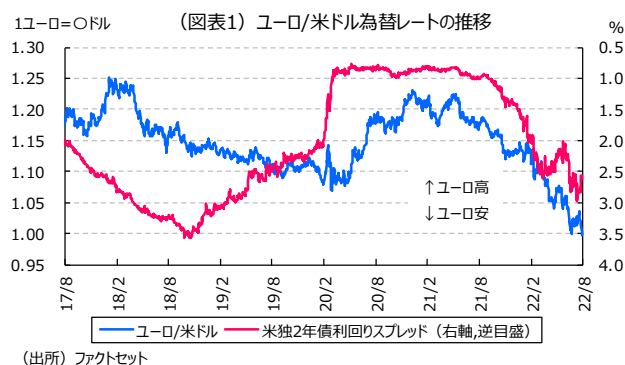


進むユーロ安と欧州景気への影響

経済調査部 エコノミスト 前田 和孝

1. 約 20 年ぶりのパリティ割れ

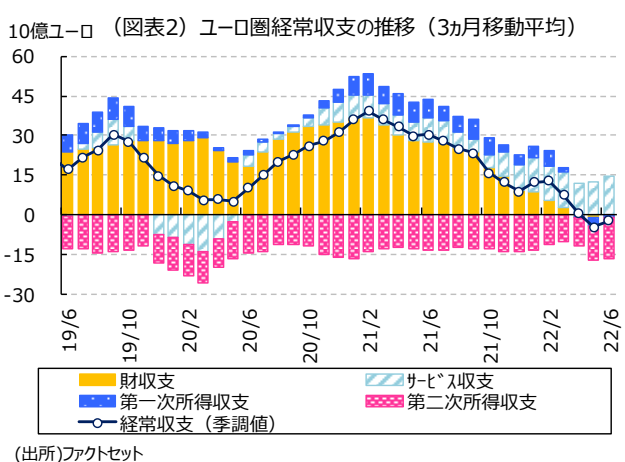
ユーロ/米ドル相場は、7月に約20年ぶりにパリティ（1ユーロ＝1ドル）を下回った（図表1）。ドイツなどのユーロ圏主要国と米国の金利差が拡大したことや、ユーロ圏の経常収支が赤字に転じたことなどがユーロの押し下げ要因となった。その後、ユーロはいったん下げ止まったものの、欧州景気の悪化懸念などから8月22日には再びパリティを下回った。



これまで利上げに対して慎重な姿勢を続けてきた ECB（欧州中央銀行）が、7月の政策理事会で主要政策金利を0.5%引き上げたことで、FRB（米連邦準備制度理事会）と ECB の金融政策の方向性の違いは解消した。目先に関しては、ユーロ圏、米国ともにインフレ率の高い伸びが続くと見込まれる。年内の会合は FRB、ECB どちらもあと3回あるが、市場ではいずれも計1%程度の利上げを行なうと予想されており、ユーロ圏主要国と米国の金利差の縮小余地は小さいとみられる。

2. 経常収支の悪化トレンドが当面は続く

経常収支の悪化トレンドは今後もしばらく続く可能性が高い。ユーロ圏の経常収支（季調済）を3ヵ月移動平均で見ると、6月は23.2億ユーロのマイナスとなった（図表2）。内訳を見ると、財収支が赤字となった影響が大きい。ユーロ圏は資源の輸入依存度が米国などと比べて高い。財収支は、資源価格の上昇に伴う輸入金額の増加で、2021年2月をピークに黒字幅が縮小傾向をたどり、2022年4月には約11年ぶりに赤字に転落した。



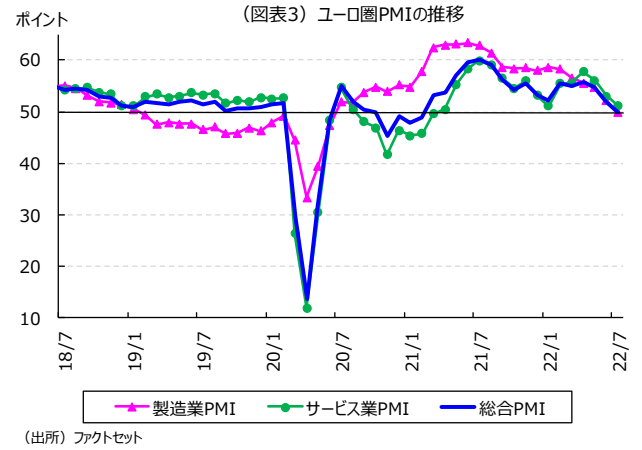
ロシアは現在、ノルド・ストリーム1を通じた欧州向けの天然ガス供給を輸送能力の約20%まで減らしている。表向きはタービンの不具合が理由としているが、実際には欧米諸国の経済制裁に対する報復の可能性が高く、天然ガス価格はロシアからの供給不安もあって再び高騰している。ユーロ圏加盟国は、ガス使用量の削減や、その他のエネルギーへの切り替えといった対策を進めているが、再生可能エネルギーによる電力供給は自然環境に左右される。また、すでにロシア産の使用を制限されている化石燃料のロシア産以外の調達が増えれば、世界的な需給ひっ迫を招き、これらの発電燃料の価格上昇につながる恐れがある。輸入金額の増加に伴う経常収支の悪化トレンドは当面の間続き、実需によるドル買い・ユーロ売りがユーロ/米ドル相場を下押しすることが想定される。

