

I-3. 欧州経済

【要約】

- ◆ 2015 年末にかけてユーロ圏景気は回復を続けたが、官民の債務調整という金融・債務危機の後遺症が重石となり、景気回復テンポは緩慢であった。
- ◆ 今後 10 年を展望すると、危機後の債務調整は長引き、ユーロ圏 GDP 成長率は潜在成長率をやや上回る程度の低水準で推移を続ける見通しである。
- ◆ 低成長を背景に、ユーロ圏インフレ率の上昇ペースも緩慢となることが見込まれる。欧州中央銀行が物価安定の目安とするインフレ率 2% への道のりは険しい。

1. 官民の債務調整を背景に危機後の景気回復ペースは緩慢

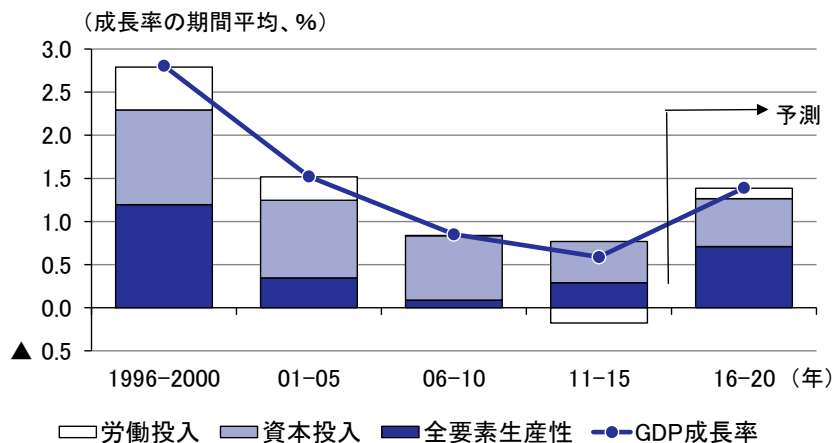
2009 年後半からユーロ圏景気は一時持ち直すも、再び景気後退へ

金融危機後に深刻な景気後退に陥ったユーロ圏では、財政出動や金融緩和策が奏功し、2009 年後半から一時、景気が持ち直した。しかし、スペインなど一部周縁国では、企業・家計が危機前の不動産バブル期に積み上がった債務の返済を迫られた。債務返済を優先するために固定投資が抑制された結果、景気回復は緩慢なテンポにとどまった。

2009 年秋にギリシャ財政統計の改ざんが発覚し、欧州債務危機が勃発した後、ユーロ圏は「財政緊縮と景気悪化の悪循環」に陥った。金融危機後の債務調整によって景気の基調が悪かったところに、緊縮財政が重なったことで、ユーロ圏景気は急激に冷え込んだ。景気の冷え込みは、税収減などを通じて財政を悪化させ、更なる緊縮財政を招いた。こうした悪循環が生じた結果、2011 年前半から 2013 年前半にかけて、ユーロ圏は景気後退に陥った。

ユーロ圏景気は 2013 年後半に底打ちし、2015 年末にかけて回復を続けた。成長に配慮しながら財政健全化を進めることの必要性が意識され、緊縮財政の規模が縮小されたことに加え、原油価格の下落によって実質購買力が改善したことなどが追い風となった。とは言え、債務調整を背景に固定投資が引き続き抑制されたことで、景気回復の足取りは重いままとなった。新興国景気回復力が弱い中、輸出が力強さを欠いたことも影響した。

【図表 1】ユーロ圏実質 GDP 成長率



(出所) Eurostat、欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

(注) 2016 年以降の GDP 成長率は、みずほ総合研究所による予測値。

ユーロ圏の潜在成長率は足元にかけて低下している模様

ユーロ圏景気の回復力の弱さは、潜在成長率の低下につながった。元々、全要素生産性(TFP)の上昇率低下を主因に、ユーロ圏の潜在成長率は危機前に1%台前半まで鈍化していた模様である。危機前のユーロ圏では、固定投資が拡大していたが、その多くが不動産投資であり、技術革新や経営効率化などを目的とした投資が限定的だったからだ。危機後、ユーロ圏の潜在成長率は1%を下回った模様である。投資が抑制された結果、資本投入量が伸び悩んだほか、TFP 上昇率が一段と低下したことが理由である。また、生産年齢人口が伸び悩む中、景気悪化に伴う就業率の低下によって労働投入量が減少したことも、潜在成長率を下押ししたとみられる。

