
けいざい早わかり 2014年度第3号

足元の欧州の経済・金融情勢について

【目次】

- Q1. 欧州の景気は順調に回復しているのでしょうか？…………… p.1
- Q2. 信用不安はどのような状況にあるのでしょうか？…………… p.2
- Q3. 他にも懸念材料はありませんか？…………… p.3
- Q4. ECBの金融政策とユーロの見通しについて教えてください…………… p.5
- Q5. ウクライナ情勢は欧州経済にどのような影響を与えるのでしょうか？…………… p.7

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL: 03-6733-1070

Q1．欧州の景気は順調に回復しているのでしょうか？

- ・ 欧州（ユーロ圏）の景気は緩やかに持ち直しています。最新1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比0.2%増と13年10～12月期と同じ緩やかな成長率にとどまったものの、4四半期連続でプラスになりました。
- ・ ただ国別にみると、各国の景気には依然温度差があります（図表1）。内外需ともに好調なドイツの場合、1～3月期の実質GDPが前期比0.8%増と引き続き高めの成長率を維持しています。またスペインも、同期の実質GDPは前期比0.4%増と輸出のけん引を受けて2四半期連続で成長が加速しています。反面で、フランスとイタリアの景気が停滞色を強めています。

図表1．温度差があるユーロ圏各国の景気
実質GDPの前期比成長率

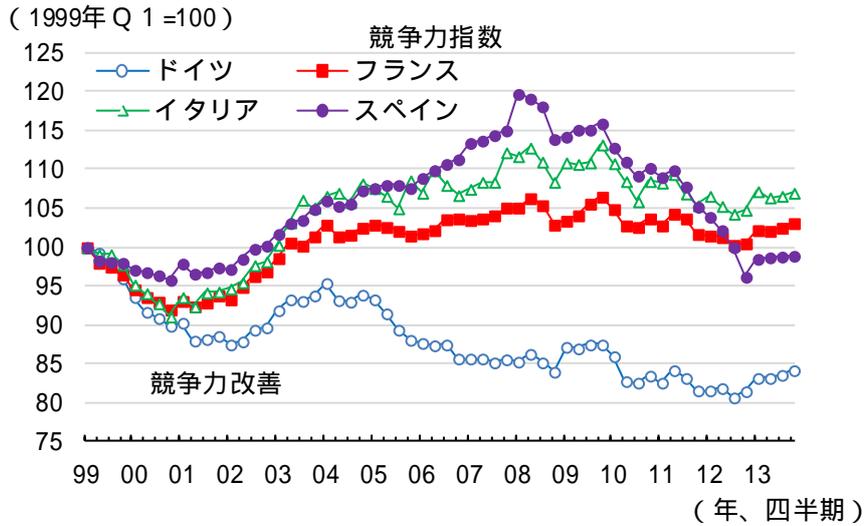
（単位：％）

年	2012				2013				2014
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
ユーロ圏	-0.1	-0.3	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
ドイツ	0.7	-0.1	0.2	-0.5	0.0	0.7	0.3	0.4	0.8
フランス	0.2	-0.3	0.3	-0.3	0.0	0.6	-0.1	0.2	0.0
イタリア	-1.1	-0.5	-0.4	-0.9	-0.6	-0.3	-0.1	0.1	-0.1
スペイン	-0.4	-0.5	-0.4	-0.8	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.4

（出所）欧州連合統計局

- ・ なぜ、フランスとイタリアの景気は停滞しているのでしょうか。その理由として、両国において輸出競争力の改善が遅れている点が指摘できます。実際に、欧州中央銀行（ECB）が発表している競争力指数をみると、ドイツやスペインに比べると、フランスやイタリアの競争力は改善が遅れています（図表2）。
- ・ 2000年代初め、ドイツは大々的な労働市場改革（具体的には賃金上昇の抑制、解雇規制の緩和など）を実施し、競争力の改善に成功しました。またスペインも、信用不安が高まるなかで労働市場改革を断行したことの成果が、足元にかけての競争力の改善につながっています。しかしながら、フランスとイタリアでは、伝統的に労働者を保護する慣行が根強く、有権者も痛みを伴う改革を嫌気する傾向が強いといえます。そのため、政府は労働市場改革に及び腰となり、労働コストを引き下げることができない状態が続いています。内需に頼った景気回復に限界があるなかで、今後持続的な経済成長を実現するために、フランスとイタリアも労働市場改革を通じて競争力を改善させる必要があります。

