

欧州景気減速とECBの政策正常化



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

1. 年明け以降の欧州景気に急ブレーキ

欧州債務危機の激震に見舞われたユーロ圏経済も、四半期ベースでは2013年4～6月期にプラス成長へ復帰して以来、これまで20四半期連続で成長を続けている。当初こそ回復の足取りは鈍かったが、債務危機時に先送りされていた消費や投資活動を取り戻す過程

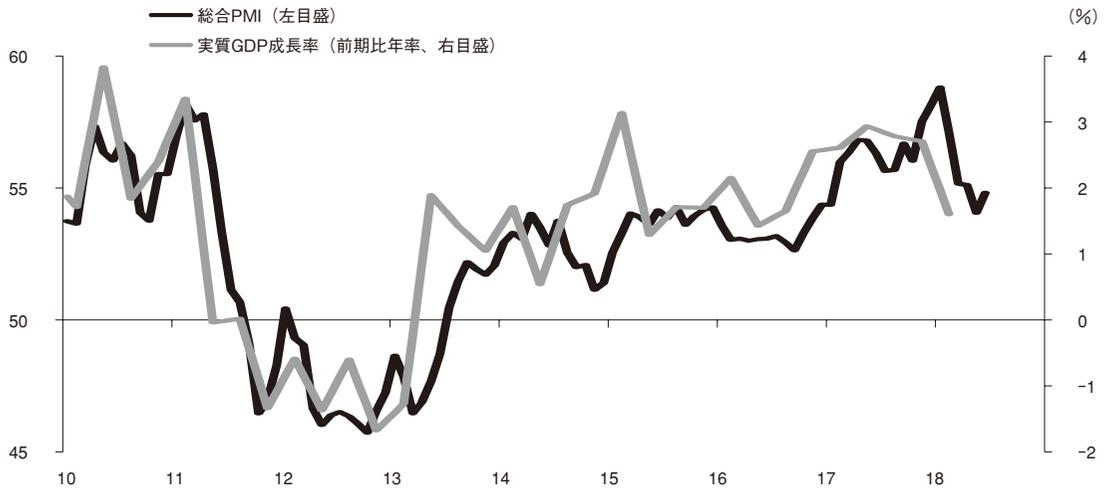
で、ここ数年は潜在成長率（1%台前半とされる）を上回る景気拡大が定着してきた。なかでも昨年の成長率は年間を通じて2%台後半に達し、世界経済を牽引する米国と肩を並べる好パフォーマンスを実現した。

だが、年明け以降、欧州景気に変調の兆しが広がっている。1～3月期のユーロ圏の成長率が前期比年率+1.6%に急減速し、各種の月次指標も軒並み振るわない。企業の業況判断を表す購買担当者指数（PMI）は、ユーロ圏の製造業とサービス業の合成指標で1月に過去最高を記録した後、過去5ヶ月のうち4ヶ月で改善モメンタムが鈍化している（図表1）。また、ユーロ圏の鉱工業生産は1～3月期に前期比年率▲2.2%の大幅減産の後、4月も一段と落ち込むなど、4～6月期の出足も芳しくない。景気減速の動きはユーロ圏全域に広がっており、域内最大の経済大国ドイツでも、生産、輸出、受注、小売など幅広い統計で冷え込みが確認できる。欧州景気に

〈目次〉

1. 年明け以降の欧州景気に急ブレーキ
2. 悪天候やストなど一時的な要因も
3. 供給制約や昨年のユーロ高も下押しに
4. 景気後退の兆候は確認されない
5. 買い入れ終了に動き出すECB
6. 利上げ後の正常化の道筋
7. 政策金利の最終到達点は？
8. 政策対応の限界がいよいよ試される

