海外経済金融

ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化

～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリア等の出遅れ～

山口　勝義

要旨

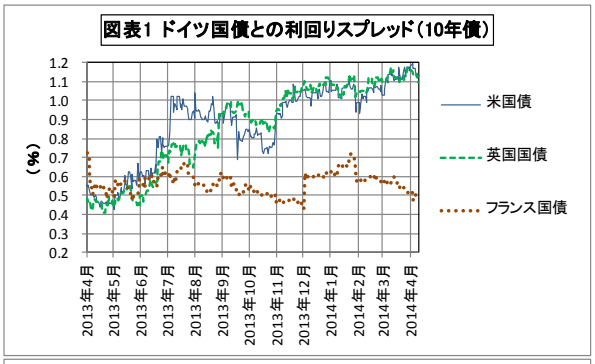
ユーロ圏では、ドイツに次いでスペインについては輸出伸長を通じた比較的順調な景気回復が期待できる一方で、フランスやイタリア等についてはこれらの国々に劣後することが考えられる。こうした結果、ユーロ圏では新たな経済情勢の分化が生じる可能性がある。

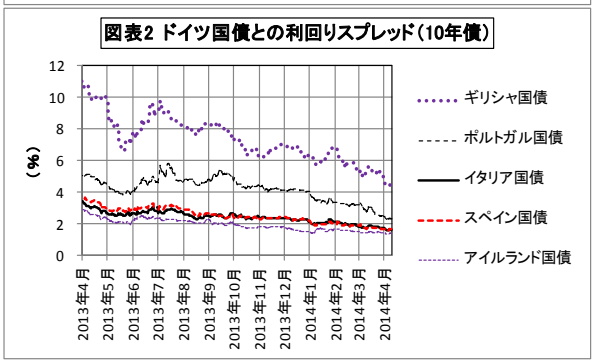
はじめに

米国や英国では景気回復期待が強まる一方、ユーロ圏ではその足取りは引続き緩慢なものにとどまっている。このため、金融緩和の終了を織り込み引締め政策への転換を意識しつつある米国・英国国債と今後も当面のところは緩和継続が予想されるユーロ圏の国債の間では、その利回りの推移にデカップリングの動きが鮮明になりつつある（図表 1）。

一方、ユーロ圏内で各国の国債の動きを見れば、財政悪化国の国債利回りは大幅に低下しドイツ国債とのスプレッドの縮小が進んでいる（図表 2）。この背景には欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債購入策（OMT）の導入を含む、特に 2012 年以降に実施された広範な危機対策があるが、この他にも財政悪化国の経常収支の改善に加えて、最近では世界的な金融緩和や新興国リスクの認識を通じたユーロ圏への資金流入が大きく働いているものと考えられる。

同時に、ユーロ圏では景気の底打ちから回復に向けて各国ではそれぞれ特徴的な動きが生じつつあり、もはや PIIGS(注 1) と通称される財政悪化国とドイツ等の相対的に財政状況が良好な国々との従来の区分で、経済情勢を括ることは妥当ではなくなってきている。なかでも、全般に内需が停滞するユーロ圏では経済回復は主として外需に依存せざるを得ないため、その取込みの程度に応じて、今後、経済情勢の格差が拡大する可能性がある。





（資料）図表 1、2 は、Bloomberg のデータから農中総研作成。

本稿ではこうした動向について、ドイツ、フランス、イタリア、スペインのユーロ圏での経済規模上位 4 ヶ国に加え、その他の PIIGS 諸国であるアイルランド、ギリシャ、ポルトガルの情勢を適宜参照しつつ、比較検証を行うものである。

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

景気回復を左右する輸出競争力

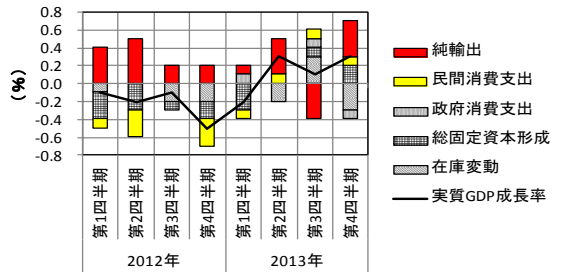
ユーロ圏では、依然として低い水準ではあるものの13年10～12月期の実質GDP成長率は前期比プラス 0.3%と 3 四半期連続でのプラス成長となり、経済の復調の兆しが現れてきている。しかしながら、内需は依然として力強さに欠けるため、主として外需に依存した回復となっている（図表 3）。

