情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏の経済は回復に転じるのか？

～脆弱な金融機能と多額の債務が制約に～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、一部に経済回復に向けた兆候も現れている。しかしながら、主要国はそれぞれに課題を抱え、なかでも脆弱な金融機能や官民双方の多額の債務は経済回復には重い制約となることから、ユーロ圏の経済は当面は底打ちを探る弱い展開が続く可能性が高い。

はじめに

ユーロ圏では、8 月に発表された 2013 年第 2 四半期（4～6 月期）の実質 GDP 成長率が前期比でプラスの 0.3%となり、ようやく 7 四半期ぶりにマイナス成長から脱した（図表 1）。また、その後も景況感指数が改善を示すなど、経済の先行きには明るい兆候が現れつつある（図表 2）。

こうしたなか、果たしてユーロ圏の経済は最悪期を脱し、今後は回復方向に転じると考えてよいのだろうか。

一方で、ユーロ圏における足元の諸環境を振り返れば、例えば次のように経済回復にとっては厳しい状況が続いている。

財政改革については、5 月には欧州委員会がフランスやオランダを含む 6 ヶ国に対し財政赤字目標達成期限の 1～2 年間の延期を認める措置をとったものの、この期間中にも緊縮財政は継続し、引続き内需の抑制要因となること。

経済の構造改革については、その効果が現れるまでには時間を要すること。

域内の金融機能は、依然として脆弱と考えられること。

これらを考慮すれば、ユーロ圏では引続き経済回復の足取りは鈍く、実体経済が底を打ち反転するまでには時間を要する可能性が高い。ただし、各国の経済情勢は一様ではなく、個々の国々に対する注意深い目配りが必要と考えられる。

本稿では、ユーロ圏における経済規模上位 5 ヶ国であるドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダを取り上げ、また適宜、域外の英国を参照しつつ、経済の実態を検証するとともに、その回復の可能性について考察するものである。

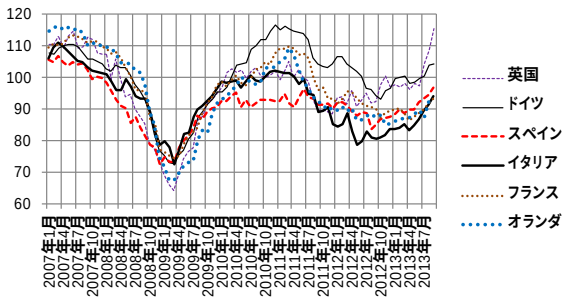
図表1　実質GDP成長率

（単位：%）

		2012年 第3四半期	2012年 第4四半期	2013年 第1四半期	2013年 第2四半期
ドイツ (20.5%)	前期比	0.2	▲ 0.5	0.0	0.7
	前年同期比	0.9	0.3	▲ 0.3	0.5
フランス (15.7%)	前期比	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5
	前年同期比	0.0	▲ 0.3	▲ 0.5	0.4
イタリア (12.1%)	前期比	▲ 0.4	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.3
	前年同期比	▲ 2.8	▲ 3.0	▲ 2.5	▲ 2.2
スペイン (8.2%)	前期比	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1
	前年同期比	▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 1.6
オランダ (4.7%)	前期比	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.1
	前年同期比	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.7
ユーロ圏	前期比	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.3
	前年同期比	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 0.6
英国 (14.7%)	前期比	0.6	▲ 0.3	0.4	0.7
	前年同期比	0.0	▲ 0.2	0.2	1.3
EU	前期比	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3
	前年同期比	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.2

（資料）Eurostat発表のThird Estimateから農中総研作成。
（注）国名に付記した（）内の%は、EU内でのGDPシェア（2012年、IMFによる）。

図表2　企業景況感指数（欧州委員会）



（資料）　Bloomberg のデータから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

各国の多様な経済情勢

主要な経済指標（図表 3～7）の動向からは、特にユーロ圏の危機が本格化した 10 年以降、各国間で経済情勢の格差が拡大し、現在もその傾向が継続していることがわかる。それぞれの国の主な特徴としては、次の点を上げることができる。

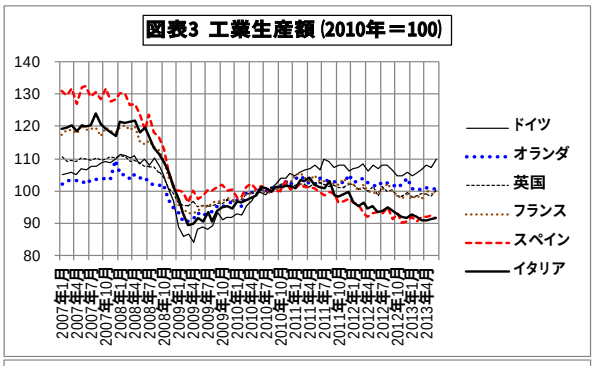
まず、ドイツについては工業生産額の回復が生じており、輸出主導での経済回復が明らかになりつつある。一方で、小売売上高は最近になり増加が見られるものの、必ずしも力強さを伴ってはいない。