3. ユーロ圏景気の後退リスクが高まる

景気動向を見ると、米国では、2022 年 4－6 月期の実質 GDP が 2 四半期連続の前期比年率マイナスとなり、景気後退局面入りの可能性が高まっている。

一方で、4－6 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比 +0.6%と、オミクロン株の感染拡大に伴う行動制限措置が緩和されたことや、南欧諸国を中心に観光需要が増加したことなどから、5 四半期連続のプラスとなった。もっとも、GDP 成長率と連動性が高い 7 月のユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）は 49.9 と、好不況の境目となる 50 を 2021 年 2 月ぶりに下回った（図表 3）。物価高に伴う需要の減少懸念から先行きの事業環境の不透明感が高まっており、製造業、サービス業のいずれも景況感が悪化している。

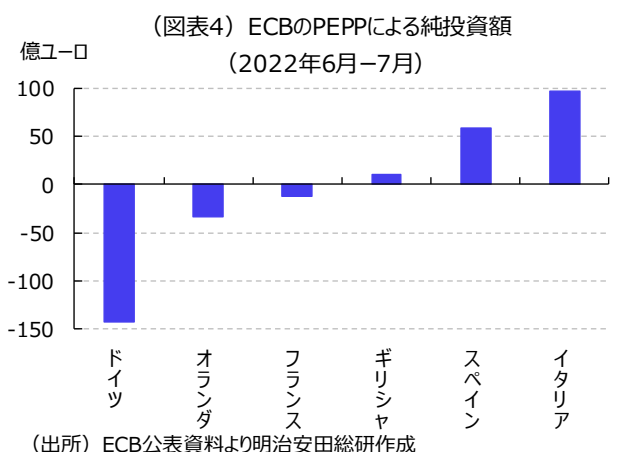
今後は、ロシアに絡んだエネルギー供給不安に伴う電力不足の懸念が企業の生産や設備投資の下押し圧力になるほか、天然ガス価格の高止まりを背景とする物価高により、個人消費も停滞気味の推移が見込まれる。米国の景気失速で外需も減速、ユーロ圏景気も後退局面入りするリスクが高まっている。



4. イタリアの政治不安もユーロの重石に

イタリアで政治的緊張が高まっていることも懸念材料である。6 月には、ウクライナへの武器供与を行なう政府方針に対して、与党の一角を担う「五つ星運動」内で反対の声が上がった。その後、同党と政府の対立が深まり、同党は政府の物価高対策法案における採決を拒否、ドラギ首相は、政権運営が困難になったとしてマッタレッラ大統領に辞表を提出した。マッタレッラ大統領が慰留し、ドラギ首相は一時続投に意欲を見せていたものの、続く上院で行なわれた信任投票で「五つ星運動」以外にも「フォルツァ・イタリア」など 3 与党が投票を棄権したことから、7 月 21 日に改めて辞任を表明した。これが受理され、9 月 25 日に前倒しで総選挙が行なわれることが決まった。

こうした政治不安を織り込む形でイタリア金利が上昇し、資金調達難を招くリスクが高まりつつある。ECB は 7 月の政策理事会で、金利が急上昇することで各国が資金調達難に陥らないよう、従来の PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）における再投資の期間や資産クラス、対象国の調整に加えて、新たに TPI（伝達保護措置）を導入した。2022 年 6－7 月の PEPP による純投資額を見ると、イタリアの資産を大きく買い越す一方、比較的財政状況が健全なドイツやオランダの資産を売り越すなど、ECB はすでに対応を進めている（図表 4）。



もっとも、総選挙に関する世論調査では、右派政党「イタリアの同胞」が、現段階で支持率トップとなっている。EU 懐疑派である同党のメローニ党首が首相となった場合には、復興基金の受け取りや、そのために必要となる税制改革などを巡って EU との対立が表面化することもあると考えられる。こうした混乱からイタリア金利が急上昇すれば、PEPP だけの対応が困難となり、ECB に対して TPI による資産買入れを求める声が高まることが予想される。ただ、TPI による資産買入れが行なわれるためには、EU の財政フレームワークの順守、健全かつ持続可能