(図表1) ユーロ圏の企業景況感と実質GDP成長率



(出所) IHS Markit、欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

今、何が起きているのだろうか。

2. 悪天候やストなど一時的な要因も

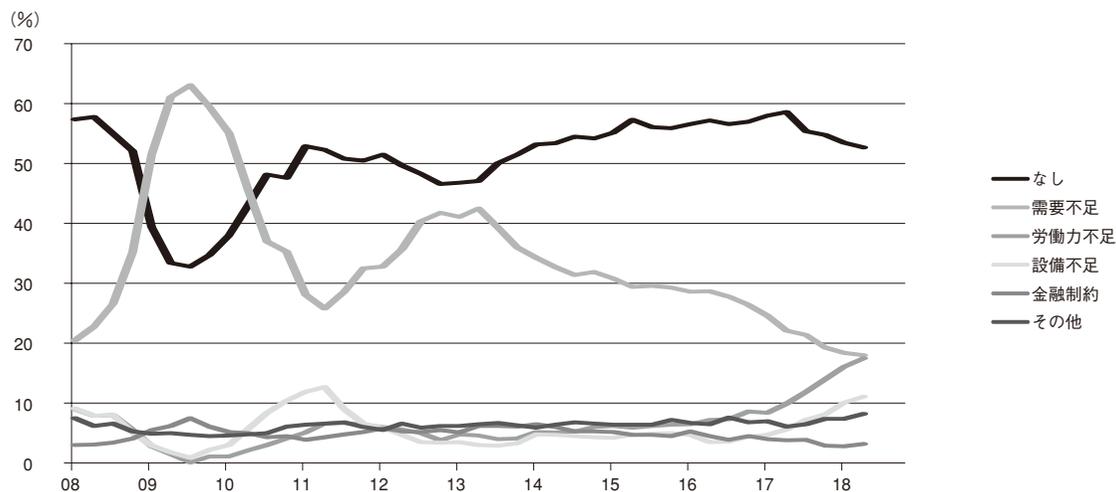
このところの欧州景気の減速の理由を説明する有力な見方として、天候不順やストの影響による一時的な下押しを重視するものがある。確かに2～3月にかけて欧州全域を寒波が襲い、例年に比べて降雪が多かった。建設活動の停滞や外出手控えが景気を下押しした面があったのは間違いなさそうだ。

また、ドイツでは賃上げや時短を巡って最大労組・金属産業労組 (IGメタル) の労使交渉が紛糾したことで、1～2月にかけて断続的にストが発生し、自動車生産などに影響が出た。3～4月には、サービス業統一労組

(ヴェルディ) もストに突入し、ドイツの主要都市で鉄道、地下鉄、バスなど公共交通機関が運休し、航空便の欠航も相次いだ。隣国フランスでも、2～3月にかけて大手航空会社の職員が賃上げを要求してスト入り。マクロン大統領による行財政改革に抵抗し、3月には教員や看護師など公務員が大規模ストを決行したほか、4～6月にはフランス国鉄 (SNCF) が同国史上最大規模となる合計36日に及ぶストを実施した。域内の二大国でストが相次いだことが、景気指標の軟化をもたらしたのも納得感がある。

急ブレーキが掛かっているようにみえるが、むしろ昨年後半にかけての成長率や景況感が出来すぎで、あくまで巡航速度に向けた減速に過ぎないとの説明も耳にする。確かに、企業景況感指数の多くは、昨年末から今年の

(図表 2) ユーロ圏の生産の抑制要因 (回答割合)



