

### 第3節 ヨーロッパ経済

ヨーロッパについては、英国のEU（欧州連合）離脱問題等の不透明感が漂う中、ユーロ圏では、緩やかな景気回復が続いており、英国では一部に弱めの動きがみられるものの、景気回復が続いている。しかしながら、ユーロ圏における回復は、機械設備投資等、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、家計の消費に鈍化の兆しがみられるなど、今後回復が緩やかになることが見込まれる。ユーロ圏全体をみれば、フランス等の選挙は大きな混乱をもたらす結果には至らなかったものの、英国のEU離脱問題など引き続き様々なリスクに直面している。

本節では、ヨーロッパ経済の最近の動向を振り返るとともに、今後の見通しとリスクを整理する。

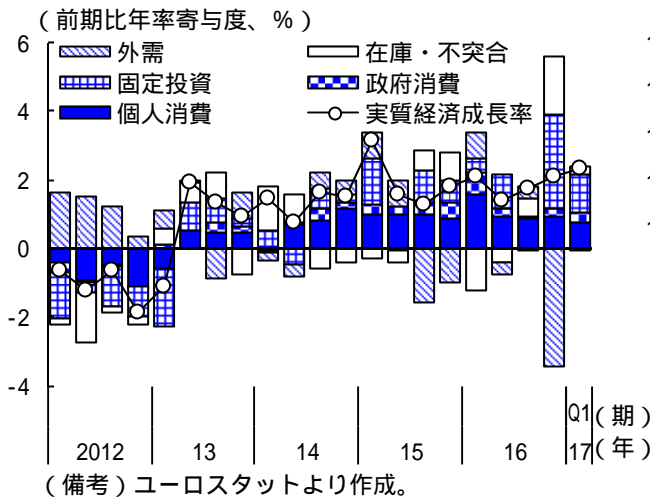
#### 1. ユーロ圏と英国の経済動向

##### （1）ユーロ圏経済の動向

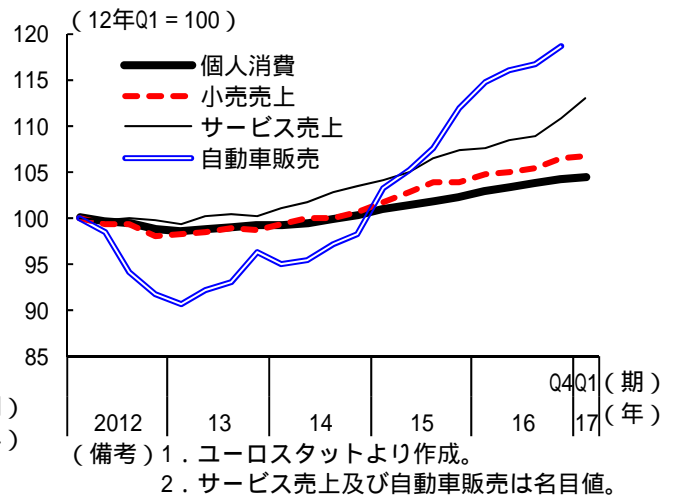
###### （個人消費主導の緩やかな回復）

ユーロ圏全体の実質経済成長率は、13年4～6月期以降16四半期連続のプラスを維持しており、雇用情勢の改善等を背景に増加する個人消費が景気回復を支えている（第2-3-1図）。小売・サービス・自動車販売等の消費関連指標も個人消費の増加基調を示している（第2-3-2図）。一方、ユーロ圏内の主要国では経済動向に差がみられ（第2-3-3図）、イタリアでは、雇用情勢の改善の遅れが個人消費の回復と景気全体の回復の遅れにつながっていると考えられる（第2-3-4図）。

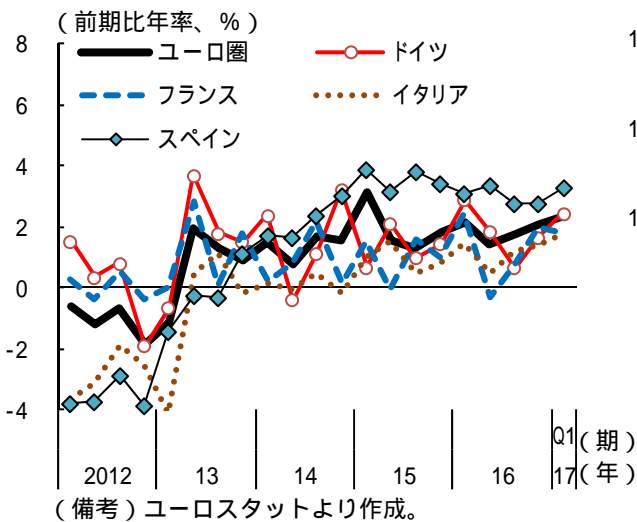
第2-3-1図 ユーロ圏の実質経済成長率  
(需要項目別寄与度)



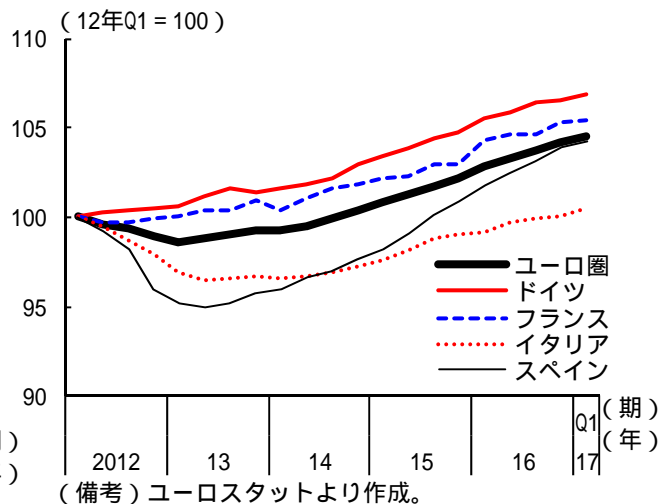
第2-3-2図 ユーロ圏個人消費・小売売上  
・サービス売上・自動車販売



第2-3-3図 主要国の実質経済成長率



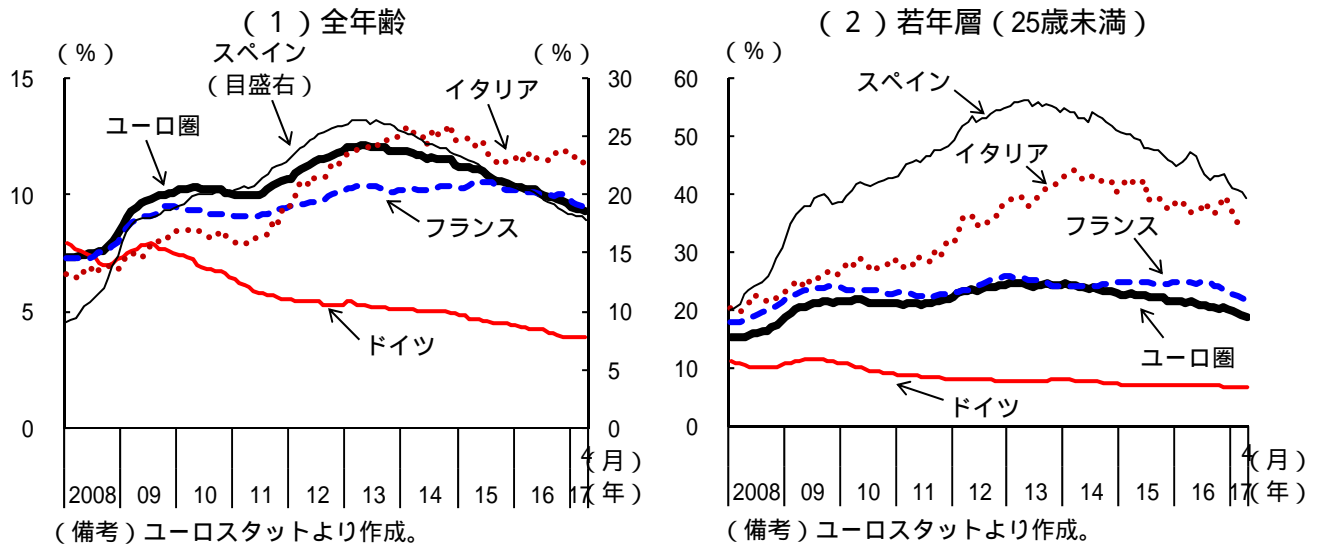
第2-3-4図 主要国の個人消費



(雇用情勢の改善には差異がみられる)

ユーロ圏全体の失業率は改善が続き、足元では、2000年以降の長期平均(9.6%)を下回っている。そのような中、主要国の雇用情勢には違いがみられる。ドイツの失業率は90年の東西ドイツ統一後最低の4%程度を更に下回って推移している。一方、スペインの失業率は、10年4月以来初めて20%台を下回る改善が続くものの、依然高水準となっており、フランス及びイタリアでも失業率が高止まりしている。特に、25歳未満の若年層の失業率は高いままである(第2-3-5図)。こうした雇用等の経済問題への失望がフランス大統領選挙等での既存政党離れにつながったとする見方もある。

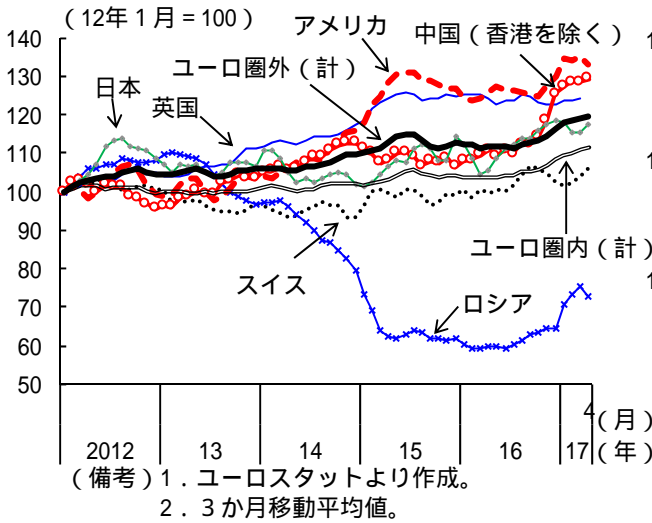
第2-3-5図 ユーロ圏主要国の失業率の推移



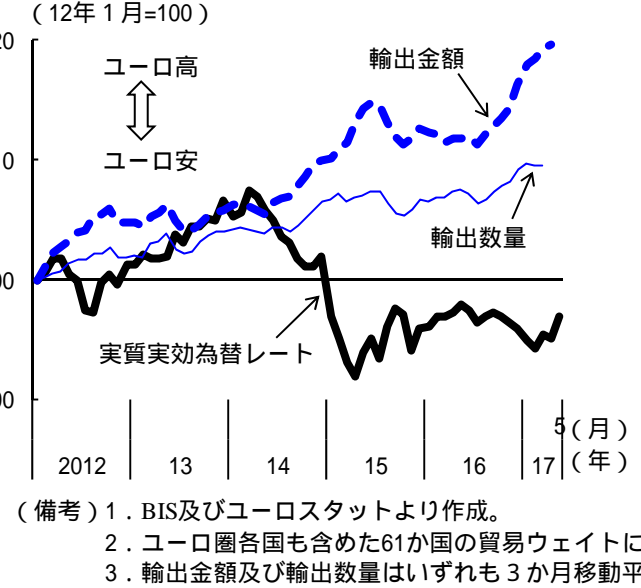
(世界経済の改善から輸出は持ち直し)

15年中ごろより弱い動きとなったユーロ圏の輸出は、16年秋ごろより持ち直している(第2-3-6図)。世界経済の改善が鮮明となる中、アメリカや中国向け輸出の持ち直しの動きが顕著になっている。世界経済の改善による需要増に加え、同時期に進展したユーロ安もこれを後押ししていると考えられる(第2-3-7図)。一方、英国向け輸出は横ばい、ロシア向け輸出には底打ち感がみえてきている。また、ユーロ圏内輸出は、圏外輸出に比べ緩やかではあるものの、ユーロ圏経済の回復基調を反映して増加傾向にある。財別では、主要輸出品目である機械及び輸送機器を始め全ての財において増加しているが、非食品原材料、化学製品、鉱物性燃料等の原材料・中間財輸出の増加が顕著である(第2-3-8図)。輸出受注が増加していると回答している企業も増加しており、ユーロ圏の輸出環境は好転してきている(第2-3-9図)。

