

### 3. ユーロ圏経済

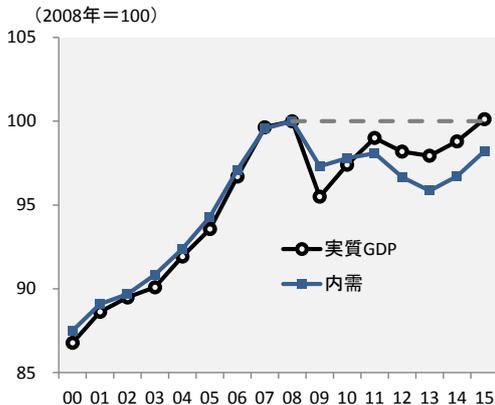
ユーロ圏経済は、バランスシート調整圧力や銀行の不良債権問題、ユーロ圏内の不均衡是正の遅れなどにより、低成長が続く可能性が高い。潜在成長率は2030年にかけて+0%台半ばまで緩やかに低下すると見込む。

#### 金融危機後の調整圧力継続が経済成長の重石に

ユーロ圏経済は、成長率の低い状態が続いている。金融危機後の実質 GDP 成長率は+0.6%と、金融危機前（+1.8%）から低下（図表 3-1）。金融危機前の水準へ回復するまで約 8 年かかった。内訳をみると、外需の拡大は実質 GDP を支えてきたものの、**内需の回復は弱い**。内需は依然として危機前の水準を下回っている。

図表 3-1

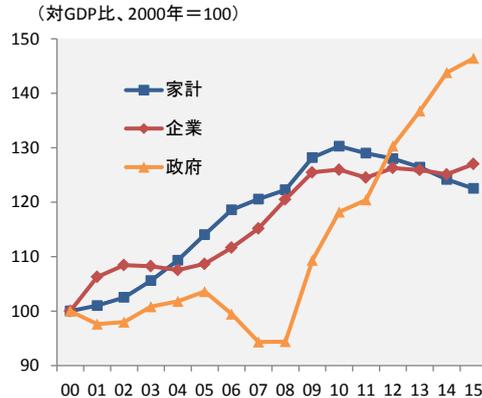
金融危機後の内需の回復力は鈍い  
ユーロ圏の実質 GDP・内需



注：内需 = 個人消費 + 総固定資本形成 + 政府支出。  
資料：Eurostat

図表 3-2

バランスシート調整圧力は継続  
ユーロ圏の対 GDP 比の負債



資料：国際決済銀行 (BIS)

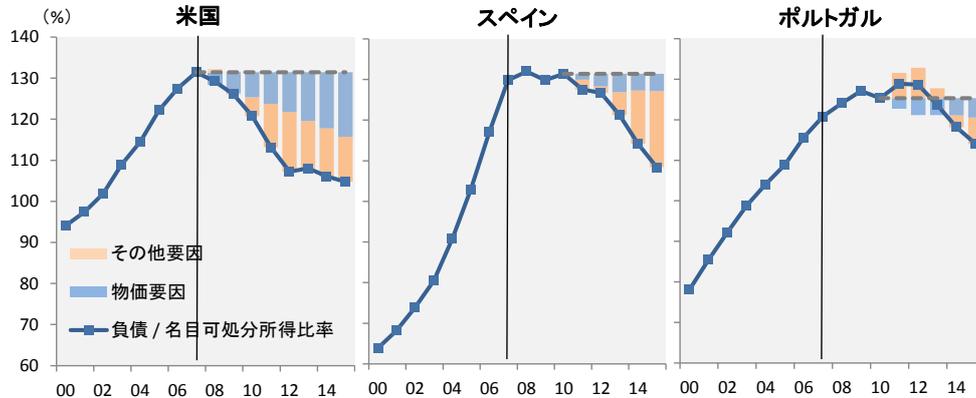
背景には、南欧諸国を中心とした**金融危機後のバランスシート調整圧力の継続**がある。ユーロ圏では、家計（対 GDP 比：2000 年 50%→2015 年 61%）、企業（同 82%→104%）、政府（同 73%→106%）と、幅広い部門で 2000 年代前半に比べて債務が積み上がっており、消費、投資、政府支出を増やしにくい状況が続いている（図表 3-2）。

