

ユーロ圏経済の課題と展望 - 2018年に向けて

～取り戻した安定の下に潜む脆弱性～

山口 勝義

要旨

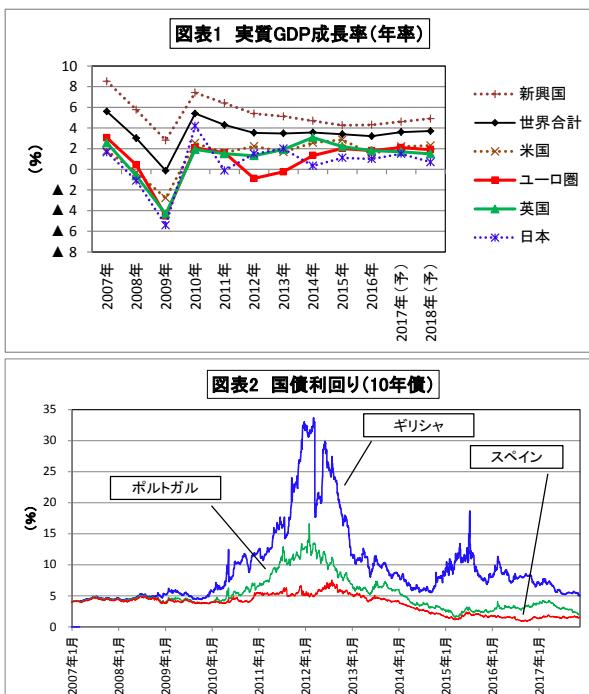
相次ぐ危機を経て今ではようやく安定を取り戻したユーロ圏経済であるが、諸環境の変化に対する耐性は十分とは言えず、また同時に、様々な潜在的な波乱要因を抱えてもいる。18年に向けて、特に原油価格、外需、為替などの動向や、政治情勢に注意が必要とみられる。

はじめに

まもなく終了する2017年は、ユーロ圏にとり大変穏やかな1年であった。依然として成長は緩やかながらも景況感は徐々に改善し、また大きな市場波乱に見舞われることもなかった。一時は懸念された政治面での混乱とその影響の拡大も、実際には現実のものとはならなかった。相次ぐ危機を経たユーロ圏では、この安定は大変貴重なものである（図表1、2）。

ユーロ圏は07年からの金融危機に続き、09年のギリシャでの財政粉飾の発覚を発端とする財政危機、また15年には難民危機を経験してきた。なかでも財政危機は、ユーロ圏固有の弱点を浮き彫りにしつつ、重い負担を強いることになった。

ユーロ圏では、南欧諸国を中心に、ユーロ導入後に下方に収斂した金利水準の下で消費や投資が過度に促され經常収支の悪化が進んだが、ギリシャでの粉飾発覚は經常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で財政危機を深刻化させた。これに対し危機収束のため、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加盟国には、財政改革に加えて、労働コストの削減などを通じ供給面の競争力強化を図る経済の構造改革への取り組みが強く求められた。しかし、これら



(資料) 図表1はIMFの、図表2はBloombergの、各データから農中総研作成

(注) 図表1の(予)は、IMFによる予測値である。

の危機対策は反面では失業率の上昇や所得格差の拡大により内需の抑制に繋がり、長引く景気低迷をもたらす結果となった。

その後、欧州中央銀行(ECB)による果敢な危機対応や、機を見ての財政改革のスピード調整により、また原油価格下落の追い風なども加わり、ユーロ圏経済は今ではようやく安定を取り戻したわけである。しかし今後もこの安定を維持できるのかどうか、改めてユーロ圏を取り巻く課題やリスクの点検が重要である。