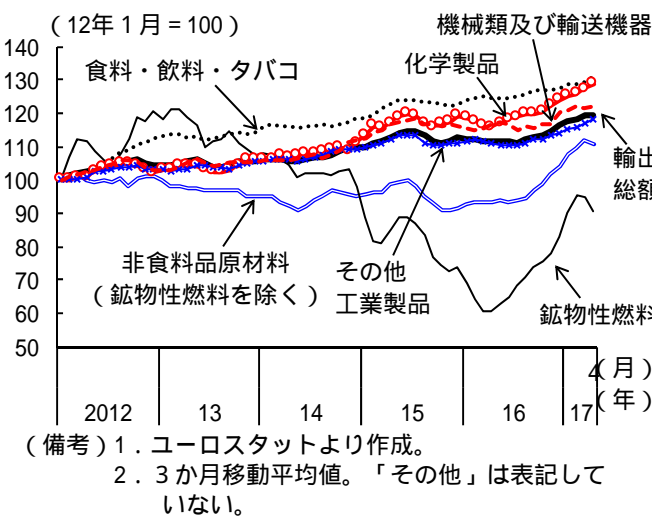
第2-3-6図 ユーロ圏の財輸出（仕向先）



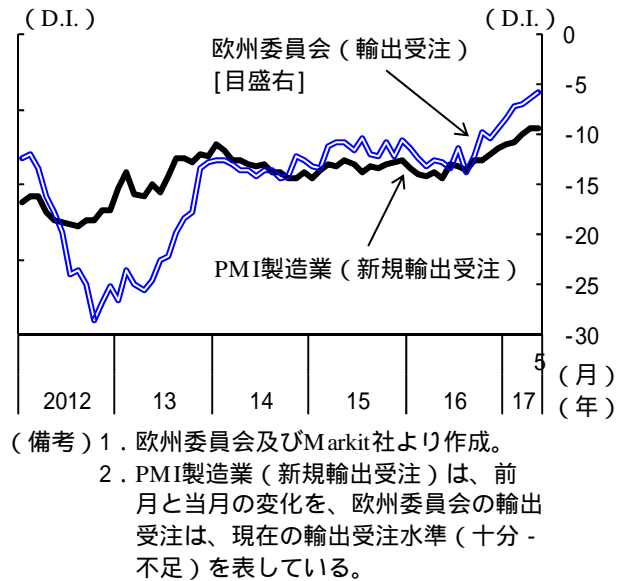
第2-3-7図 ユーロ圏実質実効為替レート



第2-3-8図 ユーロ圏の財輸出（財別）



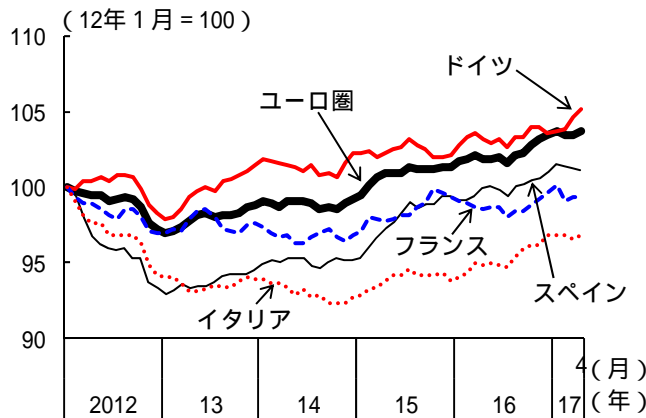
第2-3-9図 ユーロ圏輸出受注



（輸出にけん引され生産にも持ち直しの動き）

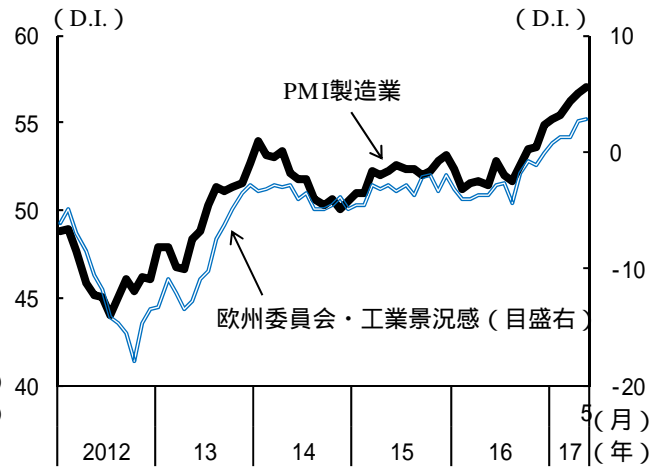
16年前半ごろまで横ばいで推移していたユーロ圏の生産についても16年秋ごろより持ち直しており（第2-3-10図）、製造業の景況感も大幅な改善をみせている（第2-3-11図）。こうした動きは、景気回復による内需の増加もさることながら、前述の輸出の増加に支えられているところが大きいと考えられる。鉱工業生産の動向を産業別にみると、化学製品、輸送機器、コンピュータ・電気機器等、前述の輸出が増加した産業で生産増が目立つ（第2-3-12図）。また、製造業の販売動向を国内市場と国外市場でみると、国内市場での販売不振を国外市場での販売が補っていることが分かる。特に、ユーロ圏外での販売が増加傾向にあり、16年秋ごろに増加の勢いを増していることから、製造業の生産の持ち直しが輸出にけん引されている様子がうかがえる（第2-3-13図）。

第2-3-10図 ユーロ圏鉱工業生産（国別）



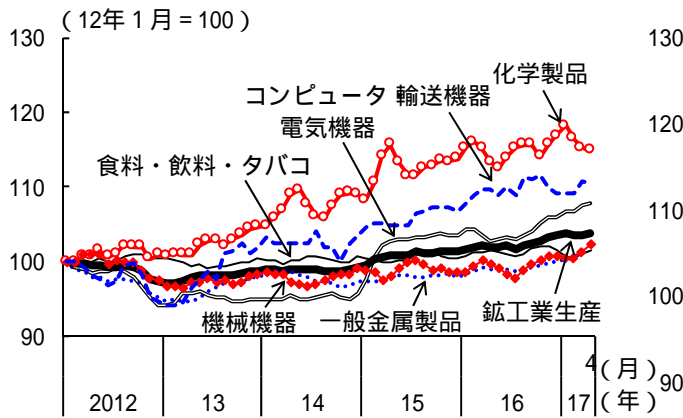
(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 鉱工業生産指数は建設業を除く。3か月移動平均値。

第2-3-11図 ユーロ圏製造業の景況感



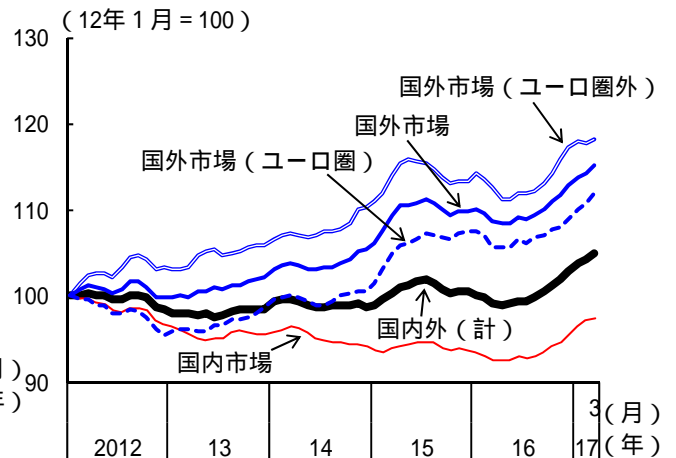
(備考) 欧州委員会及びMarkitより作成。

第2-3-12図 ユーロ圏鉱工業生産（産業別）



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 3か月移動平均値。一般金属製品は機械機器を除く。

第2-3-13図 ユーロ圏製造業販売



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 3か月移動平均値。

(先行き不透明感等から機械設備投資に改善の遅れ)

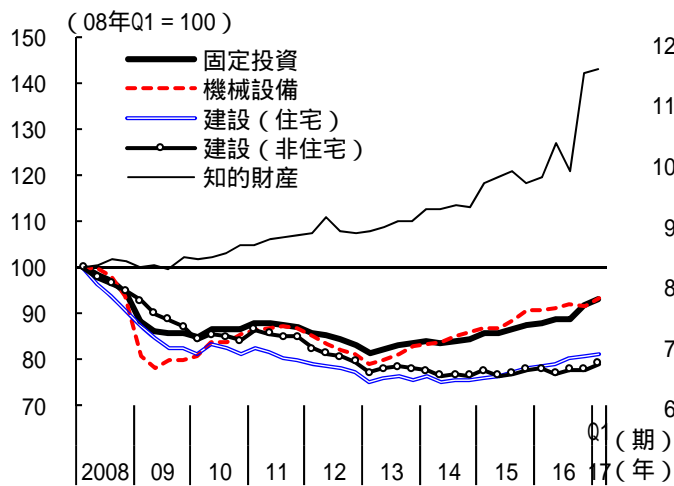
輸出や生産が持ち直しているにもかかわらず、企業の設備投資の改善には遅れがみられる。機械設備投資の動きをみると、緩やかな増加がみられるものの、依然として世界金融危機前の水準を回復しておらず(第2-3-14図)、国別にみても同様に回復が遅れている(第2-3-15図)。一方、設備稼働率の推移をみると約8年ぶりの水準にまで上昇しており、企業の設備過剰感は和らいでいる(第2-3-16図)。しかし、企業の設備投資計画は、最新の調査ではやや上向いているものの、依然として力強さに欠ける(第2-3-17図)。こうした機械設備投資の回復の遅れについては、企業の期待成長率の回復の遅れ<sup>1</sup>や不良債権問題、さらには、先行き不透明感が影響しているとみられ<sup>2</sup>、設備投資が力強く回復す

<sup>1</sup> 内閣府(2016a)

<sup>2</sup> 内閣府(2016b)

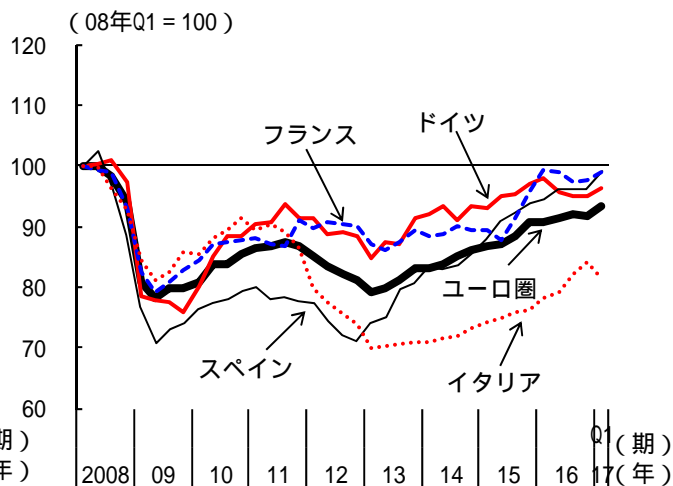
る重しとなっていると考えられる。

第2-3-14図 ユーロ圏固定投資(水準)



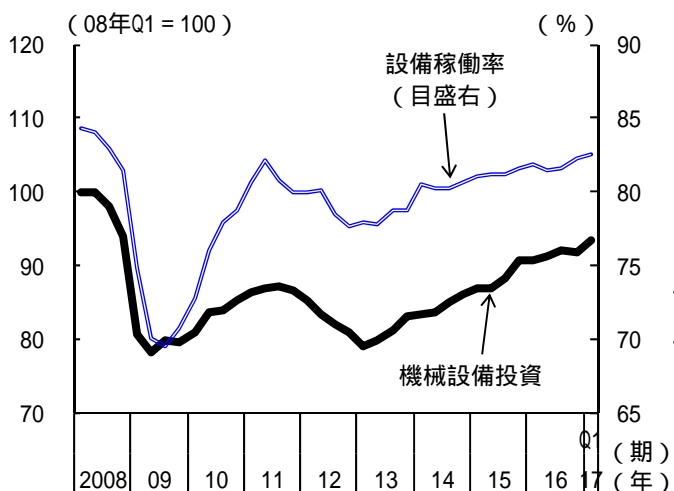
(備考) ユーロスタットより作成。

第2-3-15図 主要国機械設備投資(水準)



