

## 水準から見たユーロ圏経済の趨勢

### ～成長が低調なドイツとイタリア、米国に劣後するユーロ圏～

山口 勝義

#### 要旨

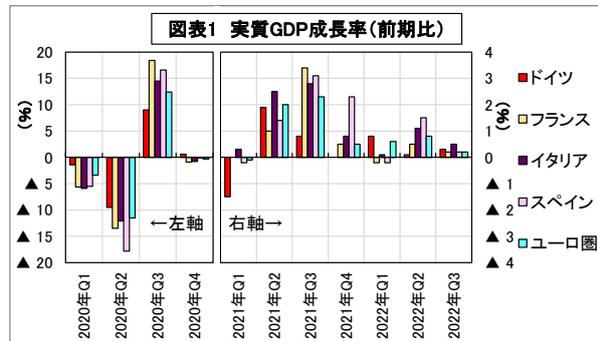
経済活動の水準の観点からユーロ圏の主要国の経済の趨勢を確認すると、ドイツやイタリアの成長力の鈍さが明確であり、今後も両国を中心に経済活動の減速が予想される。このほかユーロ圏では、米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものとみられる。

#### はじめに

ユーロ圏の第3四半期（7～9月期）の実質GDP成長率は、前期比で0.2%となった。主要国ではドイツが0.3%、フランスが0.2%、イタリアが0.5%、スペインが0.2%であった。第2四半期に比べてドイツでは0.1%から0.3%に成長が加速したが他の3ヶ国は減速で、ユーロ圏全体でも0.8%から0.2%に減速した（図表1）。

しかし最近の環境下では、こうした成長率のみではユーロ圏各国の経済情勢の実態把握が困難になっている側面がある。というのもまず、コロナ禍で経済活動の水準がいったん大幅に切り下がったため、例えばコロナ危機前との対比で各国の経済活動の水準がどの程度回復したかの点からして、その都度の成長率のみでは捉えづらくなっていることがある。

しかも、この間の経済活動には各国で時期によりまちまちになりがちな事情が存在している。これはフランスやイタリア、スペインなど、経済全体に占める観光業の比率が高くコロナ危機での痛手が大きかった一方で、行動規制の緩和に伴い経済活動の反発力の強い国々もあれば、ロシア産エネルギーへの依存度が大きく、また製造業比率が高いため、ウクライナ侵攻に伴う影響が他国よりも強く出るド



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成  
（注）「Q」は四半期を示す。

イツやイタリアなどの国々もあるためである。そしてこの際に、新型コロナウイルスの感染拡大や収束、また「生活費危機」や「エネルギー危機」などの影響の出方は各国の状況に応じてそれぞれのタイミングにより異なりがちであり、この結果、その時々々の成長率には各国の間で差異が生じ易くなっているということである。

このように経済活動の大幅な落ち込みを経験し、また複数の材料が各時点で各国に対し異なる影響を及ぼしていることから、ユーロ圏では、足元の一時点の成長率のみでは各国の経済情勢の特徴を読み取ることが難しくなっている。同時に、世界の中でのユーロ圏経済の立ち位置なども、見えにくいということになる。こうした中では成長率から離れ、経済活動の水準の観点から、改めて各国経済の趨勢を確認することが重要であると考えられる。