図表 2 . 競争力の改善度合いに格差

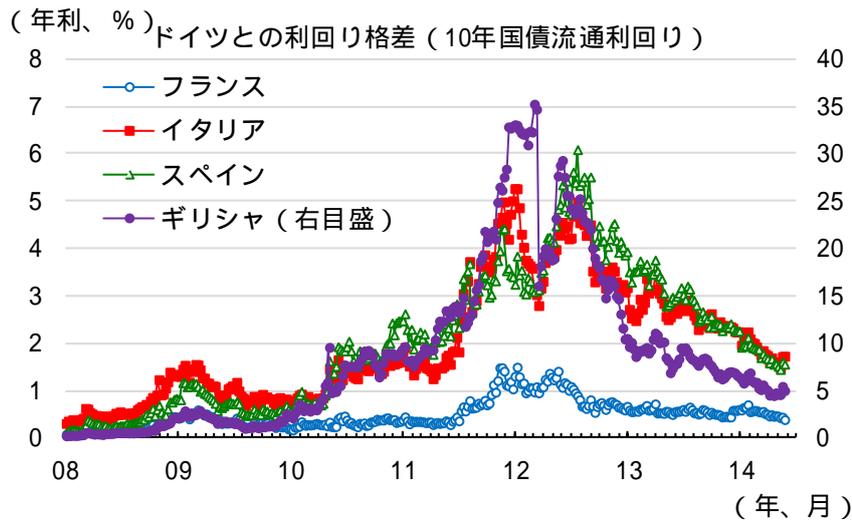


(注) 単位労働コスト (U L C) ベースの実質実効為替レート
(出所) 欧州中央銀行 (E C B)

Q 2 . 信用不安はどのような状況にあるのでしょうか？

- ・ 2013年12月のアイルランド、14年1月のスペインに続き、5月中旬にはポルトガルがE U による支援プログラムから「卒業」し、国際金融市場に復帰しました。ギリシャとキプロスについても、今のところ事態は落ち着いています。長期金利の推移が示すように、欧州の信用不安は、表面的には徐々に収束しているといえます (図表 3)。

図表 3 . 再び収斂する各国の長期金利



(出所) Bloomberg

- ・ 他方で、経済の構造改革、とりわけ財政統合に対する機運が薄れていることが懸念されます。信用不安が深刻化していた2010~11年頃のユーロ圏では、マクロ経済の不均衡を改善

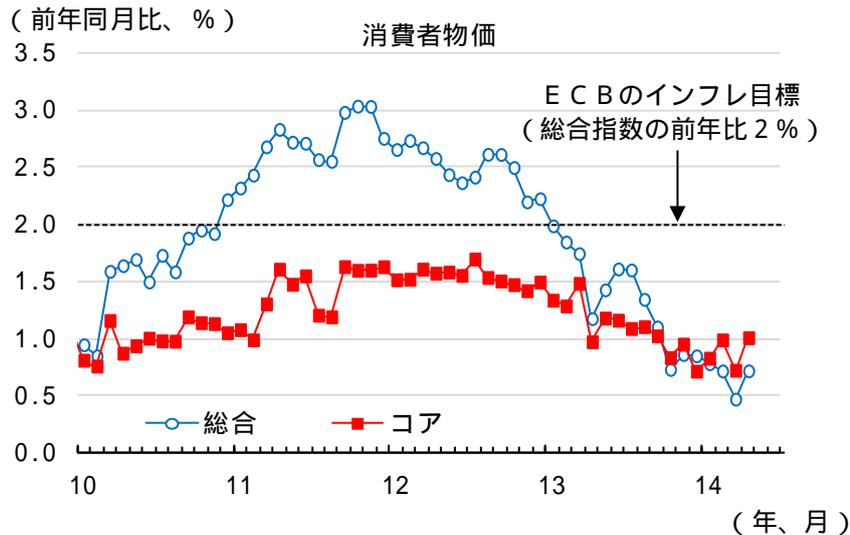
するために経常収支や政府支出に厳格な数値目標を定めたり、ユーロ圏共同債を発行したりして財政統合を一段と進めるべきであるという議論が盛んになされていました。そのうち、マクロ経済の不均衡に関する数値目標に関しては、各国政府の予算に対する事前協議の導入や監視制度の厳格化というかたちで、一定の成果をみています。しかしながら、ユーロ圏共同債の発行といったより踏み込んだ、そして本質的には必要とされる財政統合の流れに関しては、現在、各国政府とも及び腰になっています。