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

初めにかけて、史上最高水準を更新し続けてきた。モメンタム悪化後の業況感はどれも、高水準を維持している。

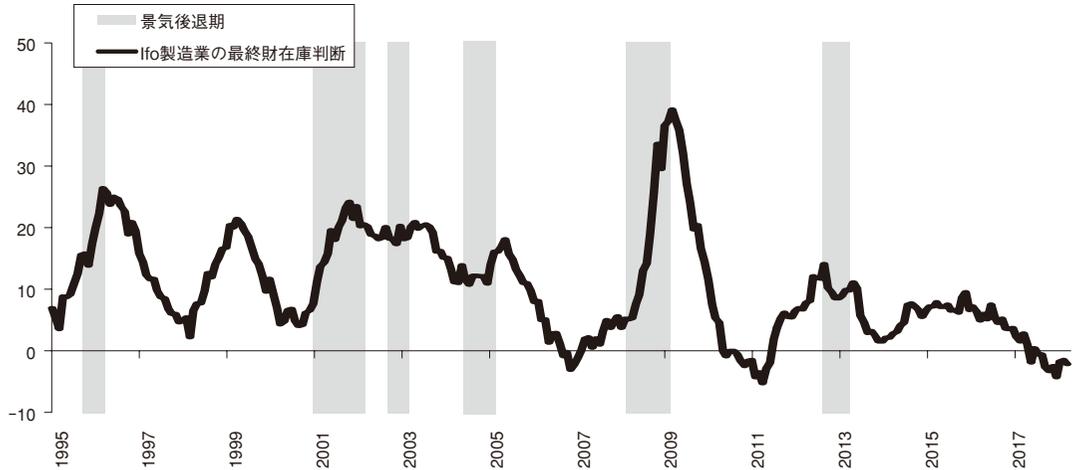
昨年後半は、世界経済が揃って回復局面にあり、欧州の政治リスクも一服、世界的な株高局面とも重なり、企業関係者の中で過度な楽観論が広がっていたとしても不思議ではない。欧州域外の暦要因も、こうした景気の振幅に影響を与えた可能性がある。今年の春節（中国の旧正月）休暇は2月15～21日だったのに対し、昨年は1月27日～2月2日と時期がずれていた。前年比で2桁増のペースで拡大していたユーロ圏の中国向け輸出は、2月に入って前年割れに転じている。これは中国景気の減速も然ることながら、春節が影響した面もあろう。

3. 供給制約や昨年のユーロ高も下押しに

景気拡大の長期化と潜在成長率を上回る高成長が続いてきたことで、一部の国で人手や設備の不足感が強まっており、供給制約が成長押し下げに働いた面もありそうだ。既に景気の減速が始まっていた4月中旬に集計された欧州委員会の最新の企業サーベイによれば、生産の抑制要因として「労働力不足」や「設備不足」を指摘する回答が一段と増えている（図表2）。

