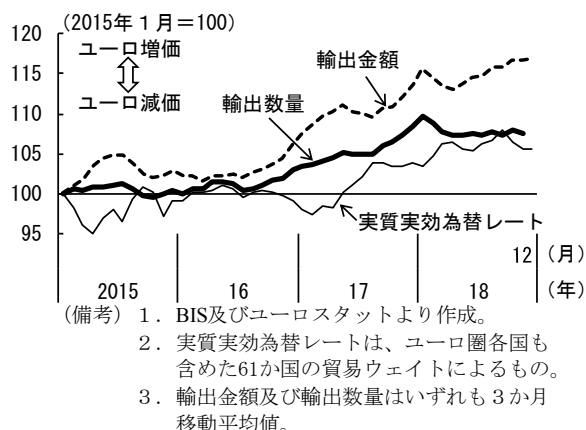
17年のユーロ圏経済の回復をけん引した輸出は、18年後半以降、おおむね横ばいで推移している。これは、米中貿易摩擦の高まりに加え、中国の景気が緩やかな減速に転じたこと、英国のEU離脱に係る不確実性の高まりに伴い外需の伸びが鈍化したことによる。特に、17年と比べ中国向け輸出の伸びが大きく鈍化したこと、英国向け輸出の減少が続いていることが大きい（第2-4-15図）。さらに、WLTPの導入に伴う自動車生産の低迷が制約として働いたこと、実質実効ベースでみたユーロの増価も輸出の下押し要因となったと考えられる（第2-4-16図）。

また、輸出受注に対する企業の景況感（製造業PMI）をみると、17年11月に史上最高を記録した後急速に低下し、18年10月には約5年半ぶりに中立水準である50を割り込み、その後も下落し続けており（第2-4-17図）、輸出の伸びは今後更に鈍化する可能性がある。

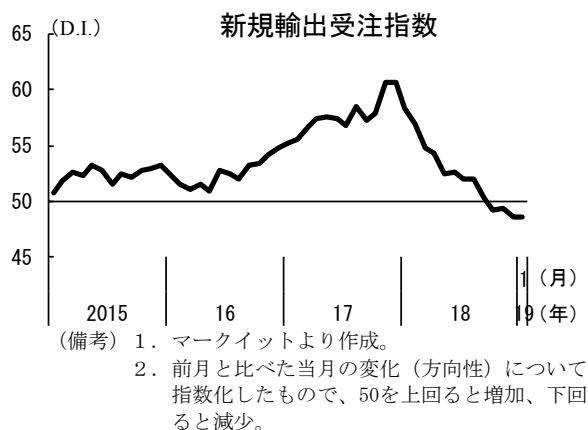
第2-4-15図 ユーロ圏の財輸出（仕向先）



第2-4-16図 ユーロの実質実効為替レート



第2-4-17図 ユーロ圏の製造業PMI

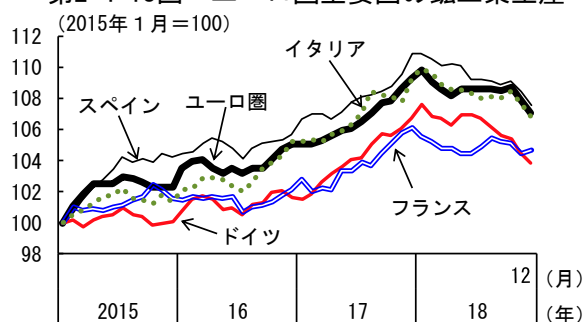


（外需の減速により生産は弱い動き）

ユーロ圏の生産も、輸出と連動する形で、17年半ば以降持ち直しの基調が続いていたが¹⁰、18年後半に入りおおむね横ばいとなった後、弱い動きとなっている（第2-4-18図）。製造業PMI新規受注指数も、新規輸出受注指数と同様、18年10月に中立水準である50を割り込み、その後も下落し続けている¹¹（第2-4-19図）。このため、今後生産の伸びは更に鈍化する可能性がある。

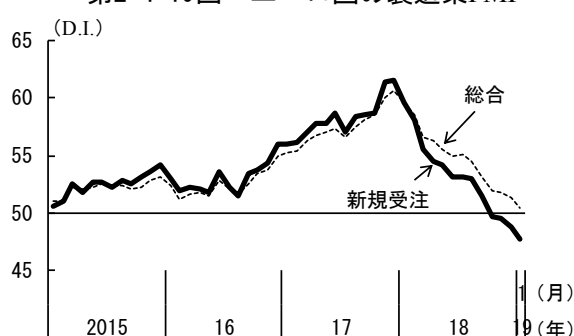
また、ドイツ等の一部の国では、労働力や設備・原材料の不足といった供給側の制約¹²のほか、乗用車生産におけるWLTPの導入への対応の遅れ等の特殊要因¹³による影響が18年末まで残ったことも、外需の鈍化に加え生産活動全般を抑制したとみられる。

