

### 第3節 ヨーロッパ経済

2008年の世界金融危機と12年の欧州政府債務危機による二度の景気後退を経たヨーロッパ経済は、13年以降、3年以上にわたる回復を続けている。ユーロ圏では、景気は企業部門の一部に弱めの動きもみられるものの、引き続き緩やかな回復が続いている。英国では景気は回復が続いている。

しかしながら、ユーロ圏における回復は全体に力強さを欠いている。また、近年好調に推移してきた英国においてはEU離脱問題に伴う不透明感の高まりにより、今後回復が緩やかになることが見込まれる。さらに、ヨーロッパ経済は政策に関する不確実性を含む様々なリスクにも直面している。

本節ではまず、ヨーロッパ経済の最近の動向を振り返るとともに、17年の見通しとリスクを整理する。次に、ユーロ圏の中では近年比較的好調に推移してきたドイツ経済に着目し、2000年代前半に行われた労働市場改革を改めて振り返るとともに、改革がドイツ経済に与えた影響等について分析を行う。

#### 1. ユーロ圏と英国の経済動向と見通し

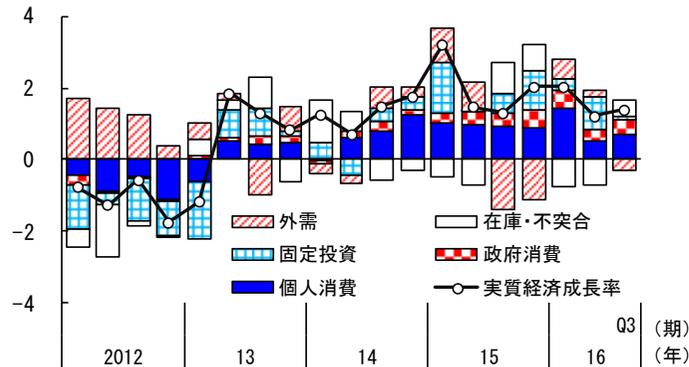
##### (1) ユーロ圏経済の動向

###### (個人消費主導の緩やかな回復)

ユーロ圏全体の実質経済成長率は、13年4～6月期以降14四半期連続のプラスを維持している(第2-3-1図)。個人消費支出は増加を続けており(第2-3-1図)、景気回復を支えている。このうち自動車販売については、欧州政府債務危機後の大幅な落ち込みからの反動もあり増加を続けているが、販売台数そのものは危機前の水準を回復していない(第2-3-2図)。