実際、ユーロ圏の設備稼働率は過去最高圏の85%に迫っている。高止まりが指摘されたユーロ圏の失業率も既に債務危機が始まる以前の水準に低下している。特にドイツの失業

(図表3) ドイツ製造業の在庫判断と景気後退期



(注) 景気後退は2期連続マイナス成長かそれに準ずる停滞
(出所) Ifo資料より第一生命経済研究所が作成

率は東西ドイツ統一後の最低水準を更新し続けており、労働需給の逼迫傾向が鮮明となっている。

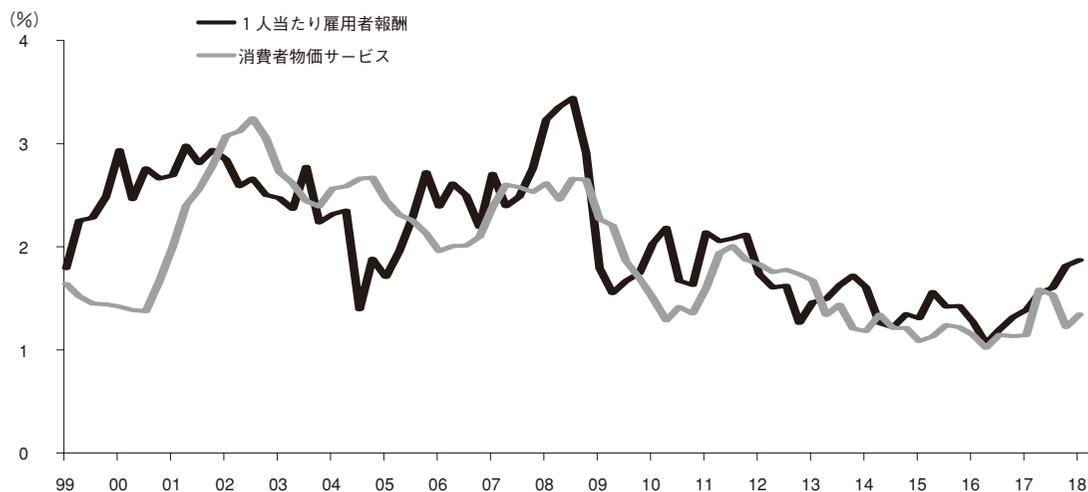
昨年に入ってからユーロ相場の本調子の上昇が、域内企業の輸出競争力を徐々に殺ぎ始めている可能性もある。欧州中央銀行(ECB)が大規模な資産買入れ策を開始した2015年以降、ユーロ相場は低位で安定していた。だが、2017年に入ってECBが買入れ規模の縮小を開始したことを受け、市場参加者の間でやや前のめりで緩和縮小観測が広がっていた。加えて、ユーロの上昇抑制要因となってきた欧州の政治リスクへの警戒が、昨年4・5月のフランス大統領選をきっかけに大きく後退し、ユーロ高に弾みがついた。昨年のユーロ高反転の影響が年明け以降の景気減速に遅れて顕在化した可能性がある。

4. 景気後退の兆候は確認されない

このように年明け以降の欧州景気の減速は様々な要因が重なったものと考えられ、このまま景気が後退局面入りするシグナルは今のところみられない。ドイツの製造業の在庫判断は減速が始まった以降も、ネットの在庫過剰感がマイナス圏にあり(在庫が「過小」と回答する割合が「過剰」と回答する割合を上回っている)、在庫の積み上がりは確認されない(図表3)。過去の景気後退局面では、需要減少に伴い在庫の過剰感が高まっていたのは対照的だ。

企業の採用意欲は引き続き旺盛で、業況悪化後も内需周りの指標は底堅い推移を続けて

(図表4) ユーロ圏の賃金と物価の推移 (前年比)



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

いる。労働需給の逼迫と好調な企業業績を背景に、今年に入ってからの労使交渉では高めの賃上げ妥結が相次いでいる。マクロ統計ではまだ緩やかながら、賃金上昇の動きが徐々に広がってきている(図表4)。こうした良好な雇用・所得環境が、今後も個人消費を支えよう。

社債の発行環境悪化など一部で引き締まりの兆候もみられるが、金融環境も全般に緩和的な状況が続いている。3月中旬から4月初旬を調査期間とするユーロ圏の最新の銀行貸出調査によれば、企業向け・家計向けともに融資基準を緩和する銀行が増えている。

景気減速懸念やイタリアの政局不安、さらにはECBの利上げ時期が後ずれするとの観測から、ここにきてユーロ安が進んでおり、世界景気の回復継続と相俟って、来年以降の

景気押し上げに遅れて効いてくることも期待できそうだ。

とは言え、懸念材料もある。企業マインドの落ち込みが長期化しており、そろそろ実際の企業活動への影響が懸念される段階に入ってきている。減速が始まった理由が天候要因や暦要因など一時的なものであったとしても、楽観的な見通しに基づく生産計画や販売計画が現実的なものに修正される過程で、景気にブレーキが掛かることは避けられない。こうした微妙なタイミングで、米欧間で貿易摩擦への緊張が高まっている点には注意が必要となろう。米国は既にEUから輸入する鉄鋼とアルミニウムに10%の上乗せ関税を発動した。EU側も米国からの輸入品に報復関税を課すことで対抗。米国側は自動車などに上乗せ関税の対象を拡大することも示唆してい