- ・ その背景には有権者の不満があります。ユーロ圏経済の脆弱性を改善する上で、財政の統合は欠かせない問題です。しかしながら、財政が統合されれば、財政に余裕がある国から余裕がない国に所得が移転されることとなります。加えて、各国の財政政策の自立性が失われることとなります。ユーロ圏各国における有権者の不満の高まりは、5月22日から25日にかけて行われた欧州議会選挙における反欧州勢力の台頭というかたちで顕在化しました。こうしたなかで各国政府は、信用不安が収束し通貨ユーロに対する信認が回復していることもあり、有権者に嫌われる財政の統合を進める意義を見失っているのです。
- ・ しかしながら、財政統合の流れが滞ることは、ユーロ圏経済の脆弱性が改善されないことを意味しています。仮に国際金融市場が動揺すれば、このことを投資家が嫌気し、信用不安が再燃して、通貨ユーロに売りが浴びせられる可能性は否定できません。

Q3．他にも懸念材料はありませんか？

- ・ 懸念事項の1つに、デシインフレ(物価上昇率が持続的に低下する現象)圧力の高まりがあります。直近4月の消費者物価は前年比0.7%上昇と3月(0.5%)から若干上昇しましたが、ECBの物価目標(2%)を大きく下回る状況が続いており、物価上昇率の下落傾向そのものに歯止めはかかっていません(図表4)。
- ・ デシインフレが続いている主な理由として、景気が持ち直しているとはいえ個人消費など内需の勢いが依然鈍いことがあり、これがコア物価の弱さにつながっています。またユーロ高に伴い輸入インフレ圧力が弱まっており、このことがエネルギー価格の落ち着きというかたちで、ユーロ圏の物価を押し下げています。
- ・ 欧州中央銀行(ECB)はデシインフレがいわゆるデフレ(物価が下落する状態)に転じてしまうことを非常に警戒しています。その主な理由は、金融政策がゼロ金利制約に直面し、その波及経路を失ってしまうことにあります。通常、中央銀行は政策金利の操作を通じて金融環境の調整に取り組めますが、政策金利そのものをゼロより低く設定することには困難が伴います。デフレの状況になれば、政策金利をゼロまで引き下げても、实体经济に影響を与える上でより重要視される実質金利(名目金利から消費者物価変化率を引いたもの)をコントロールすることができなくなります。それどころか、デフレの状況が深刻化すれば、2000年代前半の日本が経験したように、実質金利がむしろ上昇ないしは高止まりして景気が冷え込み、経済活動の縮小につながります。

