

「双発エンジン」を持つスペインの強みと弱み

＜要旨＞

政府債務危機を経て、ユーロ圏の中で高い成長期待が際立つスペイン経済の今後は、経済規模は小さいながらも低成長にあえぐユーロ圏経済の行く末を少なからず左右する。スペイン経済の強みは、外需主導の回復から内需主導の成長軌道に転換し、サービス業と製造業の「双発エンジン」を有する点にある。サービス業では観光産業が産業構造の24%を占める重要な「稼ぐ力」であり、スペインの旅行収支はGDP比3%前後の黒字を10年以上続けている。製造業は構造改革を経た競争力改善により外需が先行、内需が支える形に移行した。また欧州経済の景気回復・ユーロ安・原油安も実体経済の追い風となる。しかし、構造改革の副作用で2014年末の失業率は24%、若年層では52%と突出し、「成長を実感出来ない失業者」を土台とした反緊縮勢力の台頭、財政再建路線の揺らぎ、周辺国への混乱の伝播を防ぐ点からも雇用回復の動向が注目される。

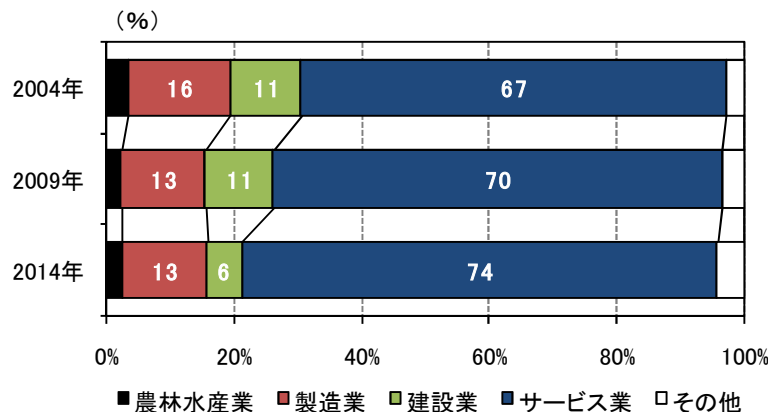
欧州委員会による2月公表の最新経済予測では、スペインの2015年成長率予測は、ドイツの+1.5%を0.8ポイント上回る+2.3%となり、ユーロ圏のGDPでみた経済規模上位5ヶ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ)中最高となった。政府債務危機を経て高い成長期待が際立つスペイン経済の強みと、成長期待の裏側に残る弱みについて考えてみた。

1. サービス経済化が進んだ産業構造

はじめに、同じ南欧であるイタリアとスペインの産業構造を比較してみたい。イタリアとスペインは両国とも欧州債務危機時には「GIIPS」と称されたが、イタリアの2015年成長率予測が+0.6%であるのに対してスペインは前述したように高成長が見込まれており明暗が分かれたためである。

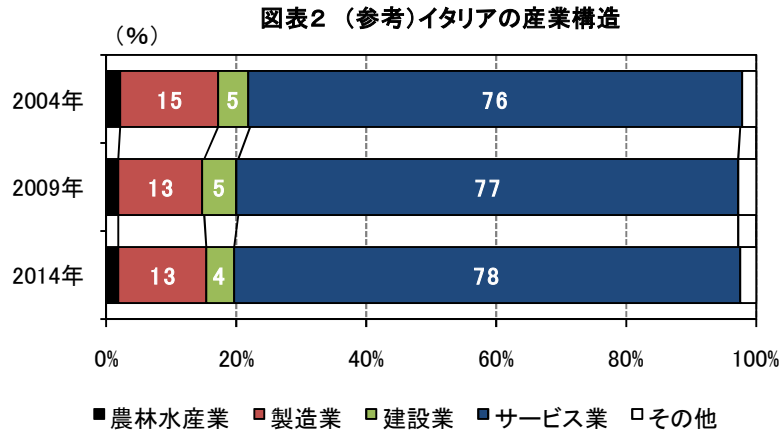
スペインの産業構造は、サービス業が74%で製造業が13%である。過去10年の主な産業構造推移を見ると、建設業が11%から6%へとシェアを半減させたのに代わってサービス業のシェアが伸びるという形で産業構造の変化が進んだ(図表1)。サービス業の中では、観光関連産業である商業・運輸業・ホテル業が最大であり、産業構造全体の24%に相当する。