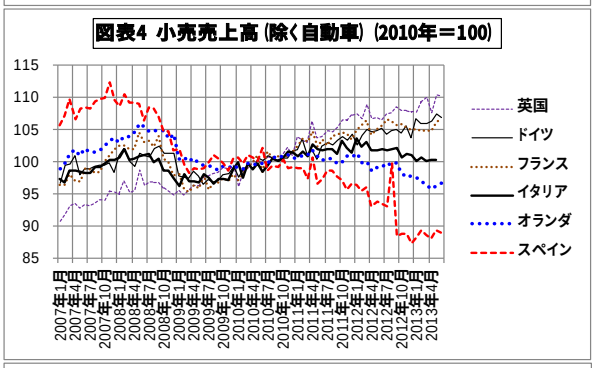
フランスはこれとは対照的であり、小売売上高の回復傾向に対して工業生産額や輸出額は停滞しており、経常収支赤字も定着している。また、失業率も 11%近辺の高い水準に達している。

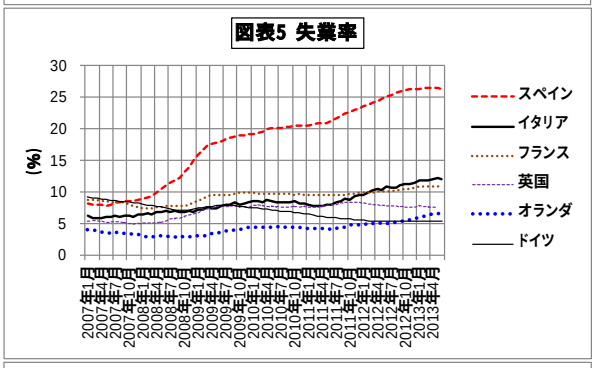
内需主導という点でフランスに類似しているのは、英国である。同国は比較対象の 6 ヶ国中で最も実質 GDP 成長率の回復が鮮明になっているが、小売売上高の伸びがその主要な要因として働いている。

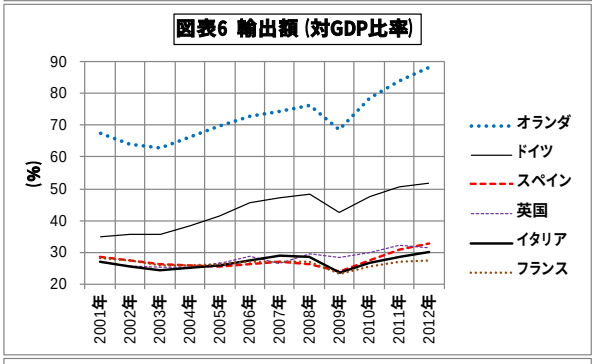
イタリアやスペインで特に注目される点は輸出の増加傾向であるが、これは、フランス等に先行した労働市場改革の成果とみられる。経常収支も改善を示しており、最近の国債利回り安定の一要因ともなっている。一方で、失業率は依然としてスペインで極めて高い水準にあるほかイタリアにおいても上昇傾向にあり、これに対応する形で小売売上高の低迷が生じている。

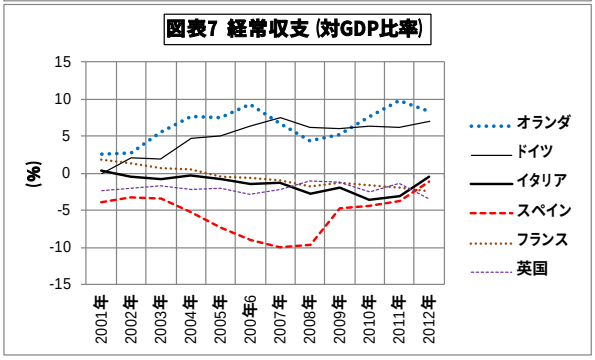
オランダでは輸出額が伸張し経常収支黒字を確保する一方で、住宅価格下落の影響を受け(注)小売売上高が不冴な動きを示している。失業率も依然相対的には低位にあるとは言え、最近では上昇傾向を強めている。











（資料） 図表 3～5 は Eurostat、図表 6 は IMF のデータから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

