

3. 欧州経済

ユーロ圏経済は、バランスシート調整や労働市場のスラック（需給の緩み）の存在から、低成長が続く可能性が高く、中長期的には+1%弱の成長率にとどまろう。

低成長とデフレーションが続くユーロ圏

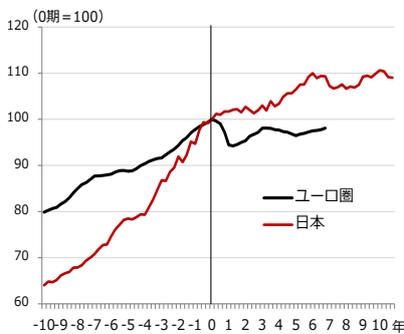
ユーロ圏経済は、低成長とインフレ率の低下（デフレーション）が続いている。現在のユーロ圏経済は、1991年のバブル崩壊後の日本経済との類似性⁶²も多く、「日本のように長期のデフレと経済停滞（いわゆる「日本化」）に陥るのではないか」との懸念がある。

バブル崩壊後の日本経済と比較しつつ、金融危機後のユーロ圏経済の状況を見ると、実質 GDP 成長率は、年平均で+0.7%と金融危機前（約+2%）の3分の1程度にとどまる（図表 3-1）。バブル崩壊後の日本経済は、急激な落ち込みは免れたが、成長率はバブル崩壊前の4分の1程度に低下し、その後も低成長が続いた。現時点でユーロ圏は、金融危機後の債務危機発生もあり、バブル崩壊後の日本を下回る低成長のパスを辿っている。

デフレーションも続いている。ユーロ圏の消費者物価上昇率（コア）は、2012年半ば以降、低下傾向にある（図表 3-2）。1990年代の日本は、約8年間デフレーション傾向が続いた後、物価下落（デフレ）に陥った。ユーロ圏もインフレ期待の低下傾向が続けばデフレに陥る可能性がある（図表 3-3）。

図表 3-1

成長率は金融危機前の1/3に低下
成長トレンド



注：0期は、日本=1991年1-3月期、ユーロ圏=2008年1-3月期。
資料：OECD

図表 3-2

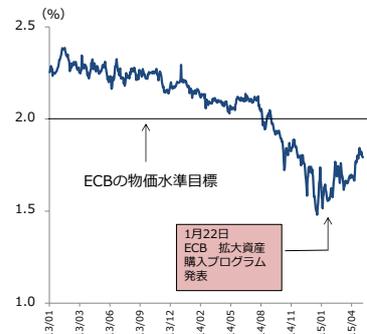
デフレーション傾向が持続
消費者物価（コア）



注：消費者物価（コア）は食料、エネルギーを除く。0期は、日本=1991年1-3月期、ユーロ圏=2008年7-9月期。
資料：OECD

図表 3-3

期待インフレ率は2%を下回る
中長期の期待インフレ率



注：ユーロのインフレスワップレート（5年後から5年間）。
資料：Bloomberg

バランスシート調整圧力や労働市場のスラックから、「日本化」に陥る可能性も

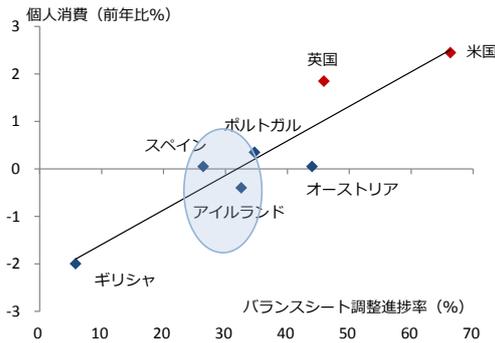
現在のユーロ圏経済は、日本のような長期デフレ局面入りする瀬戸際にあるといえる。①家計、企業のバランスシート調整圧力が残ること、②労働市場のスラック（需給の緩み）が長期化し、物価下押しが持続することの2つの要因が、複合的に経済停滞をもたらす蓋然性は高い。①や②の構造調整の進展中、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和政策が、企業や家計がデフレマインドに陥ることを阻止できるかが、デフレ回避のポイントとなろう。

⁶² 日本とユーロ圏では、欧州債務危機の発生、日本はバブル崩壊と生産年齢人口の減少が重なったこと、ユーロ圏は単一通貨を採用している、など相違点も多いことに留意する必要。