る。主力の輸出製品を抱えるドイツの業況判断が一段と冷え込む恐れがある。

■ 5. 買い入れ終了に動き出す ECB

ECBも最近の経済指標の軟化が一時的な要因や供給制約によるものであると判断しており、先行きの景気回復と物価安定に自信を深めつつある。6月14日の理事会では、10月以降の資産買い入れを現在の月額300億ユーロから150億ユーロに減額したうえで、12月末に新規の買い入れを終了する方針を決定した。但し、このところの景気指標の軟化、金融市場の動揺、貿易戦争の脅威など不確実性が高まっていることを背景に、今後の経済データ次第で買い入れ終了を再考する余地も残している。

ECBは今回資産買い入れの終了を決定した背景を、中期的な安定目標達成に向けた物価の持続的な調整が前進していると説明した。その判断材料として、①物価が中期的な目標に向かって収斂していること (convergence)、②その確信が高まっていること (confidence)、③それが自律的なものであること (resilience) 一を挙げている。

新規の買い入れ終了後も当面は満期償還を迎えた保有国債の再投資をすることで、バランスシートの規模を維持する方針を示唆している。今後の利上げ方針については、少なくとも2019年の夏中 (at least through the

summer of 2019) は政策金利を現状水準に据え置く方針を発表し、今後の物価動向次第で利上げ時期をさらに先送りする可能性も示唆している。

2019年の理事会は、1月24日、3月7日、4月10日、6月6日、7月25日、9月12日、10月24日、12月12日の8回。9月12日が「夏」に含まれるのかどうか、ECBは曖昧な返答に終始しているが、利上げ開始は最短でも来年9月以降となる。

■ 6. 利上げ後の正常化の道筋

来年後半に利上げを開始するとして、その後の政策金利の正常化に向けたECBの具体的な方針は今のところ明らかにされていない。利上げ開始後にどの位のペースでどの程度の水準まで政策金利を引き上げるかは、経済や物価を取り巻く環境次第だが、今後も順調な景気拡大と抑制気味のインフレ環境が続くことを前提にすれば、従来よりもゆっくりとしたペースで利上げが行われると考えるのが自然だ。

まずは、過去の利上げ局面がどうだったかを確認しておこう。1999年にユーロ圏が発足して以来、ECBが利上げした局面はこれまで3回しかない。

1999～2000年の利上げ局面では、336日の利上げ期間中に政策金利が累計2.25%ポイント引き上げられた。利上げ幅は0.50%ポイントが2回と0.25%ポイントが5回、四半期当

たりの平均利上げ幅が0.61%ポイント、次の利上げまでの平均インターバルが56日と、かなり急ピッチな利上げだった。

2回目となる2005～08年の利上げ局面では、946日の利上げ期間中に累計2.25%ポイント政策金利が引き上げられ、四半期当たりの平均利上げ幅が0.22%ポイント、平均インターバルが118日と、1999～2000年に比べてゆっくりとした利上げペースだった。ただ、2008年7月の最終利上げまでに1年余りの休止期間があり、最終利上げを除くと554日間に累計2.00%ポイントの利上げ、平均の利上げ幅は0.33%ポイント／四半期、平均インターバルが79日だった。

3回目となる2011年の利上げ局面は、インフレ警戒で利上げを開始した後、欧州債務危機の深刻化を受けて、就任直後のドラギ総裁が早々に利下げに転換した。

ECBの金融政策は、主要政策金利を中心に、上限の限界貸出ファシリティ金利と下限の預金ファシリティ金利の間に、無担保翌日物平均金利（EONIA）を誘導する形で行われる。通常は中心レートを挟んで上下対称に各1%ポイントの金利差が設定され（上下限金利の幅をコリドーと呼ぶ）、3本の政策金利は平行移動する。ただ、今回の利下げ局面では主要政策金利がゼロに達した段階で更なる利下げが困難となったため、預金ファシリティ金利のマイナス幅を広げる形で利下げを続けてきた。