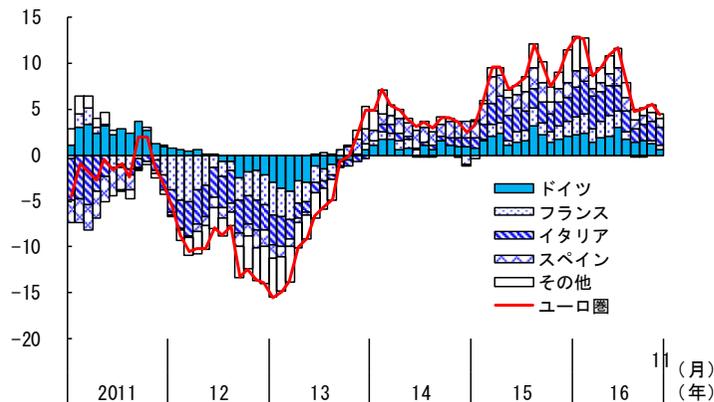
### 第2-3-1図 ユーロ圏の実質経済成長率（需要項目別寄与度）

（前期比年率寄与度、％）



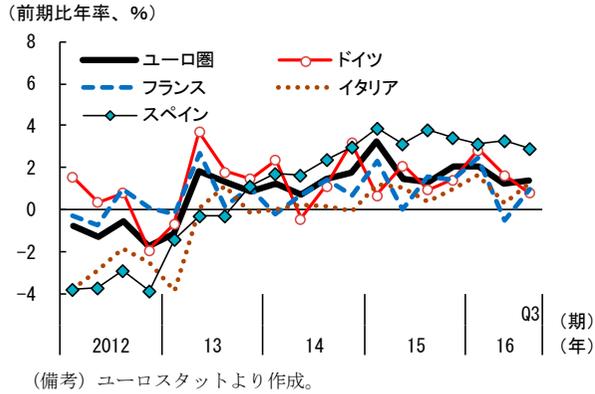
### 第2-3-2図 ユーロ圏新車登録台数の推移

（3か月移動平均、前年同月比、％）



主要国の経済成長率をみると、スペインが比較的高い成長率を維持しているのに対し、フランス及びイタリアは比較的低い成長率が続いている（第2-3-3図）。スペインでは自動車の買換え需要が個人消費の伸びを支えている。ユーロ圏平均並みの成長率となっているドイツでは、自動車販売は南欧諸国等と比較すると緩やかな伸びに止まっているものの、後述するように、所得の堅調な増加が消費の増加、生産の増加へとつながる好循環がみられる。一方、フランスでは失業率が高止まりしており、個人消費も力強さを欠いている。イタリアでは他の南欧諸国と同様、買換え需要に支えられた自動車販売が好調であるものの、後述するように企業部門の回復が弱い状態が続いている。こうした中、ユーロ圏の企業及び家計のマインドはおおむね横ばいで推移している（第2-3-4図）。

### 第2-3-3図 ユーロ圏主要国の実質経済成長率



### 第2-3-4図 ユーロ圏の企業及び消費者のマインド

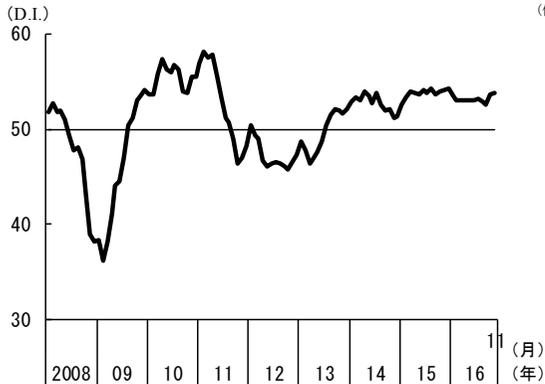
(1) 総合景況感



(2) 消費者信頼感



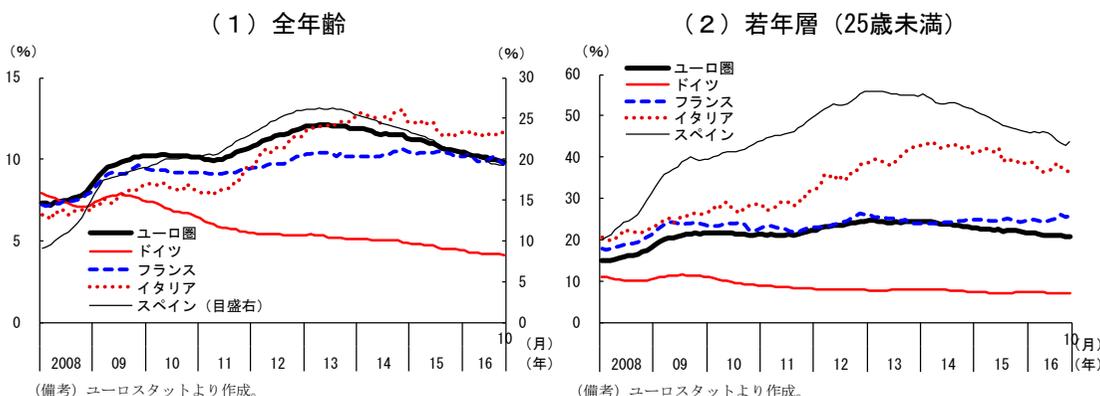
(3) PMI (総合)



- (備考) 1. (1)及び(2)は欧州委員会、(3)はMarkit社から作成。  
 2. 総合景況感は、企業及び消費者に対して実施した調査を指数化したもの。企業に対しては、「過去3か月の生産」、「受注残」、「受注(輸出)」、「完成品在庫」、「今後3か月の生産見通し」、「今後3か月の物価見通し」、「今後3か月の雇用見通し」等の質問を、消費者に対しては、「家計の財政状態」、「景気の見通し」、「雇用見通し」、「貯蓄性向」等の質問にて調査を行っている。  
 3. 消費者信頼感は、「経済情勢」、「家計の財政状況」、「家計の貯蓄」、「失業懸念」の4項目について、今後1年間の見通しについて尋ねたものを指数化したもの。  
 4. PMIは「生産」、「新規受注」、「雇用」、「サプライヤー納期」、「原材料在庫」の項目について、前月と当月の変化を調査し指数化したもの。製造業指数とサービス業指数を合成したものを総合指数としている。