第2-4-18図 ユーロ圏主要国の鉱工業生産



（備考） 1. ユーロスタットより作成。
2. 鉱工業生産指数は建設業を除く。
3. 3か月移動平均値。

第2-4-19図 ユーロ圏の製造業PMI



（備考） 1. マークイットより作成。
2. 前月と比べた当月の変化（方向性）について指数化したもので、50を上回ると改善、下回ると悪化。

¹⁰ 鉱工業生産は、ドイツでは世界金融危機前の水準に回復したが、ユーロ圏全体では危機前の水準に戻っていない。

¹¹ 製造業購買担当者指数（製造業PMI）も同様に、17年12月に過去最高を記録後、18年に入り50を上回ってはいるものの低下してきている。この急落の背景には、極めて好調だった17年からの潜在成長率への調整といった要素に加えて、急改善に伴い生じた供給面での制約や、年半ば以降急速に高まった政治的・政策的不確実性、一時的な要因としてWLTP導入への対応の遅れによる影響が想定よりも長引いたことなどがある。

¹² コラム2-4 ドイツにおける供給制約 を参照。

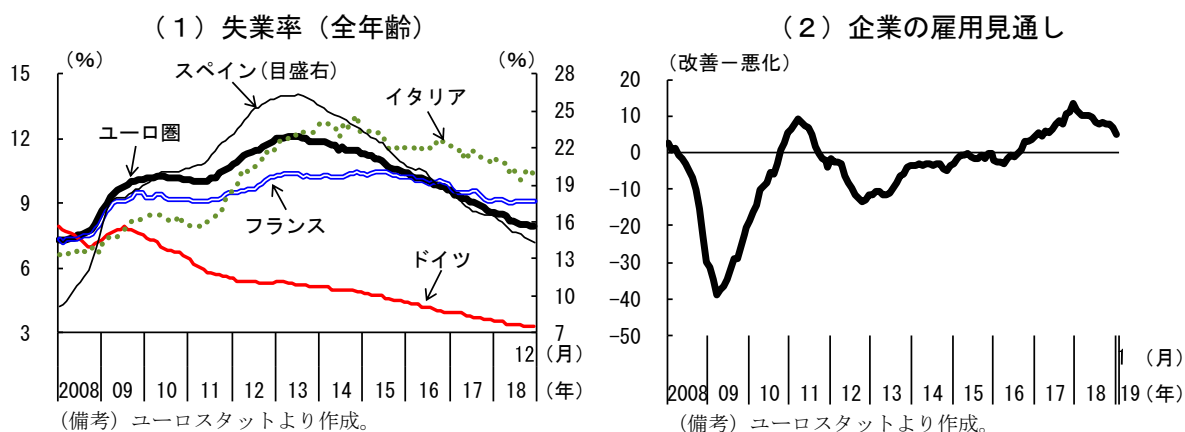
¹³ コラム2-3 乗用車の新排出ガス・燃費試験法（WLTP）の全面施行による経済への影響 を参照。加えてドイツでは10～12月期にライン川の水位が大幅に低下したことに伴い、物流が遮断され、流域にある化学関連企業が生産を抑制した。

（雇用情勢の改善には濃淡）

ユーロ圏全体の失業率は低下傾向が続き、08年11月以来の低水準となっている。しかしながら、主要国の雇用情勢には大きな違いがみられる。ドイツの失業率は1990年の東西ドイツ統一以降で最低水準を更新している。一方、スペインの失業率は低下傾向にあるものの、主要国の中では最も高い水準にある。また、フランス¹⁴及びイタリアの失業率も、ユーロ圏全体を上回る水準で、かつおおむね横ばいで推移している（第2-4-20図）。これらの国ではいずれも世界金融危機前の水準と比較すると依然高い水準にとどまっている。

なお、ユーロ圏ではいずれの国においても若年層（15～24歳）の失業率が全体平均よりも高い。また、ユーロ圏の就業者数は、世界金融危機前の水準を超えた水準に回復しているものの、若年層の就業者数は若年人口の減少と高学歴化による労働参加率の低下により世界金融危機前の水準を大きく下回っている。このようにユーロ圏の若年層における雇用情勢は、全体と比べ大きく改善が遅れている点には留意が必要である¹⁵（第2-4-21図）。