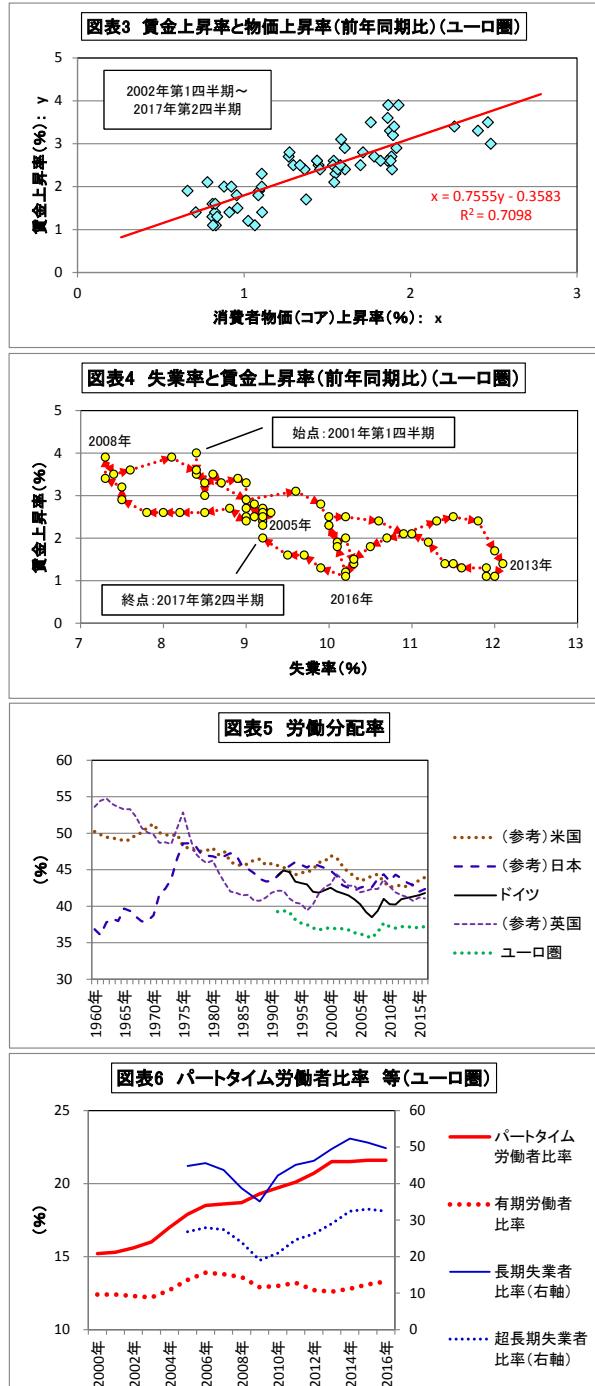
低インフレ継続で加速感に乏しい経済

近年、主要な先進国では失業率の低下との対比で消費者物価上昇率の停滞が明らかであり、その主要因のひとつには鈍い賃金上昇率が挙げられている。ユーロ圏も例外ではなく、賃金上昇率と物価上昇率の連動性の大きさとともに、改善は見られるものの、前者の回復の低調さを確認することができる（図表3、4）^(注1)。

こうした雇用市場の改善と賃金上昇率の鈍さが併存する要因としては、様々な仮説が提示されている。例えば、危機の後遺症としての企業投資の低迷による生産性・収益性の停滞、グローバル化の進展による競争激化を通じた企業のコスト抑制指向の強まり、経済の第3次産業化やデジタル化の中での賃金に対する低下圧力の継続、規制緩和の進行に伴う労働者の交渉力の弱体化、表面に現れてはいない実質的な失業者の増加、さらには低金利環境下での経営不振企業の生き残り、教育訓練の拡充の遅れ、などである。

ユーロ圏を巡る特徴的な動向を見れば、まず、他の先進国同様、長期的には労働分配率の低下傾向が生じている（図表5）。また、パートタイム労働者や長期失業者などの比率が増加傾向にある点から、表面的な失業率の低下ほどには雇用環境が好転してはいない実態を窺うことができる（図表6）^(注2)。あわせて第3次産業比率の継続的な上昇なども認められることから、ユーロ圏では上記の様々な材料が複合しつつ賃金上昇率の抑制要因として働いている可能性が考えられる。

今ではデフレ懸念は大幅に後退したとはいえ、こうした下ではユーロ圏の低インフレ状態は短期間で解消されそうにはない。このため、異例な金融緩和の長期



（資料）図表3、4、6はEurostatの、図表5はOECDの、各データから農中総研作成

化に伴う銀行などの負担増加やクレジットスプレッドの過度の縮小などの副作用の拡大に注意が必要となるが、成長の加速感に乏しく環境変化に対する経済の耐性が十分強いとは言えない状況にある点にも注目する必要があるものとみられる。