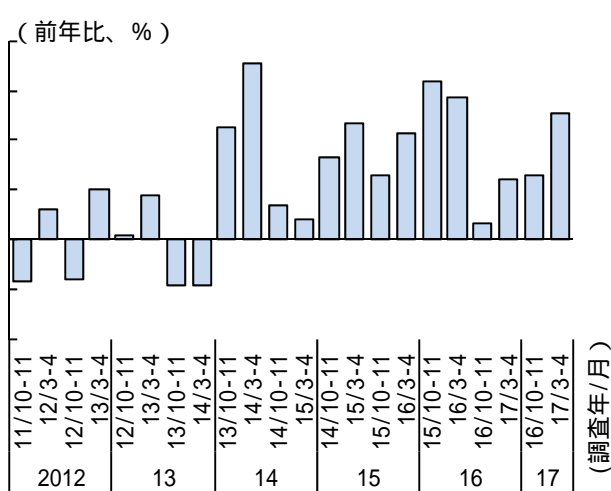
(備考) ユーロスタットより作成。

第2-3-16図 ユーロ圏設備稼働率



(備考) 欧州委員会及びユーロスタットより作成。

第2-3-17図 ユーロ圏設備投資計画

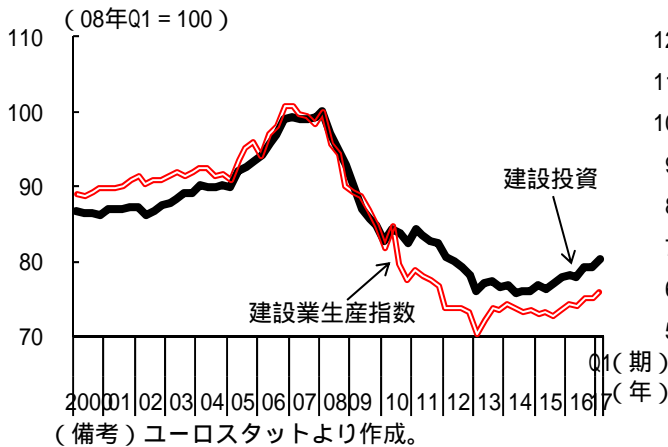


(備考) 欧州委員会"Investment Surevey"より作成。

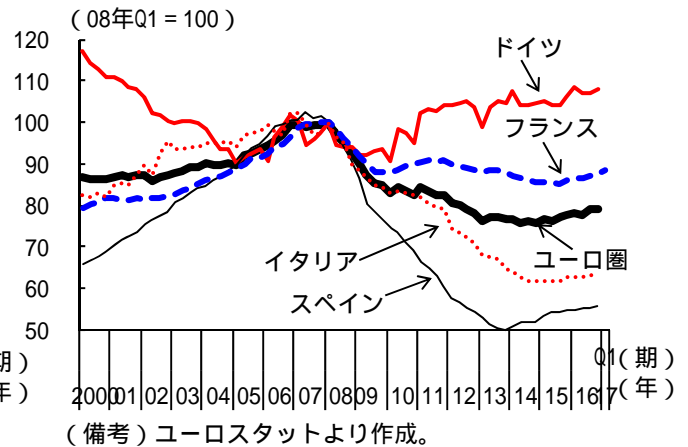
このように持ち直しの動きがみられるものの機械設備投資の改善には遅れがみられる一方で、景気回復や低金利等の下支えもあり、建設投資には持ち直しの動きが顕著である。ユーロ圏では、近年、建設業の生産が持ち直し傾向にあり(第2-3-18図)、主要国の建設投資は持ち直しの動きをみせている(第2-3-19図)。こうした動きは、受注の改善とともに景況感の大幅な改善を示す建設業の景況感にも表れている(第2-3-20図)。特に、建設投資の中でも住宅投資に持ち直しの動きがみられており、固定投資に占める割合も徐々に拡大している(第2-3-21図)。後述するように、ドイツでは住宅建設ブームともとれるほど住宅建設が増加しつつあり、機械設備投資の改善が遅れる中、固定投資全体の下支えとなっているとみられる。



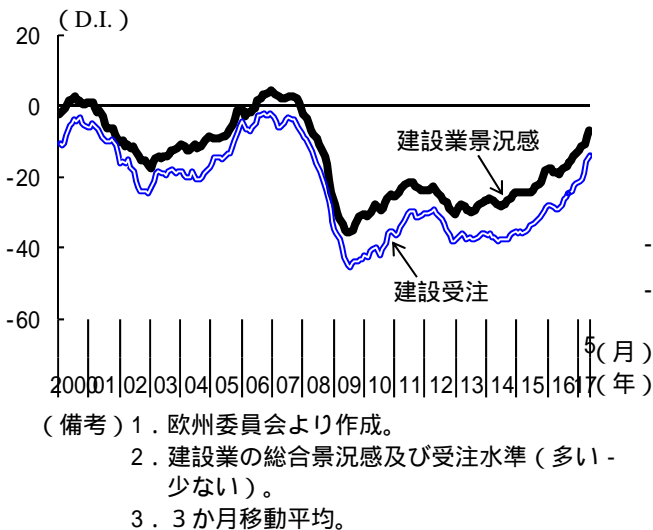
第2-3-18図 ユーロ圏建設投資・生産



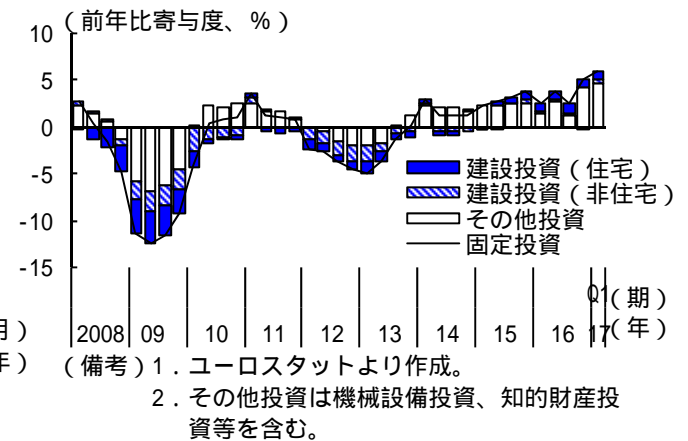
第2-3-19図 ユーロ圏主要国建設投資



第2-3-20図 ユーロ圏建設業景況感



第2-3-21図 ユーロ圏住宅投資・非住宅投資



### (財政政策の動向)

EU諸国は「安定成長協定」(SGP: Stability and Growth Pact)により、財政赤字や債務残高GDP比を規定の範囲内<sup>3</sup>に抑えることが求められている。ユーロ圏では、金融支援を受けているギリシャを除き、フランス及びスペインが過剰財政赤字是正措置適用国として欧州委員会の監視対象となっている(第2-3-22図)。16年にはユーロ圏の多くの国で景気回復や低金利等を背景に財政収支が改善しており、金融支援を受けているギリシャも16年は財政収支黒字に転換している<sup>4</sup>(第2-3-23図)。

EU及びその加盟国では、「欧州セメスター」<sup>5</sup>を通じて、財政の健全性の確保やマク

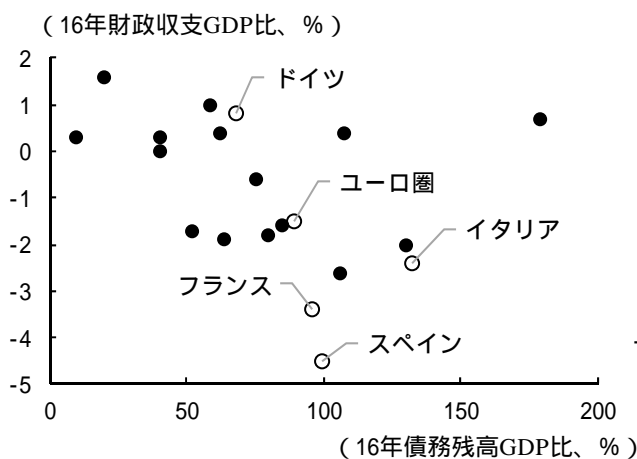
<sup>3</sup> 財政赤字 GDP 比 3%以内、債務残高 GDP 比 60%以内に収めることが求められる。

<sup>4</sup> 欧州委員会によれば、ギリシャの16年の財政収支 GDP 比は0.7%の黒字。金融支援下における大幅な歳出削減によるところが大きいとみられており、17年には再び1.2%に転じる見通し。

<sup>5</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。欧州委員会により提案され、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。

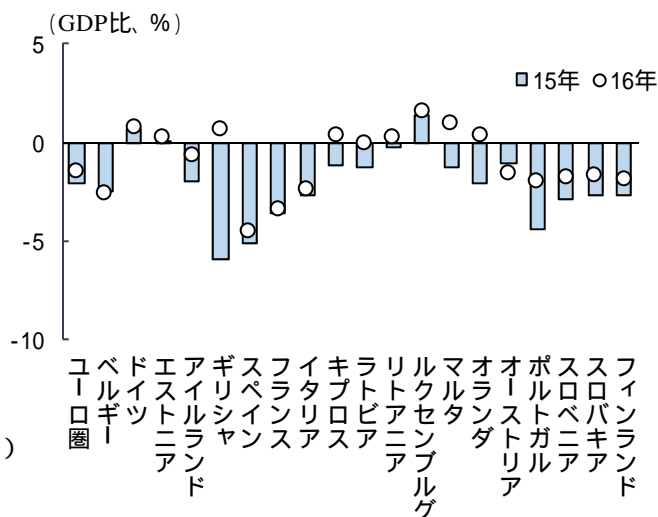
口経済不均衡の是正等に向けた取組を進めており、各国の財政収支の改善は、景気回復によるところが大きい。財政健全化に向けた努力が着実に実っていることのと表れとも考えられる。一方で、力強さに欠ける景気回復が続く中で、加盟国は投資の促進等を通じて経済成長を力強いものとしていくことが求められている。財政健全化と経済成長について、今後どのように取り組んでいくかが注目される。

第2-3-22図 ユーロ圏財政収支・債務残高



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. 財政収支は一般政府財政収支。  
 3. 欧州の財政規律は「安定成長協定 (SGP)」において、財政赤字GDP比3%以内、債務残高GDP比60%以内。

第2-3-23図 ユーロ圏財政収支



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. 財政収支 (一般政府) GDP比。

(ECBは金融緩和を継続)

デフレリスクの高まりを受けたECB (欧州中央銀行) の金融緩和策が続く中、16年半ばごろよりユーロ圏の消費者物価上昇率は上昇し始め、一時は、ECBのインフレ参照値<sup>6</sup>に達する場面もあった (第2-3-24図)。しかしながら、こうした動きは、エネルギーや食料品価格の上昇によるところが大きく、コア物価上昇率は依然として横ばいで推移しており (第2-3-25図)、ECBは現在も金融緩和を継続するスタンスを変えていない。17年6月の政策理事会後の声明でECBのドラギ総裁は、ユーロ圏の景気について、より力強い動きとの認識を示した上で、経済見通しを取り巻くリスクについても「おおむね均衡がとれている」と表明した。また、インフレについては、「インフレの基調はなお停滞している」との認識を継続した。一方で、デフレリスクが払拭されたことを理由に挙げつつ、必要が生じた場合には利下げを行う可能性を否定するものではないことを強調しながらも、「政策金利は、非常に長期にわたり、そして資産買入れ実施期間を十分に超えて現在の水準にとどまると予想する」として、金利引下げの可能性を声明文からは削除した。

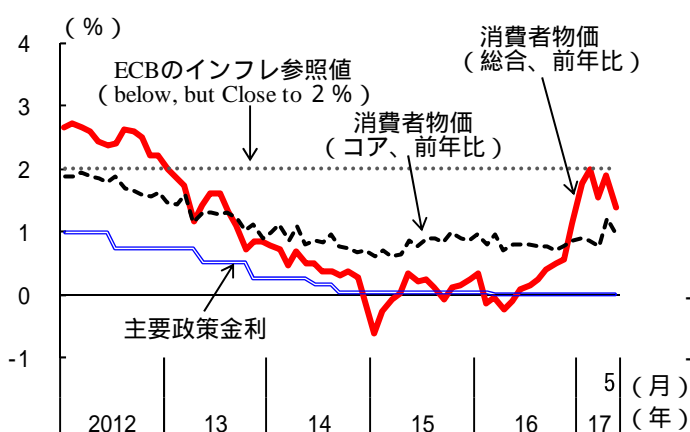
<sup>6</sup> ECBは、消費者物価指数 (HICP) の前年比を、中期的に2%を下回りかつ2%近傍とすることとしている。