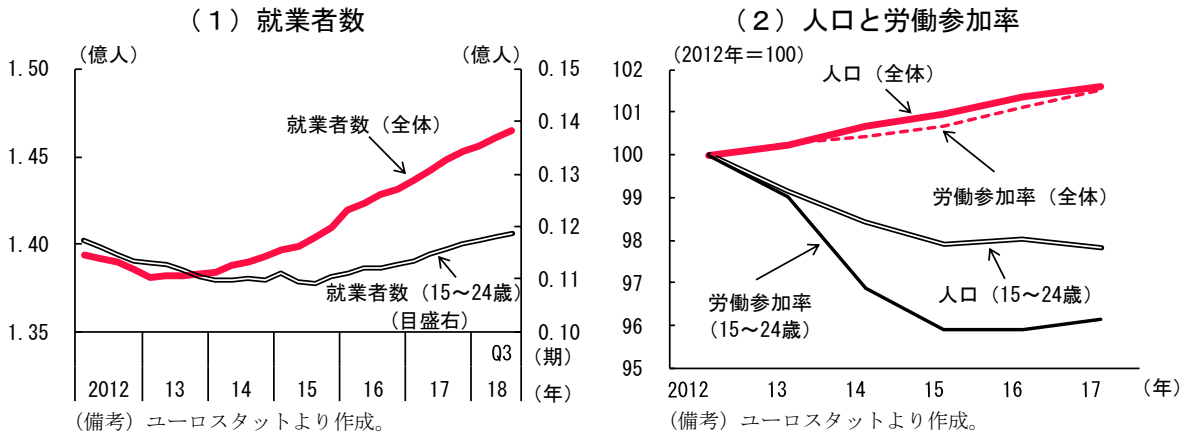
第2-4-20図 ユーロ圏主要国の雇用情勢



¹⁴ フランスでは、マクロン大統領の優先課題として労働法典の改正が掲げられ、不当解雇補償額（解雇補償金）の上限設定や解雇不服申立て期間の短縮等を含む改正労働法典の全ての措置が18年1月に施行（主要部分は17年10月に施行）された。また、職業教育、デュアルシステム（教育機関等における理論教育と並行して職業訓練を行うシステム）、失業保険の三分野の改革をまとめた「職業における将来を選択する自由のための法律」が18年8月1日に成立した。このようにマクロン大統領は精力的に労働市場改革を進めているが、ル・メール経済・財務大臣が述べているように「十分な成果が出るまでに1年から2年を要する」ものであり、18年のフランスの若年層失業率は年間を通じ20%強と高水準で推移するなど、目に見える成果が出ているとは言い難い状況となっている。こうした中、18年11月17日から毎週末フランス全土において最大で30万人規模のマクロン政権に対する抗議デモ（黄色いベスト運動）が発生し、観光や小売等をはじめ経済に深刻な影響が生じた。デモの直接的な引き金は19年1月に実施が予定されていた燃料税増税であったが、根底にあるのは、公的部門を中心とした構造改革や年金・社会保障費負担を増やす一方で法人税減税、富裕税（ISF）を撤廃したことに対する低・中所得者層の反発と指摘されている。

¹⁵ ECB（18年12月）では、世界金融危機前と異なり、今般の景気回復期における労働市場の改善は主として55～74歳の高齢者層における雇用者の増加によるとし、その背景として、ベビーブーム世代が高齢者層に達し、就業者に占める当該年齢層割合が高まったという人口構造上の要因に加え、年金受給開始年齢の引上げ等の年金改革が寄与したと分析している。

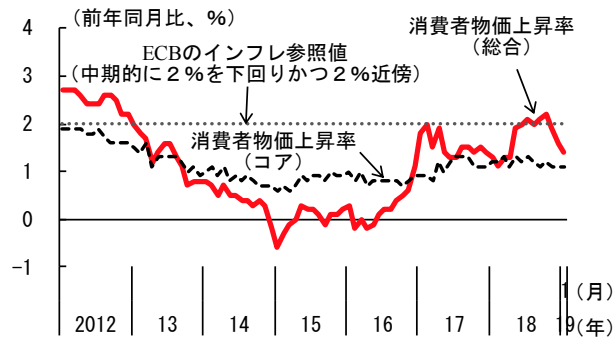
第2-4-21図 ユーロ圏の就業者数と労働参加率



(物価はおおむね横ばい)