バランスシート調整の遅れの理由は主に 3 つある。第 1 に、**債務の拡大幅が大きかった**。ユーロ圏導入以降、2000 年代半ばにかけて、南欧諸国など一部の国にとって欧州中央銀行（ECB）の政策金利が低すぎたことなどにより（後述）、住宅バブルが発生し、家計が債務を膨らませたほか、企業部門でも負債が増加。金融危機後（2007-08 年）は景気悪化で税収が落ち込み、政府の債務も急激に拡大した。第 2 に、金融危機に続いて、欧州債務危機（2010 年）が発生したため、**バランスシート調整開始のタイミングが遅れた**。第 3 に、**欧州債務危機後の物価上昇率の低下が、負債圧縮ペースの抑制要因となった**。米国では、負債の返済や実質所得の上昇（図表 3-3 の「その他要因」）に加え、物価上昇によってバランスシート調整が進んだ。一方、南欧諸国では、物価の伸びが 0%付近に低下し、物価上昇による負債圧縮は小幅にとどまる。

当面は、ECB の金融緩和を受けた低金利による利払い費軽減や、原油安による実質所得の増加がバランスシート調整を後押しするとみられるが、これまでの進捗ペースを考慮すると、**2020 年にかけてバランスシート調整圧力が消費や投資の抑制要因になるとみられる**。

図表 3-3

物価上昇率の低下が負債圧縮の妨げに  
家計のバランスシート調整の要因分解



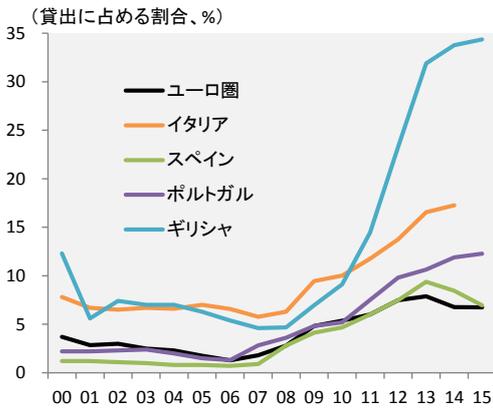
注：「物価要因」は、(債務残高 / 名目可処分所得)と(債務残高 / 実質可処分所得)の差。実質可処分所得を計算する際は、コアベースの物価指数を用いた。「その他要因」と「物価要因」はバランスシート調整開始後からの累積とし、米国は2007年、スペインとポルトガルは2010年から計算している。縦線は米国でバランスシート調整が始まった2007年を示す。  
資料：Eurostat、FRB、国際決済銀行 (BIS)

銀行の不良債権比率の高まりも内需回復の重石となっている(図表 3-4)。世界金融危機(2008年)や欧州債務危機(2010年)による景気後退を背景に、南欧諸国を中心に銀行の貸出に占める不良債権比率が上昇。バランスシートの悪化により、銀行の貸出姿勢は慎重化している。銀行の企業向け貸出基準は、ECBの金融緩和もあってやや緩和方向へ変化しているが、依然として厳しい。

そのため、**銀行の貸出は伸びていない**。2014年以降、固定資本形成が増加に転じるなど企業の投資活動に持ち直しの動きがみられ、企業の借入需要も改善傾向にあるが、銀行の企業向け貸出は横ばいでの推移にとどまる。不良債権処理が長引けば、銀行の貸出姿勢の慎重化を通じて、今後も投資の抑制要因となる可能性がある。

図表 3-4

南欧を中心に不良債権が増加  
銀行の不良債権比率



資料：世界銀行

ユーロ圏内の不均衡是正の遅れが経済の足かせに

南欧諸国など一部の国にとっては、制度的な制約も足かせとなっている。各国単位で為替・金融政策が調整できない中で、財政の移転機能もないことから、各国間の不均衡が目立ちつつある。

為替の面では、**通貨ユーロの為替レートは一部の国にとって高すぎる水準である**。共通通貨は各国の経済状況を反映できず、為替の変化を通じて輸出の価格競争力を調整できない。仮に通貨ユーロが導入されなかった場合の適正為替レートを試算すると、通貨ユーロと各国の経済状況に基づく為替レートの間に乖離がみられる(図表 3-5)。ユーロ導入後、通貨ユーロの為替レートが高すぎたスペインやフランスなどでは経常収支の赤字が続き、金融危機後も、輸出は力強さを欠く。欧州債務危機後、スペインでは、単位労働コストの抑制により価格競争力を取り戻しつつあるが、それに伴う物価上昇率の低下が国内のバランスシート調整の妨げとなっている。