その上で、「必要があれば資産買入れプログラムを強化する用意がある」旨の文言は維持した。

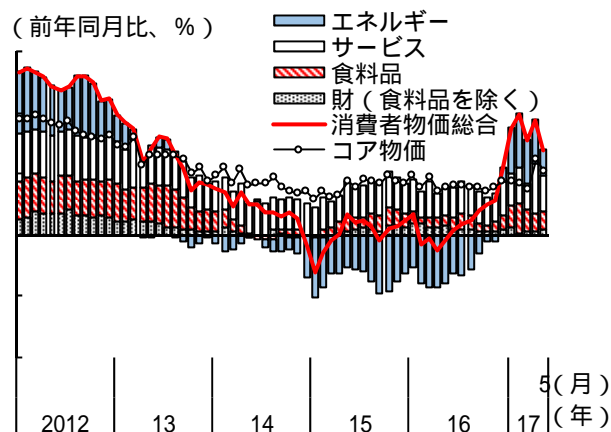
こうした中、金融市場では、量的緩和政策の縮小等のECBの金融政策の変更について意識されるようになった。前述の政策理事会における量的緩和政策の縮小の議論についてドラギ総裁は否定したが、同政策理事会の決定は、量的緩和政策の縮小への第一歩であるとする見方もある。ユーロ圏の景気は緩やかな回復が続くが、主要国間の経済動向には差異があり、基調的なインフレも停滞している。また、英国のEU離脱問題に伴う不透明感等のリスクは依然として存在する。今後もECBには難しい金融政策の舵取りが求められていると言える。

第2-3-24図 ECB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。

第2-3-25図 ユーロ消費者物価(要因別)



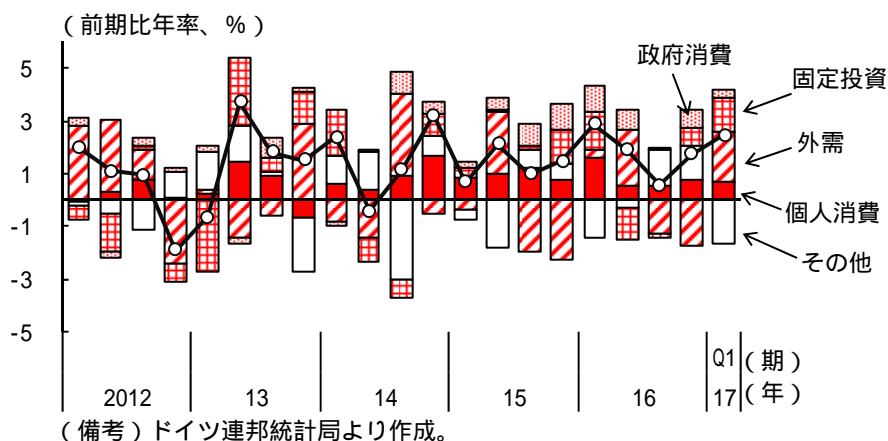
(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. コア物価は総合からエネルギー及び非加工食品を除いたもの。  
3. 食料品にはアルコール・タバコを含む。

### ( ) ドイツ経済の動向

(個人消費主導の緩やかな景気回復が続く)

ドイツの実質経済成長率は、17年1～3月期前期比年率+2.4%と14年4～6月期以降、11四半期連続のプラス成長となり、良好な雇用・所得環境(前掲第2-3-5図)に支えられた個人消費に主導され、緩やかな景気回復が続いている(第2-3-26図)。

第2-3-26図 ドイツの実質経済成長率

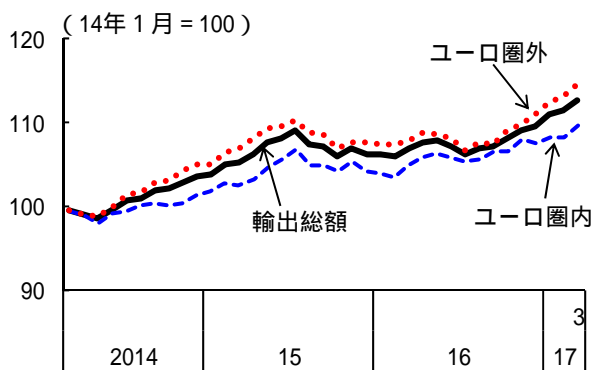


(企業部門は改善の動きがみられる)

一部に弱めの動きがみられていた企業部門についても、世界経済の回復やユーロ安等を背景とした輸出の増加が生産や投資の持ち直しの動きに波及してきている。

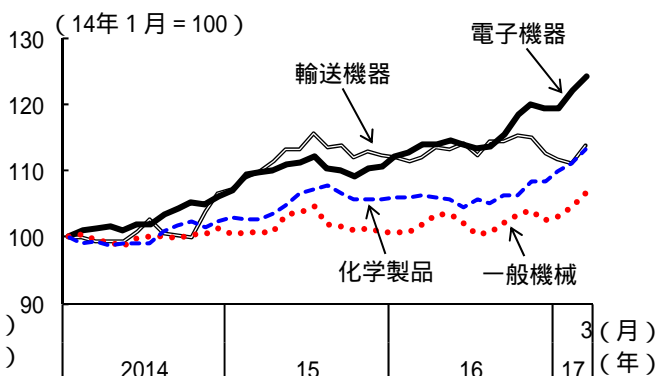
輸出は、仕向先別では、主に中国やアメリカ等のユーロ圏外向けが(第2-3-27図)、商品別では、電子機器、化学製品及び一般機械の増加が顕著となっている(第2-3-28図)。

第2-3-27図 ドイツ財輸出(仕向先別)



(備考) 1. ドイツ連邦銀行より作成。  
2. 3か月移動平均。

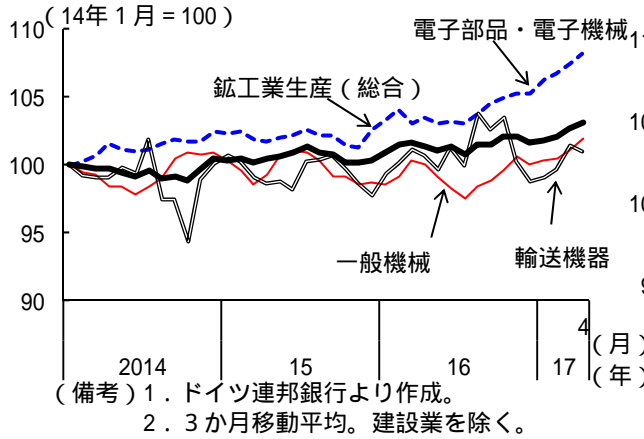
第2-3-28図 ドイツ財輸出(商品別)



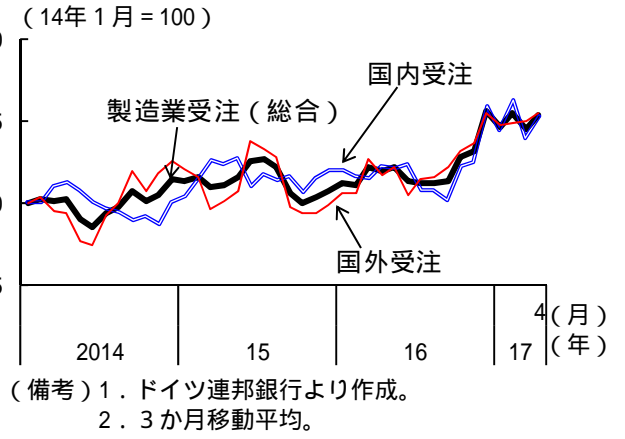
(備考) 1. ドイツ連邦銀行より作成。  
2. 3か月移動平均。

こうした輸出の増加を背景に、生産にも持ち直しの動きがみられ、産業別では、電子部品・電子機械や一般機械の増加が顕著である(第2-3-29図)。また、外需に加え、国内受注も足元で高い水準を保っていることから(第2-3-30図)、今後も生産活動が上向いていくことが期待される。

第2-3-29図 ドイツ鉱工業生産

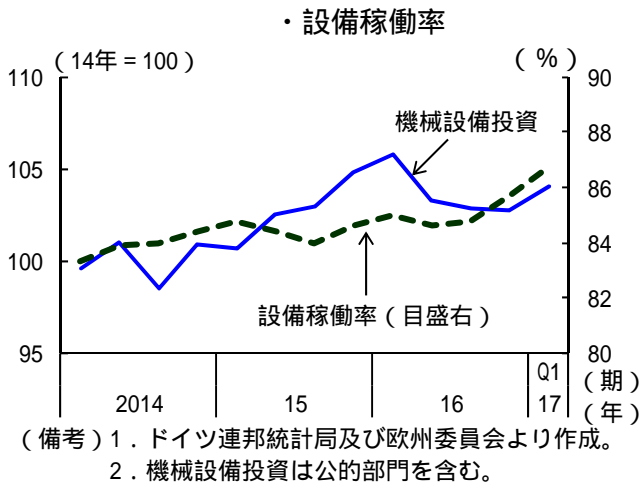


第2-3-30図 ドイツ製造業受注

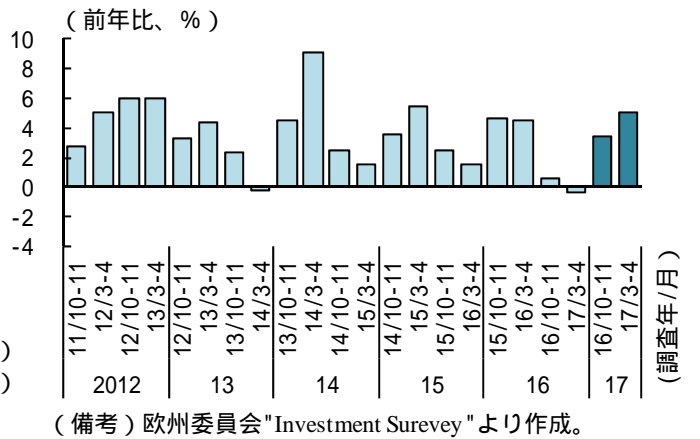


また、これまで英国のEU離脱問題等の政策に関する不確実性等から、弱い動きを示してきた機械設備投資にも改善の動きがみられ始めている(第2-3-31図、第2-3-32図)。輸出の増加や生産の持ち直しの動きから、設備稼働率は高水準<sup>7</sup>となっており、これらを背景に、企業の機械設備投資には、生産能力増強や維持更新<sup>8</sup>を理由とした改善の動きがみられる(第2-3-33図、第2-3-34図)。

第2-3-31図 ドイツ機械設備投資



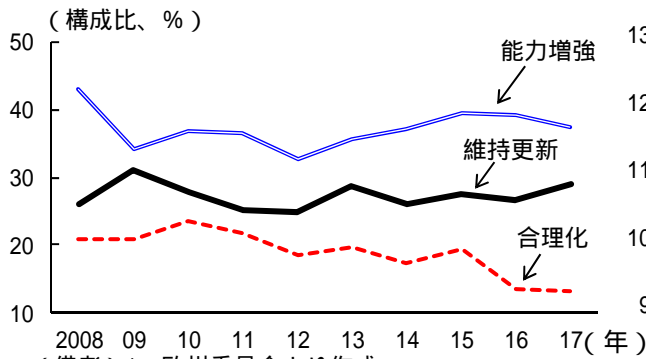
第2-3-32図 ドイツ設備投資計画



<sup>7</sup> ドイツ連邦銀行(Deutsche Bundesbank(2017))では、高水準の設備稼働率が機械設備投資を後押ししているとしている。

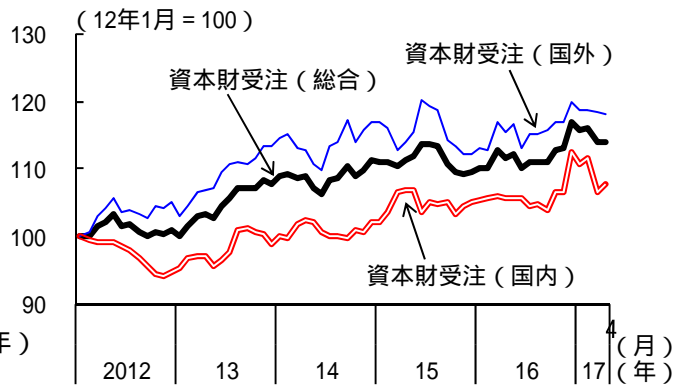
<sup>8</sup> ドイツ産業連盟(Bundesverband der Deutschen Industrie(2017))では、最近の製造業の受注増、高水準の設備稼働率、資本財受注の増加が見られることから、これらが機械設備投資の増加に寄与していると指摘している。

