

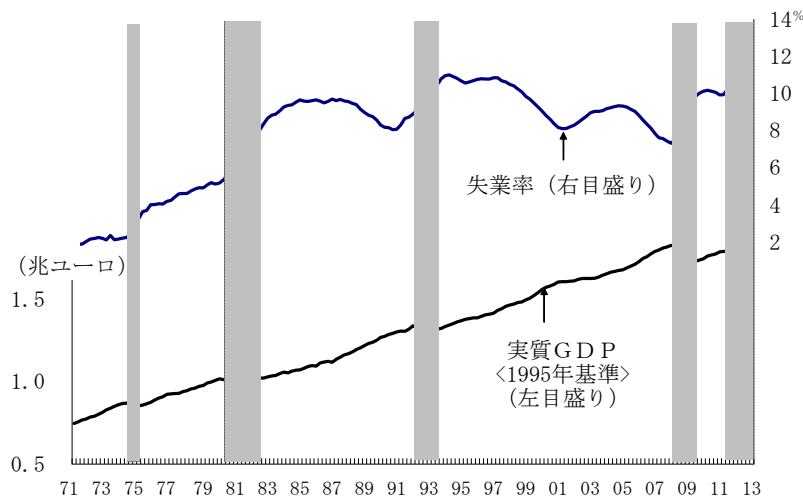
Weekly エコノミスト・ レター

難航するユーロ圏の財政健全化と経済成長の両立ー景気後退と雇用悪化はさらに続くおそれ

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の景気後退の期間は世界金融危機後を超えたが、下げ止まりの兆しは未だ確認できない。失業率の過去最高水準の更新は続く見通しだ。欧州中央銀行（ECB）は、5月の政策理事会で 25bp の利下げなど追加の金融緩和に動き、財政面でもスペインやフランスに財政健全化目標達成期限の延長を認めるなど緩和の動きがある。
2. ユーロ危機対応のガバナンス改革でEUの中期財政計画や構造改革計画の監視体制は強化されている。景気に配慮した緊縮緩和と言っても、財政健全化路線を棚上げすることは難しく、成長戦略の重点は構造改革に置かざるを得ない。
3. ユーロ圏の政策は、金融・財政政策の微修正と構造改革という組み合わせとなるため、速やかで力強い回復は見込めない。短期的には、ユーロ圏と米国、そして大胆な金融政策と機動的な財政政策で浮揚する日本との成長格差が開きそうだ。
4. 財政の健全性と構造改革を重視するユーロ圏のアプローチは、統合深化の議論と並行して進むのであれば、中期的には競争力向上、持続可能な成長につながるだろう。

長らくユーロ圏の景気後退～ユーロ圏の景気循環と実質GDP、失業率の推移～



(注) 網掛けは景気後退局面。定義及びデータは本文（注2）参照（資料）CEPR、AWM database、eurostat

（世界金融危機後を上回る6四半期連続のマイナス成長）

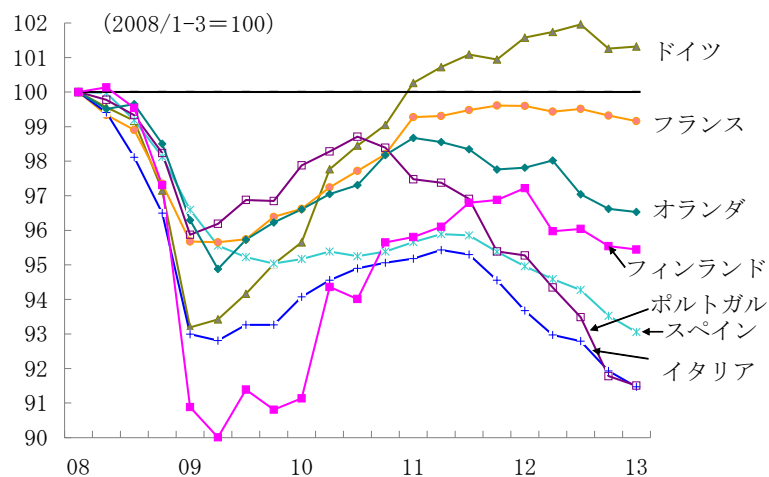
今月15日に公表されたユーロ圏の1～3月期の実質GDP成長率は前期比0.2%のマイナス成長であった。ユーロ圏のマイナス成長は2011年10～12月期から6四半期続いており、マイナス成長の期間は世界金融危機後の5四半期を超えた。