上記①、②をやや詳しくみると、まず、**バランスシート調整圧力は家計と企業の両方で続いている**。金融危機後のユーロ圏のバランスシート調整の進捗率を米国、英国と比較すると、南欧諸国は、家計部門（図表 3-4）、企業部門（図表 3-5）ともに遅れが目立つ。とくに南欧の企業部門では、物価下落と低成長が続くなか、高水準の不良債権比率を背景に、銀行の企業向け貸出金利が小幅の低下にとどまっており、企業の積極的な債務返済にもかかわらず、債務残高（対 GDP 比）の減少ペースが遅い。バランスシート調整の遅れにより、南欧諸国の消費、設備投資の本格的な回復には、なお時間がかかるとみられる。

図表 3-4

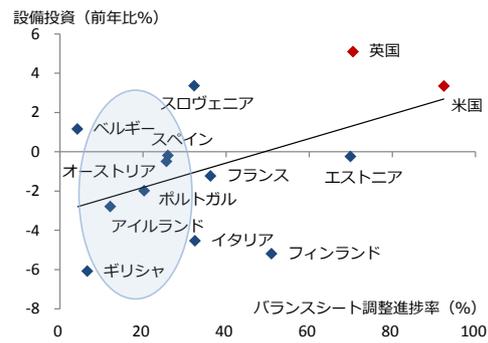
**南欧諸国の家計のバランスシート調整は道半ば
家計のバランスシート調整と消費**



注：2014年3月末時点。家計の債務残高/GDPの2000年からピークまでの上昇分のうち、どの程度調整が進捗したかを示す。個人消費（前年比）は2013、2014年の平均。
資料：OECD、Eurostat

図表 3-5

**南欧企業は貸出金利の高止まりから調整が遅れ
企業のバランスシート調整と設備投資**

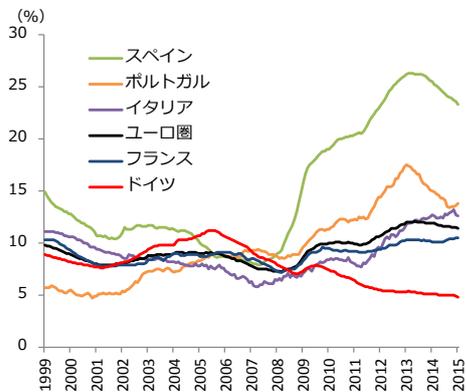


注：2014年3月末時点。企業の債務残高/GDPの2000年からピークまでの上昇分のうち、どの程度調整が進捗したかを示す。設備投資は固定資本形成、前年比は2013、2014年平均。
資料：OECD、Eurostat

労働市場の Slack の存在による物価下押し圧力も持続している。スペイン、ポルトガルなどの失業率は低下傾向ながら依然高水準、イタリア、フランスは、労働市場の硬直化による高コスト（図表 3-7）等から緩やかに上昇し、ユーロ圏全体では 11% 台（若年層は 22% 台）と高止まりが続いている（図表 3-6）。労働市場の回復の遅れは、賃金抑制を通じて物価の下押し圧力となるばかりでなく、低スキルの若年層の失業長期化が労働の質の低下（生産性低下）を招き、中長期的な成長率の押し下げ要因となることが懸念される。