2. ユーロ圏の低成長は中期的に続く見込み

今後10年間を展望すると、危機後の債務調整は長引くと予想される。そうした中でユーロ圏GDP成長率は高まりにくく、潜在成長率をやや上回る、1%台半ばという低水準での推移にとどまる見通しである(【図表1】)。見通し上のポイントは3つある。

(1) ユーロ圏景気見通し上の3つのポイント

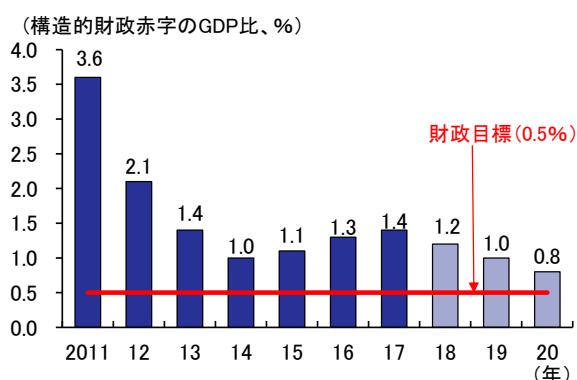
成長配慮型の財政政策の実施により消費回復は途切れず

第1のポイントは、成長配慮型の財政政策が講じられ、緊縮財政による下押し圧力が限定的と予想されることだ。欧州委員会によると、景気循環・一時的要因の影響を除いたユーロ圏構造的財政赤字のGDP比は、2017年にかけてやや拡大する見通しである(【図表2】)。即ち、ユーロ圏全体では緩和気味の財政政策が実施されるということだ。この場合、2017年の構造的財政赤字はGDP比1.4%となる。ユーロ圏は、いわゆる「財政協定」によって構造的財政赤字を同0.5%以下に縮小させる義務を負っているため、1.4%という数値は、2018年以降に再び緊縮財政政策が進められることを示唆している。とは言え、過去の反省を踏まえ、急激な緊縮財政は回避されるだろう。みずほ総合研究所では、一定の前提の下、2018年以降の緊縮財政の規模はGDP比0.2%程度にとどまるとみている。財政目標の達成以降は、中立的な財政政策が講じられよう。そうした中、消費拡大が続き、景気回復をけん引する見込みである。

海外経済の成長率が減速気味となる中で輸出は鈍化

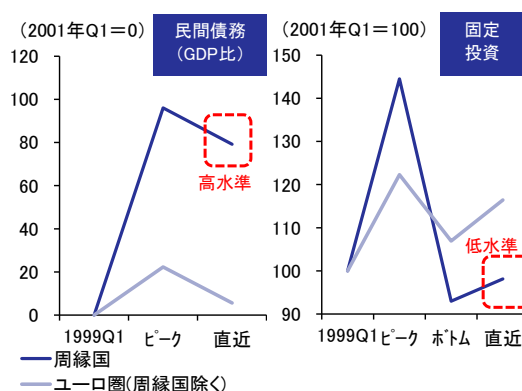
第2のポイントは、輸出の増加テンポが鈍化していくとみられることだ。輸出の先行きを考える上では、米国・英国などの先進国と共に、中国などの新興国の行方が重要となる。世界産業連関表を用いた試算によると、新興国の内需

【図表2】 ユーロ圏構造的財政赤字



(出所) 欧州委員会よりみずほ総合研究所作成
(注) 2018年以降はみずほ総合研究所による見通し

【図表3】 ユーロ圏民間債務と固定投資



(出所) Eurostat よりみずほ総合研究所作成
(注) 周縁国はイタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド。民間債務はGDP比の累積変化

に対するユーロ圏輸出の弾性値は、米国・英国の内需に対する弾性値と同程度であり、両地域の動向がいずれもユーロ圏輸出に無視できない影響を及ぼし得る。今後については、中国経済の減速などを背景に、新興国の成長率は鈍化していくと予想される。米国・英国は堅調な景気回復を続けるとみられるが、両国の成長率が大幅に加速していくことは期待し難い。これらを総合すると、今後の海外経済の成長率はやや減速気味となり、ユーロ圏の輸出はこれに沿った動きとなるだろう。

民間部門の債務調整が続き景気回復の重石に

第3のポイントは、民間部門の債務調整が続くとみられることだ。2015年になっても、周縁国の企業・家計の債務残高は高水準にとどまっている（【図表3】）。他方で、周縁国の金融機関は不良債権を多く抱えており、貸出余力が低い。これらを背景に、周縁国における固定投資の回復テンポは、周縁国を除いたユーロ圏の固定投資の回復テンポと比べて鈍い。景気回復がおぼつかない中で、債務調整が一段落するのは2020年代とみられ、固定投資の回復テンポは中期的にみても緩慢となるだろう。