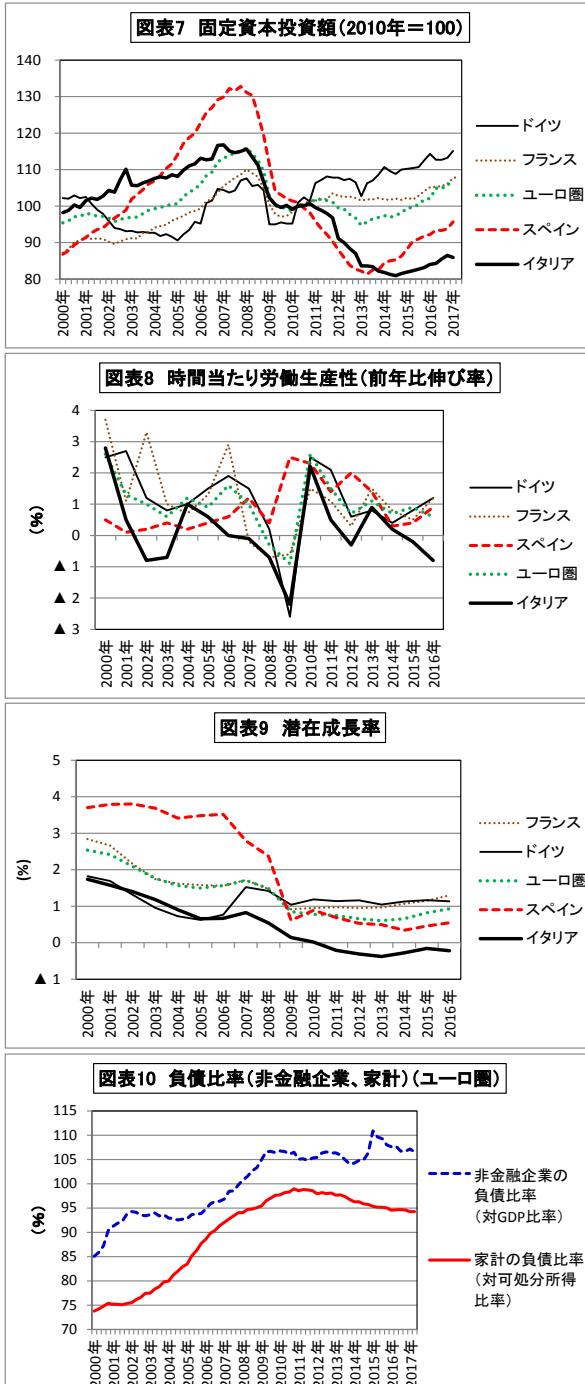
環境変化に対する経済の脆弱性

現実に、ユーロ圏は原油価格、外需、為替などの動向のほか政治情勢も含め、波乱材料となり得る様々な材料に取り巻かれている。このような中で、環境変化に対する経済の耐性の脆弱性という観点からは、他にも注意を要する点がある。

まず、潜在的な成長力の低迷がある。ユーロ圏では企業投資は回復過程にあるものの多くの国々ではいまだその途上であり、労働生産性の改善は限られたものにとどまっている（図表7、8）。これに少子高齢化なども加わり、潜在成長率は低位での横ばいが続いている（図表9）。このように、ユーロ圏経済の体力は十分強いとは言えず、わずかなショックで経済成長が減速に転じる可能性がある。

次に、官民の負債残高の高止まりがある。単年度の財政収支は全般に改善傾向にあるとはいえる、政府債務比率はドイツを除けば今も大きく、財政改革は道半ばである。非金融企業や家計の負債比率についても、依然高い水準にある（図表10）。このため、当面は賃金上昇を背景にした需要拡大に基づくインフレ昂進の可能性は考えづらいとしても、何らかの外部環境の変化により物価が上昇し金利水準が上昇に転じる局面では、債務の利払いや借り換え負担が増大し、これが急速に内需を冷やす可能性が考えられる。

表面的には安定的な成長を続けているユーロ圏経済ではあるが、以上のように成長加速の可能性は小さいばかりか環境変化に対する耐性は十分強いとは言えず、一転して成長減速に転じる可能性を認識しておく必要があるものと考えられる。現在、ユーロ圏はECBの慎重な政策運営による低い金利水準や潤沢な資金供給、