ユーロ圏の消費者物価上昇率(総合)は、18年後半はECB(欧州中央銀行)のインフレ参照値¹⁶である2%(前年比)をわずかに上回る水準で推移した後、10月以降の原油価格の下落に伴いエネルギー価格の上昇率が一服したことを受け、11月に2%を下回り、低下傾向にある(第2-4-22図)。コア物価上昇率も、原材料価格の高騰や賃金上昇圧力の高まりにもかかわらず、景気の回復のペースが緩やかになっていることに伴い、川下への価格転嫁が進んでおらず、前年比1%台前半でおおむね横ばいで推移している。

第2-4-22図 ユーロ圏の消費者物価上昇率

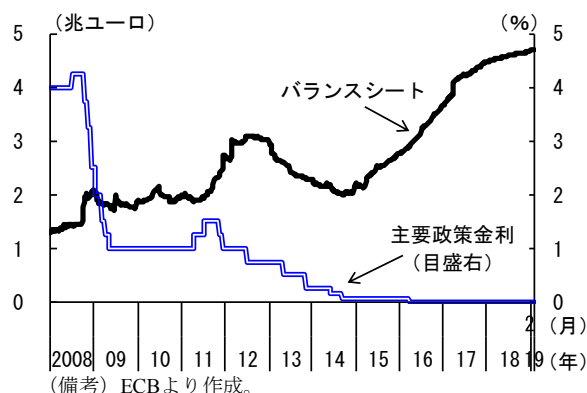


¹⁶ ECBは、消費者物価指数(HICP総合)前年比を、中期的に2%を下回りかつ2%近傍とすることとしている。

(ECBは資産購入プログラムを18年12月で終了)

ECBは、17年10月の政策理事会において、資産購入プログラム（APP：Asset Purchase Programme）における資産購入¹⁷の額を、18年1月より月額600億ユーロから300億ユーロに減額すること、及びこれを少なくとも18年9月末まで継続することなどの量的緩和政策の変更¹⁸を決定していたが、18年6月の政策理事会において、新たに、10月以降のAPPの資産購入額を150億ユーロと減額し、18年12月末までに新規の資産購入を終了するとの方針を決定した。その後、7月、9月、10月と計3回の政策理事会が開催され、景気の減速傾向がより鮮明となりつつあったものの、フォワードガイダンスは変更されず、資産購入額は6月のガイダンスどおり順次縮小され、18年12月18日で新規の資産購入を終了した。ECBは、15年3月以来4年近く、2兆5,000億ユーロを超える規模の資産を買い入れてきたが、これにより金融政策の正常化へ向けた一步を踏み出したことになる（第2-4-23図）。

第2-4-23図 ECBの政策金利とバランスシート



他方、資産購入プログラムで購入した資産の償還元本の再投資に関するガイダンスは、18年12月の政策理事会において、「初めての利上げが実施された後も長期にわたり、良好な流動性環境と幅広い金融緩和を維持するために必要な限り、引き続き全額を再投資する」と変更された¹⁹。これは従前の「資産購入期間終了後の長期にわたり再投資を行

¹⁷ 購入の対象は、ユーロ圏各国が発行する国債のほか、EU機関債、政府機関債、資産担保証券（ABS）及びカバードボンド（金融機関が保有する貸付債権を組み合わせ、それを担保として発行する社債）。

¹⁸ 資産購入プログラムについては、17年12月まで月額600億ユーロであった資産購入額を、18年1月から少なくとも18年9月までは月額300億ユーロとすること、2%の消費者物価上昇率に向けた持続的な物価上昇が確認できるまでは、この期限を超えて資産買入れを行うことを決定した。また、これらのほかに、保有資産の償還分の再投資を、買入れ期間終了後も必要な限りいかなる場合でも実施することなども決定していた。

¹⁹ 同日に公表された再投資に関する方針においては、これまで資産購入プログラムとして実施してきた各種プログラム、すなわち(1)公的部門購入プログラム共債購入プログラム（PSPP: Public Sector Purchase Programme）、(2)資産担