ユーロ圏は1%台半ばの成長が中期的に続く

これら3つのポイントを踏まえると、ユーロ圏GDP成長率は1%台半ばで推移を続ける見通しだ。2017年の成長率は前年から加速するとみられるが、2018年から2020年にかけては、規模は小さいものの緊縮財政が行われる結果、成長率が伸び悩むと予想される。

(2) ユーロ圏景気見通しに係るリスク

上振れ・下振れリスクに留意が必要

以上述べた成長率見通しには、上振れ・下振れリスクが各々2つある。第1の上振れリスクは、緊縮財政の更なる後ずれである。欧州の財政枠組みにおける例外規定を活用する条件は緩和されており、実際、例外規定を用いて緊縮財政を後ずれさせる国が出てきている。2018年以降も例外規定が活用されることで緊縮財政が後ずれすれば、景気にとってはプラス要因となる。但し、例外規定の活用が財政規律の緩みであると金融市場で捉えられれば、国債利回りの上昇などにつながり得る点には留意が必要だ。

第2の上振れリスクは、固定投資の想定以上の拡大である。2016年より「欧州戦略投資基金(EFSI)」が本格稼働する。この基金は、欧州連合からの公的資金を呼び水に民間から資金を集め、インフラや研究、教育などの分野に投資を行う仕組みである。既存の投資案件の付け替えに終わるのではないかなど、批判的な見方が多いものの、EFSIによって企業の投資マインドが底上げされて広範な投資拡大につながれば、景気にとってプラス要因となる。

一方、第1の下振れリスクは、海外経済が想定ほど回復せず、その結果、輸出の持ち直しが遅れることである。第2の下振れリスクは、雇用拡大の一服である。2015年末にかけて雇用拡大が続いたが、ユーロ圏全体では、失業者、とりわけ長期失業者が多いのが現状だ。失業期間が長引けば、労働者の持つ技術・知識の質が劣化し、企業が求める人材とのミスマッチが拡大する可能性がある。その場合、これまでのような順調な雇用拡大は期待しにくくなる。

(3) ユーロ圏潜在成長率は1%台前半にとどまる見通し

次に、ユーロ圏潜在成長率の行方を考えよう。労働・資本・TFPによる押し上げ寄与が拡大することで、潜在成長率は徐々に高まる見通しだ。但し、潜在成長率は1%台前半という低水準での推移にとどまり、2000年代前半のような

2%近い水準には届かないとみられる。

潜在成長率が小幅な上昇にとどまる理由は3点ある。第1に、労働投入による成長率の底上げが限定的とみられることである。欧州委員会によると、ユーロ圏の生産年齢人口は減少を続ける見通しである。就業率の引き上げに向けた取り組みが今後も進むとみられるが、それだけでは人口減少による影響を相殺することは難しいと思われる。第2に、資本投入による成長率の押し上げ寄与度が急拡大することを見込みにくいことだ。前述した通り、投資が抑制される中、資本ストックの増加率は小幅な加速にとどまるとみられる。第3に、投資抑制の結果、技術革新などが進みにくくなり、TFP 上昇率の加速を見込みにくいことである。

3. 低インフレが続くユーロ圏

最後に、物価動向を考えよう。ユーロ圏では、2015 年末にかけてインフレ率がゼロ近傍にとどまり、デフレリスクの高まりが意識された。今後を展望すると、ユーロ圏のデフレ入りこそ回避されるものの、景気回復テンポが緩慢なため、インフレ率の伸び悩みが続く見通しである。