図表 3-6

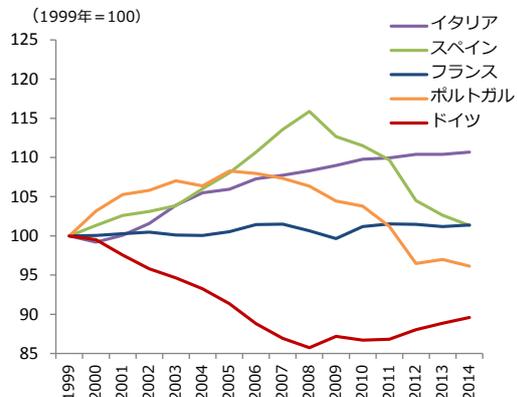
**失業率は高止まり
ユーロ圏の失業率**



資料：Eurostat

図表 3-7

**イタリア、フランスは高コストの改善進まず
ユーロ圏主要国の単位労働コスト（ULC）**



注：自国の貿易相手国に対する相対的な労働コストを表す。
資料：欧州委員会

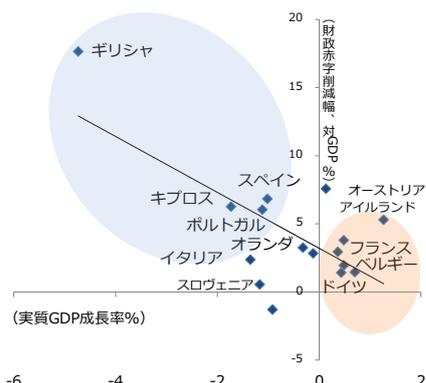
ユーロ圏特有の問題を抱えつつも、統合深化の歩みは続く

ユーロ圏は、19カ国の多様な集合体であるゆえに、日本と比べ機動的な対応が取りづらいうという構造的な問題も抱えている。外生ショックにより資金繰りが悪化した国に対しては、安全網として、欧州安定メカニズム（ESM）による金融支援（融資）の枠組みが整えられたが、共通財政など財政移転の仕組みは、財政規律が緩むとの懸念から進捗していない。南欧諸国は、多額の財政赤字を自力で削減する必要があり、長期に亘る景気後退に陥った（図表 3-8）。金融政策についても、ECB は 2015 年 1 月に量的緩和に踏み切ったが、反対するドイツやオランダなど、北部欧州諸国との調整に時間を要した。政治面では、反 EU、反ユーロ勢力の拡大もみられる。

しかしながら、2012 年にファン・ロンパイ EU 大統領（当時）によって示されたユーロ圏統合深化のプロセス⁶³は、2つの柱の一つである銀行同盟が事実上完成するなど着実に進んでおり（図表 3-9）、**今後も歩みは遅くとも統合深化への取組みは続くだろう**。財政同盟の実現は困難が予想されるが、2014 年 12 月の EU 首脳会議では、欧州戦略投資資金（EFSI）創設と総額 3,150 億ユーロの投資計画⁶⁴が承認された。民間資金が目標どおりに集まるのか、投資が迅速に実行されるのか、など不透明な点が多いが、共通財政に替わり、一定の財政移転機能の役割を担う可能性はあろう。

図表 3-8

南欧諸国は緊縮財政により景気後退に
財政赤字削減と成長率



注：財政赤字削減幅は 2009～14 年の最大－最小、
実質 GDP 成長率は 2009～14 年の平均値。
資料：欧州委員会

図表 3-9

統合深化は着実に進捗
ユーロ圏統合深化の歩み

		進捗状況
銀行同盟	単一銀行監督制度 (SSM)	2014年11月稼働、ECBが資産査定、ストレステストを実施
	単一破たん処理制度 (SRM)	2015年1月に制度開始、2016年1月より始動予定
	預金保険制度の一元化	預金保険制度の一元化は棚上げながら、各国制度のルール統一化は進捗
財政同盟	財政ガバナンス	2013年5月に、欧州委員会による各国予算の事前審査開始
	共通財政への取り組み	構造改革実施に関する協定および金融支援 (CCI)、ユーロ圏の共通財政能力 (Fiscal Capacity)は進捗せず

資料：欧州委員会、各種報道を基に三菱総合研究所作成

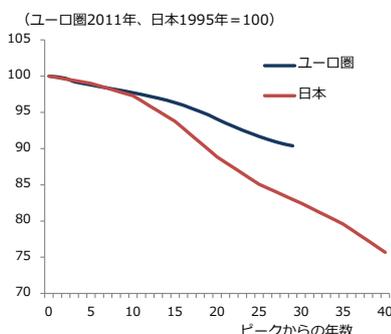
中長期的には+1%弱の成長率へ

ユーロ圏の潜在成長率は、+1%弱での推移を予想する

（図表 3-11）。労働投入のベースとなる生産年齢（15-64 歳）人口は、2011 年をピークに減少に転じており、日本ほど急激ではないものの、今後減少ペースの加速が予想される（図表 3-10）。労働投入量は、2020 年頃までは、シニア層の労働参加率の上昇などでカバーされるが、その後は減少に転じる見込み。資本ストックは、設備投資の伸び悩みから、2030 年時点でも金融危機前の伸びを下回ると予想する。全要素生産性（TFP）は、若年失業率の