第2-3-33図 ドイツ設備投資理由



(備考) 1. 欧州委員会より作成。  
2. 当該年及び翌年の設備投資理由について質問したもの。

第2-3-34図 ドイツ資本財受注



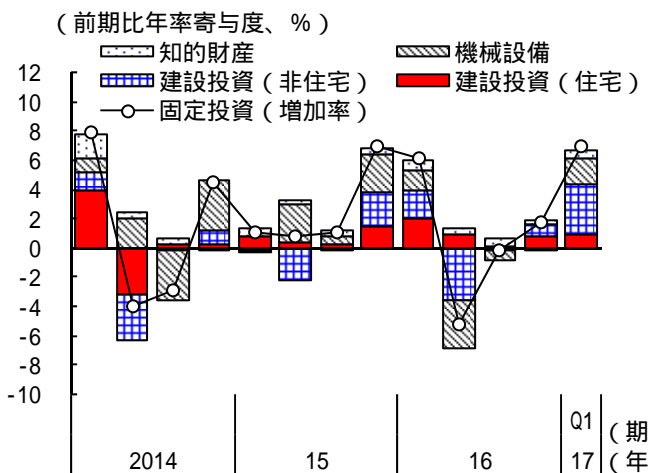
(備考) 1. ドイツ連邦銀行より作成。  
2. 後方3か月移動平均。

(ドイツ住宅市場の動向)

ドイツの建設投資には持ち直しの動きがみられ、特に、住宅投資の動きが顕著である。ドイツの住宅市場は、世界金融危機の前後においてスペインにみられた住宅バブルの形成と崩壊のような問題の影響が少なかったこともあり、機械設備投資が弱い中で、住宅投資が固定投資全体を押し上げ、ドイツの堅調な経済成長を下支えしている(第2-3-35図)。

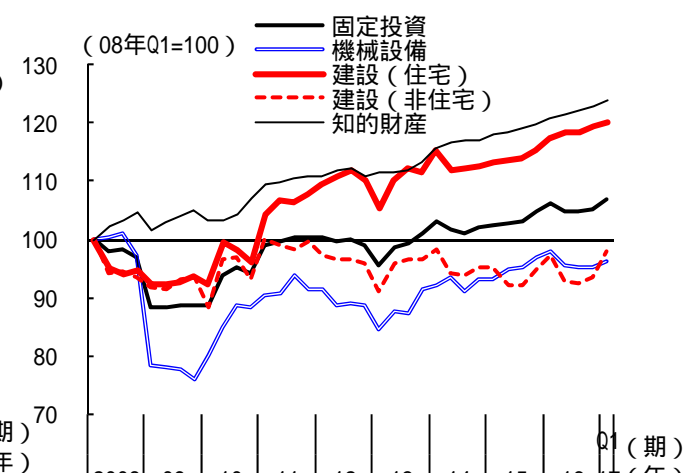
第2-3-35図 ドイツ固定投資

(1) 形態別・伸び率



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 育成資産を含んでいない。

(2) 形態別・水準



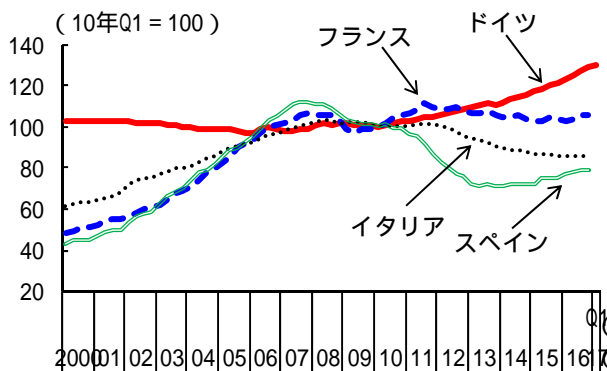
(備考) ユーロスタットより作成。

(大都市圏を中心に住宅価格が上昇)

こうした中、ドイツでは足元で住宅価格の上昇が勢いを増している。住宅価格は10年以降一貫して上昇しているが、足元の上昇は、ユーロ圏の中でも顕著である(第2-3-36図)。特にミュンヘン等の大都市における価格は急上昇をみせており、ドイツ全土の平均住宅価格が16年前年比で7.7%であるのに対して、同10.5%の上昇となってい

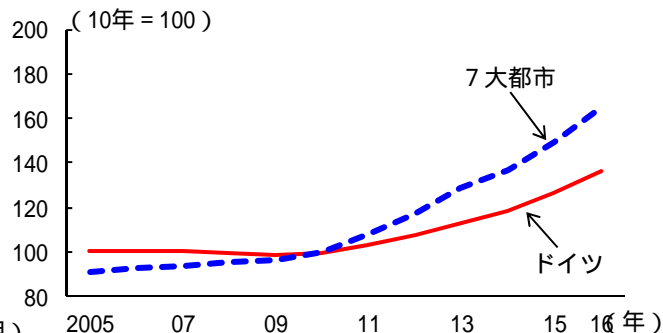
る（第2-3-37図）。

第2-3-36図 ユーロ圏の住宅価格の推移



(備考) 1. BISより作成。  
2. 名目住宅価格指数。

第2-3-37図 ドイツ住宅価格の推移



(備考) 1. BISより作成。  
2. 名目住宅価格指数。  
3. 7大都市（ベルリン、ハンブルグ、ミュンヘン、ケルン、フランクフルト、シュトゥットガルト、デュッセルドルフ）

住宅投資の増加や住宅価格の上昇等、住宅市場の活発化の背景には、増加する住宅需要の一方で供給が不足しているという状況がある。その要因としては、需要側では、世帯数の増加、所得の上昇、低金利、税制上のインセンティブ<sup>9</sup>等があるとされる。他方、供給側では、柔軟な住宅供給を阻害する建築規制や環境規制等があるとされる<sup>1011</sup>。以下では、住宅の供給不足の状況を確認した上で、需要側の要因である、移民等の人口の流入と住宅ローン金利の低下の状況についてみていく。

（住宅建設受注等は増加も供給不足）

住宅建設の受注動向をみると10年を底に右肩上がり増加しており（第2-3-38図）新規の住宅建設許可件数や建設完了件数も増加している（第2-3-39図）。

ドイツ政府によれば、20年までに移民による影響も含めて毎年約35～40万戸の住宅需要が生じるとされているが<sup>12</sup>、供給不足から需給ギャップの解消には至らないとみられている（第2-3-39図）。特に、ミュンヘン等の大都市では、住宅供給が追い付いていないと言われている<sup>13</sup>。ドイツ政府は、官民一体となった住宅建設促進策を提言し、規制緩和や公営住宅開発等により適正価格での住宅供給に取り組んでいる<sup>14</sup>。

<sup>9</sup> European Central Bank (2016a)

<sup>10</sup> European Commission (2017b)

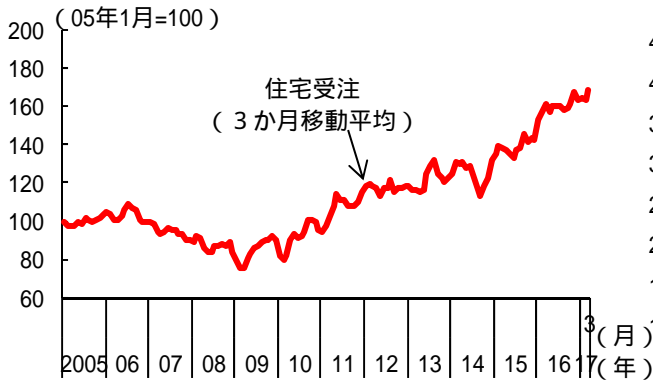
<sup>11</sup> また、開発用地不足、計画から許可までの手続きに時間を要することなどが迅速な需要を阻害しているという指摘もある（Federal Institute for Research on Building, Urban Affairs, and Spatial Development, “The housing development turnaround has begun”）。

<sup>12</sup> Federal Institute for Research on Building, Urban Affairs, and Spatial Development (2016)

<sup>13</sup> Deutsche Bank Research (2017)

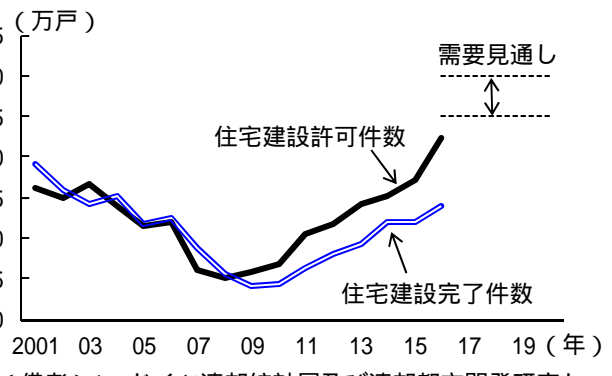
<sup>14</sup> Federal Ministry for the Environment, Nature Conservation, Building and Nuclear Safety (2015)

第2-3-38図 ドイツ住宅受注



(備考) 1. ドイツ統計局より作成。  
2. 新規住宅建設受注(数量)、季調値。

第2-3-39図 ドイツ住宅建設許可・完了

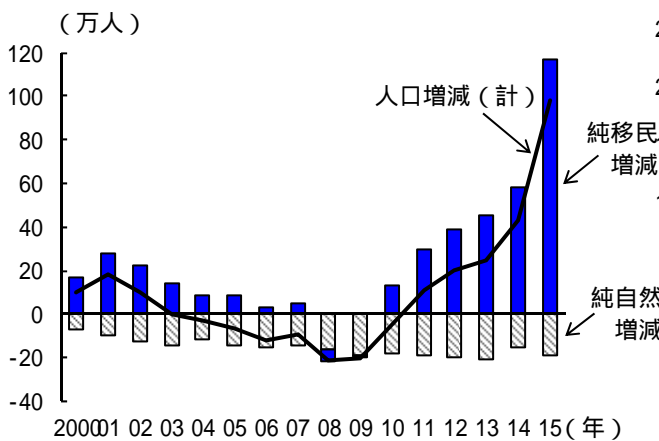


(備考) 1. ドイツ連邦統計局及び連邦都市開発研究センター(Federal Institute for Research on Building, Urban Affairs and Spatial Development)より作成。  
2. 需要見通しは難民用住宅やアパートを含む。

(移民流入等から人口が増加)

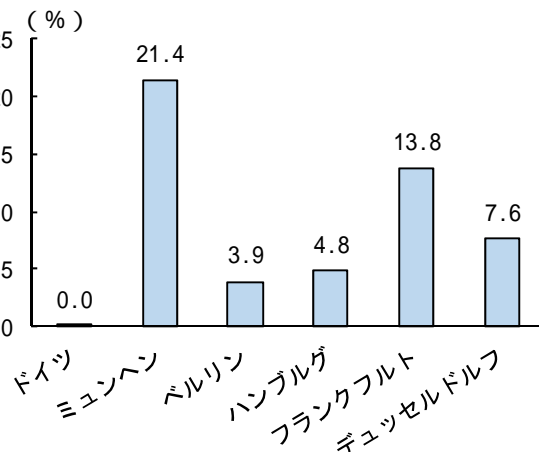
ドイツの人口動態をみると人口の純自然減が続く一方で、移民の純流入が続いている(第2-3-40図)。2000年以降の人口の推移をみると、ドイツ全土では横ばいである一方、ミュンヘン、フランクフルト<sup>15</sup>等では人口が大幅に増加している(第2-3-41図、第2-3-42図)。また、移民の純流入には難民の急増も含まれ、住宅需要の増加の一因となっているとみられる。

第2-3-40図 ドイツ人口動態



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 各年の数値は当該年中の増減を示す。

第2-3-41図 ドイツ都市別人口増加率  
(2000年から16年の増加率)

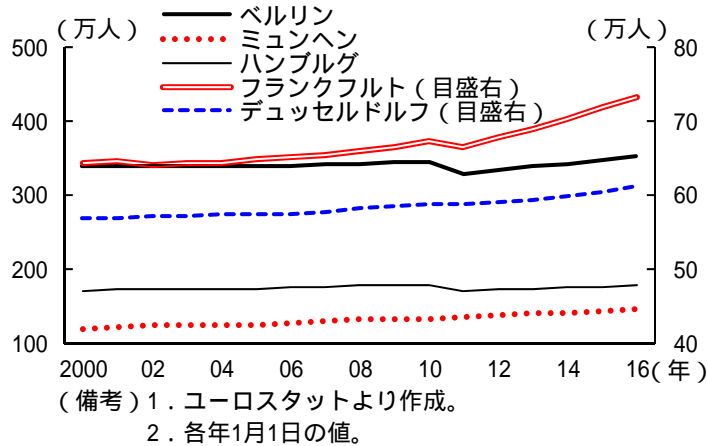


(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 2000年から16年の増加率。

<sup>15</sup> Deutsche Bank Research (2017) では、英国の EU 離脱問題の影響から、英国から金融関係者がフランクフルトへ流入しているとも指摘している。