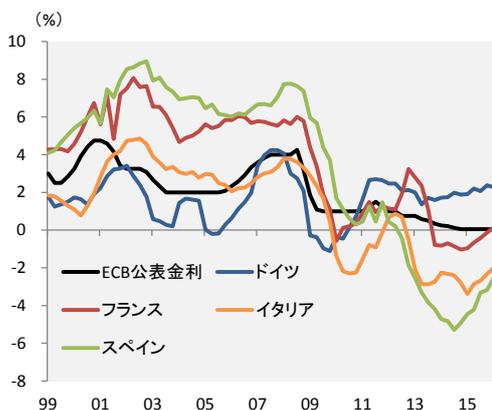
金融政策の面でも、各国の状況には差異がみられる。各国の最適な金利水準を試算すると、2000年代前半は、ECBの政策金利がドイツではやや高かった一方、スペインやフランスでは低すぎたことで住宅バブルにつながった側面もある(図表3-6)。逆に、金融危機以降は、**深刻な景気後退に陥ったスペインやイタリアなどにとってECBの政策金利は高すぎ、景気回復の妨げになっている。**

こうした中、**南欧諸国では、財政支出拡大による内需の下支えも期待しづらい。**金融危機時に拡大した財政赤字は、①緊縮財政の実施や、②低金利による利払い費軽減、③緩やかな経済成長を背景に、緩やかに改善しているものの、依然として安定成長協定の基準(対GDP比3%)を上回る国が多い(図表3-7)。財政主権は各国にあるため、比較的経済が堅調なドイツなど財政支出の余力がある国が、南欧諸国などへ財政移転を行うこともできない(無論、ドイツ国民も反対する)。

単一の為替・金融政策の下で、ユーロ導入国間の経済状況のバラつきは継続する可能性が高い。ユーロ圏の共通財政の導入は、ユーロ圏の持続的な成長にとって重要な課題だ。

図表 3-6

**各国の最適な金利にバラつき**  
ECB 政策金利・各国の最適金利水準



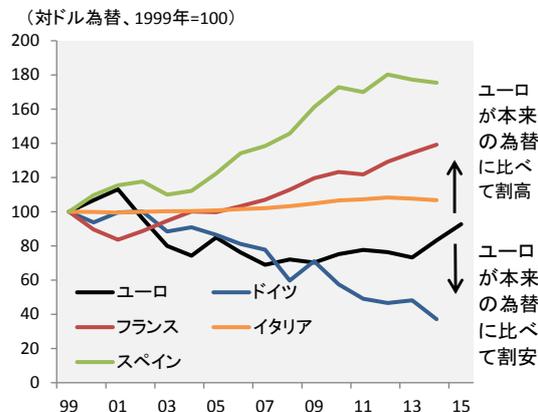
注：テイラー・ルールによる金利水準。政策金利=均衡実質金利+目標インフレ率+1.5×(インフレ率-目標インフレ率)+0.5×(需給ギャップ)で算出。均衡実質金利は潜在GDPの変化率、目標インフレ率は2%とした。  
資料：Eurostat、欧州委員会

**移民の流入が労働力人口の押し上げに寄与**

一方、労働力の面では、**移民の流入が労働力人口の伸びを下支えしている。**ユーロ圏では、1990年以降、少子化の進展によりユーロ圏居住者の労働力人口の伸びが0%付近まで低下する一方、移民の流入によって労働力人口が押し上げられてきた(図表3-8)。移民は、①出生率が高い傾向があるほか、②移民世代では就業率が低いものの、移民の子供世代は就業率がユーロ圏居住者

図表 3-5

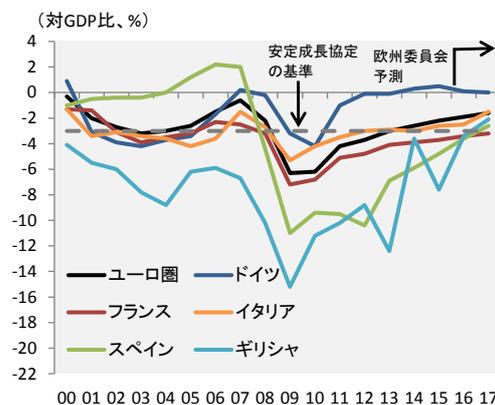
**通貨ユーロは南欧にとって高すぎる可能性**  
通貨ユーロ・各国の適正為替レート



