

# ユーロ圏中核国に広がる経済悪化の影響

## <要旨>

昨年9月以降、ユーロ圏の金融市場は落ち着いているが、周縁国のみならず中核国においても実体経済の悪化が長引くと、銀行の経営状況、ひいては金融システムの安定性を損なう恐れがある。なかでもオランダは、住宅価格下落、金融機関の貸出基準の厳格化、家計の所得環境悪化など複数のネガティブな動きが出ており、南欧諸国に似た経済と金融間の悪循環に陥りやすい。また、家計部門は比較的底堅い動きを続けるフランスでも、中堅中小企業の倒産件数が高止まりしているといった懸念材料がある。周縁国の財政問題から拡大した欧州債務問題は、中核国含めた実体経済の悪化が長引くことで、経済から金融への悪循環が生じやすい局面に移りつつある。

## 1. はじめに

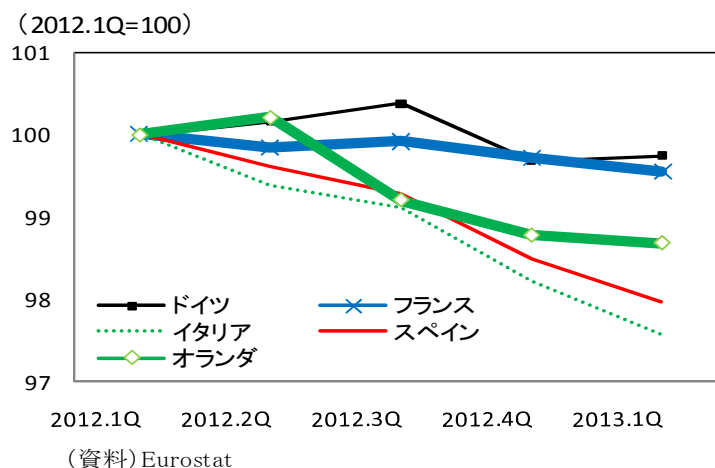
欧州債務問題への政策当局側の対応として現在進められているのが、金融部門から実体経済に対する負のフィードバックを断ち切る効果が期待される「銀行同盟」である。銀行同盟は、金融危機で経営状況が悪化した欧州銀行に対して国を超えて支援・監督することを可能とする。しかし現在は、経済悪化の長期化が金融システムに及ぼす影響を懸念すべき状況にある。経済と金融間の、双方向の流れが存在する以上、片方を止めるだけでは問題解決につながらない。かかる視点に立ち、経済悪化が金融部門に悪影響を及ぼすリスクを、周縁国のみならず中核国にも広げて見ていきたい。

## 2. 周縁国・中核国含めた各国の動き

### (1) 経済成長率

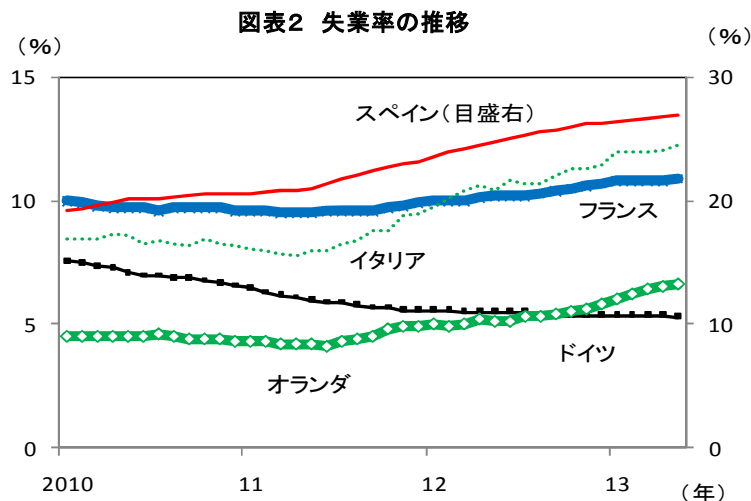
ユーロ圏の実質経済成長率は、2013年1-3月期時点で既に6期連続のマイナスに陥っている。なかでも周縁国に属するイタリア・スペインの落ち込みが厳しいが、中核国においてもオランダは3期連続のマイナス成長となっており、フランスは落ち込み方こそ緩やかであるものの2期連続のマイナス成長と、一般的な基準によれば景気後退局面に入っている。