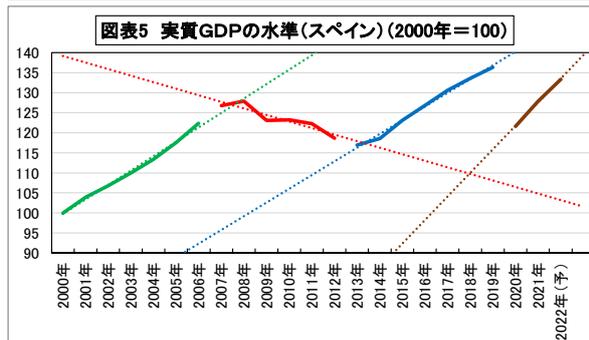
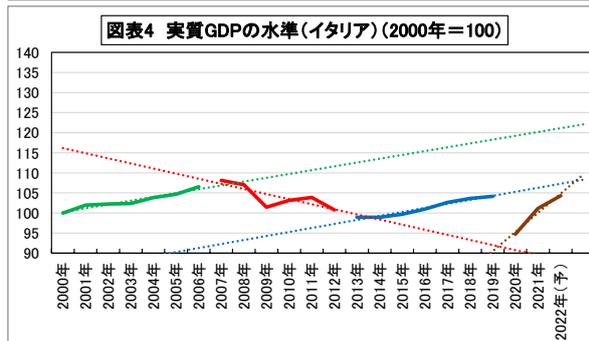
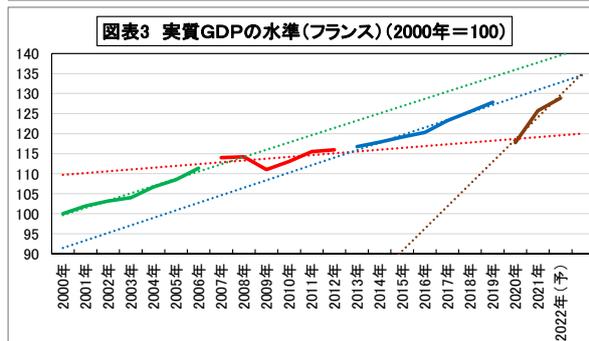
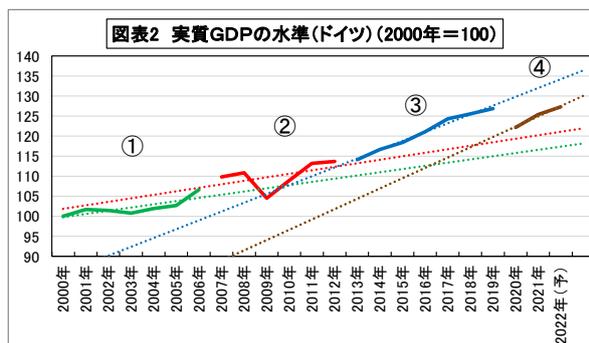
## ユーロ圏主要国の経済活動の趨勢

そこで2000年を基準年として、これ以降を、①金融危機以前の06年まで、②金融危機と財政危機に見舞われた07～12年、③財政危機からの離脱に目途がついた13年からコロナ危機勃発前の19年まで、④コロナ危機やロシアによるウクライナ侵攻を含む20年以降、の4期間に区分し、国際通貨基金（IMF）の年次データをもとに、ユーロ圏の主要4ヶ国のGDPの水準の推移を追うこととする（図表2～5）。

まず直近の期間④の動向を見ると、フランスで景気回復の勢いが強く、22年には通年でコロナ危機前の19年のGDPの水準を上回る見込みである。これに対しスペインでは、足元の回復の勢いはフランス以上に強いもののコロナ危機による経済活動の落ち込みが主要国の中でも特に大きかったことから、この水準の回復は22年には未達となるものとみられている。一方、ドイツとイタリアでは、ともに22年には19年のGDPの水準に達するものと予想されているが、サービス業の回復が下支えするイタリアに比較してドイツ経済の勢いの鈍さが目立っている。

ほかにも期間②では、危機の影響が軽微であったドイツとフランスと、これが甚大であったイタリアとスペインとの格差が明確である。そしてここで特記すべきは、スペインでは平常時には成長力が強くこの20年余りの間に経済は大きく拡大したのに対し、イタリアでは成長が非常に低調であり、経済活動の停滞がこの期間の基調となっている点である<sup>(注1)</sup>。