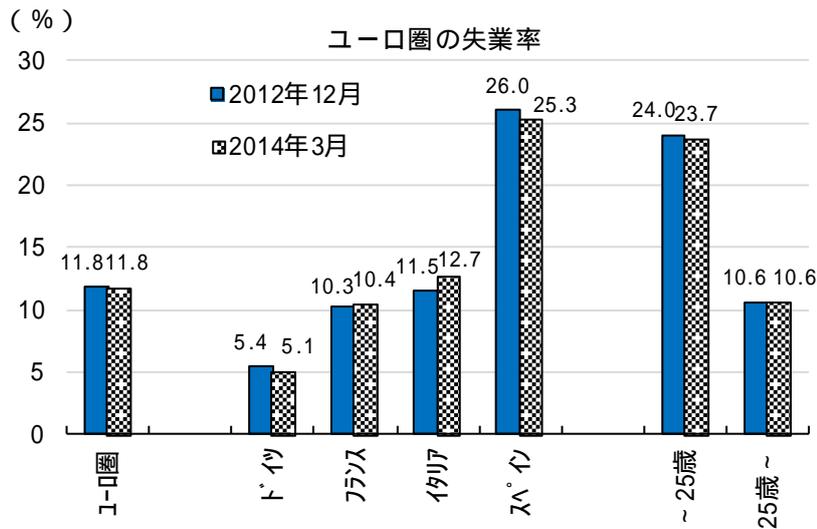
図表4. 欧州を蝕む低インフレ



(出所) 欧州連合統計局

- ・ 物価についてもまた、ユーロ圏各国の状況にはバラつきがあります。景気が好調なドイツはまだデysinフレの局面にありますが、内需の増勢が弱いスペインはデフレに陥りつつあります。さらに、景気が冷え込んでいるギリシャの場合、既にデフレが定着しています。足元で景気の停滞が深刻化しているフランスやイタリアの消費者物価も、非常に弱い動きとなっています。今後も内需の低迷が続き、また通貨高が続くようであれば、ユーロ圏が本格的なデフレに突入する可能性が高まるでしょう。
- ・ もう1つが、失業率が依然高止まっていることです。直近3月のユーロ圏の失業率は11.8%と、4ヶ月連続で横ばいとなっています(図表5)。国ごとにみると、ドイツが5.1%とすう勢的な改善が続く反面で、景気が停滞しているフランス(10.4%)やイタリア(12.7%)は悪化が続いています。景気が底打ちしたスペインは25.3%と最悪期からは改善していますが、水準自体は非常に高い状況が続いています。
- ・ また年代別にみると、25歳未満の若年層の失業率が23.7%と25歳以上(10.6%)と比べて依然高水準であるなど、失業の世代間格差の問題も深刻なままです。こうした状況を改善するためには、景気のさらなる回復もさることながら、先に述べたように労働市場の改革を推し進めていく必要があります。具体的には、既存の正規雇用に対する手厚過ぎる保障を弱めるとともに、非正規雇用の待遇を改善するなどして、雇用の流動化を図っていかねばなりません。
- ・ こうした改革には痛みを伴うことから、世論の支持を失うことを恐れる各国政府は大胆な改革をなかなか実行できない状況にあります。しかしながら、新たに雇用を生み出していくためにも、現状の手厚過ぎる労働市場の姿をより弾力的にしていけるかどうか、ユーロ圏全体の課題となっています。

図表 5 . 引き続き水準が高い失業率



(出所) 欧州連合統計局

Q 4 . E C B の金融政策とユーロの見通しについて教えてください

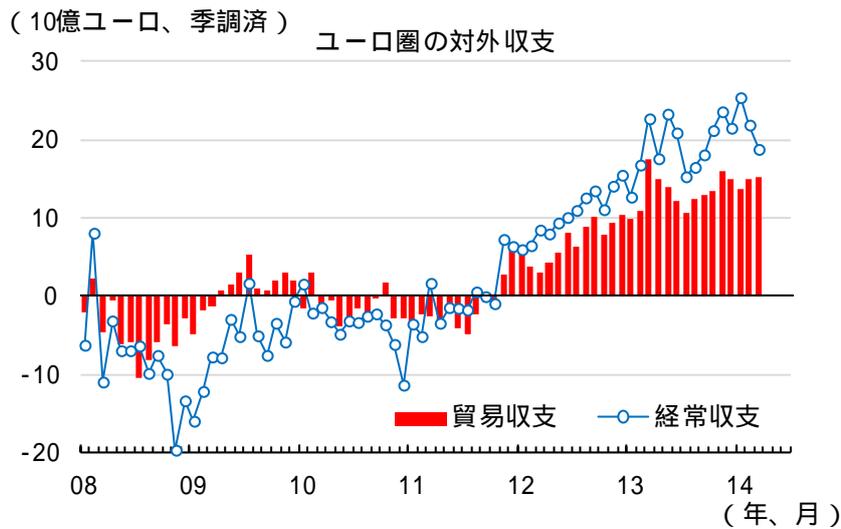
- ・ E C B は 6 月 5 日に行われた金融政策決定会合で、7 ヶ月ぶりとなる追加利下げを行いました。具体的には、主要政策金利(主要リファイナンス・オペ金利)をそれまでの年0.25%から0.15%に、上限金利(E C B が金融機関に直接貸し出しを行う際に適用される金利)を年0.75%から0.40%に、さらに下限金利(金融機関が E C B に預金を行う際に適用される金利)を年0.00%から - 0.10%に、それぞれ引き下げました。下限金利のみではありませんが、E C B は主要な中央銀行としては初めてマイナス金利政策を導入したことになります。背景には、先に述べた E C B のデフレに対する強い警戒感があります。
- ・ 今回の追加利下げに関しては、E C B のドラギ総裁が5月の会合後の記者会見で、その実施の可能性を予め言及していました。この総裁の発言以降、為替市場は E C B が6月に追加金融緩和を行うことを織り込みはじめ、ユーロの水準は足元にかけて低下することになりました(図表6)。
- ・ 先行きを展望すると、対ドルで見れば、米連邦準備制度理事会(F R B)が2015年中頃にも最初の利上げに着手する公算が大きく、一方で E C B は引き続き緩和的なスタンスをとるために、金利差の観点からユーロは弱含むと考えられます。一方で対円との関係でも、日本銀行が現状のペースで金融緩和を行う限り、E C B の緩和スタンスの強化がユーロ売り圧力になるため、一方的なユーロ高には修正が入るでしょう。
- ・ もっとも、ユーロ圏の経常(貿易)収支は黒字基調が定着しており、企業のユーロに対する実需は強いといえます(図表7)。このことを考えると、E C B がマイナス金利政策をとったとしても、ユーロの対ドルレートや対円レートが大きく下落することはなく、緩やかな低下にとどまると考えられます。

