

## 引続き緩慢が見込まれるユーロ圏の景気回復の足取り

### ～限られた改善傾向と依然続く下振れリスク～

山口 勝義

#### 要旨

内需が停滞するユーロ圏では、景気回復に向けた足取りは力強さを欠くものとなっている。米国経済の強い回復や新興国経済の持続的な成長などがない限り、ユーロ圏では下振れリスクを伴いつつ景気回復のペースは引続き緩慢なものにとどまると考えられる。

#### はじめに

ユーロ圏では2013年10～12月期の実質GDP成長率は前期比プラス0.3%と、3四半期連続でのプラス成長となり、経済の復調の兆しが現れている。また、個別に見ても、経済規模上位4ヶ国について、ドイツのみならずフランス、イタリア、スペインの各国でも7～9月期に比べて成長率がやや強まっている(図表1)。

しかしながら、プラス成長ではあるとは言えその水準は低く、また内需は依然として停滞したまま主として外需依存の回復にとどまっている(図表2)。このため、世界的な景気見通しが不透明な現在の環境下では、ユーロ圏での今後にわたる景気回復の継続性は危うさを伴っているものと考えられる。

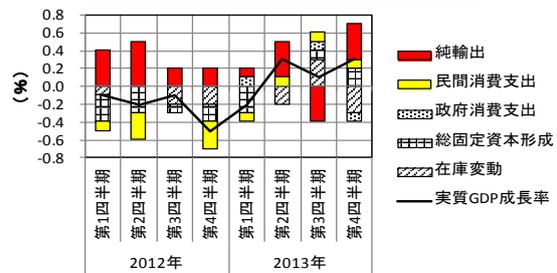
こうしたなか、欧州委員会は2月に発表した「経済見通し」でユーロ圏の14年の成長率見通しを昨年11月時点での1.1%から1.2%にわずかに引き上げたものの、不十分な改革やデフレーションの継続、脆弱な金融機能、新興国の波乱などをリスク要因として挙げ、景気回復の下振れリスクが引続き優勢であるとしている(注1)。また、国際通貨基金(IMF)は、同じく2月発表の20ヶ国・地域(G20)の財務相・中央銀行総裁会議向けレポート

図表1 実質GDP成長率

(単位:%)

		2013年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドイツ	前期比	0.0	0.7	0.3	0.4
	前年同期比	▲0.3	0.5	0.6	1.4
フランス	前期比	▲0.1	0.6	0.0	0.3
	前年同期比	▲0.4	0.5	0.3	0.8
イタリア	前期比	▲0.6	▲0.3	0.0	0.1
	前年同期比	▲2.6	▲2.3	▲1.9	▲0.8
スペイン	前期比	▲0.3	▲0.1	0.1	0.2
	前年同期比	▲1.9	▲1.6	▲1.2	▲0.2
ユーロ圏	前期比	▲0.2	0.3	0.1	0.3
	前年同期比	▲1.2	▲0.6	▲0.3	0.5
(参考)英国	前期比	0.4	0.7	0.8	0.7
	前年同期比	0.6	1.8	1.9	2.7
(参考)EU	前期比	▲0.1	0.4	0.3	0.4
	前年同期比	▲0.7	▲0.1	0.2	1.1

図表2 ユーロ圏実質GDP成長率(前期比) 寄与度内訳



(資料) 図表1、2はそれぞれEurostatのデータから農中総研作成。

トで、新興国市場の混乱やユーロ圏におけるデフレーションの継続の可能性を指摘しつつ、世界経済の回復力は依然として弱く、かつ著しい下向きのリスクが残されているとしている(注2)。