図表1 周縁国と中核国の実質 GDP の推移



(2)雇用情勢

そして失業率は、スペインでは既に 25%を上回って突出して悪化しており、イタリアは欧州債務問題が顕著に深刻化した 2011 年後半から上昇ペースが加速。フランスは、ここ数年の上昇幅は小さいが、10%を超えてじりじりと上昇している。オランダは水準こそまだ低い、2012 年後半にはドイツを上回り、2013 年に入ってから、失業率の上昇ペースが速くなっていることが読み取れる(図表2)。



(資料)Eurostat

かかる失業率悪化の背景を見るために、欧州債務問題が顕在化する前の 2008 年と直近の雇用者数変化を見たのが図表3である。これによると、フランスの雇用者数減少率は比較的小さい一方で、オランダについては、雇用者数の減少率がフランスよりも大きくイタリアに近い。加えて、雇用が減少している業種の範囲が独仏よりも明らかに多い。雇用改善を牽引する業種が存在しないという点では、オランダはイタリア・スペインと似た環境にある。

**図表3 主な産業別雇用者数の変化(2008.3Q以降)**

(%)

	ドイツ	フランス	オランダ	イタリア	スペイン
全産業	1.9	-1.6	-3.9	-5.0	-18.3
製造業	-5.2	-14.4	-17.6	-11.9	-29.5
建設	0.6	-4.3	-21.3	-21.8	-56.6
卸小売	9.5	-3.6	1.0	-6.1	-12.9
運輸倉庫	6.8	-5.3	-17.1	-6.1	-19.3
宿泊飲食	6.3	1.7	-9.5	-5.6	-21.2
情報通信	-7.9	9.3	-19.3	-1.0	-14.6
金融	-4.7	2.9	7.7	-7.0	-15.2
医療福祉	8.6	7.4	-0.6	8.4	-1.8

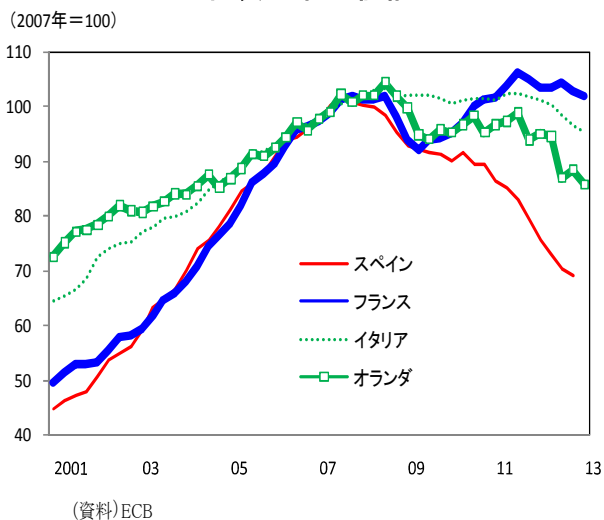
(資料)Eurostat

(3)住宅価格・家計債務規模

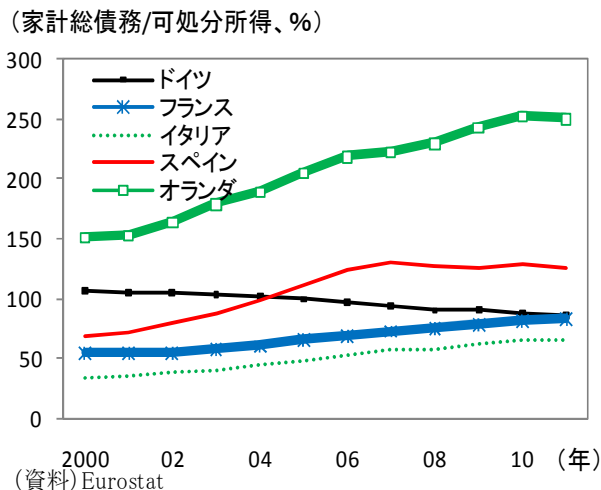
住宅価格の動きを見ると、フランスは直近では若干の下落傾向ながらほぼ横ばいの範囲内にあるのに対して、オランダはピークだった 2008 年からの下落率は約 2 割に達し、足許の下落ペース