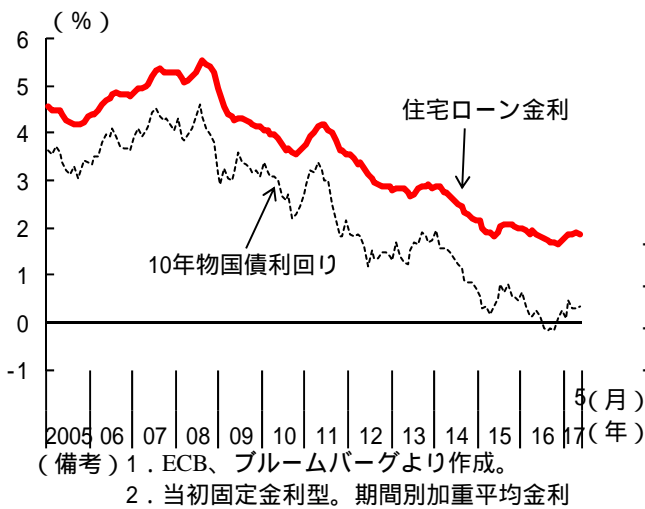
第 2-3-42 図 ドイツ主要都市人口



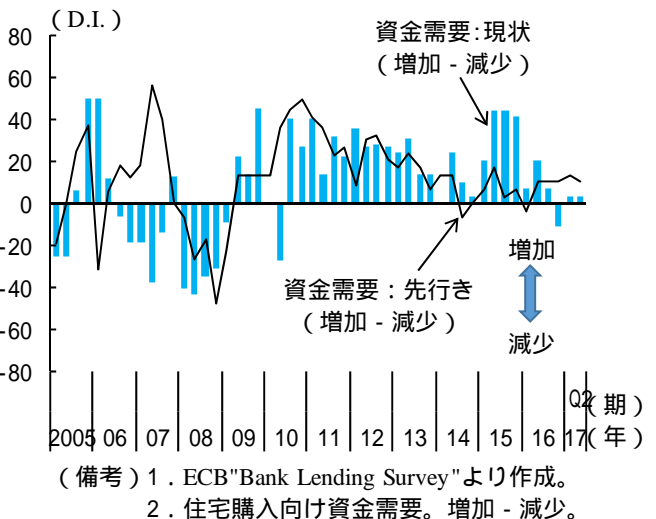
(金融緩和策等から住宅ローンが低下)

ECBは、08年後半より順次政策金利を引下げるなど金融緩和を進めてきた。これにより、住宅ローン金利も低下傾向にあり(第2-3-43図)、ECBのBLS(銀行貸出調査)によれば、住宅購入向けの資金需要は、足元でやや減少しているものの、先行きは増加を示しており、住宅購入に対する資金需要は引き続き旺盛とみられる(第2-3-44図)。

第 2-3-43 図 ドイツ住宅ローン金利



第 2-3-44 図 ドイツ住宅購入資金需要



(住宅価格の動向と経済的な影響の可能性)

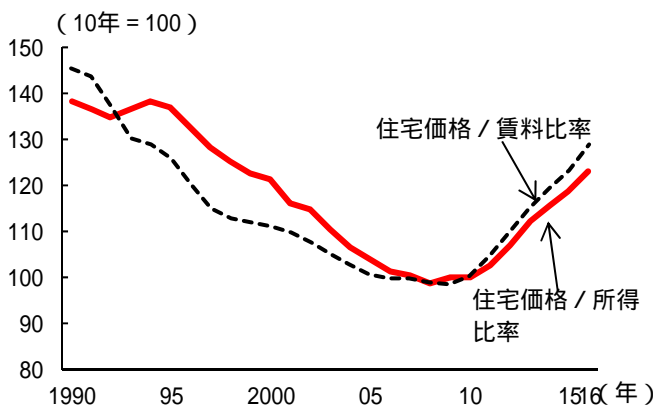
ドイツでは、住宅価格が所得や賃料を上回るペースで上昇している(第2-3-45図)。これらの比率が長期にわたり上昇する場合や過去のトレンドとのかい離が拡大していくような場合には、価格がファンダメンタルズに基づかず過大評価となっている可能性も考えられる。

欧州委員会によれば、現在のドイツの住宅価格の上昇は、需要の増加に対する供給不

足が主因であることから、ファンダメンタルズに沿った動きであり、過大評価されているものではないとしている<sup>16</sup>。また、ECBによれば、ユーロ圏全体でみた場合でも、現在の住宅価格の上昇はファンダメンタルズに沿ったものであり、07年ごろのような住宅市場の過熱感はみられないとしている<sup>17</sup>。一方で、住宅価格の上昇は今後も続くともみられており<sup>18</sup>、ミュンヘン等の大都市における住宅価格の上昇が顕著であり、地域的な差があることも欧州委員会は指摘している。このため、今後の住宅市場の動向には注視が必要である。

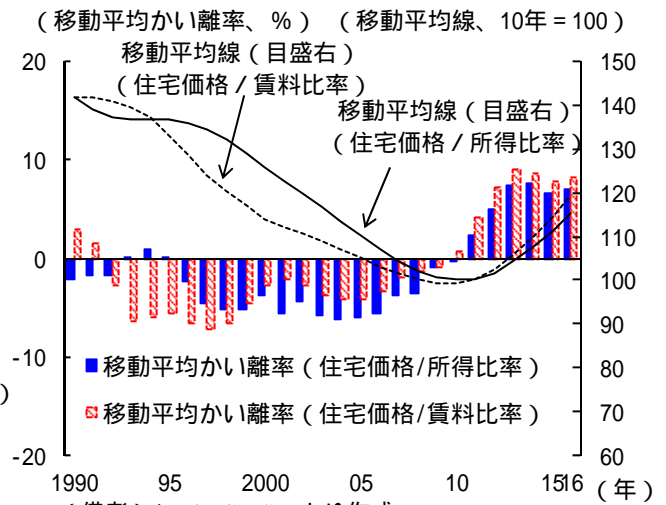
第 2-3-45 図 ドイツ住宅価格/所得比率と住宅価格/賃料比率

(1) 水準



(備考) 1. OECD.Statより作成。  
2. 最新値は2016年。  
3. 住宅価格/所得比率は名目住宅価格を1人当たり名目可処分所得で除して、住宅価格/賃料比率は名目住宅価格を賃料で除して、指数化したもの。

(2) 長期平均からの乖離



(備考) 1. OECD.Statより作成。  
2. 最新値は2016年。  
3. 前5年移動平均からの乖離。

ドイツの住宅関連支出（賃料・電気・ガス・その他燃料費を含む）は個人消費の約17%（15年）を占め、住宅投資は固定投資の約30%（16年）、建設投資の約60%（16年）を占める（第2-3-46図）。こうした特徴はユーロ圏平均と大きな違いはないものの、住宅関連支出のうち賃料はユーロ圏を上回る。ドイツは、ユーロ圏の中でも賃貸比率が高く、住宅コストが高いと言われている（第2-3-47図）。足元では消費者物価指数で見た賃料は安定しているが（第2-3-48図）、今後、上昇するような場合には、消費にマイナスの影響を与える可能性もあると考えられることから、住宅市場の動向には注意が必要である。

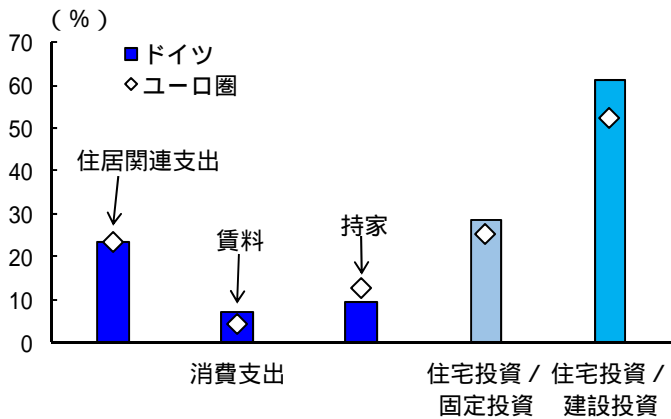
<sup>16</sup> European Commission (2017b)

<sup>17</sup> European Central Bank (2016b)

<sup>18</sup> Deutsche Bank Research (2017)

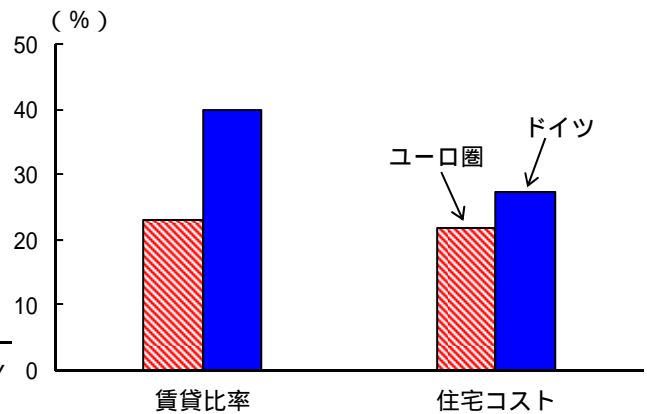
<sup>19</sup> 住宅価格上昇が顕著な大都市の一部では、都市計画や建築規制等により住宅建築用地が少ないが故の供給不足や供給される住宅の規模と需要とのミスマッチも指摘されている。

第 2-3-46 図 ドイツ住宅支出・投資



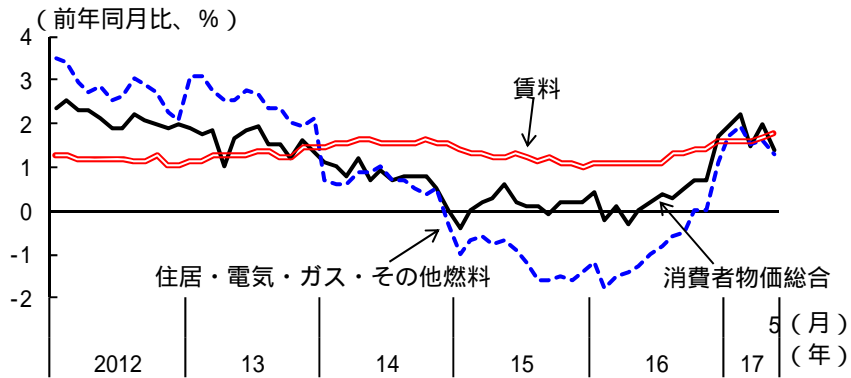
(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. 消費支出は2015年値、投資は2016年値。  
 3. 消費は家計最終消費支出に占める割合。  
 4. 住宅関連支出は光熱費等を含む。持家は帰属家賃。

第 2-3-47 図 ドイツ賃貸比率・住宅コスト



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. 2015年値。  
 3. 住宅コストは可処分所得に占める住宅保有コスト(住宅ローン返済を含む)の割合。

第 2-3-48 図 ドイツ物価(賃料)



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. 「住居・電気・ガス・その他燃料」には賃料を含む。

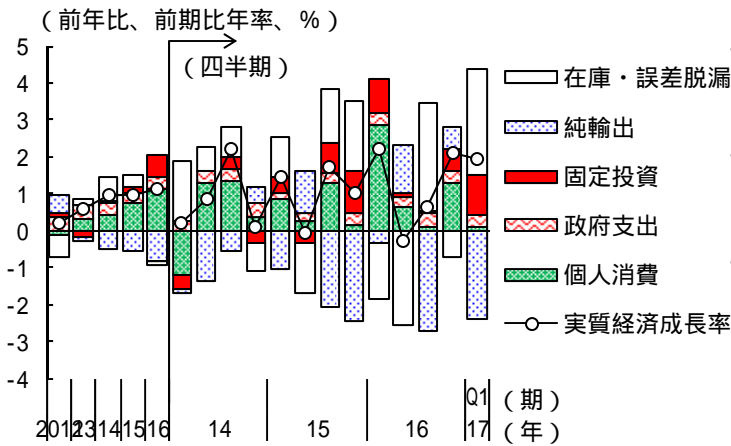
( ) フランス経済の動向

(個人消費が主導し緩やかに回復)

フランスの実質経済成長率は、16年は前年比1.1%と15年の成長率をわずかに上回った。17年1～3月期の成長率は前期比年率1.9%となり、緩やかに回復している(第2-3-49図)。14年以降のフランス経済は内需、特に個人消費によって支えられており<sup>20</sup>、家計の財消費支出の動向をみると、15年11月のパリ同時多発テロや16年7月のニースでのテロ事件等の影響もあって一時的な落ち込みがみられたものの、14年以降は上昇傾向にある(第2-3-50図)。