銀行、企業、家計を取り巻く課題

一方、ユーロ圏について、金融機能や民間負債（図表 8～12）の観点からは、次の特徴とそれに伴う課題を指摘できる。

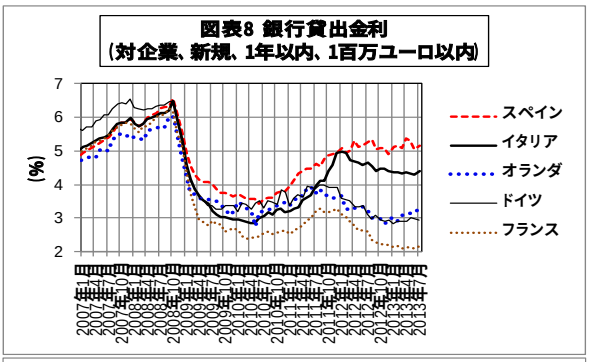
まず、ユーロ圏では一連の金融緩和政策にもかかわらず各国間での銀行貸出金利の格差は大きく、また銀行貸出残高の伸び率は極めて低位かつ低下傾向にある点が注目される。なかでも、スペインとイタリアでは、貸出金利の高止まりと貸出残高の減少傾向が顕著となっている。

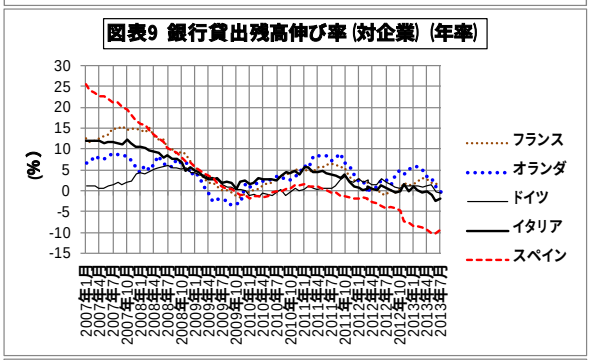
この主要な背景としては、財務の弱さやファンディング難を背景にした銀行のリスクテーク力の限界があるものと考えられる。実際に、最新のデータが 11 年と制約はあるものの、両国において銀行の負債比率が高水準にとどまっている点に問題の一端が示されている。

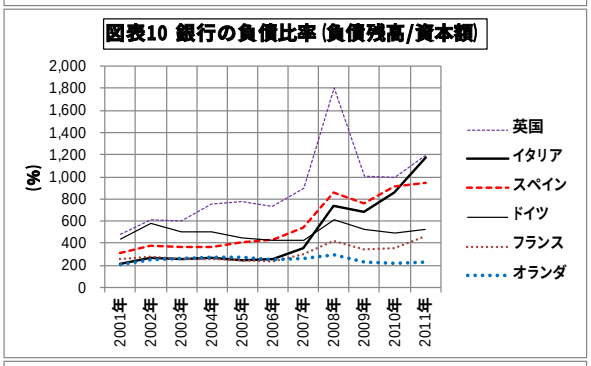
金融危機後に銀行や家計などの民間部門のバランスシートの改善を進めた米国に対し、強い市場の圧力の下でまず国家財政の改革に注力せざるを得なかったユーロ圏では、銀行改革は根本的な対応を先送りしてきた年来の課題となっている。この脆弱な金融機能は、経済回復には大きな重石となるものと考えられる。

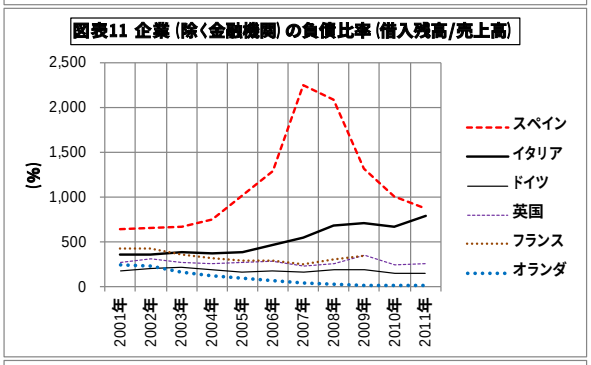
一方、同様にデータの制約があるが、負債比率は、企業についてもスペインやイタリアで特に高く、また家計については、住宅ローンの借入金利の全額を課税所得控除とする優遇税制を背景としたオランダの高さ(注)とともに、スペインでの高止まりが明らかとなっている。

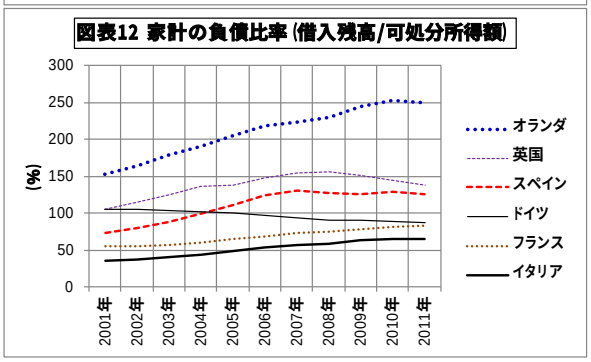
このように、ユーロ圏では銀行とともに企業や家計のバランスシートの改善も課題として残されている点に注意が必要であり、その改善を図る過程では内需の抑制効果が継続するものと考えられる。