はイタリアをも上回っている(図表4)。過去十年以上に亘って住宅価格が上昇してきたのは他国と同じだが、住宅価格変化の背景にある家計債務比率の推移を見ると、オランダとスペインは家計債務が継続的に増大してきたという共通点がある。オランダでは、可処分所得に対する家計債務比率が欧州でも最高レベルにあるだけでなく、リーマンショックに見舞われた2008年以降も、家計債務は拡大し続けてきた<sup>1</sup>。このように家計債務が膨らんだ状態で、失業率の上昇加速に示されるように家計所得環境の悪化ペースが速まっていることは、この先のオランダにおける住宅価格調整の幅を拡大させるとともに、その期間も長期化することが容易に想像できる(図表5)。

図表4 住宅価格



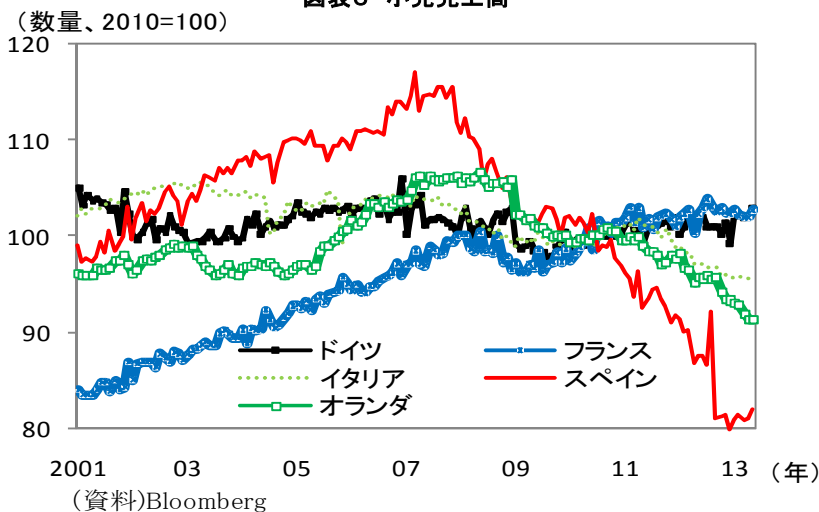
図表5 家計部門の債務比率



(4)個人消費

住宅価格が下落に転じると同時に、消費が減少基調に入った点は、イタリア・スペインと共通している(図表6)。債務残高が増えた中で住宅価格が下落したことによって、家計に対してバランスシート調整圧力が加わっている可能性が指摘できる。

図表6 小売売上高

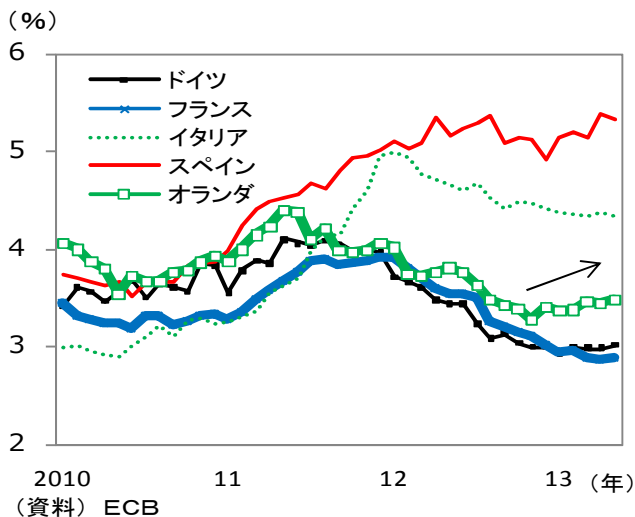


<sup>1</sup> オランダでは、住宅購入を促す政策の一環として、2012年まで住宅ローンの利子が全額税控除の対象とされてきた。このため、同国の住宅ローンは金利のみを支払う契約の割合が高いといった特徴がある。オランダの家計債務比率水準や上昇ペースを見る際には、この特殊性を念頭に置く必要がある。