ユーロ圏全体の失業率がピーク時（13年4月～6月）の12.1%から10%程度まで低下する中、各国の雇用情勢はまちまちの状況になっている（第2-3-5図）。ドイツの失業率は1990年の東西ドイツ統一後最低の4%程度まで低下しており、スペインでは10年4月以来初めて20%台を下回った。一方、フランス、イタリアの失業率は高止まっている。フランスについては、15年11月のパリでの同時多発テロ事件（死者130名）や、16年7月のニースでのテロ事件（死者84名以上）による観光客の減少の影響が指摘されている<sup>1</sup>。

第2-3-5図 ユーロ圏主要国の失業率の推移



### （企業部門の一部に弱めの動き）

16年年初以降、ユーロ圏の企業部門には弱めの動きがみられる。投資については、知的財産投資の着実な増加が続いている。機械設備投資も増加しているものの、依然として世界金融危機前の水準を回復していない。一方、建設投資（住宅及び非住宅）については弱い動きが続いており、世界金融危機前の水準を大きく下回って推移している（第2-3-6図）。

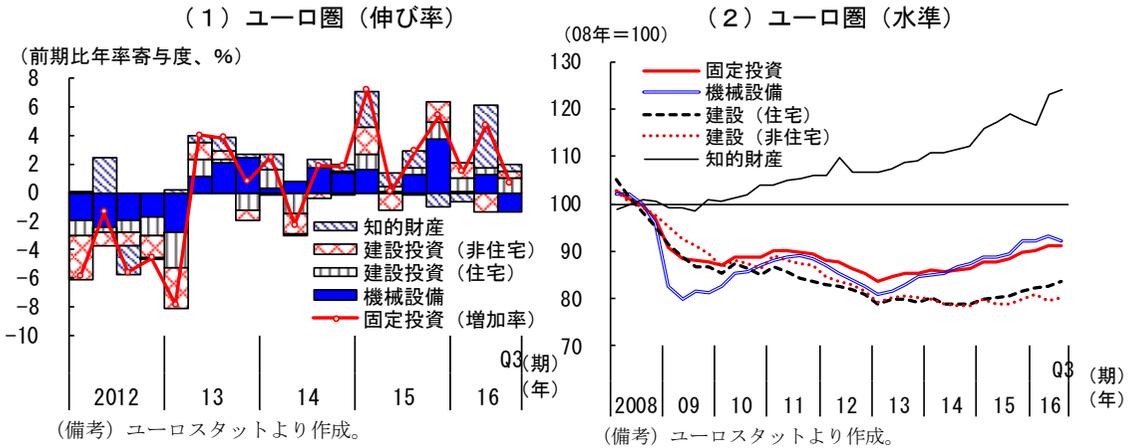
設備投資の回復が遅れていること背景には、まず、金融危機後に不動産価格が大幅に下落した南欧諸国における建設投資の伸び悩みが指摘できる。また、金融危機に続いて政府債務危機に見舞われたことにより、ユーロ圏の企業の期待成長率の回復が遅れている可能性が考えられる<sup>2</sup>。さらに、南欧諸国では不良債権問題<sup>3</sup>が銀行貸出の伸び悩みを通じて、企業部門及び景気回復の妨げになっている可能性もある（第2-3-7図、第2-3-8図）。16年6月の英国のEU離脱・残留を問う国民投票を巡る不透明感が企業の設備投資意欲を下押しした可能性もある。

<sup>1</sup> フランスの観光産業の規模（関連産業を含む）は、GDP比8.9%（14年）、全雇用者数に占める観光関連産業雇用者は9.9%（2014年）（WTTC：世界旅行ツーリズム協議会）。