本稿は、最近改善傾向が認められる点、一方引続き困難な状況にある点をそれぞれ確認しつつ、ユーロ圏における景気回復の見通しを検討するものである。

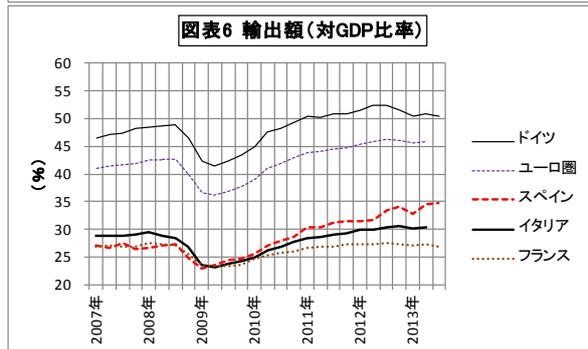
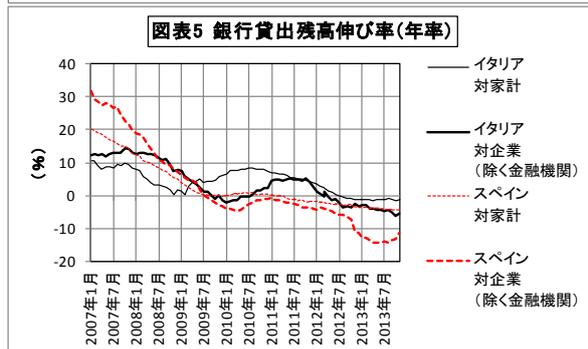
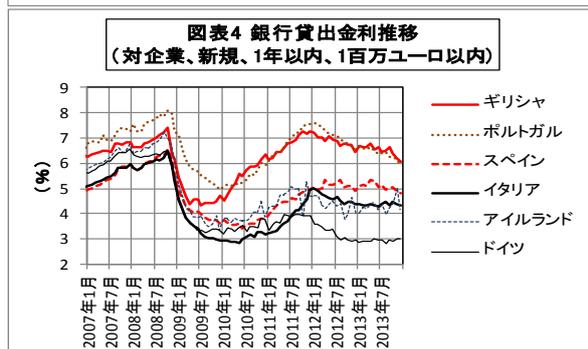
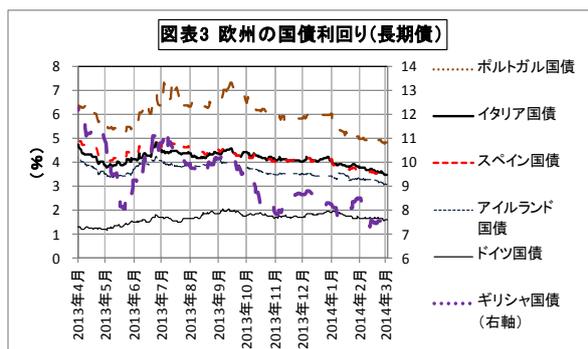
## 最近改善傾向が認められる点

ユーロ圏の金融市場は安定を取り戻し、財政悪化国の国債利回りは大幅に低下している(図表3)。この背景には特に12年以降に実施された欧州中央銀行(ECB)による無制限の国債購入策(OMT)の導入を含む広範な危機対策の他、財政悪化国の経常収支の改善や、世界的な金融緩和や新興国リスクの認識を通じた資金流入などがあるものと考えられる。例えばアイルランドは昨年12月の最後の融資実行を以って金融支援プログラムからの脱却を果たしたが、国債利回りの低下は財政改善の追い風となるものとみられる。

また、ECBによる一連の金融緩和政策にもかかわらずユーロ圏の財政悪化国で高止まりしていた銀行貸出金利や、低位横ばいあるいは低下傾向が続く貸出残高伸び率についても、若干ながらも最悪期を脱した兆候が現れてきている(図表4、5)。これには銀行の財務改善への取り組みやファンディング市場の落ち着き等が寄与しているものと考えられるが、ECB等により14年に実施される銀行の資産査定やストレステストを通じて、金融政策の波及経路の更なる機能改善が期待されている。また、従来から銀行による間接金融の比率が高い欧州ではあるが、スペイン等では企業による事業債の発行増加も合わせて報じられている(注3)。

一方、マクロ経済の動向を見れば、スペインを中心に輸出の伸長が見られている(図表6)。また、一部には失業率が天井を打った気配もあり、特に高い失業率を記録してきたスペインにおいても、13年2月の26.6%をピークとして14年1月には25.8%にやや低下している。