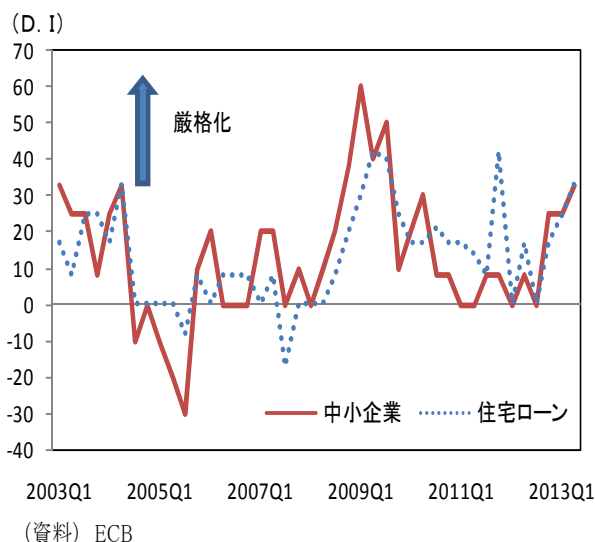
(5) 銀行貸出動向

100万ユーロ以下の新規貸出金利を見ると、スペインだけでなくオランダも2012年後半あたりから上昇傾向にある(図表7)。中小企業の資金調達環境が、金融緩和が行われる中でも厳しさを増している点でも、オランダは周縁国と似た状況にあると言えよう(図表7)。実際に、オランダの銀行貸出態度は、中小企業向けだけでなく住宅ローンにおいても厳格化している(図表8)。

図表7 新規貸出金利(100万ユーロ以下)

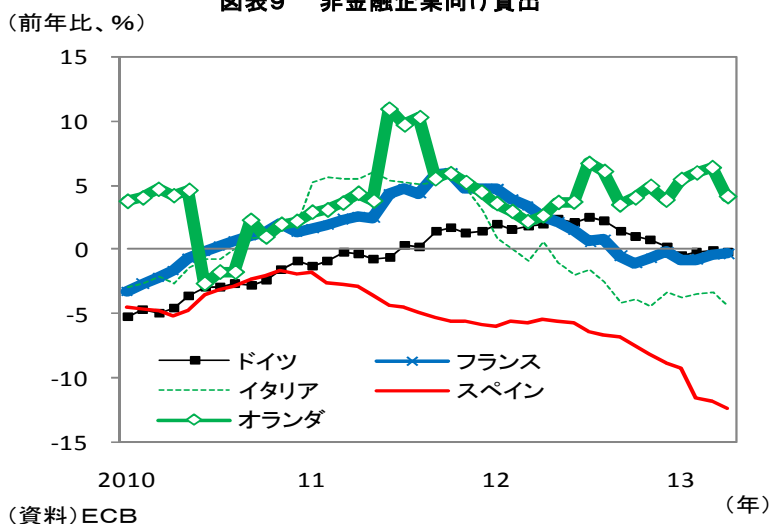


図表8 銀行貸出基準(オランダ)



スペインとイタリアでは、景気悪化と金融機関の不良債権が増加し続ける中、金融機関は自己資本比率を維持するために貸出を減らしている(図表9)。これに対してオランダは、銀行貸出がまだ前年比で増加している点で信用収縮は生じていないが、観察される貸出厳格化の動きを踏まえると、今後伸び率が低下し、マイナスに落ち込む可能性もあろう。