う」という方針と比べ、より長い期間再投資を行うことを示唆している。

このようなガイダンス変更の背景には、成長見通しに関するリスクは依然としておおむね均衡しているとの判断は引き続き堅持しつつも、保護主義の脅威、新興国市場の弱い弱性、金融市場の不安定性といったリスクが高まっていることを踏まえ、リスクのバランスは下方に向かいつつあると判断したこと²⁰がある。12月の政策理事会と同日に公表された経済見通しは、18年9月時点の見通しに引き続き下方改定された。実質経済成長率の見通しを18年1.9%、19年1.7%と各々0.1%ポイント引き下げるとともに、消費者物価上昇率についても、総合指数はエネルギー価格の下落に伴い向う数か月は下落するとして、19年の見通しを1.7%から1.6%へ引き下げた。また、コア物価上昇率に関しては、18年はおおむね横ばいで推移したものの、中期的には高水準の稼働率や労働市場のひっ迫に伴う賃金上昇圧力によりインフレ圧力が広範囲において高まることから、次第に上昇していくことが見込まれるとされた。

なお、政策金利のフォワードガイダンスに関しては、少なくとも19年夏までは現行水準に据え置く²¹との方針を18年6月政策理事会以来維持している（第2-4-24表）。

保証券購入プログラム（ABSPP: Asset-Backed Securities Purchase Programme）、(3)カバードボンド購入プログラム第三弾（CBPP3: Third Covered Bond Purchase Programme）、(4)社債購入プログラム（CSPP: Corporate Sector Purchase Programme）について18年12月末時点の残高を維持するとしている。また、国債の償還は原則同じ国債の買入れで対応するが、公共債の残高のポートフォリオを域内中央銀行による出資比率（キャピタルキー）に近づけるよう、市場に影響を与えないよう十分配慮しつつ、徐々に調整していくとの方針を示した。19年1月に発効されたキャピタルキーにおいては、従来よりもイタリアやスペイン等12か国のECB出資比率が引き下げられ、ドイツやフランス等16か国の出資比率が引き上げられたが、現在ECBが保有するイタリア、フランス、スペインの国債の割合はキャピタルキーを大きく上回っていることから、今後大幅な調整が必要となるとみられる。さらに、市場に対する中立性や安定的かつ均衡のとれた再投資の実施といった原則を維持するほか、公共債以外の資産の扱いについては、各資産の時価総額を再投資の目安とするという方針も示された。

²⁰ ドラギECB総裁は政策理事会後の記者会見において、輸出をはじめ複数の経済指標が予想より弱く、今後成長の勢いが鈍化することを示唆している可能性があるとした。それにも関わらず、成長見通しに関するリスクがおおむね均衡しているという判断を維持した理由として、現在は17年の非常に高い成長率から潜在成長率レベルへと戻っていく調整過程にあるためという見方を示した。

²¹ 16年3月以降、政策金利（メイン・リファイナンス・オペレーション金利）を0.00%、限界貸出金利を0.25%、中銀預金金利を-0.40%に据え置いている。

第2-4-24表 ECBによる非伝統的金融政策の変遷

年月日	政策変更	政策金利	限界貸出金利	中銀預金金利	資産購入額 (月額)	実施期間
2014年 6月	マイナス金利を導入 TLTRO-Iの実施	0.15%	0.40%	▲0.10%		2014年9月～2016年6月末
9月	マイナス金利幅を拡大 対象資産にABS及びカバードボンドを追加	0.05%	0.30%	▲0.20%		2014年10月以降
2015年 1月	資産購入プログラム (APP) の導入				600億ユーロ	2015年3月～2016年9月末
12月	マイナス金利幅を拡大 資産購入プログラムの実施期間延長	0.05%	0.30%	▲0.30%	600億ユーロ	2016年9月末まで→2017年3月末まで
2016年 3月	マイナス金利幅を拡大 資産購入プログラムの規模を拡大 対象資産に社債追加 TLTRO-IIの実施	0.00%	0.25%	▲0.40%	800億ユーロ	2016年4月～2017年3月末 2016年6月以降 2016年6月末～2017年3月末
7月	政策金利に関するガイダンス 資産購入プログラムの実施期間に関するガイダンス					政策金利を長期にわたり資産買入れ期間を十分に超えて現行水準またはより低い水準で据え置くことを見込んでいる 必要であれば、いずれの場合においても、理事会がインフレ目標に従うインフレ軌道への持続的調整がみられるまで現行の買入れ期間を超えて実施することを確認
12月	資産購入プログラムの実施期間延長 資産購入プログラムの規模を縮小				600億ユーロ	2017年3月末まで→2017年12月末まで 2017年4月～2017年12月末
2017年 6月	政策金利に関するガイダンス					政策金利を長期にわたり資産買入れ期間を十分に超えて現行水準で据え置くことを見込んでいる
10月	資産購入プログラムの規模を縮小 資産購入プログラムの実施期間延長 購入した資産の償還元本の再投資に関するガイダンス				300億ユーロ	2018年1月～2018年9月末 2017年12月末まで→2018年9月末まで 資産購入終了後、必要な限りいかなる場合でも継続
2018年 6月	資産購入プログラムの規模を縮小・終了時期を明示 現行金利水準で据え置く期間 購入した資産の償還元本の再投資期間				150億ユーロ	2018年10月～2018年12月末まで実施し、終了 少なくとも2019年夏まで 資産購入終了後も長期にわたり必要な限り実施
12月	資産購入プログラムを12月末で終了 購入した資産の償還元本の再投資期間					政策金利引上げの開始後も長期にわたり継続