現在、預金ファシリティ金利が▲0.40%、

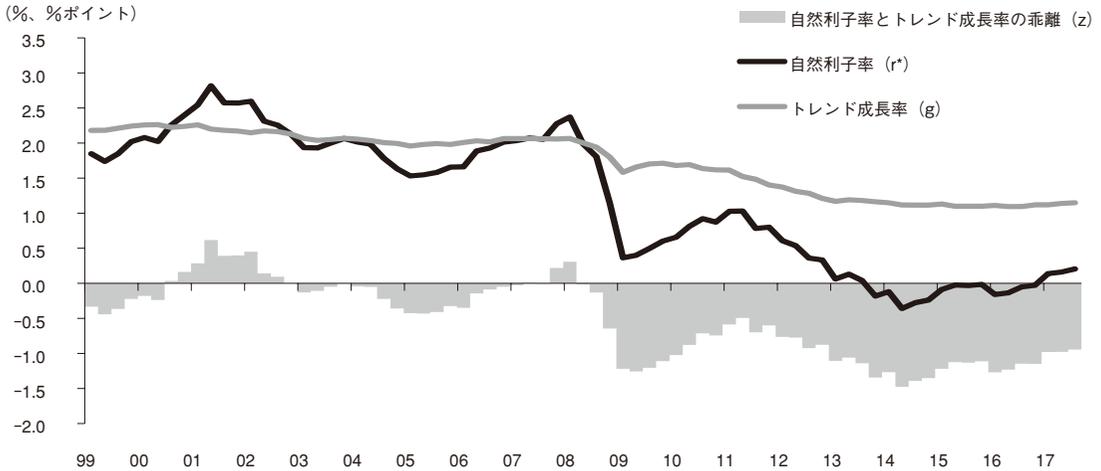
主要政策金利がゼロ%、限界貸出ファシリティ金利が0.25%にある。慎重な利上げに着手するのであれば、例えば預金ファシリティ金利を初回利上げで▲0.25%に引き上げ（0.15%ポイントの利上げ）、その後は0.25%ポイント刻みで利上げをすることが考えられよう。この場合、初回利上げから7回目の利上げで、主要政策金利が今回の利下げ開始時点の1.50%に復帰、コリドーは平時の2.00%ポイントよりやや狭いが、1.50%ポイントまで拡大する。

■ 7. 政策金利の最終到達点は？

では、金利正常化の終着点（ターミナル・レート）はどの辺りにあると考えたらよいか。主要政策金利の過去の推移をみると、2008～09年の世界的な金融危機後に一旦の利下げ打ち止め水準となった1.00%、今次利下げ局面の始点の金利水準である1.50%、2003～06年の安定期の2.00%が一旦の到達目標の目安となりそうだ。

次に自然利子率との関係で政策金利の上限を検討する。自然利子率は一般に経済のトレンド成長率に近似することが知られているが、2008～09年の金融危機後にこの関係が崩れている（図表5）。Holston, Laubach & Williams (2016) がユーロ圏について行った分析によれば、危機前に両者の平均乖離幅が▲0.1%ポイントだったのに対して、危機後の平均では▲1.0%ポイントに広がっている。

(図表5) ユーロ圏のトレンド成長率と自然利子率



(出所) Holston, Laubach & Williams (2016) より第一生命経済研究所が作成

(図表6) ユーロ圏の主要政策金利の最終到達点の試算 (%)

		【トレンド成長率=1.1%】		
		その他の決定要素 (z)		
		-1.0	-0.5	-0.1
インフレ率	1.5	1.6	2.1	2.5
	1.7	1.8	2.3	2.7
	1.9	2.0	2.5	2.9

		【トレンド成長率=1.3%】		
		その他の決定要素 (z)		
		-1.0	-0.5	-0.1
インフレ率	1.5	1.8	2.3	2.7
	1.7	2.0	2.5	2.9
	1.9	2.2	2.7	3.1