ここで輸出額の推移を見れば、ユーロ圏の経済規模上位 4 ヶ国の中ではドイツが堅調に推移しているほか、イタリア、スペインについても改善傾向が明らかとなっている（図表 4）。また、アイルランドやポルトガルも、これら 2 国を上回る伸び率を示している(注 2)。設備稼働率についてもこうした輸出動向と同様の動きとなっており、特にスペインで急速な上昇傾向が現れている（図表 5）。

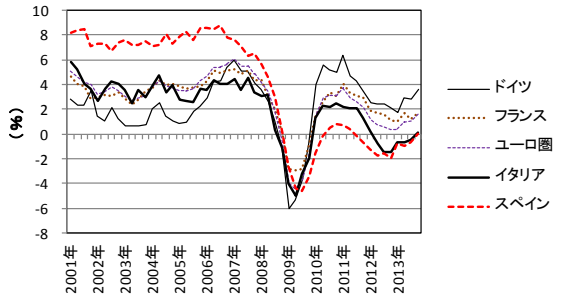
こうした情勢の背景には、各国の経済情勢に応じた為替の減価が期待できないユーロ圏で、財政危機対策としてこれまで求められてきた労働コスト等の生産コストの引下げ（internal devaluation）がある。その成果は例えば単位労働コストの推移に現れているが、その特徴的な動向はスペインにおける大幅な低下に対しフランス、イタリアでの高止まりであり、しばしば指摘される両国における構造改革の遅れを反映した結果となっている（図表 6）。一方、同コストはポルトガルでは横ばい推移であるほか、アイルランドにおいても低下しつつあるものの依然として高い水準にある(注 3)。

高付加価値製品を強みとするドイツを除けば、今後の景気回復を左右する主要な要因としての輸出競争力は、やはり基本的には労働コストを中心とする生産コストの差異に大きく依存するものと考えられる。こうした観点から今後の輸出の推移を展望した場合には、ドイツのほかスペインでの継続的な伸長が期待される一方、フランス、イタリア等での伸び悩みの可能性が考えられる。