図表9 非金融企業向け貸出

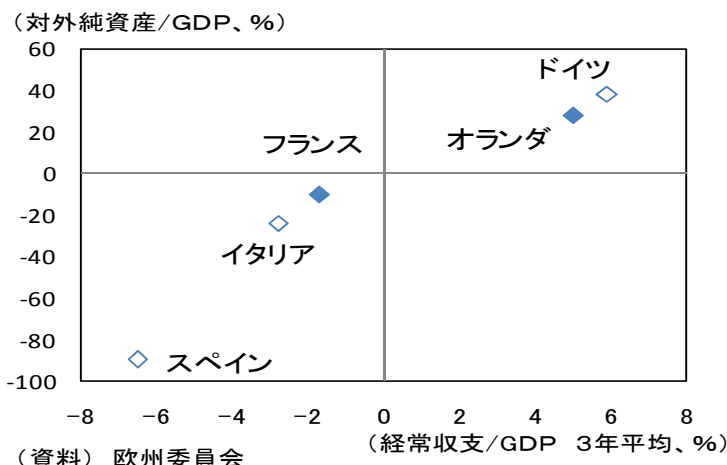


3. オランダ・フランスの先行き見通しが示唆するもの

以上の材料から得られる、オランダ・フランスの先行きに対する含意は、それぞれ以下のよう整理できるだろう。

オランダでは、①家計が高水準の債務を負う中での住宅価格下落、②バランスシート調整圧力に直面した家計が消費を減らすことによる景気悪化と更なる所得の減少、そして③不良債権増加懸念を強めた金融機関の貸出削減—という3つの要素が相互作用する悪循環の兆しが出始めている。経常収支黒字かつ対外純資産国であるという点で南欧諸国とは大きく異なっており、かかる兆候が、直ちにオランダを深刻な危機に陥らせるというわけではないが、複数の要素が悪循環を引き起こすことで、景気低迷が長期化する可能性は否定できない(図表 10)。

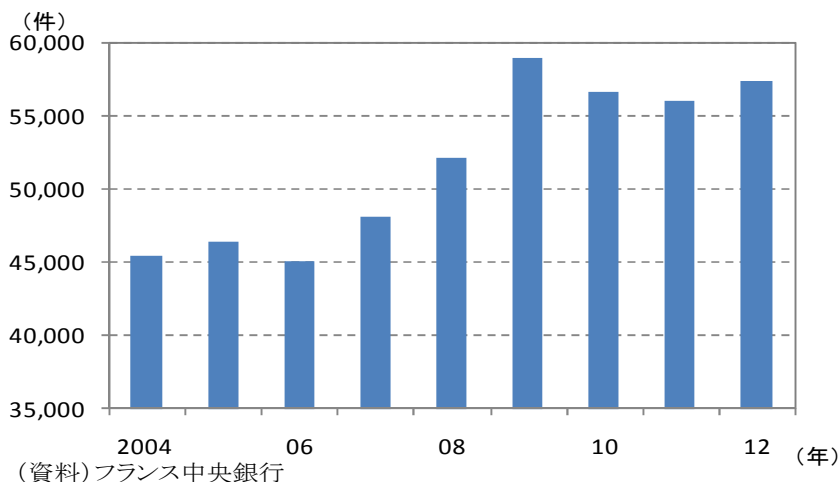
図表 10 経常収支と対外資産



オランダ同様、景気後退に陥っているフランスについては、雇用者数の減少幅が他国と比べても小さく(前掲図表5)、個人消費も底堅く推移しており(前掲図表8)、銀行の貸出金利も低下しているなど、今のところは問題ないように見える。とは言え、失業率の水準そのものが高く上昇基調にあることは家計の信用状況悪化につながる上に、中小企業の倒産件数が高止まっていることなどは、銀行の資産内容劣化の懸念を想起させる要因である(図表 11)。

加えて、かねてから指摘されている輸出競争力の相対的な弱さや、経常赤字かつ対外純負債国であることは、実体経済の急激な悪化などの問題が発生した際には、国家財政だけでなく金融システムに対する懸念を高める要因となる。同国の金融システムを巡る環境についても注意が必要と言えるだろう。

図表 11 中堅中小企業の倒産件数(フランス)



#### 4. おわりに— ユーロ圏中核国に広がる経済悪化の影響

周縁国を中心にユーロ圏の実体経済悪化が続く中でも、金融市場は昨年秋以来落ち着いており、問題が遠退いたかのような印象さえある。また、欧州債務問題への政策当局側の対応として現在進展しつつある「銀行同盟」は、金融危機で経営状況が悪化した欧州銀行に対して国を超えて支援・監督することを可能にし、金融部門から実体経済に対する負のフィードバックを断ち切る効果が期待されている。

しかし、現在は経済悪化の長期化が金融システムに悪影響を及ぼす局面にあり、実体経済の悪化による金融への悪循環は、周縁国だけでなく中核国たるオランダでもその兆しが観察される。周縁国の財政問題から拡大した欧州債務問題は、中核国の実体経済の悪化を通じて再び緊張化の局面を迎える可能性が出てきた点は、今後のユーロ圏経済情勢を見通す上で念頭に置く必要がある。

(業務調査チーム 黨 貞明 : To\_Sadaaki@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。