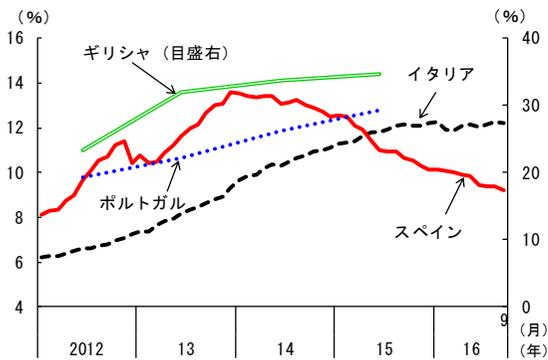
<sup>2</sup> 内閣府（2016）

<sup>3</sup> スペインについては、12年12月に稼働した資産管理会社（いわゆるバッドバンク）への金融機関の不良債権の移管を進めたことや不動産価格の持ち直し等により不良債権比率が低下してきているとみられている。

### 第2-3-6図 ユーロ圏の固定投資（形態別）

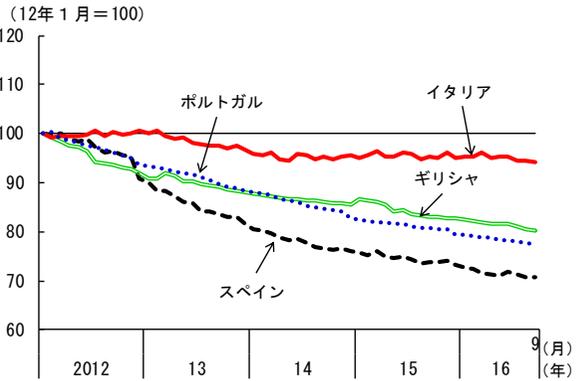


### 第2-3-7図 南欧の銀行の不良債権比率



(備考) 1. イタリアについては、イタリア銀行より作成。月次値。  
 2. スペインについては、トムソン・ロイターより作成。月次値。  
 3. ギリシャ、ポルトガルについては、世界銀行より作成。年次値。

### 第2-3-8図 南欧の銀行の貸出残高

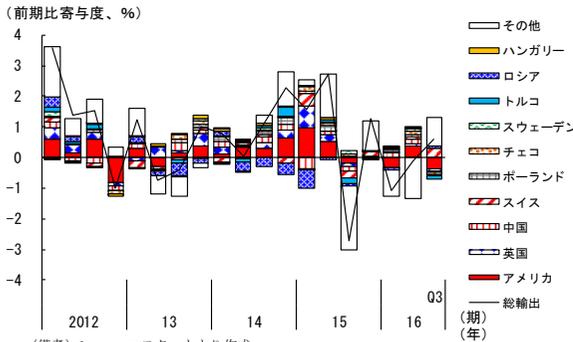


(備考) ECBより作成。非金融機関への貸出。

輸出は15年前半には持ち直していたが、その後弱い動きとなった。輸出の推移を仕向地別にみると、14年から15年前半にかけて、ユーロ安の進展とともに大きく増加したアメリカや英国向けの輸出が、その後は弱い動きに転じている。財別にみると、輸出の増加局面では機械類及び輸送機器、化学製品等のユーロ圏の主要な輸出品が増加したものの、その後は伸び悩んでいる（第2-3-9図、第2-3-10図）。