図表1 スペインの産業構造



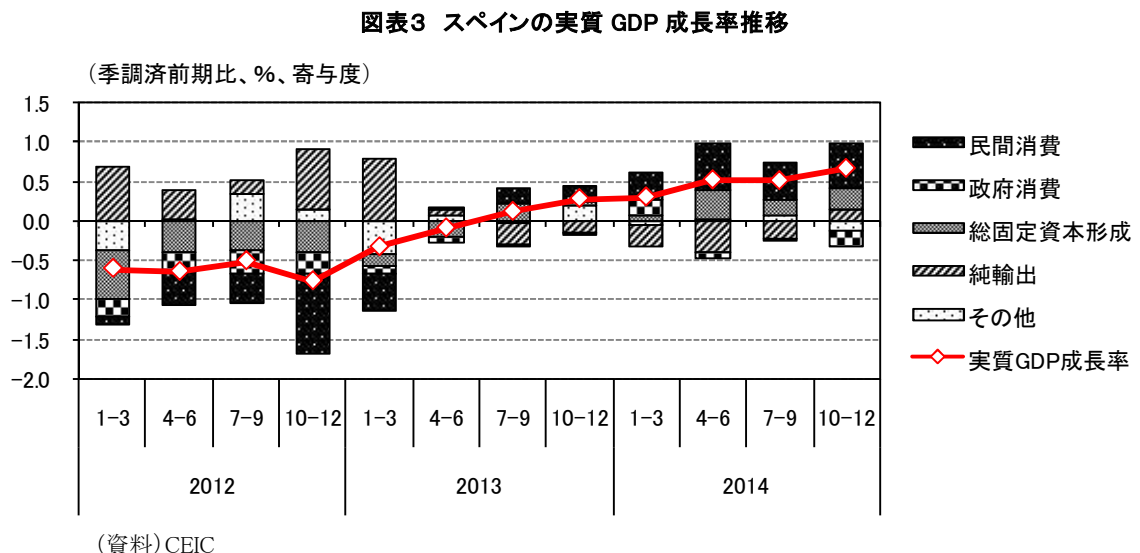
(資料)CEIC

これに対し、イタリアの産業構造をみてみると、過去10年で製造業、建設業、サービス業のシェアにはスペイン程の変化はない(図表2)。この大括りのデータだけから断定的な比較は出来ないものの、スペインの方が、建設・不動産ブームの盛り上がりとその反動が大きかった分、イタリアよりも産業構造変化が進んだとも考えられる。



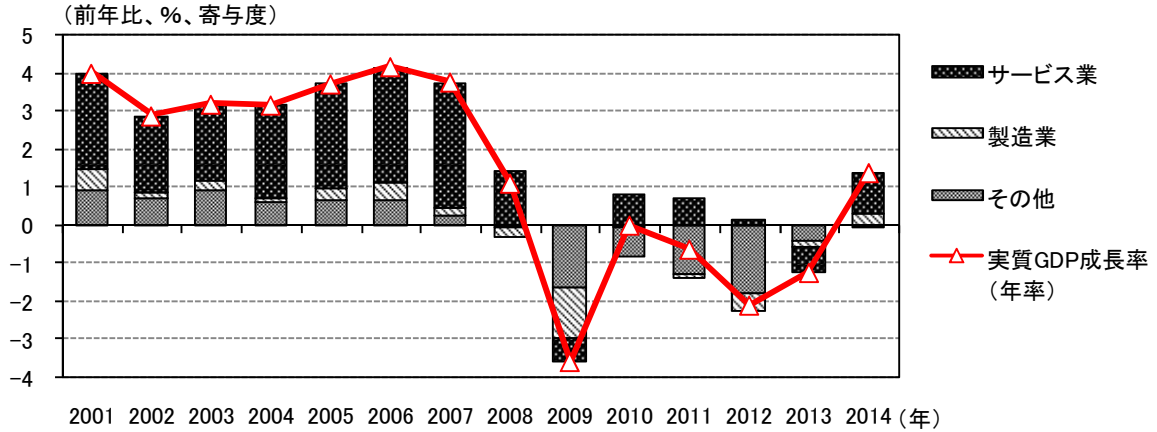
2. 外需主導から内需主導の成長軌道へ転換

次に、スペインの実質 GDP 成長率と需要項目別の寄与度を見ると、2012年頃は「マイナス成長だが外需(純輸出)はプラス」という状況であったが、13年半ば以降は「内需(民間消費、総固定資本形成)が牽引して全体プラス、内需堅調に伴う輸入の伸びが輸出の伸びを上回り外需はマイナス」という傾向に転じている(図表3)。