図表 3-10

人口減が成長率の押し下げ要因に
生産年齢人口（15-64 歳）予測



資料：Eurostat、国際連合

⁶³ 経済通貨同盟（EMU）の一層の統合を目指した報告書（“Towards a Genuine Economic and Monetary Union” 2012 年 12 月）において、銀行同盟、財政同盟を大きな柱とする工程表が示された。

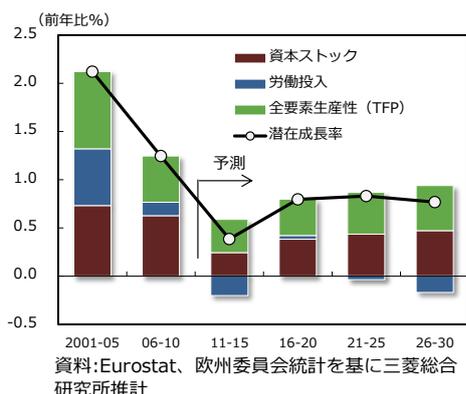
⁶⁴ EU による EFSI への信用保証（160 億ユーロ）、欧州投資銀行（EIB）の出資（50 億ユーロ）の合計 210 億ユーロを元手に民間資金を呼び込み、2015 年半ばから 3 年間で 3,150 億ユーロの投資を実行する計画。

高止まりによる労働の質の低下が中長期的な下押し要因となろう。ドイツではインダストリー4.0⁶⁵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。

ユーロ圏経済の成長率は、2016-20 年は金融緩和などに支えられ、潜在成長率をやや上回る成長を予想するが、バランスシート調整等が重石となり+1%台前半の成長にとどまる見込み。2020 年以降は、潜在成長率近傍の+1%弱の成長率を予想する（図表 3-12）。

図表 3-11

潜在成長率は+1%弱へ
ユーロ圏の潜在成長率（推計値）



図表 3-12

低成長、低インフレが持続
ユーロ圏の経済見通し

暦年・平均値、%	実績	予測			
	2006-10	2011-15	2016-20	2021-25	2026-30
実質GDP	1.1	0.6	1.3	0.9	0.8
名目GDP	2.7	1.6	2.3	2.3	2.4
消費者物価	1.9	1.4	1.0	1.3	1.4

資料：Eurostat、予測は三菱総合研究所

リスクシナリオは、長期デフレ入りと政治の不安定化

リスクシナリオは、上述のバランスシート調整、労働市場のスラックによる景気下押しが長期化することにより、日本のような長期デフレに陥る可能性である。低成長が続く中、何らかの外生的なショックが起きた場合にも発生する恐れがある。

反 EU 勢力の台頭など、政治の不安定化も気がかりだ。すでに 2014 年の欧州議会選挙、2015 年 1 月のギリシャ総選挙など、反 EU 勢力の躍進が目立っており、2015 年秋以降のポルトガル、スペイン総選挙でも、その傾向が続くとの懸念がある。2015 年 5 月の英国総選挙では、与党保守党が勝利し、政権を保持した。これにより、キャメロン首相の公約どおり、2017 年末までに、EU 離脱の是非を問う国民投票が実施される見込み。仮に英国が EU を離脱⁶⁶した場合、ユーロ圏諸国の中でも EU 離脱（すなわちユーロ離脱）を掲げる政党が一段と勢いを増し、ユーロ域内の協調が大きく後退する可能性も否定できない。その場合には、ユーロの目指す枠組みそのものが危ぶまれる事態となろう。

⁶⁵ ドイツにおいて、官民が一体となって取り組むプロジェクト。工業の高度なデジタル化を進めることで、製造コストを大幅に削減し、競争力を高めることを目的としている。

⁶⁶ 2009 年 12 月に発効したリスボン条約（EU の基本条約を改正したもの）50 条において、初めて EU 離脱についての規定が明文化された。英国が EU を離脱する場合、最初の適用となる。なお、ユーロ圏諸国のユーロ離脱について、ECB は、ワーキングペーパー（Athassiou, Phoebus, 'Withdrawal and Exclusion from the EU and EMU - Some reflections' ECB Legal Working Paper Series No.10, December 2009）において、EU からの離脱は、自動的に通貨統合（EMU）からの離脱を意味する、との見解を示している。