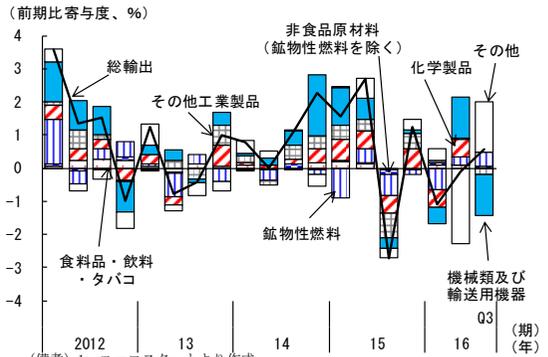
## 第2-3-9図 ユーロ圏の域外財輸出

(1) 仕向先別



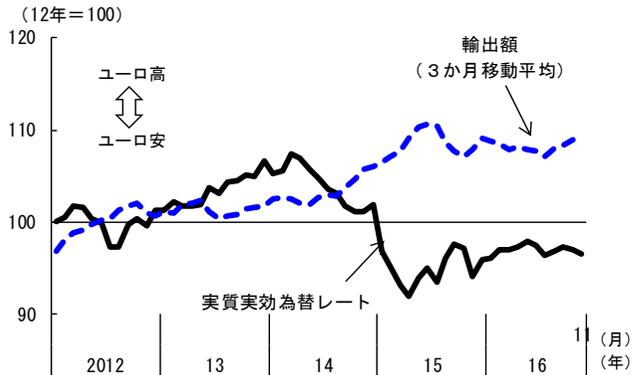
(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 2015年の輸出全体に占めるシェア (%) 上位10か国 (アメリカ (7.1)、英国 (6.9)、中国 (3.3)、スイス (2.9)、ポーランド (2.8)、チェコ (1.9)、スウェーデン (1.6)、トルコ (1.6)、ロシア (1.4)、ハンガリー (1.2))。

(2) 財別



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 2015年の域外向け輸出の財別シェア (%) は、機械類及び輸送機器 (42.4)、化学製品 (17.4)、食品・飲料・タバコ (7.4)、鉱物性燃料 (4.3)、非食品原材料 (2.3)、その他工業製品 (23.8)。

## 第2-3-10図 ユーロの実質実効為替レートの推移

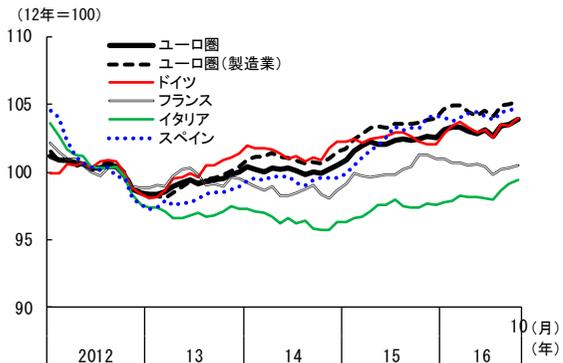


(備考) 1. BISより作成。  
2. ユーロ圏各国も含めた61か国の貿易ウェイトによる。

このような輸出の動向は生産面にも表れている。鉱工業生産指数は15年前半には持ち直しの動きがみられたものの、その後は横ばいで推移している。生産の動向と製品の需要地域を結び付けてみることができる製造業販売指数によると、ユーロ安の進んだ14年後半から15年初めにかけて国外市場向け販売が大幅に上昇し、その後は横ばいに転じている (第2-3-11図)。

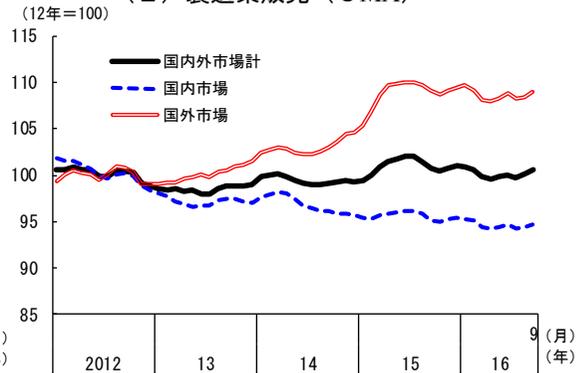
## 第2-3-11図 ユーロ圏の鉱工業生産及び製造業販売の動向

(1) 鉱工業生産 (3 MA)



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 建設業を除く鉱工業生産指数の動き。

(2) 製造業販売 (3 MA)