(備考) 1. ECBより作成。

2. 政策決定内容のうち、直前の政策理事会から変更された事項のみを記載。

（19年1月には成長見通しに関するリスクを下方へ）

18年12月の政策理事会以降発表された経済指標はECBの想定を超えて弱く、19年1月の政策理事会では初めて成長見通しに関するリスクが下方に向かっているとされた。具体的な下方リスクとして、地政学的要素のほか、保護主義の脅威、新興国市場のぜい弱性、金融市場の不安定性を挙げ、これらに係る不透明性が根強いことが理由とされた。他方、ユーロ圏が景気後退局面に入る可能性は低いとするとともに、物価の見通しも変更せず、購入した資産の償還元本の再投資や政策金利のフォワードガイダンスについても維持した。その上で、3月に新たに経済見通しを公表する際に、各種リスクが景況感に与える影響について時間をかけて分析し、3月の政策理事会において、新たな経済見通しの公表と併せて議論する方針を示した。

以上のとおり、ECBは資産購入プログラムを終了させたものの、消費者物価指数（HICP）前年比を、中期的に2%を下回りかつ2%近傍とするという目標に収束させるためには、引き続き緩和的な金融政策を維持する必要があるとしている。資産購入終了後も長期にわたり償還元本を全額再投資するとともに保有残高を12月末時点の水準で維持することに加え、主要政策金利を少なくとも19年夏までは据え置くとするなど、本格的な金融引締め段階には至っていない²²。ユーロ圏では雇用情勢の改善が続く中で賃金上昇圧力が徐々に高まる²³一方（前掲第2-4-4図）、景気の回復ペースは18年後半以降更に緩やかになっている。ECBが19年1月の政策理事会において判断を変更したとおり、成長見通しに関する下方リスクは19年に入って一層高まっていることから、金融政策の正常化に向け、舵取りが極めて難しい局面を迎えている。

今後、初回の政策金利引上げの具体的な時期や購入資産の再投資の実施期間、保有資産残高の削減に向けた方針等（前掲第2-4-23図）、ECBのフォワードガイダンスがどのように変更されるかが注目される。

²² 19年1月の政策理事会では、流動性供給の手段の一つとして14年9月に導入され、17年3月を最後に行われていなかった貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO：Targeted Longer Term Refinancing Operation）の再導入についての議論が行われ、3月の政策理事会に向けて更に議論が続いていると複数の専務理事が発言している。なお、銀行による実体経済への融資の促進を目的に、16年6月～17年3月まで計4回にわたり実施された第二弾のTLTRO（通称TLTRO-II）は、市中銀行に対し、家計向け住宅ローンを除く非金融民間に対する貸出増加実績に応じて年利0～0.4%の低水準の固定金利の下、最大4年まで資金を供給するもの。なお、TLTRO-IIにより、ECBが市中銀行に対し融資した額は約7,400億ユーロとなっている。

²³ 景気の緩やかな回復によりスラックの解消が進む中で、例えば、ドイツ最大労組の金属産業労組（IGメタル）と経営者連盟の労使交渉では、18年2月、(1)18年1～3月は基本給を据え置いた上で100ユーロの一時金支給、(2)18年4月の基本給の一律4.3%引上げ、(3)19年1月に月給27.54%相当を上乗せ支給（労働時間短縮で代替可）、(4)19年7月に400ユーロの一時金支給等で妥結している。

（財政政策の動向）

ユーロ圏の一般政府財政収支対GDP比は、09～13年平均の－4.7％から17年には－1.0％にまで縮小した。先行きについて、欧州委員会の春季見通し（18年5月）の段階では、景気の緩やかな回復や低金利等を背景に財政赤字は19年に向けて今後も徐々に縮小していくとされていた。しかしながら、同秋季見通し（18年11月）では、19年の財政赤字は一旦拡大し、20年に縮小に転ずると変更された²⁴（第2-4-25表）。