この他にも、ギリシャ当局は経常収支



(資料) 図表3はBloombergの、図表4~5はECBの、図表6はEurostatのそれぞれのデータから農中総研作成。

やプライマリーバランスの黒字化を13年に達成したと発表したほか、ドイツのみならず財政悪化国を含めて最近の株式市場は上昇傾向にあり、これらはユーロ圏経済の先行きに対する見通しを明るくする良好な材料となっている。

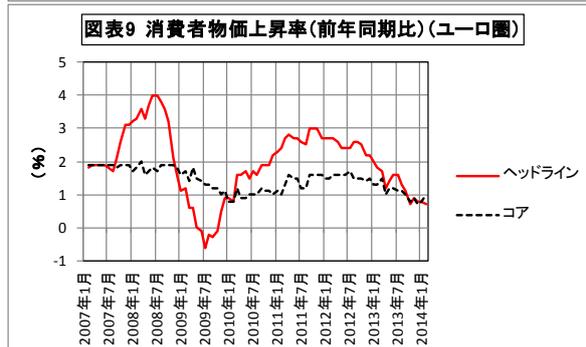
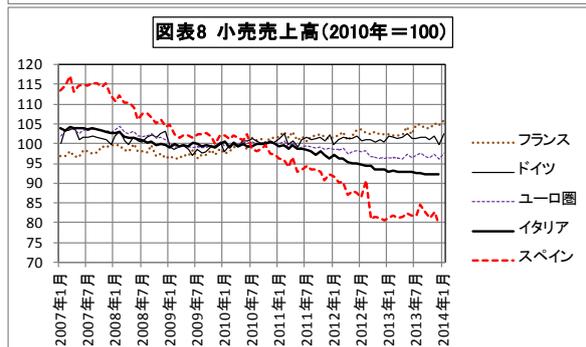
## 依然として困難な状況にある点

しかしながら、現時点ではこのような改善点は各国横断的に共通したものとはなっておらず、また個別国毎にも部分的な改善にとどまっている状況にある。

財政悪化国の中では比較的順調に経済情勢が改善しつつあると見られるスペインにおいても、銀行の貸出残高の伸び率は底打ちの兆しがあるものの依然としてマイナスに沈んでいるほか、不良債権比率は上昇が続いている（図表7）。また、企業による事業債の発行が増加しているとは言え、スペイン等では中小規模の企業のウェイトが大きいことから、直接金融のメリットを享受できる企業は一部に限られるものと考えられる。

一方、ユーロ圏では債務危機対策として、これまでに政府の歳出削減や歳入増加とともに経済の競争力強化のための労働コストの引下げが迫られてきたが、これらは失業率の高止まりのみならず貧富の格差拡大をもたらすことにつながっている。また、ユーロ圏ではドイツを除き政府の財政改革は未だ途上であるほか、銀行やその他の企業、家計についても引続き財務改善が必要となっている。以上の状況は今後も内需には大きな負荷として働くことが考えられるが、小売売上高の推移を見ても財政悪化国を中心に力強さに欠ける動きが続いている（図表8）。

ユーロ圏ではこうした内需の停滞に加え、最近ではエネルギー価格の低下傾向等も加わり、デフレーションが進行している（図表9）<sup>注4)</sup>。内需の状況からはこうした低インフレ状態は当面継続することが考えられるが、これは実質金利の上昇により投資を抑制するとともに、インフレによる負債削減効果を弱め経済主体



(注) ヘッドラインは全項目、コアはこれからエネルギー、食品、酒、たばこを除いたもの。

(資料) 図表7はスペイン銀行(中央銀行)の、図表8～9はEurostatのそれぞれのデータから農中総研作成。

の財務改善にかかる負担を増加させることなどを通じ、景気回復を阻害する要因となるものと考えられる。

この他にも、経常収支の改善や ECB の政策を背景としたユーロ高傾向、新興国経済やウクライナ情勢等の懸念材料に加え、イタリアの再度の政局混乱やギリシャの社会不安の可能性、また 5 月の欧州議会選挙後に予想される反欧州連合 (EU)・反ユーロ勢力の伸長の影響等の不透明材料があり、ユーロ圏の景気は下振れリスクをはらんだものとなっている。