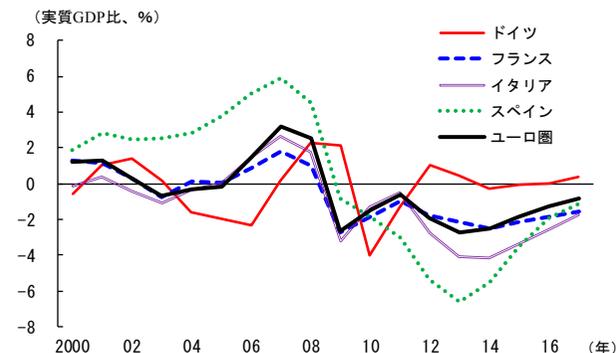


(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 製造業販売指数の動き。

### (財政政策の動向)

ユーロ圏のGDPギャップをみると、ドイツはプラス圏に浮上しているものの、他の主要国及びユーロ圏全体は依然としてマイナス圏で推移している(第2-3-12図)。こうした中、各国において財政健全化が着実に進められている。欧州委員会によれば、ユーロ圏全体の財政赤字GDP比は14年から15年にかけて▲2.6%から▲2.1%に縮小しており、さらに16年にかけて▲1.8%へと縮小する見込みである<sup>4</sup>。国別にみると、比較的小規模な国で財政赤字の縮小幅が大きくなっており、財政危機を受けIMFやEUによる金融支援の行われているギリシャで特に赤字縮小幅が大きくなっている(第2-3-13図)。また、構造的財政収支をみると、フランスやイタリアといった景気回復の遅れている国においても着実に財政健全化が進められていることがわかる(第2-3-13図)。一方、ドイツは既に財政が黒字化している。

第2-3-12図 ユーロ圏主要国のGDPギャップの推移



(備考) IMF"World Economic Outlook Database October 2016"より作成。

<sup>4</sup> European Commission (2016a)

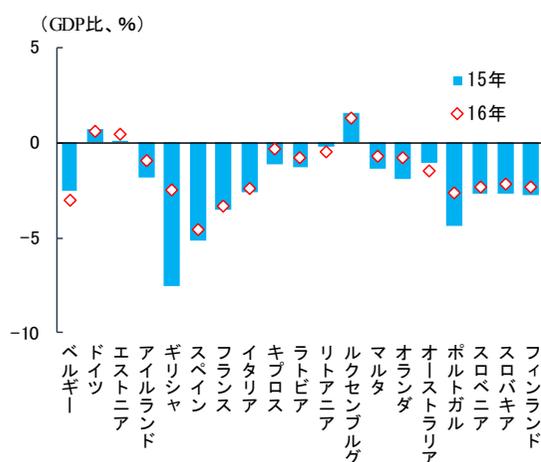
EU諸国は「安定成長協定」(Stability and Growth Pact : SGP)により、財政赤字や債務残高GDP比を規定の範囲内に抑えることが求められている。16年5月にはスペインとポルトガルが過剰財政赤字は正措置適用国として欧州委員会による制裁勧告を受けるに至ったものの、その後制裁は見送られ、両国には新たな財政健全化策を提出することが求められた。

一方、欧州委員会は15年11月、経済が比較的好調で経常収支黒字の大きいドイツとオランダに対して、域内の不均衡是正の観点から投資の拡大を求めたが、ドイツの16年の経常収支黒字は更に拡大する見通しとなっている(第2-3-14図)<sup>5</sup>。さらに、欧州委員会は16年11月、ユーロ圏の低成長や低インフレを克服するため、国名を特定しない形で、財政拡大余地のある国による投資を通じてユーロ圏全体でGDP比0.5%程度の財政拡張を行うよう、各国に提言した。

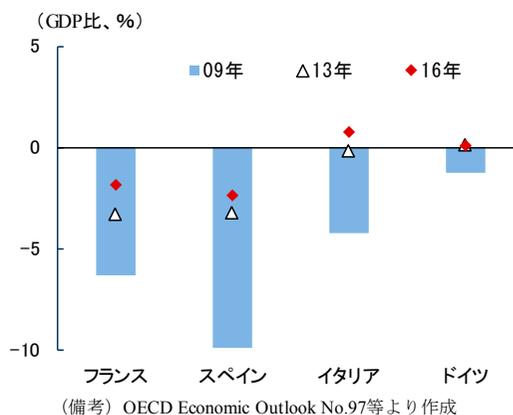
EU及びその加盟国では、「欧州セメスター」<sup>6</sup>を通じて、財政の健全性の確保やマクロ経済不均衡の是正等に向けた取組を進めており、今後の取組が注目される。