こうしたなか、ロシアによるウクライナ侵攻による影響が「生活費危機」や「エネルギー危機」の形で及んでいるユーロ圏では消費や生産が低迷し、23年に向け



(資料) それぞれ、IMF のデータから農中総研作成  
(注) (予)は、IMF による2022年10月時点における予測値である。

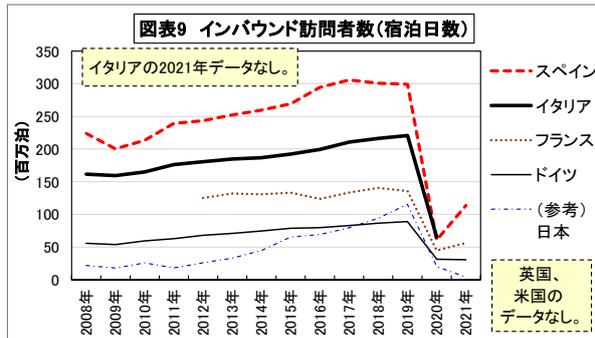
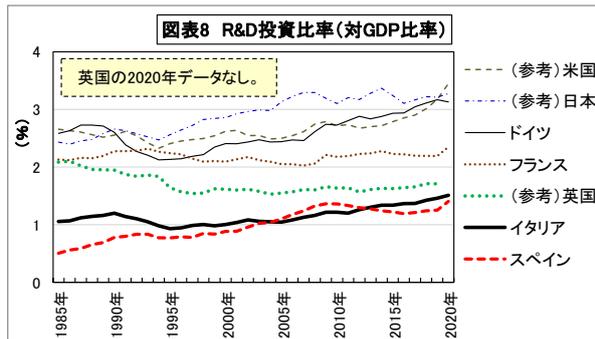
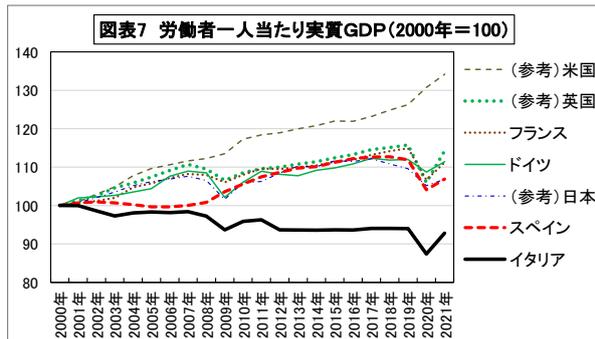
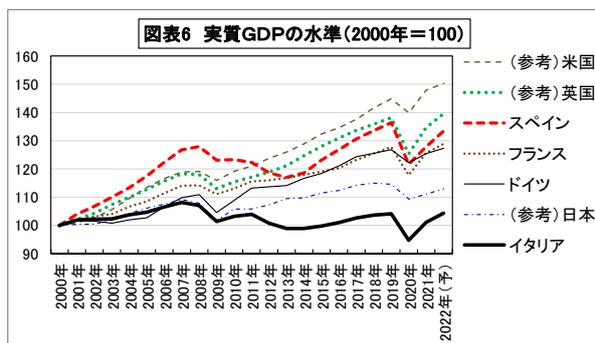
て、なかでもドイツやイタリアを中心に減速感を強めることが予想されている。ドイツの鉱工業生産は近年、自動車生産の低迷を主因に不冴な推移を示してきたが、今後はより広範な業種で減産を見込む必要があるものと考えられる。

## 米国との対比で見たユーロ圏経済

次に、以上の経済情勢の推移を米国などの他の主要国とともにひとつのグラフに落とし込むと、世界の中でのユーロ圏経済の位置付けが明らかになる(図表6)。ここでは、米国経済が中長期的に安定的な堅調さを示しているのに対し、ユーロ圏主要国の成長力の鈍さが現れている。

この米国経済の強さの主要な背景には、労働生産性の継続的な改善が関係しているものとみられる。労働者一人当たりのGDPの水準の推移を、同様に2000年を基準として比較すれば、米国での群を抜いた向上を確認することができる(図表7)。コロナ危機の際には、ユーロ圏では勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度に重点を置いたのに対し、米国では失業者に対する失業給付金の給付を政策の柱としたことで、労働者一人当たりの生産性には対照的な動きが生じたが、米国ではその後も生産性の改善の勢いが維持されている点が特徴的である。この間、両者の間では研究開発(R&D)投資の伸びに格差が見られており、この点が労働生産性の違いのひとつの要因として働いていることが考えられる(図表8)。

一方、より直近の情勢に注目すれば、ユーロ圏ではインバウンド訪問者数にはスペインやイタリアを中心に21年以降、回復が見られている(図表9)。さらに22年の夏季には、Eurostatの月次データで、両国ではこの訪問者数が19年の同時期の90%程度にまで回復した姿が示されている。しかし、コロナ対策の規制緩和に伴う景気への好影響も、今後は逆に、徐々にその効果を低下させることが見込まれる。この結果、ユーロ圏ではウクライナ紛争の影響が一層直接的に表面に現れること



(資料) 図表6はIMFの、図表7~9はOECDの、各データから農中総研作成

(注) 図表6の(予)は、図表2~5に同じ。

になり、経済成長鈍化の可能性がこれまで以上に強まることが予想される。

以上から、R&D投資の停滞などの中長期的な材料とともに足元の材料も加わり、ユーロ圏では米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものと考えられる。