<sup>20</sup> 17年1～3月期に個人消費の伸びが減速したのは、天候要因によるエネルギー支出の減少が指摘されている。

第 2-3-49 図 フランスの実質経済成長率



(備考) Inseeより作成。

第 2-3-50 図 実質財家計消費支出

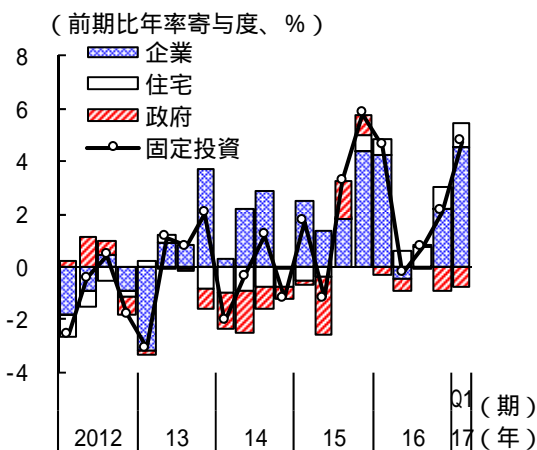


(備考) 1. Inseeより作成。

2. 3か月移動平均。

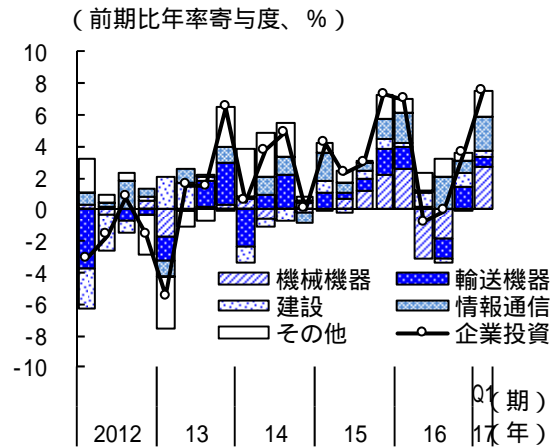
また、固定投資の動向をみると、16年半ばに伸びが鈍化した後、企業投資の回復を背景に緩やかに増加しており、13年後半から減速していた住宅投資も15年10~12月期から増加している(第2-3-51図)。企業投資の内訳をみると、機械機器や情報通信、輸送機器等が下支えする形となっており(第2-3-52図)。この背景には、機械機器、輸送機器の輸出が増加している(第2-3-53図)ほか、設備投資に対する税の優遇措置<sup>21</sup>終了前に駆け込みがあったことも要因と考えられる。

第 2-3-51 図 フランス固定投資



(備考) Inseeより作成。

第 2-3-52 図 フランス企業投資の内訳



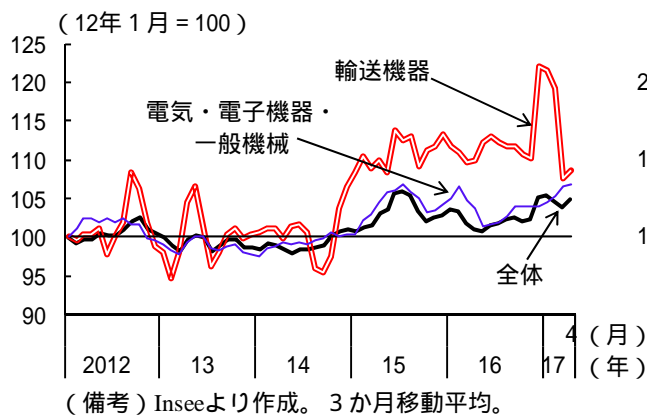
(備考) Inseeより作成。

16年後半よりPMI等の企業マインドも改善しており、今後は企業部門の回復が、高止

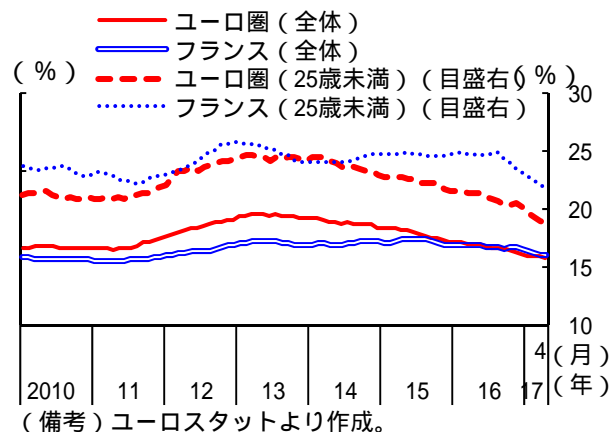
<sup>21</sup> 15年8月に制定された「経済の成長と活性のための法律」により、15年4月~16年4月までの間に企業が取得した一部資産に対して割増償却を行い、それを課税所得から控除することで税額を減額することを認めたもの。後に取得対象期間が17年4月まで延長された。

まりしている失業率の低下等雇用環境を改善させ、個人消費の更なる回復につながることを期待される。一方でフランスでは、若年層の失業率がユーロ圏と比べて依然として高水準にあるなど、構造的な問題も抱えていることには留意が必要である(第2-3-54図)。

第2-3-53図 フランスの輸出動向



第2-3-54図 フランスの失業率



#### (フランス新大統領の経済政策)

4月23日及び5月7日に行われた大統領選挙の結果を受けて、17年5月14日に中道独立系のマクロン氏が大統領に就任した。マクロン大統領は、オランド政権の経済・産業・デジタル大臣として、規制緩和推進のため「経済の成長と活性化のための法律(マクロン法)」を成立させるなど、企業活動の活性化に向けた政策を推し進めた。選挙戦中に掲げた政策においても、法人税減税、社会保障費軽減による労働コストの削減等、企業活動の活性化を通じた雇用環境の改善を目指している(第2-3-55表)。特に、若年層失業率の改善に対しては、若年層への職業訓練を通じた雇用拡大を掲げている。6月11日及び18日に行われたフランス国民議会(下院)選挙においては、マクロン大統領の支持母体である「共和国前進」及び連立を組む「民主運動(MoDem)」が過半数の議席を獲得し、政権運営の安定的基盤の確保に成功したとみられている。こうした状況において、マクロン大統領の掲げる各種政策が雇用・所得環境の改善を通じて、今後のフランス経済の下支えになるかが注目される。

第 2-3-55 表 マクロン大統領の主要経済財政政策

- 企業活動の活性化等により経済を再生、雇用の改善等を図る
- ・ 法人税の減税（33.3% → 25%）
  - ・ 企業の社会保障負担軽減等を通じた労働コスト削減
  - ・ 500億ユーロの投資プラン（5年間）  
（教育や再生エネルギー、医療、農業等に投資）
  - ・ 若年層への職業訓練等を通じた雇用拡大
  - ・ 600億ユーロの歳出削減（5年間）  
（失業給付や医療費の抑制、公務員削減等）
  - ・ 17年に財政赤字をGDP比3%以内に抑制

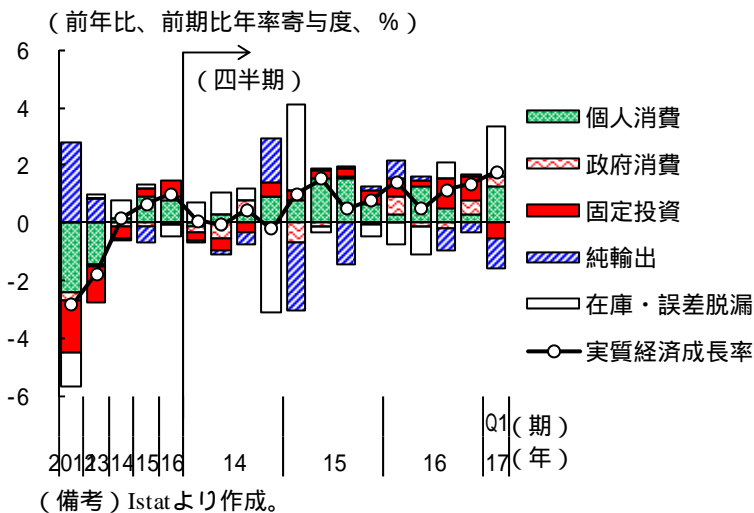
（備考）マクロン氏の選挙公約"Le Programme d'Emmanuel Macron"及び各種資料より作成。

（ ）イタリア経済の動向

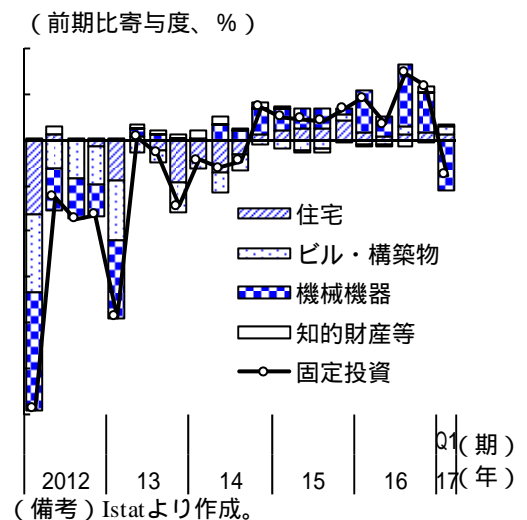
（回復が遅れるイタリア経済）

イタリアの実質経済成長率は、16年は前年比1.0%となり、15年の同0.7%を上回り10年以來の伸びとなったが、景気の回復は他のユーロ圏諸国と比べると緩やかなものにとどまっている。17年1～3月期の成長率は前期比年率1.8%となり（第2-3-56図）、足元の経済は、固定投資、なかでも輸送機器等の機械機器を中心とした設備投資によって支えられている（第2-3-57図）。

第 2-3-56 図 イタリアの実質経済成長率



第 2-3-57 図 イタリア固定投資内訳

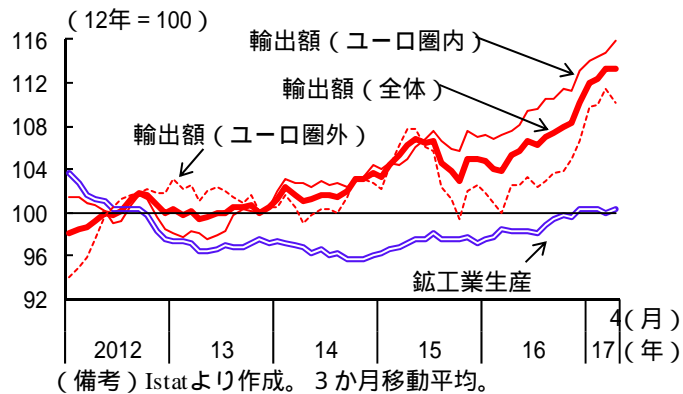


外需の動向をみると、ユーロ圏経済の緩やかな回復等を背景に16年以降はユーロ圏内向けの輸出が輸出額全体を支えていたが、足元では世界的な需要回復もあり、ユーロ圏外向けの輸出も急速に増加している。一方で、個人消費を中心とした内需に力強さが



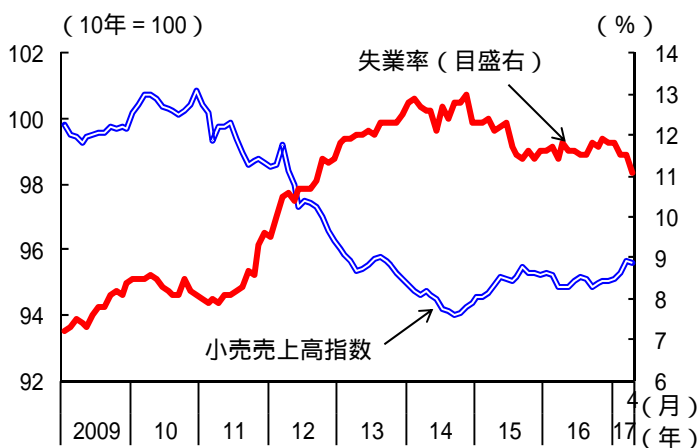
みられないこともあり、鉱工業生産は足元でようやく 12 年の水準を回復したにすぎない(第 2-3-58 図)。

第 2-3-58 図 イタリア輸出額と鉱工業生産



イタリア経済の回復が緩やかなものにとどまっている要因としては、個人消費の低迷が挙げられる。欧州債務危機以降、11年後半から失業率が上昇するとともに、小売売上高は減少してきた。足元でも、高止まりしている失業率や賃金の伸び悩み等雇用・所得環境の改善の遅れを背景に、小売売上高は依然として景気後退前の水準を回復できていない(第 2-3-59 図、第 2-3-60 図)。高水準にある不良債権比率の問題(後述)や、政府債務残高の高止まり<sup>22</sup>、また総選挙<sup>23</sup>をめぐる先行き不透明感等を背景とした経済の下振れリスクもあることから、今後の個人消費の動向には注意が必要である。