産業別により長い期間で見ると、サービス業は製造業と比較してマイナス成長の年が少ないのに対し、製造業はリーマン危機、ユーロ債務危機時の落ち込みが激しくマイナス期間も長いことから外部環境にも影響されやすいことがわかる。サービス業、製造業とも2013年はマイナス成長であったが、その後は成長軌道に乗り14年はプラス成長を回復、特にサービス業の寄与が大きい(次頁図表4)。

図表4 産業別成長率(年率)推移

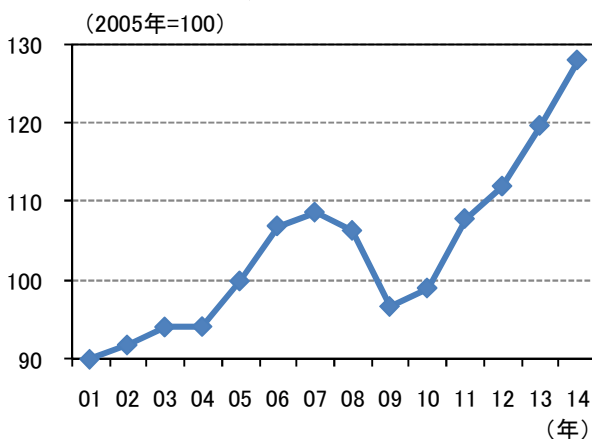


(資料)CEIC

サービス業を牽引しているのが商業・運輸業・ホテル業等の観光関連産業である。その背景となる外国人観光客の数は、リーマン危機後の2008、9年は前年割れとなったが、その後はユーロ債務危機のさなかでも増加を続け、ここ3年は過去最高を更新し続けており2014年は5600万人と人口4600万人の1.2倍となった(図表5)。英国、ドイツからの観光客が全体の4割弱であるが、両国の景気は拡大を続け旅行需要も堅調を維持すると見込まれているうえ、ちょうど今頃が夏場の多客期の予約時期であるが、原油安による航空運賃値下げや、ユーロ安効果で欧州以外からの訪問客も伸びることが期待出来ることから2015年も外国人観光客は過去最高を更新しよう。

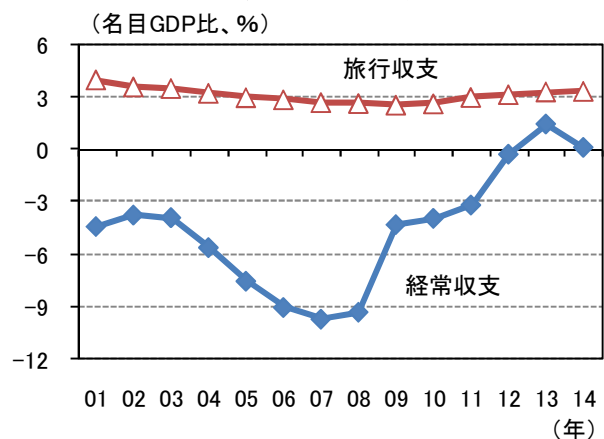
国際収支の状況を見ると、経常収支は2013年に27年振りの黒字(GDP比+1.4%)となり、14年は収支がほぼ均衡(GDP比+0.1%)した。経常収支の構成要素である旅行収支はリーマン危機時やユーロ債務危機時も含め一貫してGDP比3%前後の黒字を記録しており、観光関連産業がスペインにとって安定的な「稼ぐ力」であることが見て取れる(図表6)。なお、ここでの旅行収支とは商用含む外国人旅行者が自国で使用した金額と、自国民旅行者が海外で使用した金額の差額である。

