欧州経済金融

ユーロ圏経済を取り巻く五つの懸念材料

～緩慢な景気回復と大きな下振れリスク～

山口　勝義

要旨

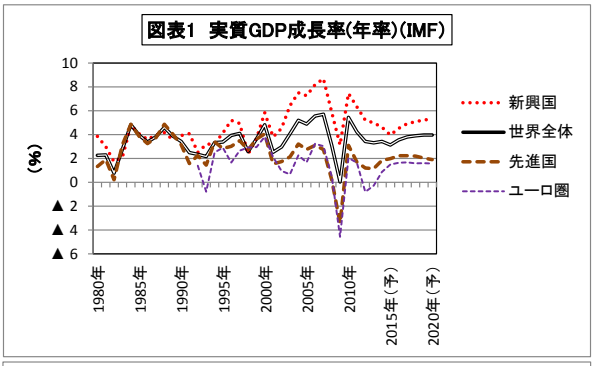
ユーロ圏経済は、①高止まる債務残高、②新興国の成長減速、③ギリシャ債務問題、④難民の集中的流入、⑤VW 社不正問題、という五つの懸念材料を抱えている。このため、当面、景気回復は緩慢なものにとどまり、かつ、大きな下振れリスクを伴うものと考えられる。

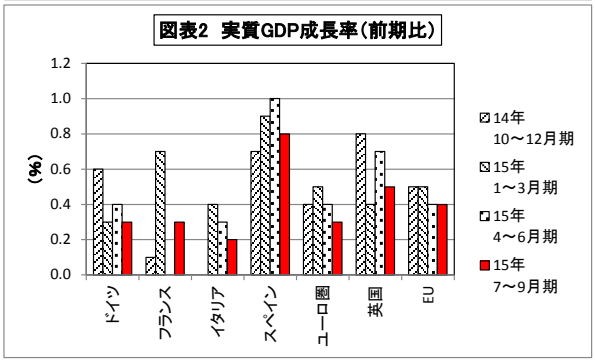
はじめに

ユーロ圏では力強さに乏しい景気回復が続いている。国際通貨基金（IMF）も、10 月発表の経済見通しで、ユーロ圏の 2015 年の経済成長率予測値を 1.5%とした。原油安、通貨安、金利低下による追い風効果を受けて 14 年実績の 0.9%に比べて成長の勢いが強まってはいるものの、この 1.5%は前回 7 月時点での見通しの据え置きである。さらに、16 年の成長率予測値は、今回、前回から 0.1 ポイント下方改定して 1.6%としている。

加えて、IMF は世界経済全体の成長率についても、今後中期的な見通しとして低位横ばいの姿を見込んでいる。新興国経済はいったん減速した後に幾分持ち直すのに対し、先進国では低調な成長率が継続する見通しである（図表 1）。

IMF はこうした世界経済の推移の根拠として、潜在成長性の弱い伸びが総需要を低迷させ、これがさらに投資を抑制するなどの負のサイクルの影響を指摘している。また、8 月には中国経済の大幅な減速に対する懸念が強まり、市場では新興国経済全般の低迷による世界経済の成長鈍化が意識されることになったが、IMF は上記の予測値には織り込んではいない、これらの下振れリスクの大きさに対して注意を喚起している[注 1]。





（資料）図表 1 は IMF の、図表 2 は Eurostat の、各データから農中総研作成
（注）図表 1 で、2015 年以降は IMF による予測値である（(予)と表示）。

こうしたなか、ユーロ圏では 15 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比 0.3%となった。これは前期の同 0.4%に比べ 0.1 ポイントの減速であり、足元における景気回復の緩やかさが確認された（図表 2）。ここで改めてユーロ圏経済の現状を点検すれば、やはり様々な懸念材料が目白押しであり、厳しい環境に直面するその実態が明らかである。