第2-4-25表 ユーロ圏の財政収支見通し
(GDP比、%)

	2009～13年	2018年	2019年	2020年
秋季見通し (2018年11月)	▲4.7	▲0.6	▲0.8	▲0.7
春季見通し (2018年5月)		▲0.7	▲0.6	—

（備考）欧州委員会 “European Economic Forecast, Spring 2018, Autumn 2018”より作成。

EU加盟国は、「欧州セメスター」²⁵において、財政の健全性確保やマクロ経済不均衡の是正等に向けた取組について3年間の財政計画である「安定化プログラム」²⁶と雇用と成長を促進するための構造改革計画である「国家改革プログラム」を欧州委員会に提出することとされており、これらに対するEU首脳会議の勧告²⁷に基づいて予算案を作成することとされている。しかし、18年末の19年度予算案の各国議会における採択に向けたプロセスを進める中で、幾つかの国²⁸で6月のEU首脳会議において承認された予算の枠組みを超えて財政拡張的な予算編成を行う動きが生じている。秋季見通しの変更はこうした動きを反映している。特にイタリアでは、6月に新たに樹立された連立政権の下、

²⁴ ユーロ圏の一般政府財政収支対GDP比は、欧州委員会の秋季見通しでは、18年－0.6％、19年－0.8％、20年－0.7％（European Commission (2018c)）、ECBの見通し（12月）では、18年－0.5％、19年－0.8％、20年－0.7％、21年－0.6％と見込まれている。

²⁵ 「欧州セメスター」とは、11年に導入されたEU加盟国の経済政策及び予算に対する事前評価制度。毎年11月から翌6月にかけて実施される。具体的なプロセスは次のとおり。(1) 欧州委員会が前年の年末に向け、成長と雇用の促進のための戦略を示す年次成長概観（Annual Growth Survey）を示し、これに基づきEU首脳会議が3月に各国の政策に関しガイドラインを提示する。(2) 各国はこれに基づいて中期予算目標や根拠となる経済予測等が盛り込まれた「安定化プログラム」及び「国家改革プログラム」を4月頃に欧州委員会に提出する。(3) 欧州委員会において各国のプログラムを評価し作成した勧告案を6月に閣僚理事会（ECOFIN: Economic and Financial Affairs Council）にかけ、更にEU首脳会議で議論し承認する。

²⁶ ユーロ非加盟国の場合には「収れんプログラム」と呼ばれる。

²⁷ 欧州委員会による国別勧告は、自国に対する勧告も含めてEU首脳会議の承認を得たものである。

²⁸ 欧州委員会は、イタリア以外にも、主要国ではフランス、スペインに対し、19年度予算が中期財政目標（MTO）や国別勧告（CSR）からかい離した拡張的予算案を策定したことに關し説明を求める書簡を発出している。ただし、著しく目標から逸脱しているとされたのはイタリアのみである。なお、財政収支が黒字であるドイツも拡張的な19年度予算案を策定した。

拡張的な19年度予算案を欧州委員会に提出したため、欧州委員会との間で対立が生じている²⁹。

更にその後、フランスにおいては18年11月17日以降毎週末実施されている大規模な反政権デモを受けた政策対応のために、19年度は一時的に安定成長協定（SGP：Stability and Growth Pact）³⁰の基準である3%を超える財政赤字を抱えることとなった。

財政政策のスタンスを表すとされる構造的財政収支対GDP比についても、ユーロ圏全体では17年-0.8%まで縮小し、18年も-0.7%と改善が見込まれるものの、19年-1.0%、20年-1.1%と緩やかに拡大することが見通されており³¹、当面は幾分拡張的な財政スタンスが継続されるとしている。

EU加盟国は安定成長協定により、一般政府財政赤字と債務残高のGDP比を規定の範囲内に抑えることが求められており³²、現時点では、スペインが過剰財政赤字是正手続の適用国として欧州委員会の監視対象となっている（第2-4-26図、第2-4-27図）³³。イタリアについては、過剰財政赤字是正手続の適用を回避するために、イタリア政府と欧州委員会との間で調整が続けられた。最終的に12月下旬に財政赤字対GDP比を当初の2.4%から2.04%にまで削減することで合意され、瀬戸際で制裁の適用は回避された。しかしながら、18年7～9月期、10～12月期の実質経済成長率が2期連続マイナス成長となったことに加え、19年1月にはイタリア中央銀行が19年の実質経済成長率見通しを1%から0.6%に下方改定するなど、EUと合意した時点に比べ、景気の減速傾向がより鮮明となっている。このため、実際に19年の財政赤字がGDP比2.04%内という目標の達成に関し不確実性が高まっている。フランスも、反政権デモが19年2月19日時点で連続14週にわたり実施され、19年1～3月期も前期に続き消費や投資が下押しされるものと見込まれるため、財政赤字も18年12月時点の見込み以上に拡大するおそれがある。