世界金融危機後のユーロ圏の景気後退は、世界的な金融の収縮と需要の消失をきっかけとする、急激かつ大幅なもので、ユーロ圏を含む世界的な危機対応の進展で持ち直しに転じた。

足もとの景気後退は、ユーロ圏内での債務危機の拡大がきっかけであったが、金融市場が落ち着きを取り戻しても景気の悪化は止まらない。ユーロ圏の多くの国が、過剰な債務と低い競争力という問題の克服に取り組んでおり、官民のバランス・シート調整と構造改革は、短期的には景気を下押しする。実質GDPと連動性が高い指標の1つであるユーロ圏の総合PMIは、直近の4月も46.9と3月の46.5に比べれば改善したが、活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を下回ったままで、景気後退の期間は、さらに長引くおそれがある。

国別に見ると水準には格差があるものの、方向は総じて悪化している。ポルトガルは10四半期、イタリア、キプロスは7四半期、スペインは6四半期にわたりマイナス成長が続いており、実質GDPの水準は世界金融危機後のボトムを更新している^(注1)。景気後退は、コア国や財政健全全国にも広がっている。フランスは過去2年間成長がほぼ止まった状態で、足もとの2四半期はマイナス成長となっている。オランダ、フィンランドも失速している。ドイツは1～3月期はプラス成長に転じており、景気後退を回避しているほぼ唯一の国だが、10～12月期の前期比0.7%という大幅な落ち込みに対し、同0.1%と小幅な伸びに留まり、力強さを欠く。

図表1 ユーロ参加国の実質GDP



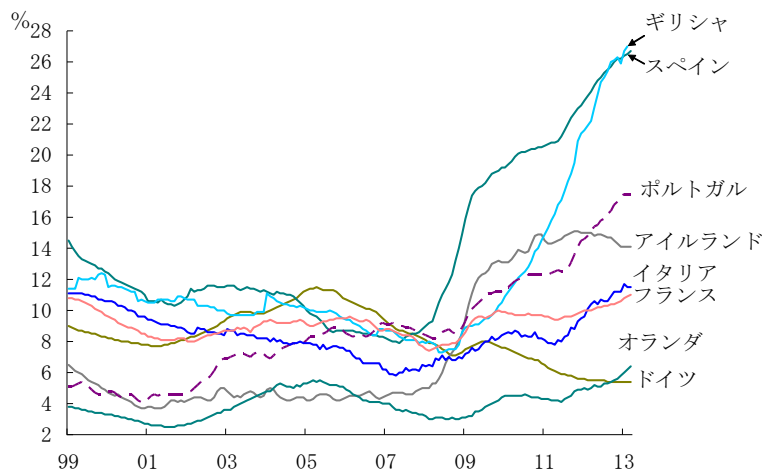
(資料) eurostat

(注1) ギリシャは季節調整済みの実質GDP成長率のデータを公表していないが、13年1～3月期の前年同期比の実質GDP成長率はマイナス5.3%と落ち込みが続いており、実質GDPは08年の同期の水準の76%まで縮小している。スロベニアは13年1～3月期のデータを公表していないが12年10～12月期までに6四半期連続のマイナス成長となっており、08年1～3月期を100とする実質GDPの水準は90と経済情勢は厳しい。

(失業率の過去最高水準の更新は続く見通し)

ユーロ圏の失業率は、3月に12.1%と過去最高水準を更新した(表紙図表参照)。失業率も東西統一以来の最低水準を維持するドイツと、最悪期を脱しつつあるアイルランドを例外にほぼすべての国で上昇している。南欧のほか、フランスやオランダでも失業率はユーロ導入以来の最高水準に達している(図表2)。25歳以下の若年者の失業率はユーロ圏全体でも24%、スペインでは過半を超えるなど深刻さを増すばかりだ。

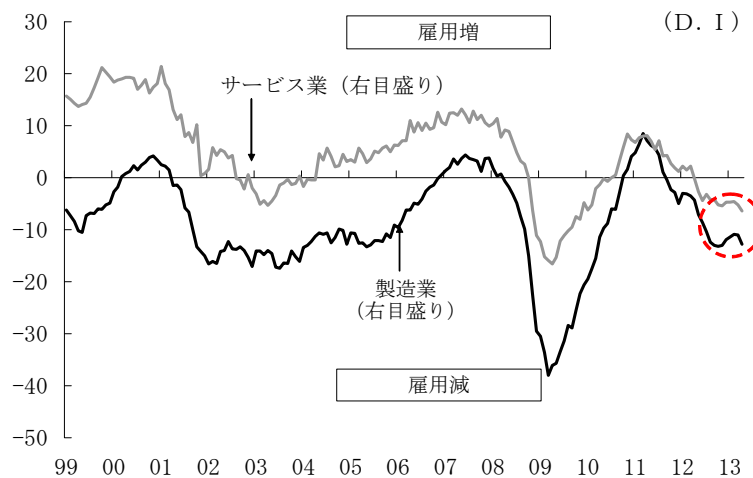
図表2 ユーロ参加国の失業率



(資料) eurostat

ユーロ圏における失業率の過去最高水準の更新は続く見通しだ。欧州委員会の景況感調査の雇用DIは、ここ2~3カ月、製造業・サービス業ともに雇用の削減を見込む企業の割合が再び高まっている(図表3)。

図表3 ユーロ圏の製造業、サービス業の雇用見通しDI

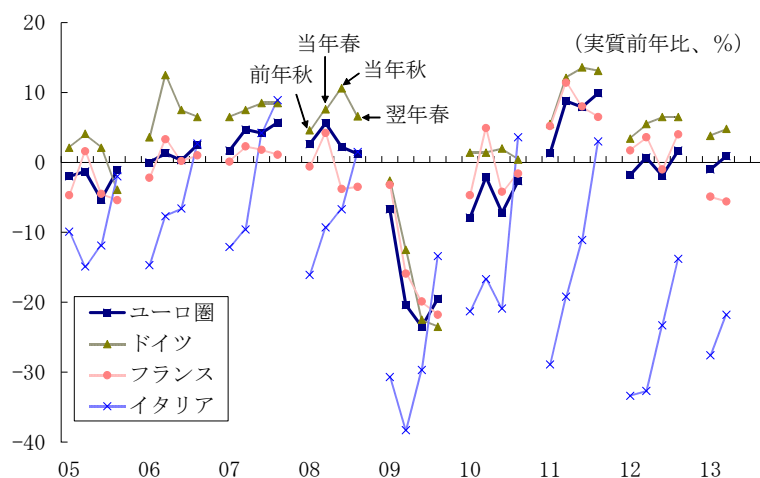


(資料) 欧州委員会「景況感調査」

半期に一度の製造業の設備投資計画の調査も、雇用の回復を期待させる内容ではない（図表4）。13年の計画は、ユーロ圏全体で、昨年秋調査での実質前年比マイナス1%から同プラス1%に上方修正されている。しかし、世界金融危機後の設備投資の大幅な削減、金融環境の緊迫化で投資手控えムードが広がっていたことを思えば、回復のスピードは期待を大きく下回る。

設備投資計画にも国ごとのばらつきがあり、ドイツ企業の計画は同プラス5%と比較的堅調だが、フランス企業は同マイナス6%、イタリアは、前年秋と当年春の調査では慎重な計画を示す傾向も手伝って同マイナス22%と極めて厳しい内容である。

図表4 ユーロ圏と独仏伊の製造業企業の設備投資計画



(資料) 欧州委員会「景況感調査」

失業率は景気に遅行する指標であり、生産回復の兆しが見えない段階での好転は期待できない。現在、ユーロ圏を構成している国々の過去の景気後退局面^(注2)でも、成長率がプラスに転じてから失業率が低下し始めるまでに少なくとも1年を要している（表紙図表参照）。第二次石油危機を引き金とする景気後退局面（1980年1～3月期から1982年7～9月期）は第二次世界大戦後で最長となったが、この時は、景気後退局面を脱してからも、2年以上にわたり失業率の上昇が続き、持続的な低下傾向が表れるまでに5年を要した。

70年代以降の欧州の構造的な失業の増加は、厳しい解雇規制、生産性を反映しない賃金決定方式、手厚い失業手当などによって硬直化し、持続可能な経済成長軌道への復帰に必要な構造転換、競争力の回復を妨げたことに原因があった。政策対応のミスも影響した。失業給付や早期退職制度など「受動的な労働市場政策」に重きを置いた対策は構造的な失業の解消を遅らせた。

ドイツ、オランダなど北のユーロ圏は、労働市場の改革を通じて経済の低迷を打開した経験があり、労働市場の柔軟性は向上している。これに対して、南欧の労働市場は硬直性が強く、解雇規制の緩和、賃金決定の柔軟化などの労働市場改革は、持続可能な経済成長には不可欠と考えられるが、短期的には雇用と所得にマイナスに働き、景気悪化を増幅する悩ましさがある。

(注2) 欧州委員会統計局 (eurostat) は景気基準日付を作成していないため、ここでは経済政策研究所 (CEPR) のユーロ圏景気基準日付委員会の判断を用いた。なお、ユーロ圏の実質GDPと失業率の四半期統計は95年以降し

か作成されていないため、2011年までは欧州中央銀行（ECB）のスタッフが作成している AWM database データに基づいている（作成方法等については、<http://www.eabcn.org/research/documents/ecbwp042.pdf> をご参照下さい）

（ ECBは追加緩和を決定。財政面では緊縮緩和の動きも ）

欧州中央銀行（ECB）は、下げ止まりの兆しが見えない景気の下支えのため、5月の政策理事会で追加緩和策を決めた^{（注3）}。

5月の追加緩和策の内容は、（1）25bpの利下げ、（2）固定金利・金額無制限の資金供給の継続、（3）資産担保証券（ABS）市場の振興策についてEU機関との協議を開始する、というものである。（3）資産担保証券（ABS）市場の振興策は、信用収縮対策、特に銀行貸出に依存せざるを得ない中小企業の支援策としての側面もある。

（注3）詳しくは、[経済金融フラッシュ No.13-025「5月ECB政策理事会：25bpの利下げとともに流動性対策の継続、信用収縮対策の協議開始を決定」](#)をご参照下さい。

財政面では各国の政策への拘束力は強まっている。EUは、ユーロ危機を教訓にガバナンス改革を実施、11年の初めに「ヨーロッパ・セメスター」と称する政策の相互監視のための年次サイクルで、財政健全化の中期計画（「安定・収斂計画」）と構造改革計画（「国家改革計画」）を一体で監視し、必要な場合には各国に計画の修正を求め、違反した場合には制裁金を課す^{（注4）} マクロ経済政策の監視体制を立ち上げている。

今年の「安定・収斂計画」と「国家改革計画」は、今年10日までEU加盟27カ国の提出が完了しており、EUの欧州委員会が審査をした上で、今年29日に経済財務相理事会に各国への勧告案を提示する。各国の来年度予算案の策定は、勧告案についての6月21日の財務相理事会での協議、28日～29日のEU首脳会議による承認を得てからとなる。

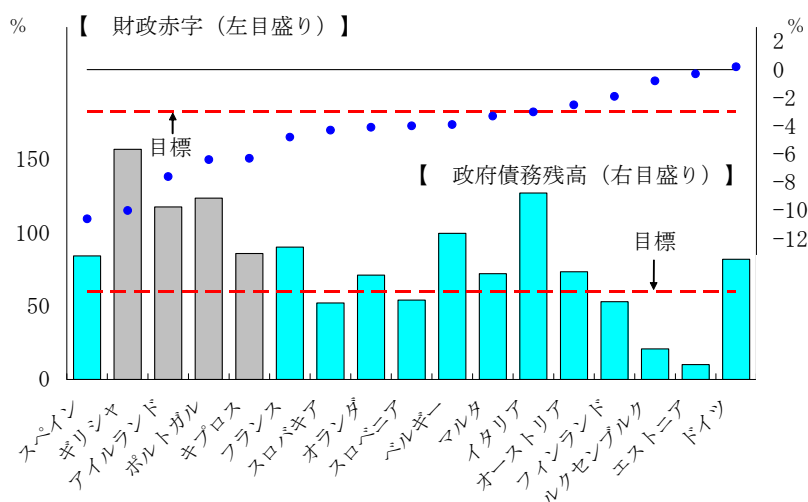
これら従来からの枠組みに加えて、今年初には構造的財政赤字を名目GDPの0.5%以内に抑える均衡財政を義務付ける「財政協定」が発効、各国は法制化のプロセスにある。今年13日にガバナンス改革関連の規則である「ツープック（two-pack）」が採択されたことで、今年度のサイクルには10月15日までに加盟各国が欧州委員会に次年度予算案を提出するプロセスが組み込まれることになっている。

（注4）ユーロ参加国は財政健全化計画が「安定計画」、ユーロ未導入国は「収斂計画」と呼ぶ。手続きのうち制裁金等が課されるのはユーロ参加国のみ。

その一方、景気に配慮して「過剰な財政赤字是正手続き（EDP）」に基づく財政健全化目標の達成期限の延長を認める動きもある。12年には、EU・IMFに包括支援を要請した4カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、キプロス）の他、スペイン、フランス、オランダなどの財政赤字が健全化目標の名目GDP比3%を超えた（図表5）。従来の手続きでは、スペインは14年、フランス、オランダには13年が健全化目標の達成期限とされてきたが、想定を上回る景気の後退で目標の達成が困難になったことで、スペインとフランスは期限の2年延長を求めている。オランダが提出した計画も14年の財政健全化目標達成を目指す内容だ。

欧州委員会は、すでに経済情勢に配慮して、財政健全化目標の達成期限の延長を認める方針を明らかにしている。国際通貨基金（IMF）も、ユーロ圏に対して、財政の健全化と成長の両立のため、中期的な財政健全化の方向は維持しつつ、個別の事情に応じて健全化のペースを調整することや、財政収支の目標を維持しつつ、歳出入の内容を成長と雇用を促進するようなものに調整することを求めている。

図表5 ユーロ参加国の財政赤字と政府債務残高の対名目GDP比（2012年）



(注) 灰色はEU・IMFから包括支援を受けていることを示す

(資料) eurostat

重要な点は、ユーロ圏で財政緊縮を緩める動きがあるとは言っても、それはあくまでもユーロ圏の新たなガバナンスの枠組みの範囲で認められるということだ。計画の実行は、欧州安定メカニズム（ESM）やECBの国債買入れプログラム・OMTともリンクしているため、過剰な財政赤字を抱える国や政府債務残高が高いユーロ参加国が財政健全化路線を棚上げすることは難しい。成長戦略の重点は構造改革に置かざるを得ない。スペインは、スロベニアとともに構造改革計画の監視と是正を求める「マクロ経済不均衡是正手続き（MIP）」でもマクロ経済不均衡の「過剰」が指摘されており^(注5)、財政健全化の枠内で構造改革に重きを置いた成長戦略を採らざるを得ない。欧州委員会のバローゾ委員長は、フランスにも、2年間の財政健全化目標の達成期限の延長を認める見返りに、競争力回復のための構造改革を求める方針を表明している。

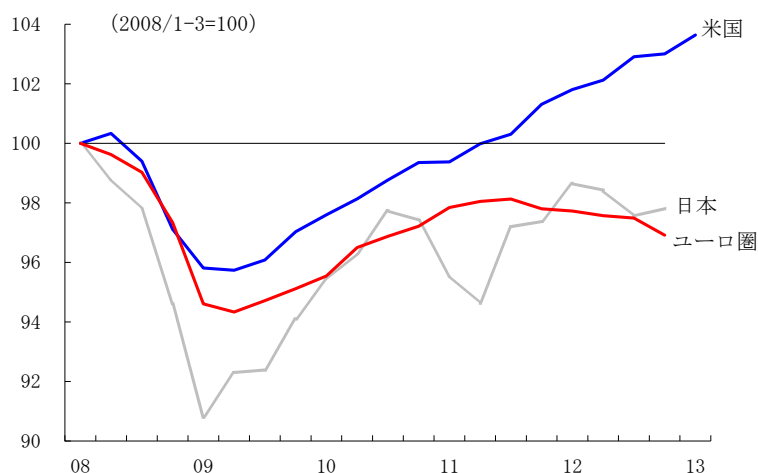
(注5) 詳しくは、[Weeklyエコノミスト・レター2013-4-19「過剰なマクロ不均衡を求められたスペインとスロベニア」](#)をご参照下さい。

（ 拡大する米欧の成長格差。日本との格差も14年初めにかけて拡大 ）

世界金融危機から5年。実質GDPの水準が世界金融危機前のピークを更新しない段階で再び景気後退局面に入ったことで、回復が続く米国とのコントラストが鮮明になっている（図表6）。IMFは4月に公表した「世界経済見通し」で、世界経済は新興国の高成長と先進国の低成長という「二極化」から、新興国と米国とユーロ圏という「三極化」に姿を変えつつあると指摘した。

長期不況に対する当面のユーロ圏の政策対応が、金融・財政政策の微修正と構造改革という組み合わせとなることを考えると、ユーロ圏の速やかで力強い回復は期待できず、当面、米国との成長格差は開き続けることになりそうだ。

図表6 日米、ユーロ圏の実質GDP成長率



(資料) eusostat、内閣府、米商務省

日本とユーロ圏の間でも、成長格差は拡大しつつある。世界金融危機前のピーク比で見た実質GDPは、昨年7～9月の段階では日本とユーロ圏はほぼ同水準であった。しかし、その後はユーロ圏の景気後退が続く一方、日本経済は12年末にかけて下げ止まり、今年1～3月期は前期比0.9%と回復軌道に乗った。

日本経済には、株高によるマインド改善効果、円安による輸出の好調、設備投資の回復が期待される上に、大型補正予算の執行、さらに14年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要など成長率の押し上げ要因が多い。来年初にかけて格差の拡大傾向は続くことになるだろう。

(統合深化は長期不況打開の糸口となりうる)

財政の健全性と構造改革を重視するユーロ圏のアプローチは、銀行同盟、財政同盟など統合の深化の議論と並行して進むのであれば、中期的には競争力向上、持続可能な成長につながるだろう。

80年代半ばまで続いた欧州大陸諸国の長期低迷は、92年末の完成を目指す市場統合、99年のユーロ導入に向けた取り組みという統合の深化と、冷戦の終結で統合の拡大が視野に入ったことで、各国の構造改革と企業活動に弾みがつき、ようやく克服された。

今年後半には、長期化する景気後退、深刻な雇用情勢への危機意識が高まり、統合深化の議論の勢いが増すことを期待したい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。