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

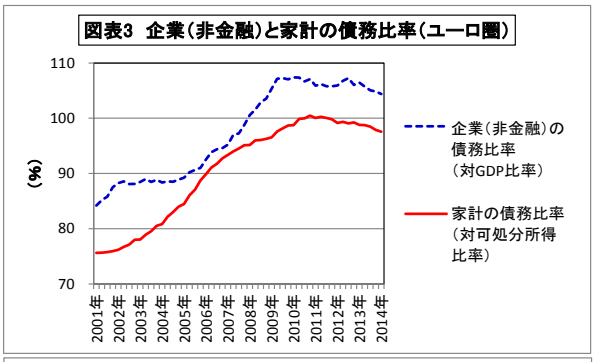
高止まる債務残高と新興国の成長減速

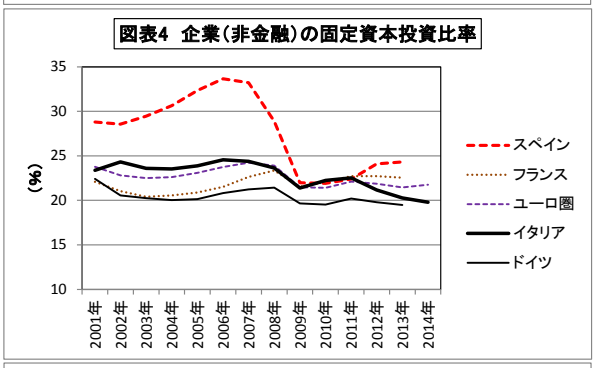
財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率の改善はその途上にあるが、この債務の水準の高止まりがユーロ圏経済の第一点目の懸念材料となっている（図表 3）。インフレによる実質的な債務負担の軽減効果が期待し難い現在の環境下では、バランスシートの改善は企業や家計にとり重要な優先課題となることで、これらの経済主体の投資は抑制されがちである（図表 4）。銀行貸出は、ユーロ圏全体ではようやくその残高が前年比プラスの水準となるまで回復した段階であり、現在のところは企業や家計が借入を通じた投資拡大には慎重である状況を示している[注 2]。

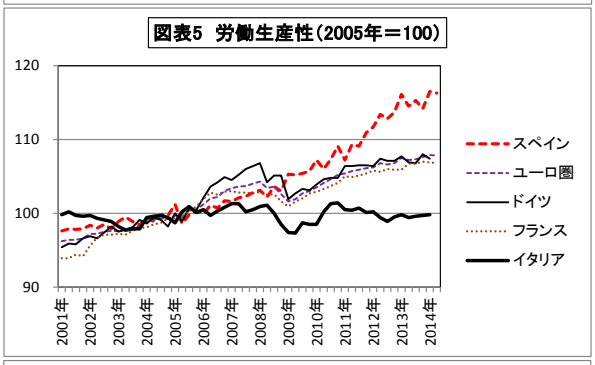
このように投資が低調なもとで、企業の労働生産性は一部を除いて伸び悩みの状態にある（図表 5）。また、賃金水準は、内需振興が求められるドイツを例外として、全般に財政危機対応を経てその伸び率は鈍化している（図表 6）。このため、原油価格の下落に伴う家計の購買力の拡大を通じて改善が顕著となった小売売上高についても、ドイツを除けばその持続性は確かなものとはなっていない。

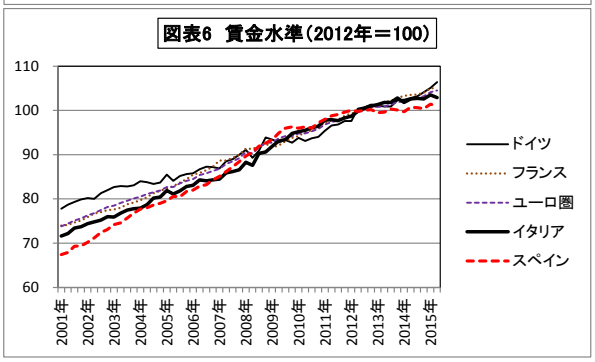
次に第二点目の懸念材料としては、中国を始めとする新興国経済の成長減速がある。中国で過剰投資に伴う過剰な生産設備や債務という重い問題に対処しつつ消費主導の経済に向けた構造改革が進められる過程では、需要が抑制されることで、資源価格や素材価格の下落を通じ資源国やその他の新興国を含めて経済の疲弊が拡大する可能性が大きい。

これに伴いユーロ圏では、まずは中国などに対する輸出や投資の低迷を通じた直接的な負の影響が見込まれる[注 3]。しかしそれに限らず、ユーロ圏での低投資や消費の頭打ちなどの需要面の要因に、資源価格や素材価格の下落という供給面の要因が加わりインフレ期待が一層後退することで、デフレリスクを高める可能性も懸念点として浮上してきている。









（資料）図表 3 は ECB の、図表 4～6 は Eurostat の、各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