図表5 外国人観光客



(資料)CEIC

図表6 経常収支、旅行収支

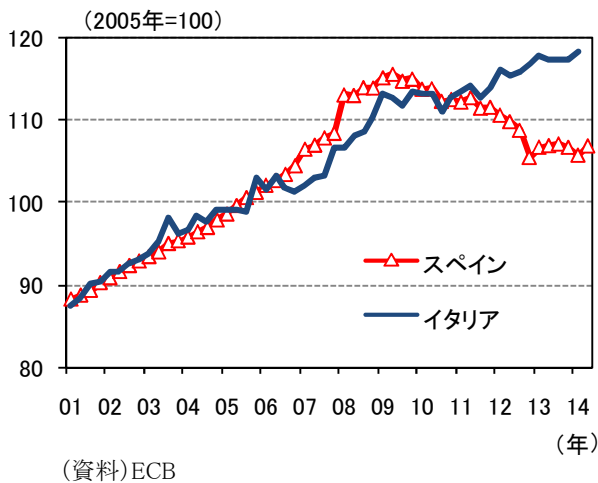


(資料)CEIC

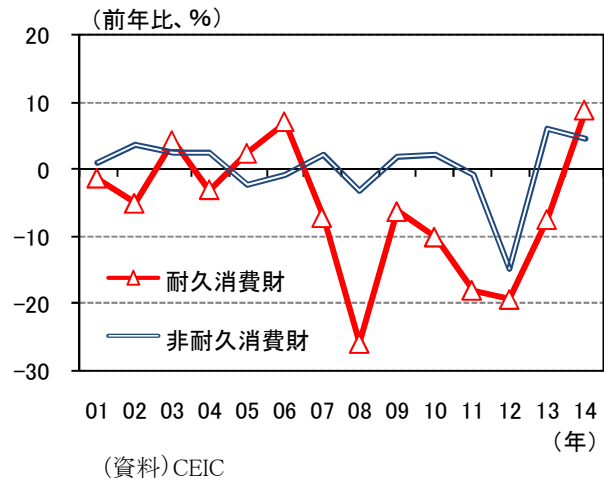
一方、製造業の回復は、まず労働コスト削減による競争力向上もあり外需が寄与し、その後を堅調な内需(民間消費)が支えた。産業構造と同じくイタリアの労働コストと比較すると、2009年頃迄

は両国共ほぼ同じペースで上昇したが、イタリアがその後も上昇を続けたのに対し、スペインは構造改革を経てコスト削減を実現した(図表7)。この差は両国の競争力・成長力格差にも繋がっていると考えられる。スペインの最近の状況については、2014年の耐久消費財生産が2006年以来8年振りに前年比プラスに転じたが、スペインの耐久消費財輸出は輸出全体の1%台であるので内需の寄与が高まったと考えられる(図表8)。また、ユーロ圏の景気回復とユーロ安が続けば内需に加えて機械・輸送機器等のユーロ圏内・圏外(米国・アジア等)への外需の伸びも期待出来よう。