図表 6. 足元で低下するユーロの為替レート



(出所) E C B

図表 7. 黒字が続くユーロ圏の対外収支



(出所) E C B 及び欧州連合統計局

- 加えて、マイナス金利政策の「副作用」に対する懸念も存在します。下限金利がマイナスになったことにより、金融機関はE C Bへの預金に金利を支払う必要が発生しました。したがって金融機関が、そのコスト上昇分を企業や家計への貸出金利の引き上げというかたちで転嫁する可能性があります。そうなれば、ただでさえ前年割れが続いているユーロ圏の銀行融資が一段と減少し、持ち直している景気に下押し圧力をかけることになりかねません。こうした状況は、実際に自国通貨を引き下げる目的からマイナス金利政策を先行して実施したスウェーデンやデンマークで発生しました。

Q5 . ウクライナ情勢は欧州経済にどのような影響を与えるでしょうか？

- ・ 5月25日に投開票が行われたウクライナ大統領選では、ペトロ・ポロシェンコ氏が新たに大統領に就任する見込みとなりました。ポロシェンコ氏は親欧米派でありながらもロシアとの対話を重視していることから、膠着した事態が改善すると期待されています。
- ・ なお、ウクライナ情勢が一段と緊迫化した場合、主に3つの経路を通じて、欧州経済に対して悪影響が及ぶことになるでしょう。1つ目の経路が、ロシア景気の失速とそれを受けた欧州景気の下押しです。2月以降ウクライナ情勢が緊迫化するなかで、ロシアの通貨ルーブルや株価は大幅に下落しました。中央銀行が利上げを行ったことやウクライナ情勢への悲観が修正されたことなどから、足元、ロシアの金融市場は落ち着いています。しかし、仮に情勢がさらに深刻化すれば、株価や通貨は一段の調整を余儀なくされ、ロシアの景気に対してブレーキをかけるでしょう。加えて、ロシア経済の成長に不可欠な外国からの直接投資も、低調を余儀なくされるとみられます。欧州経済にとって有力な輸出先であるロシア景気の低迷は、輸出の低迷を通じて欧州の景気を下押しすることになるでしょう。
- ・ 2つ目の経路が商品市場の調整です。ウクライナはロシアから欧州へ向けたガスパイプラインの中継地であるため、仮にロシアと欧米の対立が先鋭化し、ロシアが欧州に向けたガスの供給を削減ないしは中止した場合、天然ガス価格は欧州市場を中心に急騰することになるでしょう。原油やパラジウムといった、ロシアによる供給量が多い資源に関しても同様の懸念が存在します。さらに、世界でも有数の穀物生産国であるウクライナで緊張が高まれば、小麦などの供給もひっ迫することになります。いずれにせよ、供給制約に伴う価格の急騰が商品市場を襲うことになると考えられます。
- ・ 3つ目の経路が金融市場の調整です。とりわけロシアとのビジネスに注力している企業が多い欧州の株式市場では、そうした企業を中心に株が売りに晒されることになるとみられます。投資家はロシアの株式市場からも多額の資金を引き上げることになるでしょう。投資家のリスク回避度が一段と高まれば、既に歴史的な高水準にある米株を中心に、世界的な株価の調整が強まると考えられます。また為替市場でも、投資家のリスク・センチメントの高まりを反映して、高金利通貨売り低金利通貨買いの流れが強まるでしょう。そうなれば、足元にかけて安定している新興国の通貨・金融不安が再燃する可能性が高まることとなります。

お問合せ先 調査部 土田 陽介

chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。