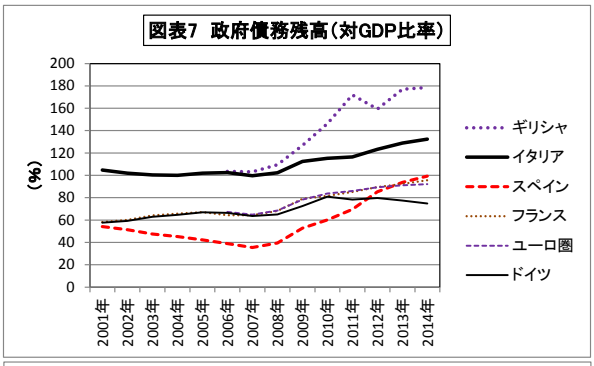
ギリシャ債務問題と難民の集中的流入

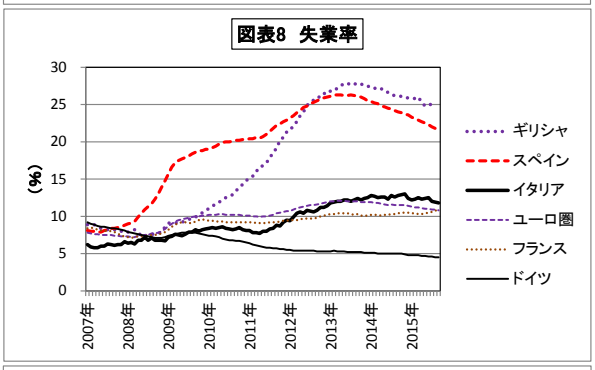
第三点目はギリシャ問題である。8 月には総額 860 億ユーロ規模の第 3 次支援が開始されたが、輸出主導での経済回復が期待し難いギリシャでは、支援の前提となる諸改革は内需の抑制により経済を疲弊させる結果となることが考えられる（図表 7、8）。このため、今後も改革が遅延し支援実行の見合わせに至ることで、同国のユーロ圏離脱が現実味を帯びる局面が再来する可能性を否定できない[注 4]。

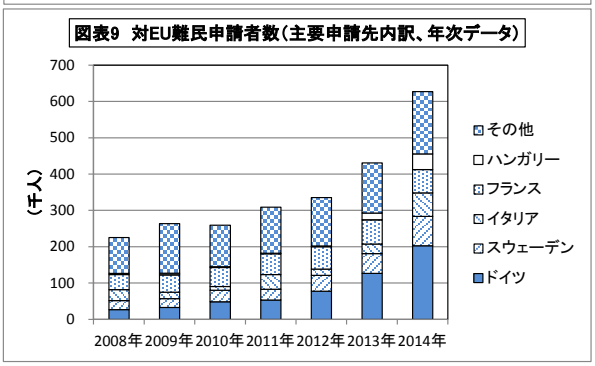
しかし、ギリシャ問題で一層注目されるのは、7 月のユーロ圏財務相会合で示された、改革を重視し同国の一時的なユーロ圏離脱をも辞さないドイツの強い姿勢や支援継続に対する小規模国からの批判であり、これらと統合の進捗を何より重視するフランス等との間で生じた亀裂である[注 5]。このように、ギリシャ問題への対応が、欧州統合の求心力を揺さぶる可能性に注意が必要となっている[注 6]。

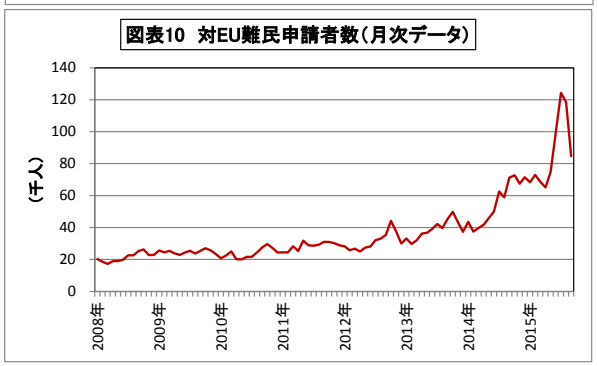
この求心力の低下という点では、第四点目である難民問題が与える影響も大きい。受入れに寛容なドイツに対し 15 年には 1 年間だけで 800 千人を超える難民申請が見込まれるなどのその集中的流入は、少子高齢化が進むドイツ等には中期的には恩恵となる余地はあるものの、足元では財政負担増、低熟練労働者の雇用機会・賃金への圧力、文化摩擦などに繋がるものである（図表 9、10）。こうしたなか、欧州では中東欧諸国による難民受入れへの強い反発のほか、ドイツの現連立政権である CDU･SPD と CSU との間の見解の対立の表面化、メルケル首相に対する国民の支持率の急低下などのドイツ社会の分断化現象が現れつつある[注 7]。

このため、難民の流入管理が不能に陥ることに伴う経済的混乱に加え、主要国間の対立やドイツの指導力の低下が、今後の危機対策などへの合意形成の困難化や統合深化に向けた不透明感の高まりを招くことを通じ、経済情勢に対し好ましくない影響を与える可能性が考えられる。