（資料） 図表 8･9 は ECB、図表 10～12 は Eurostat のデータから農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

まとめ

一方で、ユーロ圏で優先して取り組んできた国家財政についてもその改革は道半ばである（図表 13・14）。12 年までに単年度の財政赤字を GDP の 3%以内に抑え、かつ債務残高の上昇にも歯止めをかけることができたのはドイツのみである。なかでもスペインにおいて改革が進んでおらず、またイタリアで特に債務残高の高止まり傾向が現れている。

以上の経済情勢や金融機能、債務の状況を踏まえれば、ユーロ圏経済の先行きに関して次の懸念点が指摘できる。

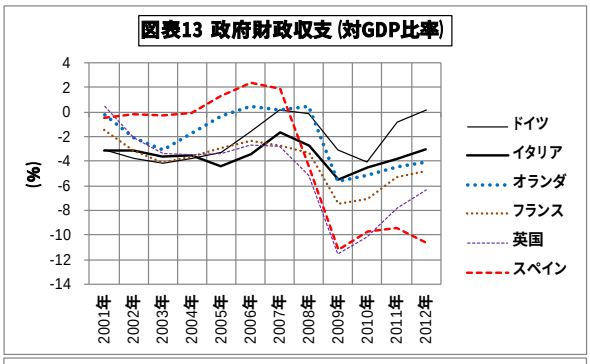
① 金融機能の回復が重い課題となっている。銀行監督の一元化に合わせ導入される新たな統一ストレステストにより、金融機能の発揮を阻害する問題点が個別に洗い出され、適切な対応がなされることが期待されているが、これが銀行のバランスシートの縮小を加速させ、経済回復を遅延させる可能性もある。（特にスペイン、イタリアについて）

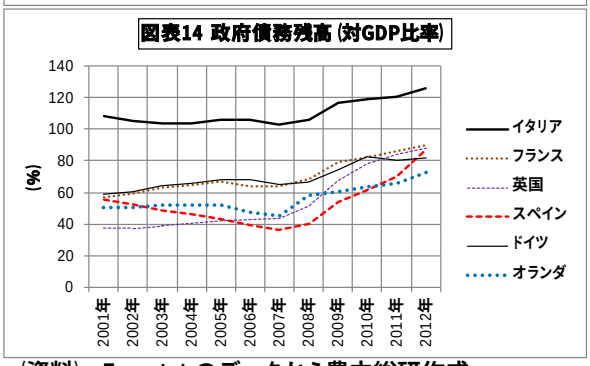
② 多くの国々では当面のところ公的部門や民間部門でのデ・レバレッジが継続することになる。特に、これらが同時進行する国々では内需の抑制効果が増幅される可能性がある。(特にスペイン、イタリア、オランダについて)

このほか、スペインやイタリアでは高い失業率も内需の抑制要因である。また、フランスにおいては経済の構造改革の遅れが生じており、持続的な経済回復への復帰には時間を要するものと考えられる。全般的に経済情勢が良好なドイツとしても、外需依存の傾向が強いことから、その経済回復は米国や新興国の経済情勢等に左右されるという制約を有している。

一方、ユーロ圏では改革疲れ、支援疲れの中での政治面の混乱も懸念材料である。例えばドイツで 9 月に実施された下院選挙では、4 月に結成されたばかりの反ユーロ政党である「ドイツのための選択肢」（AfD）が事前予想を上回る支持を得た。これを受け、メルケル首相は自国の納税者重視の姿勢を堅持するよう迫られるものとみられるが、ユーロ圏の危機対策について政治調整に遅れが生じた場合には、将来見通しを不透明化させ消費や投資を手控えさせる要因となり得る。

以上のとおり依然として様々な課題が残されている状況を考慮に入れれば、ユーロ圏の実体経済は、全体として回復方向に転じつつあると判断するのは時期尚早であり、当面のところはダウンサイドリスクを伴いつつ、底打ちを探る弱い展開が続く可能性が高いものと考えられる。（2013 年 10 月 23 日現在）





（資料） Eurostat のデータから農中総研作成。

(注) 山口勝義「不動産価格の下落とオランダ経済～住宅ローン残高の大きさが価格下落の影響を増幅～」（『金融市場』13 年 10 月号）を参照されたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます