

欧州経済見通し

～問われる雇用の危機への対応力



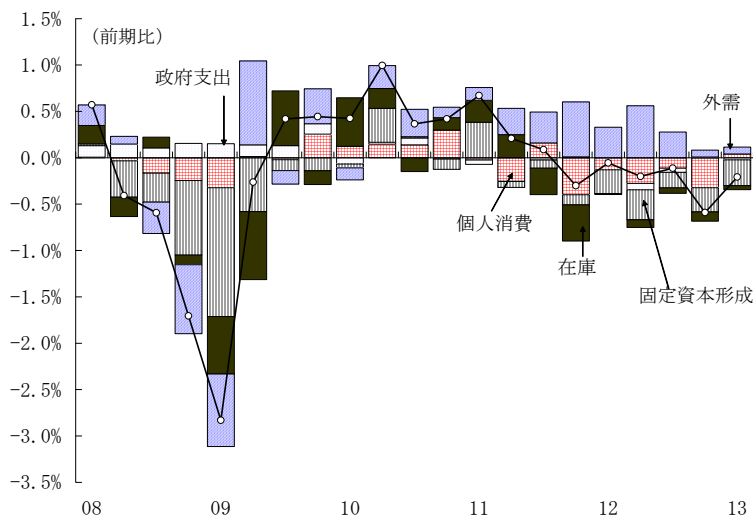
経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
ito@nli-research.co.jp

1—ユーロ圏経済

(世界金融危機後を超えた景気後退の長さ)

ユーロ圏の金融市場の緊張は、昨年夏をピークに緩和したものの、今年1～3月期まで6四半期にわたるマイナス成長が続いている。債務危機を原因とするユーロ圏の景気後退の期間はすでに世界金融危機後を超えた。景気後退は債務危機に見舞われた南欧ばかりでなく、財政緊縮策を強化したフランスやオランダなど中核の国々にも広がっている。

図表1-1 ユーロ圏の実質GDP成長率



(資料) 欧州委員会統計局

インフレ率は、およそ2年にわたり、欧州中央銀行（ECB）が安定的とみなす2%を超える水準で推移していたが、13年入り後は1%台に低下している。景気の低迷が続く一方、前年比で見たエネルギー価格の上押し圧力が緩和したことが、インフレ鈍化の背景である。

(外部環境改善、金融緩和効果の波及、インフレ鈍化で景気は緩やかに持ち直す見通し)

政策面では、景気後退の長期化とインフレ圧力の低下に対応した軌道修正が図られている。

欧州中央銀行（ECB）は、5月に追加利下げに動き、7月には「政策金利は長期にわたり現在の水準か、それよりも低い水準に留まる」との見通しを示すフォワード・ガイダンスを導入した。

財政政策も、全体として財政赤字の削減が進む一方、成長と雇用の悪化が深刻なことを踏まえて、成長に配慮した運営を認める方向に変わりつつある。6月に行われたEU加盟国の財政の中期計画に対する審査では、景気後退で財政健全化目標の達成が困難になった国々について、目標達成期限の1～2年の延長を認めた。

13年後半以降、ユーロ圏経済は緩やかな回復に転じる見通しだ。世界経済の回復を背景に外需が引き続き成長に寄与することに加えて、金融政策面での下支えと財政政策の下押し圧力の緩和で内需が下げ止まるためだ。インフレ鈍化は、実質可処分所得にプラスに働き、個人消費の下支え要因になると期待される。

ユーロ圏経済は、方向としては回復に向かうが、力強さは欠く見通しだ。南欧などの債務危機の原因は過剰債務と低い競争力にある。バランス・シートと雇用・賃金の調整は続く見通しで、金融緩和の効果も届き難い。中核国では、雇用・所得環境が良好なドイツ経済は底堅く推移する見通しだ。他方、景気後退に陥ったオランダとフランスの回復の足取りは重いものとなりそうだ。両国には、財政赤字を名目GDPの3%を下回る水準まで削減する期限を2013年から2014年と2015年に延長することが認められたが、財政健全化への取り組み自体は続くことが一因である。

2013年のユーロ圏の年間成長率は2012年末にかけての成長の落ち込みと年前半の停滞が響き、12年に続くマイナス0.6%となる見込みである（図表1-2）。2014年には1%成長への回復が期待されるが、想定される回復のペースは極めて鈍いため、雇用の増大を伴うまでには時間が掛かる。失業率の上昇に歯止めが掛かるのは2015年入り後と思われる。

図表1-2 ユーロ圏予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年				2013年				2014年			
						1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲0.6	▲0.6	1.0	1.4	▲0.1	▲0.5	▲0.7	▲1.0	▲1.1	▲1.0	▲0.7	0.1	0.6	1.0	1.1	1.3
	前期比年率%	▲0.6	▲0.6	1.0	1.4	▲0.2	▲0.8	▲0.5	▲2.3	▲0.8	▲0.2	0.6	1.0	1.2	1.3	1.4	1.3
内需	前年比寄与度	▲2.1	▲1.2	0.8	1.3	▲1.6	▲2.3	▲2.4	▲2.2	▲2.1	▲1.5	▲1.0	▲0.2	0.4	0.8	1.0	1.2
民間最終消費支出	前年比%	▲1.4	▲0.5	0.9	1.3	▲1.1	▲1.1	▲1.6	▲1.5	▲1.2	▲0.7	▲0.4	0.4	0.6	0.9	1.0	1.2
固定資本形成	〃	▲4.3	▲3.6	0.7	1.5	▲2.7	▲4.1	▲4.5	▲5.3	▲5.5	▲4.2	▲3.4	▲1.8	▲0.0	0.6	1.0	1.2
外需	前年比寄与度	1.6	0.6	0.2	0.1	1.5	1.8	1.8	1.2	1.0	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.5	1.5	1.6	1.7	2.7	2.5	2.5	2.3	1.9	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
失業率	平均、%	11.4	12.3	12.5	12.3	10.9	11.3	11.5	11.8	12.1	12.2	12.3	12.4	12.4	12.5	12.5	12.5
ECB市場介入金利	期末、%	0.75	0.50	0.50	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
ドイツ10年国債利回り	平均、%	1.5	1.7	2.3	2.7	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
対ドル為替相場	平均、ドル	1.28	1.30	1.30	1.29	1.31	1.28	1.25	1.30	1.32	1.31	1.28	1.29	1.29	1.30	1.30	1.30
対円為替相場	平均、円	103	128	138	142	104	103	98	105	122	129	129	133	135	138	138	139

(不況長期化のリスクは残る)

ユーロ圏経済の不況は、こうしたメインシナリオでの想定以上に長引くリスクがある。ユーロ圏固有のリスクとして特に以下の2点を指摘しておきたい。

第1のリスクは、ユーロ圏の銀行監督行政の一元化、いわゆる銀行同盟を通じた銀行システムの強化が遅れ、債務危機国に金融緩和の効果が浸透しない状況が放置されたままとなることである。2014年後半には、銀行同盟の皮切りとして、ECBによる単一銀行監督制度（SSM）の始動が予定されている。SSMの発足に先立って厳格な資産査定とストレス・テストも予定されている。こうしたプロセスを通じて、ユーロ圏全域の銀行システムの健全性を確保することは、金融政策の波及を阻む銀行市場の南北間の分断を解消し、成長と雇用の格差を是正する効果が期待される。6月には、SSM始動後、財政基盤が脆弱な国の銀行が必要な増資をできない場合には、一定の条件の下で欧州安定メカニズム（ESM）から銀行への直接支援を認めることで、ユーロ参加国の財務相間の合意が成立した。これは財政と銀行のリンクの遮断につながる重要な合意ではあるものの、SSM設立前のストレス・テストでは、ESMの直接支援制度は利用できず、各国が個別にバック・ストップを用意することが想定されている。ストレス・テストが、財政不安の再燃につながるリスクや、逆に十分なバック・ストップを欠く国では銀行部門の健全化が進まず、銀行市場の分断が解消せず、景気の回復にもつながらないリスクが残る。

また、共通の破綻処理基金を備えた破綻処理メカニズム（SRM）の発足が遅れ、SSMが発足後も銀行部門の健全化に役割を果たせないリスクも残る。7月10日、EUの欧州委員会は、破綻処理委員会と破綻処理基金から成るSRMの2015年初の設立に向けた法案を公表したが、ドイツは、SRMにはEUの基本条約の改正が必要との立場を示している。SRMを、SSMの発足から間を空けずに立ち上げることができるかは不透明である。

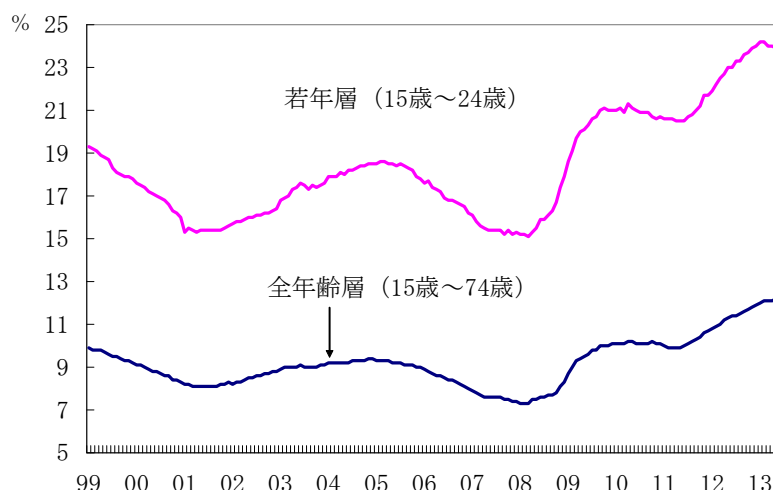
第2のリスクは、失業の増大、特に深刻な若年雇用問題に有効な手立てが打たれないまま、ユーロ圏内の緊張が高まるリスクである（注1）。債務危機に見舞われた南欧の国々は、解雇規制の緩和や賃金決定方式の見直しなど、労働市場の柔軟性を高める改革を通じた競争力の回復に取り組んでいる。労働市場の柔軟性は、単一通貨を導入している国々の間では、成長と雇用格差の調整のルートとして必要不可欠である。しかし、労働市場の規制改革には、短期的には失業の増大と景気の悪化をもたらす効果がある。改革と併せて、雇用の創出のための仲介機関のマッチング能力、就業訓練や教育の強化、更に学校から仕事への移行を円滑化するための積極的な雇用政策（ALMP）の有効な活用が欠かせないが、そのために費やせる国としての財源は乏しい。

6月のEU首脳会議では、特に深刻な若年層の失業問題への対策としてEU財政や、EUの政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）の資金を有効に活用し、若年層を対象とする教育訓練の強化や雇用主となる中小企業の支援を強化することを決めた。EU域内でも雇用情勢のばらつきが大きいことから、国境を超えた就業を妨げる制度を見直し、求職活動プログラムも強化する方針である。

長期不況に歯止めを掛けるには、各国レベル、ユーロ圏・EUレベルでの、なお一層の努力が必要である。競争力の問題を抱える国々による改革の取り組みとともに、銀行同盟を通じたユーロ圏内の銀行市場の分断の解消、EUとしての若年雇用対策の取り組みを強化することで、域内の成長・雇用格差を是正することが期待される。

（注1） ユーロ圏の失業問題については「[ユーロ危機の新たな段階 債務危機から雇用危機へ](#)」をご参照下さい。

図表 1-3 ユーロ圏の失業率



(資料) 欧州委員会統計局

(外部環境の悪化にも脆弱)

ユーロ圏の景気下げ止まりには外需の成長への寄与も必要である。米国の景気回復期待の高まりは、ユーロ圏におけるマインドの改善にも貢献したが、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和の出口が近づくことが、ユーロ圏にとって逆風となる可能性もある。中国は、ユーロ圏にとって域外の輸出先としては米国に次ぐ重みを持つようになっており、中国経済の回復が期待に届かない場合にはドイツなど域外輸出比率の高い国の成長を下押しするリスクがある。日銀による4月の異次元金融緩和は、ユーロ圏の国債市場や株式市場にもプラスの影響を及ぼした。日本の景気回復が期待を下回ることもマイナスの材料となる。

ユーロ圏全体の経常収支は黒字転化、債務国も対外不均衡はほぼ解消している。ECBによる国債買い入れプログラム・OMTの導入もあり、金融安全網が強化されたことで、世界的な金融混乱の引き金となるリスクは大きく後退している。しかし、銀行同盟の進展や雇用対策の効果の浸透には時間が掛かる見通しであり、外部環境の悪化に対して脆弱である。

(ECBはフォワード・ガイダンスを導入、超低金利の維持を約束)

先述のとおり、ECBは、2013年5月の政策理事会で主要オペ金利を25bp引き下げ、7月には「政策金利は長期にわたり現在の水準か、それよりも低い水準に留まる」との見通しを示すフォワード・ガイダンスを導入した。資金供給に関しても、5月の理事会で、固定金利・金額無制限の主要オペ（MROs）を少なくとも2014年7月まで延長、1カ月物の特別オペと3カ月物の長期オペ（LTRO）も14年6月末までは継続することを決めている。

ECBの政策金利は、5月の利下げ後、限界貸出ファシリティ金利（貸出金利）が1.0%、預金ファシリティ金利（預金金利）は0.0%となっており、3つの政策金利の差（コリドー）は75bpから50bpに縮小している。追加利下げに踏み切る場合、一層のコリドーの縮小かマイナスの預金金利の導入が必要になる。ドラギ総裁は、マイナスの預金金利の導入についても「技術的準備は出来ている」

と述べており、可能性を排除していないが、今回の見通しでは、政策金利は現状水準で維持されると考えた。銀行同盟の進展により、銀行市場の分断への対応が進まない段階では、政策金利を引き下げても、債務危機国の貸出金利には反映され難く、貸出の伸びにもつながらない半面で、副作用は大きくなる可能性があるからだ。

ECBが7月の段階でフォワード・ガイダンスを導入した目的は、限られた追加緩和の選択肢を温存すると共に、銀行同盟への取り組みを金融政策面から支え、促す目的があるように思われる。

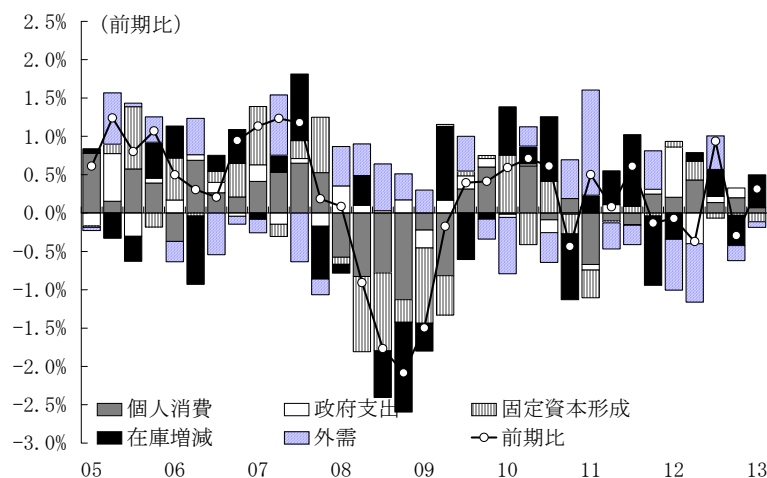
2—イギリス経済

(1～3月期は前期比0.3%成長)

1～3月期のイギリス経済は前期比0.3%成長であった(図表2-1)。昨年7～9月期はオリンピック効果もあり、3四半期連続のマイナス成長から前期比0.9%と急回復したものの、10～12月期はオリンピック効果の剥落や北海油田の保守点検などの影響で落ち込んだ。このように過去2年半のイギリス経済は、一進一退で推移しており、世界金融危機前のピークを更新できないままである。

個人消費は、今年1～3月期まで弱いながらもプラスの伸びを維持している。住宅市場は持ち直しつつあり、雇用は底固さを保っていることが下支え要因となっている。同時に、所得は特に実質ベースで伸び悩んでおり、家計の債務水準の高さも個人消費の抑制要因となっている。

図表2-1 イギリスの需要項目別実質GDPの推移



(資料) ONS

固定資本形成は減少が続いている。キャメロン政権は、戦後最大規模という歳出削減を盛り込んだ財政緊縮政策を維持しながら、法人税率の段階的引き下げなどを通じて、「より力強く、持続可能で、バランスのとれた成長」を目指す成長戦略を展開している。インフラ整備の優先プロジェクトを「国家インフラ計画」としてまとめ、迅速化と民間投資の動員も図っている。イングランド銀行(BOE)は、超低金利の維持と量的緩和に加えて、昨年8月に金融機関の貸出促進のための低利資金提供スキ

ーム（F L S、2014年1月末期限）を導入している。しかし、これらの政策による、民間投資の促進効果は未だ明確には現れていない。

輸出は、最大の貿易相手地域であるユーロ圏の不振から伸び悩んでおり、外需は成長の押し下げ要因となっている。

（インフレ率はピークアウトも目標を上回る推移が続く）

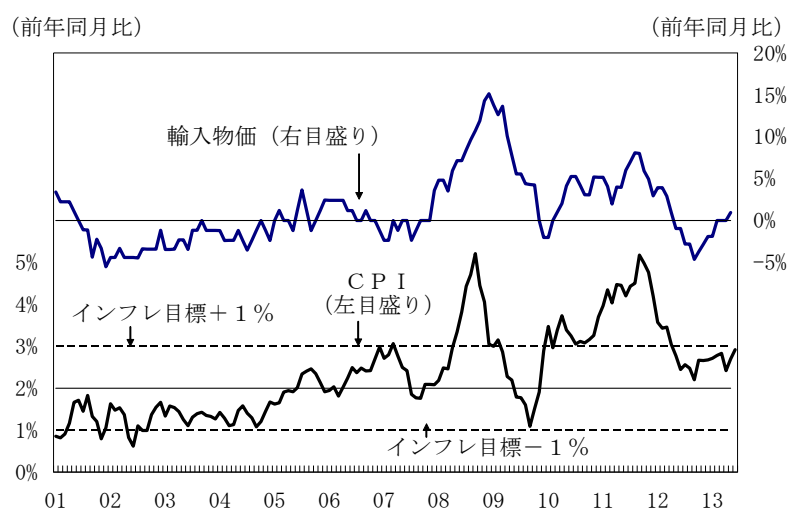
世界金融危機後のイギリス経済の回復が、イタリアを除く主要先進国に遅れをとっている。英国国家統計局（ONS）は、その原因は、インフレ率が他国よりも遥かに高い前年比3%超の水準で高止まりし、実質可処分所得の伸びが抑制されたこともあると指摘している（注2）。