第2-3-13図 ユーロ圏主要国の財政収支

(1) 財政収支



(2) 構造的財政収支

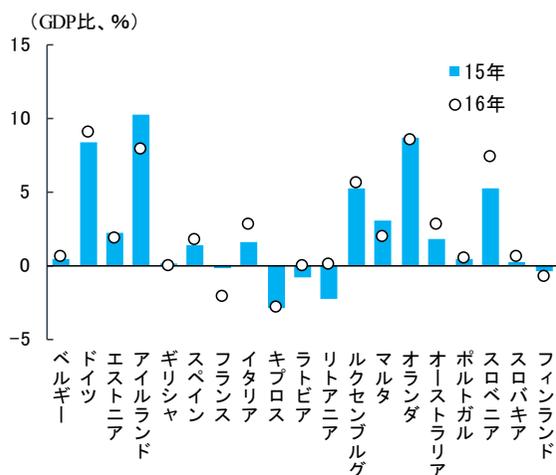


(備考) 1. ユーロスタット及び欧州委員会資料より作成。  
2. 財政収支対GDP比。16年は欧州委員会経済見通し(2016年秋)における見通し。

<sup>5</sup> European Commission (2016a)

<sup>6</sup> 「欧州セメスター」とは、EU加盟国の経済政策及び予算に対する事前評価制度であり、毎年前半6か月に実施される。欧州委員会によって提案され、欧州理事会で採択された国別勧告に応じてEU加盟各国は政策決定を行う。

第2-3-14図 ユーロ圏主要国の経常収支



(備考) 1. ユーロスタット及び欧州委員会資料より作成。  
 2. 16年は欧州委員会経済見通し（2016年秋）における見通し。

**(ECBは金融緩和を拡大)**

デフレリスクの高まりを受け、ECBは14年6月に中銀預金金利へのマイナス金利の導入を含む政策金利の引下げを実施した。その後も国債等の購入を含む量的緩和策の再開、政策金利の一層の引下げ、社債購入プログラムの導入等の追加金融緩和策が実施されている（第2-3-15表）。

足元ではデフレリスクは低下したとみられるものの、ユーロ圏の物価上昇率は依然としてECBのインフレ参照値を下回っている（第2-3-16図）。今後のECBの政策とその効果に注視が必要である。

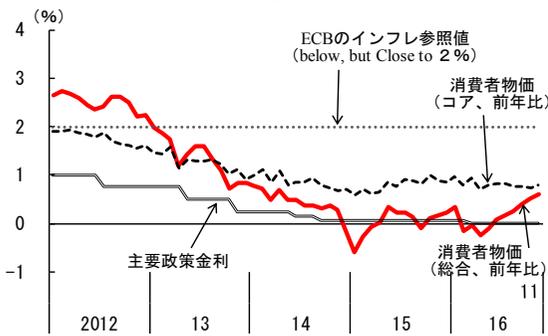
第2-3-15表 ECBの金融緩和策

主な政策決定事項（14年6月以降）	
14年6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○金利引下げ、マイナス金利導入 政策金利（0.25%→0.15%）、預金ファシリティ金利（0.75%→0.40%）、中銀預金金利（0.00%→▲0.10%）</li> <li>○目的型長期リファイナンスオペ（TLTRO）の導入</li> </ul>
14年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○金利引下げ 政策金利（0.15%→0.05%）、預金ファシリティ金利（0.40%→0.30%）、中銀預金金利（▲0.10%→▲0.20%）</li> <li>○資産担保証券（ABS）購入プログラム（ABSPP）、カバードボンド購入プログラム（CBPP3）の導入</li> </ul>
15年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○量的緩和策関連 ・資産購入プログラム 購入対象：ユーロ圏政府及び欧州機関のユーロ建て国債等 期間：15年3月から16年9月末まで 購入額：月額600億ユーロ</li> </ul>
15年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○金利引下げ 中銀預金金利（▲0.20%→▲0.30%）</li> <li>○量的緩和策関連 ・資産購入プログラム 購入対象：地方債を追加 期間：16年9月末まで→17年3月末までに延長 その他：購入した資産満期時の再投資</li> </ul>
16年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○金利引下げ 政策金利（0.05%→0.00%）、預金ファシリティ金利（0.30%→0.25%）、中銀預金金利（▲0.30%→▲0.40%）</li> <li>○量的緩和策関連 ・資産購入プログラム 購入額：月額600億ユーロ→月額800億ユーロに拡大 購入対象：非銀行の投資適格のユーロ建て社債を追加 ・新しいターゲット長期資金供給オペ（TLTRO II）導入の決定</li> </ul>
16年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○量的緩和策関連 ・資産購入プログラム 期間：17年3月末迄→17年12月末までに延長 購入額：月額800億ユーロ→月額600億ユーロに縮小（17年3月末迄は月額800億ユーロ） 購入対象：残存期間（下限）を2年→1年に 中銀預金金利未満の利回りの国債購入を必要に応じて行う</li> </ul>