(出所) Holston, Laubach & Williams (2016) より第一生命経済研究所が作成

そこで、ユーロ圏のトレンド成長率、長期的なインフレ率、自然利子率とトレンド成長率の乖離の各変数の想定によって、主要政策金利の終着点がどのように変化するかを計算してみた。

ユーロ圏のトレンド成長率はHolston, Laubach & Williams (2016) の推定に基づく1.1%と、欧州債務危機克服時の構造改革の成果などで1.3%にやや上方シフトする2パターンを想定する。インフレ率はECBの

予測専門家調査の中期見通しから、1.5～1.9%のレンジ内の3つのケース（1.5%、1.7%、1.9%）を考える。自然利子率とトレンド成長率の乖離（以下、金利と成長の乖離）は、①危機後の平均（▲1.0%ポイント）、②危機前の平均（▲0.1%ポイント）、③危機後の平均の半分（▲0.5%ポイント）の3パターンの前提を置いた。

潜在成長率の上方シフトがなく、中期的なインフレ率が1.5%のレンジ下限にとどまり、金利と成長の乖離が危機後の平均水準にとどまる場合、中期的に予想される政策金利の到達点は1.6%となる（図表6）。インフレ率がECBの掲げる中期的な物価安定（2%をやや下回る）に近づく場合、政策金利の到達点は2.0%に上昇する。金利と成長の乖離が危機後の半分程度に縮まると、政策金利の到達点は2.5%に達する。同じ前提で潜在成長率が1.3%に上方シフトすると、政策金利の到達点は2.7%となる。

■ 8. 政策対応の限界がいよいよ試される

以上を踏まえて、今後のECBの政策正常化の行方をどうみるか。

年内の買い入れ終了を決断したECBは、資産買い入れが今後も金融政策手段の1つであり続けることを示唆している。ただ、現実には、買い入れ策が様々な技術的な限界に近づいており、買い入れの枠組みを抜本的に見直

さない限り、買い入れを継続することは難しい。今回の買い入れ終了の決断にも、そうした判断が作用した可能性を指摘する声もある。米国の例では、新規の買い入れ終了から初回利上げまで14ヶ月、初回利上げから再投資停止（バランス・シート縮小開始）まで22ヶ月を要した。英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、ゼロ%近くを下限とする政策金利が1.50%に達するまで再投資を継続する（バランス・シートを維持する）方針を示唆している。保有資産の満期構成を考えれば、再投資の停止からバランスシートの縮小が進むにはさらに数年単位の時間が掛かる。

そもそも、来年後半に利上げを開始すること自体が簡単なことではない。ECBは最新のスタッフ見通しで、食料とエネルギーを除くユーロ圏の消費者物価が2018年の+1.1%から、2019年に+1.6%、2020年に+1.9%に加速する姿を描いている。だが、足元のコア物価の足踏みを考えると、その達成は容易でなさそうだ。物価見通しの下方修正を余儀なくされるなかで、利上げ開始を正当化するのは困難だ。

過去の利上げ局面と比べて緩やかな、例えば「半年に1回0.25%ポイント刻み」の利上げを続ける場合、来年後半に初回利上げを開始したとして、主要政策金利が1.50%に到達するのは2022年後半となる。その後も同ペースを維持すると、2.00%への到達が2023年後半、2.75%への到達には2025年前半まで掛か

る計算となる。既にユーロ圏の景気拡大は6年目に突入しており、さらに向こう7年も景気拡大が続くと考えるのは、なかなか難しい。

こうしてみると、金融政策の正常化が十分に進んでいない段階で、ユーロ圏は次の景気後退局面に見舞われる可能性が高い。その際に、資産買い入れ策の再拡充余地も、金利の引き下げ余地も十分でない恐れがある。いよいよECBの政策対応の限界が試されることになりそうだ。

〔参考文献〕

Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams (2016). “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”, Finance and Economics Discussion Series 2016 – 073. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System