世界金融危機後、イギリス以外の主要先進国のインフレ率は金融危機前よりも鈍化したが、イギリスはむしろ加速した。内生的なインフレ圧力は弱いものの、2008年から2009年にかけて進んだポンド相場的大幅下落による輸入物価の上昇という危機の影響と、付加価値税率（VAT）の引き上げ（2011年1月、17.5%→20%）や大学授業料など規制価格の引き上げなどの危機対応策が物価を押し上げたからである（図表2-2）。

インフレ率は、12年半ば以降、一連の一時的な物価押し上げ要因が剥落し前年比で3%を下回るようになったが、直近の6月も同2.9%と中央銀行のイングランド銀行（BOE）のインフレ目標の2%を大きく上回る状態が続いている。BOEは、四半期毎に「インフレ報告」をまとめ、金融政策委員会（MPC）における政策決定の叩き台としているが、現時点で最新の5月の報告では、インフレ率の目標水準への収束には向こう2年を要するとの見通しを示している。7月のMPCでも、インフレ率は短期的には上振れた後、輸入物価の押し上げ圧力の低下と生産性の回復で、徐々に目標水準に収束するとの見方を確認している。

（注2） ONS, “Economic Review, June 2013”。

図表2-2 イギリスのインフレ率



（資料） ONS

(2013 年後半の景気回復ペースも緩慢。BOEは現状維持を継続)

EU加盟国であるイギリスは、ユーロ圏経済との結びつきが強い。2013 年後半以降、ユーロ圏経済が回復するものの、ごく緩やかなペースに留まるため、イギリス経済にとっての外部環境は引き続き厳しいものとなる。個人消費の緩やかな回復は続くものの、投資の加速は期待できず、成長率は2013 年前年比 0.9%、2014 年 1.6%と、2%近辺と見られる潜在成長率よりも低い水準に留まる見込みである。

BOEは、2009 年 3 月以降、政策金利を 0.5%という創設以来の低水準に維持している。2009 年 3 月に導入したAPFと称する国債の買い入れによる量的緩和も過去 6 回、買い入れ金額の上限を引き上げてきた。しかし、昨年 10 月末に名目GDPの 25%に相当する 3750 億ポンドの上限に達した後は量的緩和の拡大を見送っている。7 月 3 日、4 日に開催されたMPCでも政策金利の据え置きと量的緩和拡大の見送りを決めた。量的緩和に関しては、2 月～6 月の 4 カ月間、MPCの 9 人の委員のうち、キング前総裁を含む 3 名が 250 億ポンドの上限引き上げに票を投じて見解が割れてきた。しかし、前カナダ中銀総裁のカーニー氏を総裁に迎えてから始めての会合となった 7 月は、新総裁を含む全員が据え置きに賛成票を投じた。

次回のMPCは 8 月 1 日の開催が予定されている。今年 3 月にオズボーン財務相が検討を促したフォワード・ガイダンスについて協議し、7 日に「インフレ報告」と併せて、新たな金融政策の枠組みについて公表することになっている。BOEのフォワード・ガイダンスは「中間閾値」を含むものが検討されており、ECBよりも明確で、むしろFRBに近い枠組みとなりそうだ。金融政策の先行きに関する説明の内容とともに新たな金融政策の枠組みも市場の関心を集めそうだ。

図表 2-3 イギリス予測表

	単位	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年				2013年				2014年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前年比%	0.3	0.9	1.6	1.7	0.5	0.0	0.4	0.2	0.6	1.2	0.6	1.2	1.3	1.5	1.7	2.0
	前期比年率%	0.3	0.9	1.6	1.7	▲0.3	▲1.5	3.8	▲1.2	1.3	0.9	1.3	1.4	1.6	1.9	2.0	2.4
消費者物価(GPI)	〃	2.8	2.5	2.1	2.1	3.5	2.8	2.4	2.6	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
失業率	平均、%	4.8	4.6	4.4	4.0	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3
BOEレポ金利	期末、%	0.50	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

(注) 失業率は求職者給付受給者ベース