(1) 2015 年末にかけて高まったデフレリスク

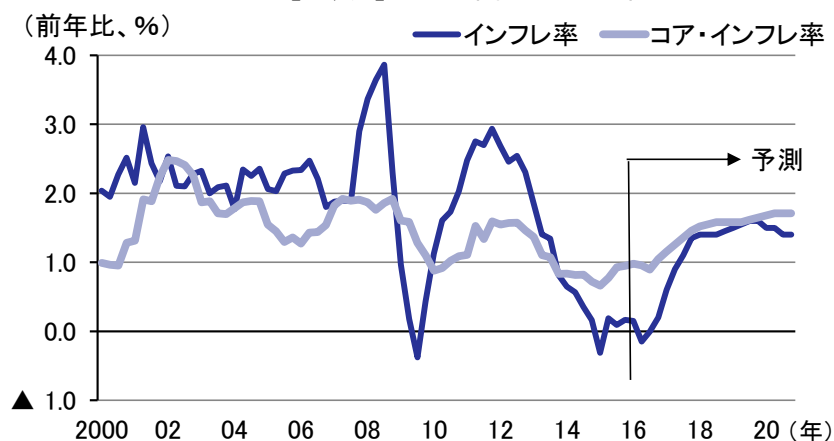
2015 年のインフレ率はゼロ近傍

ユーロ圏のインフレ率は、2015 年初に前年比で下落に転じた。夏場には再びプラス圏に復したものの、インフレ率は年末にかけてゼロ近傍で推移を続けた(【図表4】)。背景には、原油価格の低迷によってエネルギー物価が大幅に下落したことに加え、基調的な物価動向を示すコア・インフレ率(食品やエネルギー等を除く)が1%前後の低水準にとどまったことがあった。

ユーロ圏のコア・インフレ率が低水準となった理由として、次の2点が挙げられる。第1に、企業が値上げに慎重になったとみられることだ。景気回復テンポが緩慢となる中、企業の成長期待は高まらず、販売シェアを伸ばすため、また、消費マインドの冷え込みを避けるため、値上げが控えられた模様である。

第2に、賃金が伸び悩んだことであり、その一因は労働需給の改善の遅れにある。2013 年半ばよりユーロ圏の失業率は低下を続けたが、その水準は10%台と、金融危機前(7%台)を大きく上回ったままである。加えて、生産性上昇

【図表4】 ユーロ圏のインフレ率



(出所) Eurostat よりみずほ総合研究所作成

(注) 2016 年以降はみずほ総合研究所の見通し。

率の低さも賃金の伸び悩みに影響した。上述の通り、固定投資が抑制されたことで、労働者 1 人当たりの資本ストックの多少を表す資本装備率は伸びず、生産性上昇率は低位にとどまった。このため、企業は賃金抑制により労働コストを引き下げ、利益を確保しようとしたとみられる。

(2)インフレ率が 2%に達するのは 2020 年以降

中期的に低インフレが続く見込み

ユーロ圏物価動向を展望すると、コア・インフレ率は徐々に加速するものの、1%台半ばでの推移が続くとみられる。この結果、インフレ率が、ECB が物価安定の目安とする「2%未満かつその近傍」に達するのは 2020 年以降となる見通しだ(【図表 4】)。

コア・インフレ率の動向を、上述した 2 つの理由毎に整理する。まず、第 1 の企業の値上げに対する慎重姿勢に関しては、景気回復が続く中で徐々に慎重姿勢は和らぐとみられる。とは言え、景気回復テンポが緩慢なため、インフレ率の急上昇を期待できるわけではないだろう。

第 2 の賃金伸び悩みに関しては、2018 年までは賃金の伸び悩みが続くとみられる。ユーロ圏全体で賃金を引き上げるほどに人手不足感が強まるのは、2018 年以降と予想されるからだ。固定投資が力強さを欠くとみられる中、資本装備率の上昇を通じた生産性向上が期待できないことも、賃金の伸び悩みに影響しよう。また、2018 年以降に関しても、低成長を背景に人手不足感が急速に強まるわけではないため、賃金上昇率は小幅な加速にとどまると見込まれる。

これらを踏まえると、コア・インフレ率は 2017 年にかけて 1%台前半で推移すると予想される。2018 年以降はやや加速するものの、コア・インフレ率は 1%台半ばでの推移を続けるだろう。一方、ヘッドラインのインフレ率に関しては、原油価格の低迷の影響で 2016 年はゼロ近傍となる見通しだ。2017 年以降は原油価格の反転によってエネルギー物価が上昇に転じ、インフレ率を押し上げる要因となる見込みだが、インフレ率が、ECB が目安とする水準(2%未満かつその近傍)に達するのは 2020 年以降となりそうだ。

物価見通しに係るリスクとしては、景気の上振れ・下振れに起因するものと共に、インフレ期待の悪化が挙げられる。インフレ期待が悪化すれば、企業は値上げに一段と慎重となり、また、賃上げにも消極的となり得る。また、消費者が消費を先送りすることで、需要の減少をもたらす可能性もある。これらはいずれも、インフレ率の下振れにつながる。今のところ、企業や家計のインフレ期待は決して強くないものの、悪化しているわけでもない。しかし、原油価格の下落や低インフレの長期化により、企業・家計のインフレ期待が悪化するリスクがある。物価見通しに係る下振れリスクは、依然として大きい。

みずほ総合研究所

主任エコノミスト 松本 惇

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。