（資料）図表 7～10 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

おわりに

以上の諸点のほか、ユーロ圏経済を取り巻く懸念材料の第五点目としては、9月に排ガス試験不正問題が明るみに出たフォルクスワーゲン（VW）社の問題がある。リコール費用など67億ユーロの計上により、同社の15年7～9月期の最終損益は、前年同期の29億ユーロの黒字に対し17億ユーロの赤字となった。

しかし、その後も同社の不正は窒素酸化物（NO_X）から二酸化炭素（CO_2）の排出量に拡大しつつあることや、制裁金や賠償金の規模は現時点では見積もり難いことから、ブランドイメージの毀損に伴う販売減速と合わせ、今後、その業績がさらに悪化することが予想される。さらに、ドイツ当局はVW社以外でも不正の可能性を指摘しており、本件は想定外の拡大をみせる可能性がある。

こうしたなか、自動車はドイツによる輸出額合計のうち17.9%（14年）を占める主力産品であることに加え、裾野が広いその産業特性からすれば関連する部品メーカーなどを含めた全体的な影響は相応の規模となる可能性がある[注8]。また、ユーロ圏の景気回復の牽引役であるドイツ経済へのこうしたダメージは、ユーロ圏経済全体の動向に大きな影響を及ぼすことにもなりかねない。

以上のように、ユーロ圏では経済を取り巻く懸念材料が目白押しである。このうち第一点目の高止まる債務残高により、ユーロ圏の景気回復は当面のところ緩慢な基調が続く可能性が大きい。加えて、第二～第五の材料は大きな景気の下振れリスクを伴うことから、これらの動向に対して注視が必要となっている。

（15.11.20現在）

[注1] 以上は、IMF（October 2015）"World Economic Outlook"による。

[注2] この点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「ユーロ圏の銀行貸出の回復とTLTRO」（『金融市場』15年10月号）

[注3] この点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「新興国の成長減速とユーロ圏経済」（『金融市場』15年11月号）

[注4] この点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「ともに追い詰められたギリシャと支援国」（『金融市場』15年6月号）
・ 山口勝義「第3次支援でも解決されないギリシャの問題」（『金融市場』15年8月号）

[注5] 7月には、ギリシャに対し強硬な姿勢をとるドイツの、支援国のなかでの孤立化が報道されたが、次の仏紙によるショイブレ独財務相のインタビュー記事には、ユーロ圏財務相会合で、ギリシャ以外のユーロ圏18ヶ国のうちフランス、イタリア、キプロスを除く15ヶ国がドイツによるギリシャのユーロ圏一時離脱案に賛同していたとの興味深い内容が掲載されている。
・ Liberation（19 Octobre 2015）"Wolfgang Schäuble: ≪Il n'y a pas de diktat allemand≫
http://www.liberation.fr/planete/2015/10/19/wolfgang-schauble-il-n-y-a-pas-de-diktat-allemand_1407375

[注6] 最近ではドイツの覇権回復への牽制を通じた平和維持などの欧州統合の当初の理念自体が陳腐化することなどをも通じて、加盟国の求心力の低下が進みつつあるように考えられる。この点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「欧州はどこに向かうのか」（『金融市場』15年9月号）

[注7] メルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）とともに連邦議会で統一会派を組むキリスト教社会同盟（CSU）は、オーストリア経由で難民が集中して流入しているババリア州を地盤とする地域政党であることから難民受入れに対する反発を強めており、CDUとの長年の協力関係に不協和音が生じている。なお、連邦レベルではCDU/CSUはドイツ社会民主党（SPD）とともに連立政権を構成しているが、SPDは基本的にメルケル首相の難民受入れ政策を支持している。

各種報道によれば、最近の世論調査ではCDU/CSU、SPDの支持率はそれぞれ約35%、約25%であるが、特にCDU/CSUについて半年前の40%強からの低下が著しい。一方、ギリシャなどに対する支援に反対し、ドイツのユーロ圏からの離脱を主張するとともに難民受入れに対しても消極姿勢を示している右派色の強い政党である「ドイツのための選択肢（AfD）」の支持率が数ポイント上昇し10%程度に達している。また、ドイツでは、反イスラムを訴える右派ポピュリスト政治団体であるPegidaが反難民受入れのデモ活動を活発化させるなどの動きが目立っている。また、メルケル首相個人に対する支持率も、半年ほど前の70%台から50%近辺に急低下している。

[注8] 自動車の輸出額シェアのデータは、Statistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）による。

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