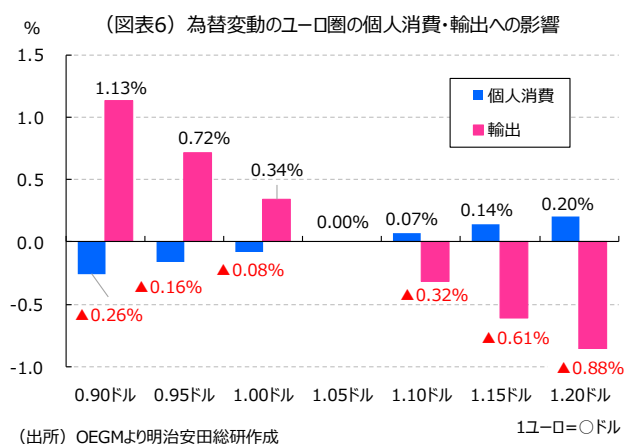
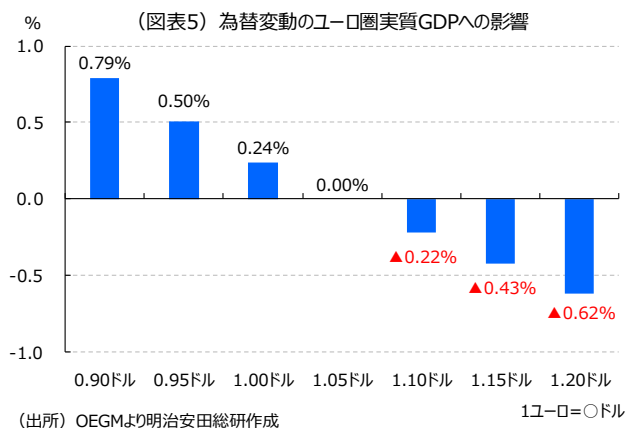
なマクロ経済政策の実施などの条件をクリアする必要がある。最終的な実施の決定は理事会の裁量となるが、条件を巡ってメンバー間で意見の対立が見られる場合には、金利上昇に拍車がかかるリスクがある。選挙結果次第では、さらなる財政状況の悪化や政情不安を招くことから、今後のユーロの重石となる可能性が高い。

5. ユーロ安でも欧州景気は悪化傾向が続く可能性

こうした状況を考えれば、ユーロ/米ドル相場は、今後も低位で推移するとみている。この場合、ユーロ安が物価高に拍車をかけることで、欧州景気の悪化懸念が高まる可能性がある。ただ、当研究所の経済モデル（OEGM）からは、ユーロ安が GDP に与える影響はプラスとの試算結果が得られる。2022 年の年間の為替レートが 1.05 ドルで推移する場合をベースラインシナリオとし、為替相場が変動した際の GDP への影響を見ると、年間を通じて 1.00 ドルが続く場合、GDP は+0.24%、0.90 ドルの場合は+0.79%押し上げられる（図表 5）。

また、輸出と個人消費に与える影響に分けて試算すると、為替レートが 1.00 ドルで推移した場合、輸出は+0.34%、0.90 ドルの場合は+1.13%押し上げられる（図表 6）。一方、個人消費への影響を見ると、1.00 ドルの場合は▲0.08%、0.90 ドルの場合は▲0.26%押し下げられる。

したがって、ユーロ安は基本的には欧州景気に対してプラスの影響を与えると考えるが、エネルギー不足のほか、供給制約がその効果を相殺する可能性もある。ドイツ機械工業連盟（VDMA）の 6 月のアンケート調査では、500 を超える対象企業のうち、9 割近くがサプライチェーンの目詰まりに「非常に直面している」、「それなりに直面している」と回答している。また、ウクライナ情勢が膠着状態に陥っていることも生産や輸出の足枷となっている。ユーロ圏加盟国にとって、ウクライナは鉄鋼や、半導体製造に使用されるネオンガス、自動車部品のワイヤーハーネスなどの主要供給元である。そうした影響から、6 月の EU の新車登録台数は前年比▲15.4%と、3 月以降、二桁のマイナスが続いている。一部の品目では、他国への生産移管が進んでいるものの、安定的に調達ができるまでにはしばらく時間がかかりそうである。こうした外部要因を踏まえると、今後、ユーロ安が進んだとしても、欧州景気を下支えする程度にとどまると予想する。



※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411