第 2-3-59 図 小売売上高と失業率



(備考) 1. Istatより作成。  
2. 小売売上高指数は3か月移動平均。

第 2-3-60 図 時間当たり賃金上昇率



(備考) 1. Istatより作成。  
2. 労働協約に基づく賃金。

<sup>22</sup> 欧州委員会によると、16年のイタリアの一般政府債務残高はGDP比で132.6%となっており、ユーロ圏全体(16年:89.2%)と比べて高水準にある。

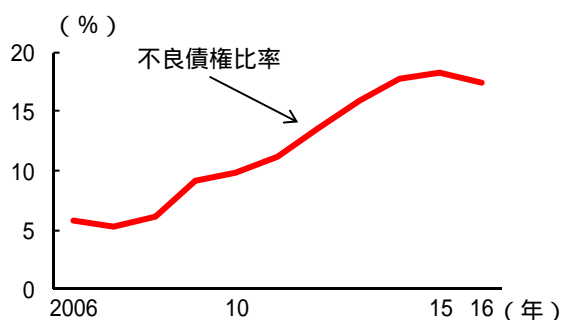
<sup>23</sup> イタリア議会の任期満了は18年3月15日となっており、憲法により任期満了後70日以内に総選挙を行う必要がある。与党民主党党首のレンツィ前首相等は、議会解散による総選挙の前倒しを主張している。

(イタリアの不良債権問題の現状)

イタリアの不良債権比率は、金融危機以降、15年まで上昇し続け、足元では前年と比べやや低下したものの、依然として高水準なままである(第2-3-61図)。ECBが直接監督する銀行の集計でみると、イタリアの銀行貸出債権の約15%が不良債権であり、ユーロ圏全体の不良債権の約3割を占め最大の規模となっている(第2-3-61表)。不良債権の拡大については、後述のとおり様々な要因や背景が指摘されているが、不良債権比率の高止まりが、銀行による新たな貸出の抑制等を通じて、経済への下押し圧力となるばかりでなく、更なる悪循環を招く可能性もあることから、不良債権の解消はイタリア経済にとって重要な課題となっている。また、イタリアで金融不安が生じた場合、欧州全体の金融システムに悪影響が及ぶ可能性も否定できない。

第2-3-61図表 イタリアの不良債権比率と不良債権額

(1) 不良債権比率



(備考) 1. イタリア中央銀行"Financial Stability Report No.1 2017"より作成。  
2. Bad Debts及びその他不良債権の合計。

(2) 不良債権額(16年第4四半期)

	(億ユーロ)			
	貸出債権	不良債権額	不良債権比率 (%)	シェア (%)
ユーロ圏	142,512.8	8,797.9	6.2	100.0
イタリア	16,388.1	2,484.8	15.2	28.2
スペイン	23,594.3	1,347.2	5.7	15.3
ギリシャ	2,435.3	1,116.7	45.9	12.7
ポルトガル	1,747.8	340.5	19.5	3.9

(備考) 1. ECB"Supervisory Statistics"より作成。  
2. ECBが直接監督する銀行のみの集計。

イタリアの不良債権問題の現状について整理すると、イタリア中央銀行によれば、16年末の不良債権額は約3,500億ユーロ、GDP比20.9%に及んでおり、その中身についてみると、最も深刻とされる破たん債権(Bad Debts)がおよそ6割を占めている<sup>24</sup>。不良債権には貸倒引当金が計上されるが、16年末時点の引当率は50.6%と、ECBが公表しているユーロ圏の平均レベル(約46%)を上回っている(第2-3-62表)。しかし、この引当額については、従来の会計基準<sup>25</sup>では銀行の貸倒引当金が過少となる可能性があったことや、銀行の健全性を示す指標の一つであるテキサス・レシオが、ユーロ圏平均を大

<sup>24</sup> イタリア中央銀行によると、不良債権の定義は15年より欧州銀行監督機構(EBA)の基準に従い、以下の3種類に分類される。(1)元利金の支払いが90日を超えて延滞しているもの、(2)元利金の全部が返済されない可能性があるもの、(3)破たん又は実質的に破たんに近い状況にあるもの(Bad Debts)。

<sup>25</sup> イタリアを含む欧州の銀行では国際会計基準(IAS)39号に基づいた貸出債権の認識・測定が行われてきた。本基準においては、景気の悪化等により貸出先が元金支払をできない可能性があっても、引当金を積む必要がなく、元金支払の遅延など減損の客観的証拠がなければ引当金が計上されなかったため、イタリア銀行の貸倒引当金が不十分であったとする見方もある。なお、イタリア政府は14年に、将来の景気悪化や業績悪化の発生予想を踏まえて貸倒引当金を計上する必要がある国際財務報告基準(IFRS)9号を18年から適用することを決定している。

きく上回ることなどから<sup>26</sup>、不十分だとの指摘もみられる。

不良債権比率が上昇した背景については、もともと銀行数が多く競争が激しい中で、甘い審査による貸出を行い、収益性が低いという問題があったところに、世界金融危機や欧州債務危機後、イタリア経済の回復が遅れたことなどが指摘されている<sup>27</sup>。

不良債権問題の解決が遅れた背景には、上述のとおり貸倒引当金が過少であったことや、税制上、不良債権の償却による損失を損金算入するには、裁判所による破たん認定が必要となるが、これに長期間を要するといった構造的要因があり、銀行は損失につながりやすい不良債権の償却や売却に消極的となったことなどが指摘されている。また、スペインのように不良債権を移管する資産管理会社が存在しなかった<sup>28</sup>ことや、破たん認定から担保物件の売却までに、他の欧州諸国と比べて長期間を要するなど不良債権処理の仕組みが不十分であった点等も指摘されている。なお、足元では経済が緩やかながらも回復していることもあり、新規の不良債権発生比率は低下傾向にあるものの、新規破たん債権の発生比率は依然として高止まりの状況にある（第2-3-63図）。

第2-3-62表 イタリアの不良債権と貸倒引当金

（億ユーロ）

	15年末		16年6月末		16年末	
	不良債権	うち、 破たん債権 (Bad Debts)	不良債権	うち、 破たん債権 (Bad Debts)	不良債権	うち、 破たん債権 (Bad Debts)
残高	3,600	2,100	3,560	2,140	3,490	2,150
貸倒引当金	1,634	1,233	1,652	1,263	1,766	1,339
引当率(%)	45.4	58.7	46.4	59.0	50.6	62.3

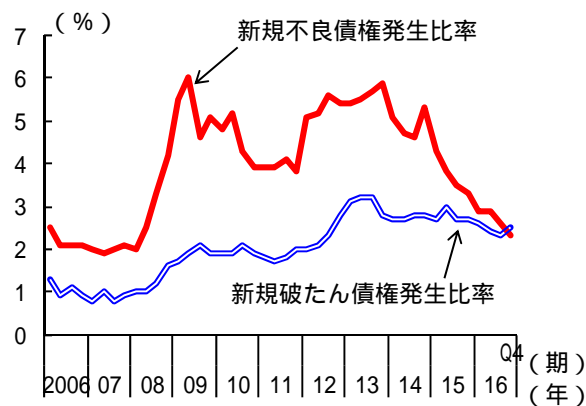
（備考）イタリア中央銀行"Financial Stability Report"より作成。

<sup>26</sup> ECB 銀行監督委員会委員である Ignazio Angeloni 氏が 16 年 5 月に行ったスピーチによれば、テキサス・レシオ（自己資本と貸倒引当金の総額に対する不良債権の割合）が、ユーロ圏平均が約 59%であるのに対し、イタリアは約 102%に達しているとしている。

<sup>27</sup> Ignazio Angeloni 氏は、同スピーチで、イタリアの不良債権比率が高い背景にイタリア企業の高レバレッジと低収益性を挙げている。

<sup>28</sup> イタリア政府は、後述の不良債権処理に対する取組の中で不良債権を買い取る資産管理会社（いわゆるバッドバンク）の創設を目指したが、欧州委員会が EU 法に抵触するとの懸念を示したことから、創設されなかった経緯がある。

第 2-3-63 図 イタリア新規不良債権発生比率の推移



(備考) 1. イタリア中央銀行"Financial Stability Report No.1 2017"より作成。  
2. 年率換算。

こうした不良債権問題の改善に向けて、イタリアでは 15 年以降、政府や民間において様々な取組が行われてきたが(第 2-3-64 表)、16 年 7 月に EBA (欧州銀行監督機構) より公表されたストレステストの結果<sup>29</sup>、イタリア大手銀行に資本不足懸念が生じ、イタリアの銀行株が急落するなどの混乱が生じた。同行の救済にあたっては、公的資本の注入も検討されたものの、同行より、16 年 7 月及び 10 月に、不良債権処理スキーム(第 2-3-64 表)を活用した不良債権の売却や増資を含む再建計画が発表された。これは、16 年 1 月に施行された EU の BRRD (銀行再生・破たん処理指令) では、公的資本注入前に債権者や預金者が銀行の損失を負担する、いわゆるベイルインが必要とされるため、イタリアではその適用が困難<sup>30</sup>とみられていたからである。しかしながら、結果的に再建計画は不調に終わり、16 年 12 月にイタリア政府は同行への公的資本注入を閣議決定し、17 年 2 月には経営難の銀行に対し最大 200 億ユーロの公的資本を注入する法案が議会で可決された。イタリア政府による同行への公的資本注入は、BRRD に例外条項として規定されている「予防的な資本増強 (precautionary recapitalization)」を適用した上で、ベイルインによる債権者の負担を可能な限り軽減することを模索しているとみられているが、例外条項適用の妥当性等については、今後、欧州委員会や ECB が判断を下すことになっている<sup>31</sup>。また、イタリアで他行を救済する場合においても、同様の処理ができるかは不

<sup>29</sup> EBA は 16 年 7 月 29 日、欧州主要 51 行を対象とするストレステストの結果を公表し、「EU の銀行部門全体としては健全であるものの、個別行の結果には大きなばらつきがみられる」と評価した。このストレステストで、イタリアの大手銀行 1 行が、経済悪化シナリオにおいて中核的自己資本 (CET 1) 比率がマイナスとなり、同行に対する資本不足懸念が生じた。

<sup>30</sup> イタリアでは、ベイルインの対象となる劣後債保有者に多くの個人投資家が含まれているとみられており、15 年に地方銀行の救済にあたってベイルインを適用した際、社会問題となったことなどから、適用は困難とみられていた。

<sup>31</sup> 17 年 6 月 1 日に欧州委員会は、同行に対し BRRD に従って「予防的な資本増強」を行うことについて、イタリア当局と原則的合意に至った旨公表している。

透明<sup>32</sup>であり、今後の動向が注目される。

第 2-3-64 表 イタリアの不良債権問題に対する主な取組

取組	具体的内容
銀行再編の促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大規模信用組合（ポポラーレ銀行）のガバナンス改革（15年3月） イタリア銀行法に基づき、1人1議決権等が課せられていたポポラーレ銀行の定款変更等によって買収防衛を困難とするもの。</li> <li>・小規模信用組合（BCC）の再編（16年4月）</li> <li>・大手行の経営統合（16年3月）</li> </ul>
債権回収の迅速化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不良債権回収円滑化の法令（16年5月） 法人向け不動産担保の融資において、債務者が破たんした場合、裁判外手続きによって、債権者が担保権を実行できるようにするもの。 これにより、従来6～8年かかるとされていた担保権実行の手続きが、6～8か月になるとされている。</li> </ul>
不良債権処理スキームの構築	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政府保証（GACS）（16年1月） 証券化した不良債権の一部に、政府が保証を付与するもの。不良債権を売却する銀行が保証料を政府に払い、保証額は市場価格に基づくものであることから、公的支援とはみなされない。</li> <li>・民間保証（アトランテ、アトランテ2）（16年4月～） 国内金融機関等の拠出によって設立された銀行救済ファンドで、BRRD等の制約を受けることなく、銀行への資本注入や、不良債権の買い取り等を行えるもの。16年4月に42.5億ユーロを調達したが、地銀2行の救済にその資金のおよそ半分を使用したとされ、その後、救済余力拡大のため、新たな救済ファンド、アトランテ2が設立された。</li> </ul>

（備考）各種報道・資料より作成。

<sup>32</sup> 17年6月25日に欧州委員会は、イタリアの中小銀行2行の破たん処理に関しても、イタリア政府による公的資本注入を認める旨公表している。