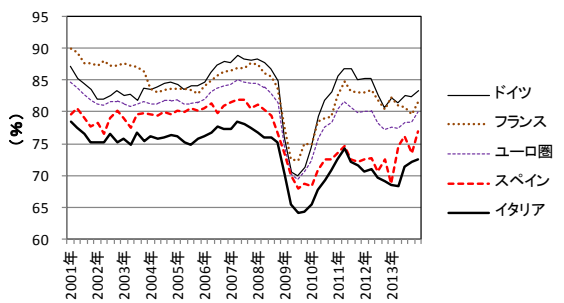
図表3 ユーロ圏実質GDP成長率（前期比）寄与度内訳



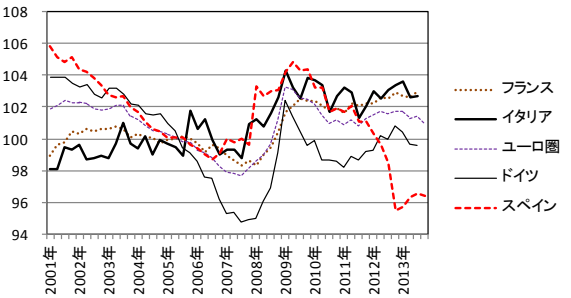
図表4 輸出額の伸び率（前年同期比）（四半期データ）



図表5 設備稼働率



図表6 単位労働コスト（実質）（2005年＝100）



（資料） 図表 3～6 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

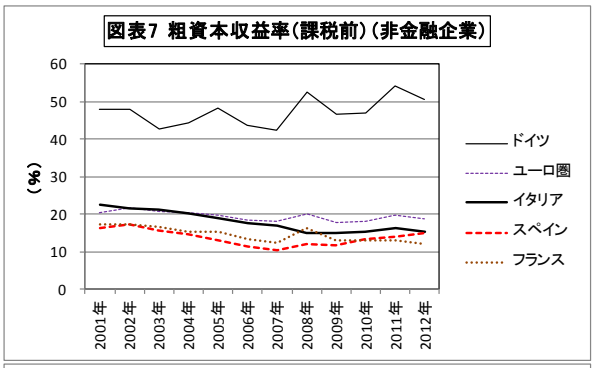
輸出伸長を左右するその他の要因

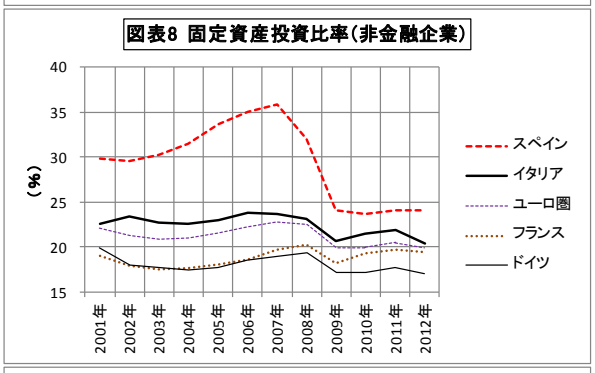
この他、スペインでは企業の収益率が上昇傾向にある（図表 7）[注 4]。これに伴い同国では新たな投資や財務改善に向けた余力が増加しつつあるものと考えられるが、固定資産投資の動向を見れば、他国がやや減少傾向にあるのに対しスペインではその水準を維持しており、資本財の蓄積が他国に比べ積極的に行われていることが窺われる（図表 8）[注 5]。また、これに対応する形で、労働生産性の改善を確認することができる（図表 9）[注 6]。

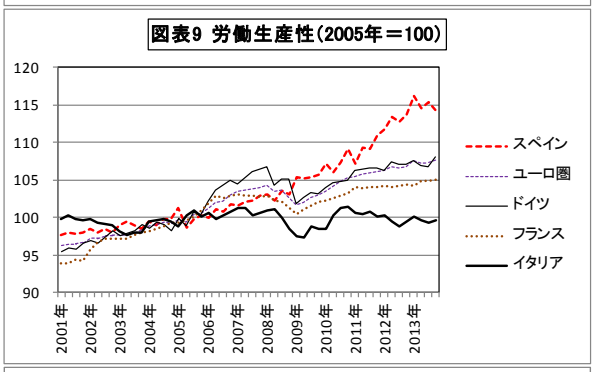
これらは生産を支援し輸出伸長に資する要因となるが、この点でフランスやイタリアの出遅れ感が強いほか、アイルランドやポルトガルについてもスペインには劣後した推移となっている。

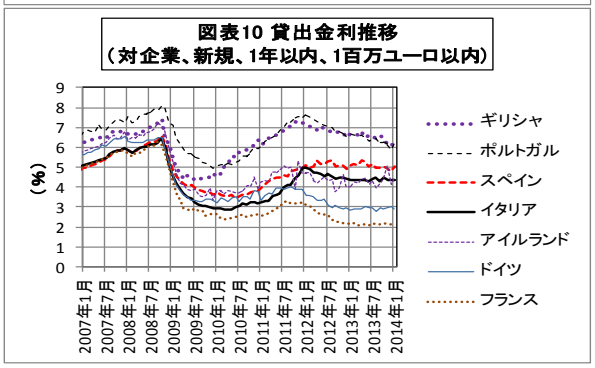
一方、ユーロ圏で懸案となっている金融機能の回復は、スペインも含め PIIGS 諸国では依然として課題として残されている。ECB による一連の金融緩和政策にもかかわらず高止まりする銀行貸出金利や、低位横ばいないしは低下傾向が続く貸出残高伸び率については、一部には最悪期を脱した兆候が現れてきてはいるものの、依然としてその改善の程度は十分ではない（図表 10）。

これに対し、もともと銀行を通じた間接金融のウェイトの高い欧州ではあるが、より高い利回りを求める投資家ニーズを受け、最近ではスペインやイタリアを中心にして PIIGS 諸国においても事業債の発行が増加しているとも伝えられている[注 7]。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としても、このような動きは企業の生産拡大への支援になるものと考えられる。









（資料）図表 7～9 は Eurostat の、図表 10 は ECB のデータから農中総研作成。

また、14 年には ECB 等により銀行の資産査定やストレステストが実施されるが、それを受けた銀行の財務改善等を通じて金融政策の波及経路の機能改善につながるとの期待もある。