注：各国の適正為替レートは、ユーロ導入前における各国の対ドル為替レートを実質金利と経常収支(累積)で回帰して得たパラメータを用いて算出。推計期間は1983年から1998年。  
資料：IMF、CEIC

図表 3-7

**南欧を中心に財政赤字が継続**  
財政収支



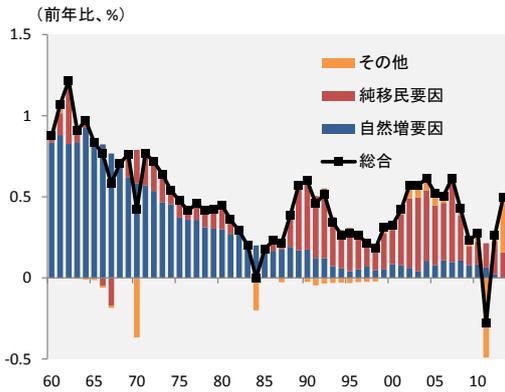
資料：Eurostat、欧州委員会「冬季経済見通し」(16年3月)

の水準付近まで上昇するため、中長期的に労働力人口の増加に寄与する可能性が高い。

**2015年以降の欧州への大規模な難民流入も労働力人口の増加につながりうる。**ただし、出身地によって就業率に差があり、今回の難民の多くを占めるシリア（図表 3-9 の「開発途上国」に分類される）やアフガニスタン（同「後発開発途上国」）出身者では2世も含めて就業率が低い傾向がある。難民流入を中長期的な経済成長につなげるためには、短期的には財政的な負担となるものの、教育訓練などを通じて労働参加を促すことが重要だ。

図表 3-8

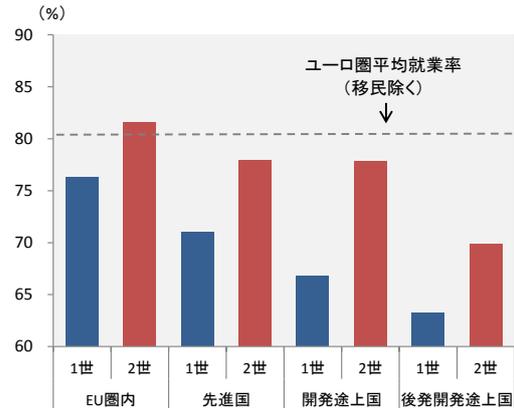
**移民流入が労働力人口を押し上げてきた  
ユーロ圏の勤労世代人口の伸び**



注：25-54歳人口。  
資料：OECD

図表 3-9

**出身地域によって移民の就業率にばらつき  
出身地別のユーロ圏移民の就業率**



注：移民「1世」とは、両親が国外出身でかつ、本人も国外出身の者。移民「2世」とは、両親が国外出身でかつ、本人は国内出身の者。先進国～後発開発途上国の区分は国際連合開発計画が刊行する「人間開発指数」による。  
資料：Eurostat Labour force survey (2008)

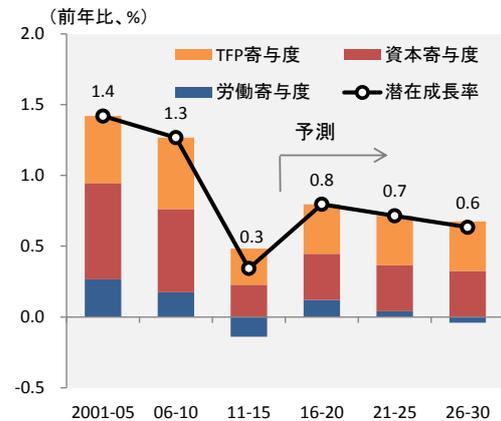
**潜在成長率は+0%台半ばまで緩やかに低下**

以上を考慮して、ユーロ圏の潜在成長率は、**2030年にかけて+0%台半ばまで緩やかに低下すると予測する**（図表 3-10）。

構成要素別にみると、労働投入は、移民による生産年齢人口の増加もあり、2020年代前半にかけては先行きもプラス寄与を見込むが、2020年代後半以降は高齢化が進行するため、マイナス寄与を予想する。資本ストックは、金融危機後の企業のバランスシート調整圧力や、銀行の不良債権の積み上がりなどから、過去に比べ伸びはやや低下するとみられる。全要素生産性（TFP）は、若年失業率の高まりによる労働の質の低下や労働市場の硬直性が中長期的な押し下げ要因となろう。ドイツでは、Industry4.0の動きなどもあり、TFP上昇率の高まりを見込むものの、ユーロ圏全体でみれば、金融危機前の伸びには回復しないと予想する。