## おわりに

冒頭に触れた欧州委員会による2月の「経済見通し」では、他にも次のような注目点を確認できる。

まず、政府の財政改革が道半ばである姿が明確に現れている点である。15年に向け政府債務残高の対GDP比率が100%を超える国がユーロ圏18ヶ国中7ヶ国存在しており、これらの国々については当面のところは明確な改善が見込まれない見通しとなっている(図表10)。次に、消費者物価上昇率(前年比)について、14年見通しが前回13年11月時点での1.5%から今回1.0%に大幅に引き下げられた点である(図表11)。加えて注目されるのは、経済規模はギリシャと同程度でありドイツの7%弱と小規模ではあるものの、ドイツ、ルクセンブルクとともに主要3格付機関から揃ってトリプルA格付けを受ける今では数少ない国のひとつであるフィンランドの経済成長の急減速である(図表12)。これにはNokiaに代表される電機産業の不振などの固有の要因はあるものの、内需の弱さが大きく影響しており、ユーロ圏の景気回復が常にリスクをはらんでいるひとつの事例とも受け止められる。

内需が停滞するユーロ圏では、景気回復に向けた足取りは力強さを欠くものとなっている。米国経済の強い回復や新興国経済の持続的な成長などが無い限り、ユーロ圏では下振れリスクを伴いつつ景気回復のペースは引続き緩慢なものにとどまると考えられる。

(2014年3月20日現在)

### <参考文献>

- ① European Commission (February 2014)  
“European Economic Forecast, Winter 2014”  
② IMF (February 2014) “Global Prospects and Policy Challenges”

図表10 政府債務残高(対GDP比率)見通し

(単位:%)

	2013年	2014年	2015年
イタリア	132.7	133.7	132.4
スペイン	94.3	98.9	103.3
ベルギー	99.8	100.5	100.0
アイルランド	122.3	120.3	119.7
ギリシャ	177.3	177.0	171.9
ポルトガル	129.4	126.6	125.8
キプロス	112.0	121.5	125.8

図表11 消費者物価上昇率(前年比)見通し

(単位:%)

		2013年	2014年
ユーロ圏	14/2時点	1.4	1.0
	13/11時点	1.5	1.5

図表12 実質GDP成長率(年率)見通し

(単位:%)

		2013年	2014年
ユーロ圏	14/2時点	▲0.4	1.2
	13/11時点	▲0.4	1.1
ドイツ	14/2時点	0.4	1.8
	13/11時点	0.5	1.7
フランス	14/2時点	0.3	1.0
	13/11時点	0.2	0.9
イタリア	14/2時点	▲1.9	0.6
	13/11時点	▲1.8	0.7
スペイン	14/2時点	▲1.2	1.0
	13/11時点	▲1.3	0.5
フィンランド	14/2時点	▲1.5	0.2
	13/11時点	▲0.6	0.6

(資料) 図表10～12は<参考文献>①のデータから農中総研作成。

(注1) <参考文献>①による。

(注2) <参考文献>②による。

(注3) 格付け機関フィッチのデータに基づく以下の報道によれば、事業債の発行額は欧州全体としては13年には4,460億ユーロと前年比6%の減少となったものの、財政悪化国の企業による発行は同22%増加し、なかでもスペインの企業の発行増が著しく同45%増となったとしている。

・ Financial Times (19 February 2014) “Spain leads corporate bond surge in Europe’s periphery”

(注4) 個別国毎に見れば、消費者物価上昇率(前年同期比)は、14年2月時点で、既にギリシャ(▲0.9%、4ヶ月連続のマイナス値)、キプロス(▲1.3%、4ヶ月連続のマイナス値)、ポルトガル(▲0.1%)がマイナスとなっているほか、スペイン、アイルランドが各0.1%、イタリア、オランダが各0.4%などと、特に低い値となっている(Eurostatによる)。