（備考）ECBより作成。

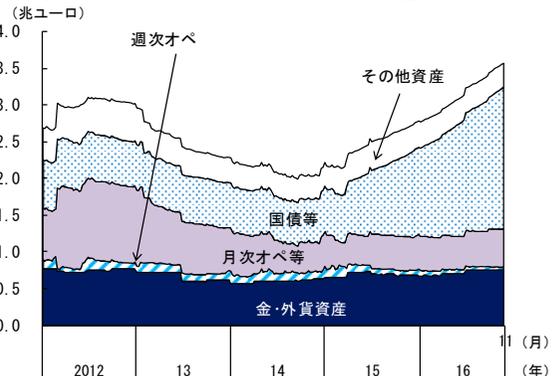
第2-3-16図 ECBの金融政策と消費者物価

（1）政策金利と消費者物価



（備考）1. 欧州中央銀行、ユーロスタットより作成。  
2. コアは、総合からエネルギー、非加工食品を除いたもの。

（2）ECBのバランスシート（資産側）



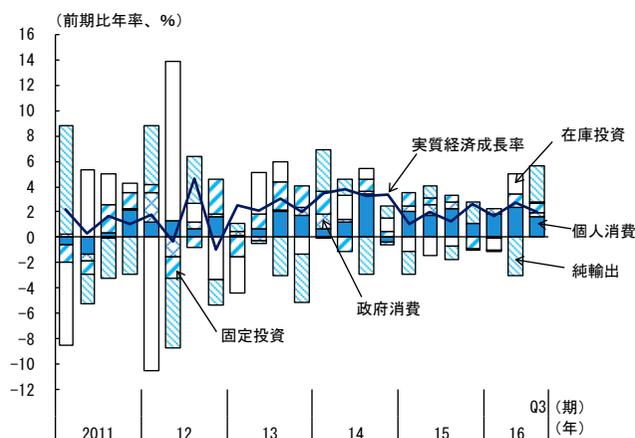
（備考）ECBより作成。

## (2) 英国経済の動向

### (個人消費の増加に支えられる英国経済)

英国の実質経済成長率は、13年1～3月期以降、15四半期連続でプラス成長を維持している（第2-3-17図）。6月23日のEU残留・離脱を問う国民投票の結果を受けた不透明感の高まりによる影響が懸念された7～9月期の成長率が前期比年率2.0%となるなど、これまでのところEU離脱の選択による景気への負の影響はほとんどみられない。需要項目別にみると個人消費、産業別にみるとサービス業が引き続き経済成長をけん引している。

第2-3-17図 英国の実質経済成長率（需要項目別）



(備考) 英国統計局より作成。

個人消費に関しては、16年7～9月期の伸び率は前期比年率2.4%と同4～6月期からやや低下したものの、22四半期連続の増加となった。また、月次の小売売上高統計によると、10月が前月比1.9%増の大幅増となるなど、このところ伸びが高まっている。ただし、ポンド安による外国人観光客の増加が寄与していると考えられ<sup>7</sup>、必ずしも内需の強さを示すものではないことに注意が必要である。

消費者マインドは、国民投票直後の7月に大幅に悪化し、その後やや持ち直したものの、依然としてマイナス圏内で推移している（第2-3-18図）。内訳をみると、国民投票に伴う不透明感が高まった16年初め以降、向こう12か月の経済情勢見通しがマイナスで推移している。経済情勢の不透明感から生じるマインドの低下が個人消費に与える影響について注意が必要である。

<sup>7</sup> British Retail Consortium (2016)