## おわりに

米国経済との対比で言えば、さらに次の点を付言することができる。

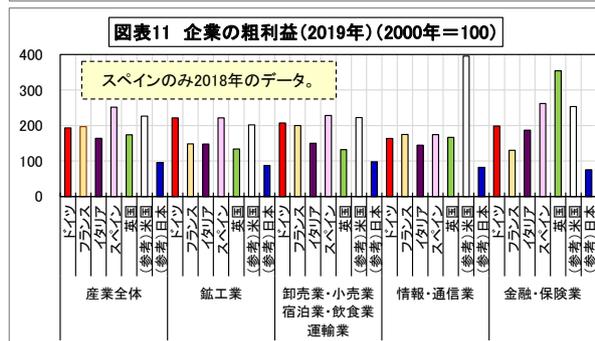
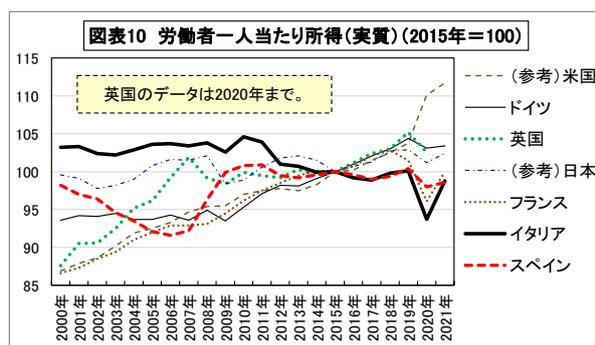
まず、ユーロ圏のインフレはコロナ危機下の手厚い財政支出や着実な賃金の上昇を通じて内需に支えられた米国のインフレとは異なり、供給面の制約が主な要因となっている点である（図表 10）。このためユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融引き締め策の効果は限られ、物価上昇率が低下しないまま景気が腰折れしスタグフレーションに陥るリスクがより大きいことになる。

また、ユーロ圏の主要国で広く現れている米国に比較した賃金上昇の鈍さには、労働生産性の停滞を背景にした企業収益の伸び悩みが影響していることが考えられる（図表 11）。このため、ユーロ圏では今後とも大幅な賃上げは見込み難しく、賃上げとインフレのスパイラルに陥る可能性は比較的小さいとは言えるものの、その反面で成長減速要因である家計消費に対する下押し圧力が長く続くとともに、家計支援のための財政支出の負担がかさみ財政を一層悪化させる懸念がある。

（注 1）この期間②のうち、ユーロ圏の経済情勢を巡る主要な経緯は、次のとおりである。

EUでは99年1月にユーロが導入され、その後、02年1月に実際の通貨の発行・流通が開始されたが、ユーロ圏の主要4ヶ国はいずれも99年に第一陣としてユーロ圏に加盟した。この際、ユーロの導入に当たっては、①消費者物価上昇率、②財政赤字、③政府債務残高、④為替、⑤長期金利、の5項目の収斂基準を満たす必要があり、またユーロ圏導入後にも、②と③について、収斂基準と同率のモニタリング基準が設定されている。これらの基準の下で経済ショックが生じた場合にも、その影響の程度は各国で均質的なものとなるのが期待されていたが、現実にはこれから大きく外れる展開となった。

つまり、ユーロの導入に向けて南欧諸国の金利水準は低下し、投資機会などに恵まれ資金需要が潤沢なこれらの国々では投資や消費を国内貯蓄の水準以上に促すことになり、経常収支の悪化が進行した。そ



（資料）図表 10 は欧州委員会の、図表 11 は OECD の、各データから農中総研作成

以上のように経済活動の水準の観点からユーロ圏の主要国の経済の趨勢を確認すると、ドイツやイタリアの成長力の鈍さが明確になっており、今後も両国を中心に経済活動の減速が予想される。このほかユーロ圏では、米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものと考えられる。（22. 11. 25 現在）

して、ここで突発したのが09年のギリシャの財政粉飾の発覚であった。同国の財政不安は、経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で問題を深刻化させ、ユーロ圏の財政危機を拡大させた。

これに対し、独自の金融政策や自国の経済情勢に応じた為替変動を失ったユーロ圏加盟国では、社会保障費の削減などの財政改革や各種の規制緩和とともに、労働コストの削減などを含む、いわゆる「インターナショナル・デバリュエーション」による供給面の競争力強化への取り組みが強く求められた。しかし、これらの総合的な経済の構造改革は、失業率の上昇や所得格差の拡大を通じて内需の抑制に繋がり、財政悪化国において長引く景気低迷をもたらすと同時に、各国間の経済格差を拡大させる結果に繋がった。

この間に、特にイタリアでは、不安定な政治情勢を背景とした改革の停滞、銀行財務の改善の遅れ、限られた財政余力、少子高齢化の進展などが、他国に比べ経済情勢が長く停滞する主な要因となった。