²⁹ 本節3. イタリアの19年度予算案をめぐる動き を参照。

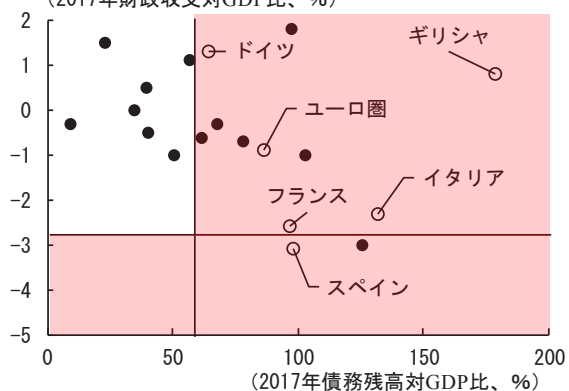
³⁰ 欧州連合の経済通貨同盟を維持・促進していくための財政政策の運営に関する協定。欧州委員会及び欧州連合理事会によって加盟国の財政を監視することが定められており、違反国に対する警告や改善がみられない場合の制裁措置の実行も盛り込まれている。

³¹ ドイツは17年 1.5%、18年 1.2%、19年 1.0%と黒字が縮小すると見通されている（European Commission (2018c)）。ドイツでは、17年9月24日の総選挙の結果、キリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）が第一党となったが、連立協議は難航した。自由民主党（FDP）、緑の党との連立交渉決裂後、社会民主党（SPD）との大連立がSPDの党員投票を経て成立し、18年3月14日に第四次メルケル政権が発足した。大連立に係る合意内容には、公共住宅の建設や、子育て世帯による持ち家の取得促進のための補助金の導入等、財政拡大につながる内容が含まれていた。加えて、10月14日のバイエルン州、同月28日のヘッセン州議会選挙においてCDU/CSUは大きく議席を減らし、代わって、財政緊縮に否定的な緑の党が躍進し、反EU、反移民を掲げるドイツのための選択肢（AfD）も議席を獲得した。選挙結果を受けメルケル独首相が党首辞任を表明するなど、政権の不安定化が見込まれる中で財政拡張路線に拍車がかかる可能性がある。

³² 単年度の一般政府の財政赤字がGDP比3%を上回らず、債務残高がGDP比60%を下回ることが求められる。

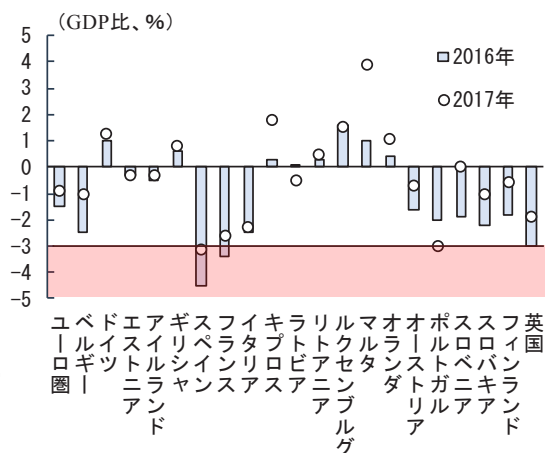
³³ フランスの一般政府財政赤字対GDP比は、春季見通しにおいて17年に2.7%となり、18年は2.3%となることが見込まれたことから、フランスは2年連続での基準（財政赤字対GDP比3%以下）達成という監視停止条件を満たしたとして、18年6月22日に欧州委員会による監視が終了した。なお、秋季見通しにおいては18年2.6%と、基準を満たしているが下方改定されている。

第2-4-26図 EU諸国の財政収支・債務残高
(2017年財政収支対GDP比、%)



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。
 2. 財政収支は一般政府財政収支。
 3. 欧州の財政規律は「安定成長協定 (SGP)」において、財政赤字対GDP比3%以内、債務残高対GDP比60%以内。

第2-4-27図 EU諸国の財政収支



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。
 2. 財政収支は一般政府財政収支。