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

おわりに

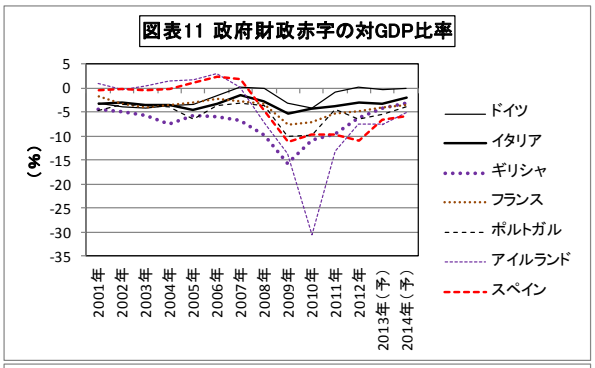
生産の回復を左右する材料としては、他にも次のような点が注目される。

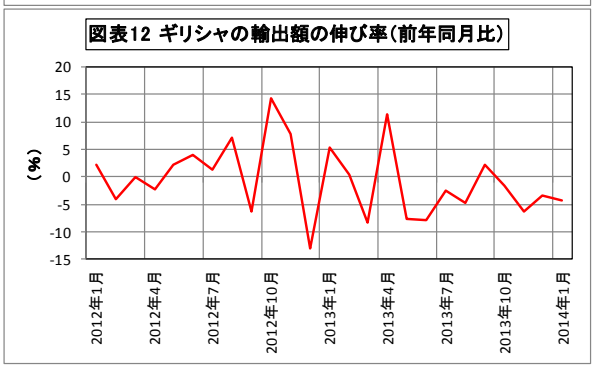
まず、国債利回りの大幅低下にもかかわらず財政改革はドイツを除けば依然として道半ばである（図表 11）。このため、これらの国々では今後も継続する財政改革が生産回復には負荷として働くことが考えられる。次に、ユーロ圏ではディスインフレが進行しているが、これは実質金利の上昇により投資を抑制するとともに債務負担を増大させ、さらには消費の先延ばしを受けて生産の低下につながることにもなる。特にギリシャやポルトガル等では既に消費者物価上昇率（前年比）はマイナスに沈んでおり注意が必要になっている。加えて、経常収支の改善や ECB の政策等を背景とした最近のユーロ高傾向は、ディスインフレの要因となるとともに輸出の伸長には障害となっている。

一方、ギリシャについてはデータの公表が限られており比較検証が困難であるが、輸出額に伸びは見られず外需の取込みを通じた景気回復に向けた見通しは明るくはない（図表 12）。金融支援の条件となる経済構造の改革には遅れが生じており、大幅に縮小した経済の回復には相当の時間を要するものと考えられる。

以上のようにユーロ圏を巡る環境には依然として厳しいものがあるが、これまで確認した点からすれば、ドイツに次いでスペインについては輸出伸長を通じた比較的順調な景気回復が期待できる一方で、フランスやイタリア等についてはこれらの国々に劣後することが考えられる。こうした結果、ユーロ圏では新たな経済情勢の分化が生じる可能性がある。

（2014 年 4 月 21 日現在）





（資料） 図表 11 は IMF の、図表 12 は Hellenic Statistical Authority（ギリシャ統計局）のデータから農中総研作成。
（注） 図表 11 中の（予）は、IMF による予測値。

（注 1） ポルトガル（P）、アイルランド（I）、イタリア（I）、ギリシャ（G）、スペイン（S）を総称する呼称。

（注 2） 図表 4 に対応する 13 年第 3 四半期のデータは、アイルランドは 2.3%、ポルトガルは 1.1%である。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注 3） 図表 6 に対応する 13 年第 3 四半期末のデータは、アイルランドは 102.5 でありピークの 08 年第 4 四半期の 119.0 から低下してはいるが高い水準にとどまっている。また、ポルトガルは 95.0 でありピークの 09 年第 1 四半期の 101.7 から低下しているが横ばいで推移している。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注 4） 図表 7 に対応する 12 年のデータは、アイルランド、ポルトガルはそれぞれ 20.2%、11.6%である。前者はスペイン、イタリアを上回るものの低下傾向にあり、また後者は低位横ばいとなっている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注 5） ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。なお、図表 8 に対応する 12 年のデータは、アイルランドは 10.0%、ポルトガルは 19.3%であり、いずれもスペイン、イタリアを下回っている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注 6） 図表 9 に対応する 13 年第 3 四半期のデータは、アイルランド、ポルトガルはそれぞれ 111.1、110.4 でありスペインを下回っている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注 7） 例えば次を参照されたい。

- Financial Times（19 February 2014）“Spain leads corporate bond surge in Europe’s periphery”
- Financial Times（28 March 2014）“High-yield rush a boon to Europe’s periphery”

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