図表 3-10

**潜在成長率は+0%台半ばまで緩やかに低下  
ユーロ圏の潜在成長率（推計値）**



資料：Eurostat、欧州委員会の統計を基に三菱総合研究所作成

## 2030年にかけて、経済成長率は緩やかに低下する見込み

ユーロ圏の経済成長率は、2010年代後半にかけて潜在成長率を上回る+1%台前半で推移すると予想する（図表 3-11）。背景には、バランスシート調整圧力は続くものの、雇用・所得環境の改善や、ECB による金融緩和が内需を下支えすることが挙げられる。2020年以降は、新興国を中心に海外経済の減速が予想されるほか、高齢化の進行が労働力人口の伸びの鈍化や財政面を通じた経済の抑制要因となるとみられ、潜在成長率近傍（+0.7%前後）での緩やかな成長パスとなるだろう。

図表 3-11

### 2030年にかけて経済成長率は緩やかに低下 ユーロ圏の経済見通し

暦年ベース (前年比平均、%)	実績	予測		
	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	0.6	1.3	0.8	0.6
名目GDP	1.7	2.5	2.3	2.4
消費者物価（総合）	1.4	0.8	1.4	1.7

資料：Eurostat、予測は三菱総合研究所

**中長期的な経済成長にとっては、ユーロ圏統合の深化が重要な課題となる。**ユーロ圏内の不均衡が目立つ中、難民の大規模流入をきっかけに、一部で反 EU を掲げる政党への支持が高まりつつある。銀行同盟や財政同盟を進め、為替・金融政策以外での調整手段によりユーロ圏内の不均衡を解消できなければ、不均衡の継続がユーロ圏経済の持続的成長の制約となる。現状では、銀行監督制度や銀行破たん処理制度は一元化されたものの、預金保険制度の一元化や共通財政への取り組みは、ドイツなど財政的な負担を強いられる可能性が高い国の反対が根強く、進捗が遅れている（図表 3-12）。ドイツやフランスでは 2017 年に選挙を控えているほか、ここ数年はフランスなど幅広い地域で反 EU 勢力が台頭しており、ユーロ圏統合の進展は緩やかになるとみられる。

図表 3-12

### 統合深化のペースはやや減速 ユーロ圏統合深化の進捗

		進捗状況
銀行同盟	単一銀行監督制度 (SSM)	14年11月に稼働。ECBにユーロ圏のすべての銀行に対する監督権を付与（一元化済み）。
	単一破たん処理制度 (SRM)	15年1月に稼働。16年1月より550億ユーロ積み立てられる共通基金の運営を開始（一元化済み）。
	預金保険制度の一元化	15年11月に欧州委員会が2024年までに一元化する新提案を示したが、ドイツは慎重な姿勢。
財政同盟	財政ガバナンス	13年5月に二つの法制（ツー・バック）が施行。欧州委員会が各国の予算を事前に評価。
	共通財政への取り組み	ユーロ圏共同債などユーロ圏内の財政支出・歳入の共通化に関する議論は進展せず。

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

リスクシナリオは、第 1 に、バランスシート調整の長期化が考えられる。物価上昇率が低下する中、バランスシート調整に時間がかかれば、内需の回復が遅れかねない。第 2 に、金融政策のさらなる緩和余地が狭まる中、新たな経済ショックが起こった場合、十分に対応できない恐れがある。第 3 に、難民の社会参加がうまく進まない可能性が挙げられる。難民の労働参加が増加しなければ、財政負担が拡大する恐れがある。第 4 に、反 EU 勢力の台頭が考えられる。英国では 2016 年 6 月 23 日に EU 離脱を問う国民投票が行われる。仮に EU 離脱となり、他国でも EU 離脱の機運が高まった場合、ユーロの枠組みが危ぶまれる。