(資料) 図表7、8はEurostatの、図表9はOECDの、図表10はECBの、各データから農中総研作成

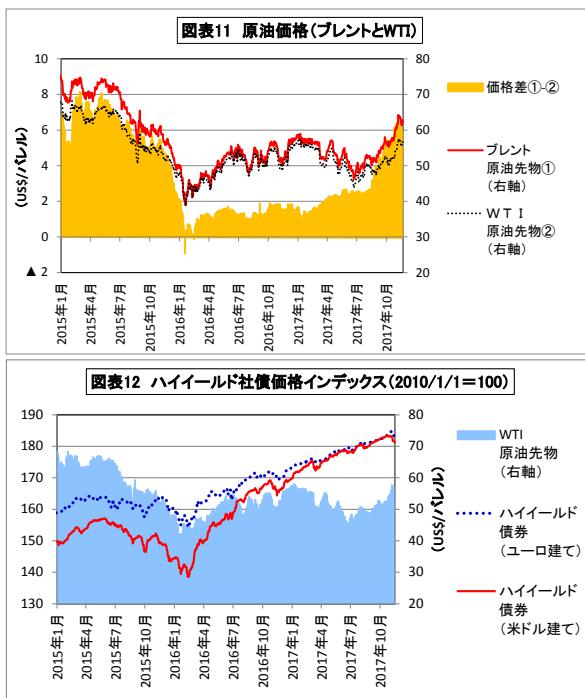
中立に近い各国の財政スタンス、原油価格の低位安定、世界的な成長持続などの好条件に恵まれている。しかし、そうした下での緩やかな成長であるため、いつたんこの前提が変化した場合には、負の影響が相応に拡大することが予想される。

注意が必要なリスク要因

では、環境変化という点では、どのようなリスク要因が想定されるだろうか。

第1には原油価格の上昇である。シェール増産の思惑でWTIの動きは相対的に鈍いものの、需給の改善見通しなどにより夏場から原油価格はじり高となってい（図表11）。これに中東情勢の一層の緊迫化などが加わる場合には、一段の上昇の可能性がある。コストプッシュによる物価上昇は、金利水準を引き上げ広く財政負担を拡大するとともに、賃金上昇が鈍いなか個人消費にも直接的に影響を及ぼすことになる。次に第2として市場波乱がある。例えば、一時はシェール企業の収益性との連動性が読み取れていたハイイールド社債の価格は、その後も上昇を続けている（図表12）。様々な市場でクレジットスプレッドの縮小が進んでいることから、異例な金融緩和が急速に転換を迫られれば、金融市場で生じた波乱が経済を攪乱する可能性が見込まれる。

このほか、第3に外需の縮小やユーロの上昇がある。ユーロ圏では危機対策を経て経常収支は大幅に改善したが、これは外需依存の強まりをも意味しており、ユーロ圏は世界経済減速などの影響を受けやすい状況に置かれていることになる。最後に第4として政治情勢の混乱である。財政危機対策の過程では主として左派の、またグローバル化の進展や難民危機の過程では主として右派の、それぞれポピュリスト勢力の伸張が見られてきた欧州では、その動きは未だ鎮静化しておらず、9月のドイツの連邦議会選挙などを機に改めて大衆迎合的な動きが強まっている。加えて、英国の欧州連合（EU）離脱や最近のスペインのカタルーニャ州の独立を



（資料）図表11、12はBloombergのデータから農中総研作成

目指す動きなどには、主権の回復に向けた国民や州民の強い意志が現れている。このように、欧州では複合的な政治面の不安定化要因が今も健在であり、政治の混乱が経済情勢に大きな影響を及ぼす可能性には常に注意が必要になっている。

以上のように、ようやく安定を取り戻したユーロ圏経済であるが、諸環境の変化に対する耐性は十分とは言えず、また同時に様々な潜在的な波乱要因を抱えてもいる。このため、18年に向けて、引き続き広い視野での情勢フォローが不可欠となるものとみられる。（17.11.22現在）

（注1）図表3の「コア」は、エネルギー、食品、酒、たばこを除く消費者物価上昇率（HICP）である。

（注2）図表5の「労働分配率」は、賃金支払額をGDPで除したものである。また、図表6で、「パートタイム労働者」はフルタイム労働ではない労働者、「有期労働者」は雇用に期限が設けられている労働者で、その比率はそれぞれ総被雇用者数に占める比率である。「長期失業者」は失業期間が12ヶ月以上24ヶ月未満の失業者、「超長期失業者」は同24ヶ月以上の失業者であり、その比率はそれぞれ全失業者数に占める比率である。