図表7 単位労働コスト



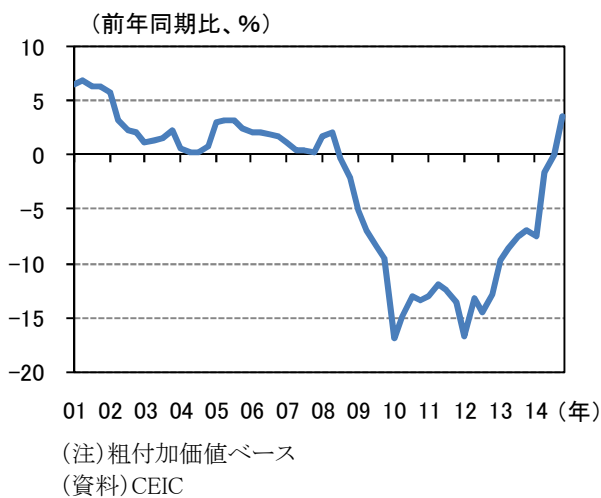
図表8 生産の状況



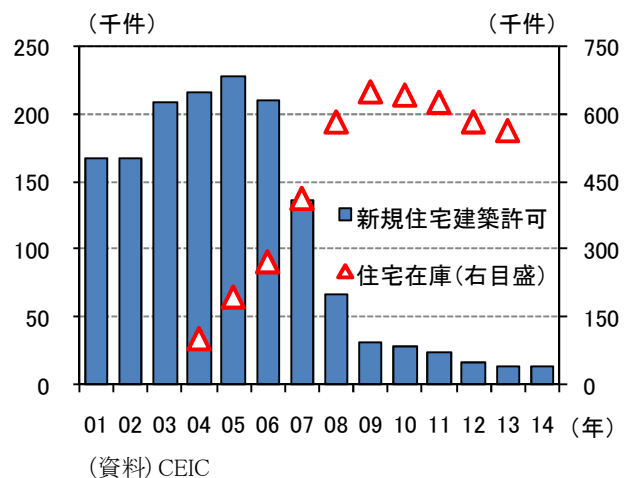
3. 住宅市場の回復は緩慢、未だ高い不良債権比率、失業率

ここで建設・不動産ブームとその反動を経た建設業と住宅市場の現状を見てみる。建設業は2014年第3四半期にリーマン危機後初の前年比プラス成長となり第4四半期には+3.5%を記録した。新規住宅建築許可件数は2014年にほぼ下げ止まりを見せ、住宅価格は15年中にも前年比プラスに転じるとみられるなど持ち直しの動きが続いている。しかし、住宅在庫は減少傾向とはいえ未だ高水準にあり、今後の住宅市場の回復ペースは緩慢なものとならざるを得ない(図表9、10)。

図表9 建設業成長率



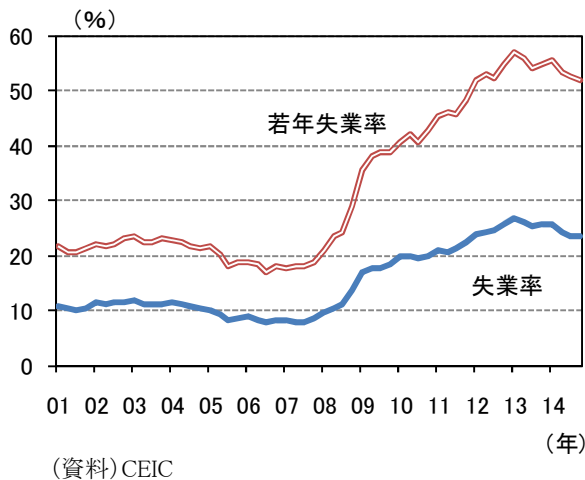
図表10 新規住宅建築と在庫



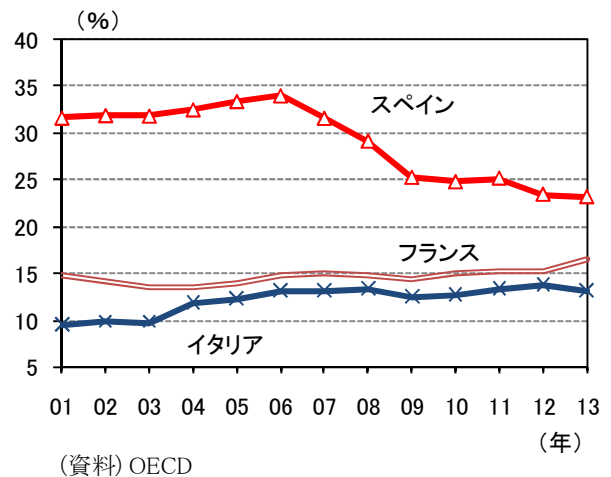
加えて金融面の調整がやや遅れており、スペイン中銀によれば、不良債権比率は2013年をピークに14年は減少に転じたものの未だ12%台にあり、部門別では住宅ローンの不良債権比率が5.8%、製造業が14.3%であるのに対して建設・不動産業は37%と、貸出増加による回復支援は期待しにくい状況である。銀行の貸出態度はユーロ債務危機時程厳格ではないものの緩和的とも言えない。欧州中銀(ECB)の量的緩和により資金繰り不安のような事態は抑えられるであろうが、不良債権比率高止まりも重ね合わせると、成長軌道を今暫く確認した後でなければ銀行貸出は増加し難いと思われる。逆に、量的緩和による資金利ざや縮小を受け実体経済の拡大ペースを上回って貸出が伸びる場合は不良債権の再増加などへの注意が必要である。

また、建設業の縮小をはじめとする産業構造変化の過程で失業率が上昇、高止まりしているのは構造改革の「痛み」の側面である。スペインの失業率は2014年末時点で24%、若年層(15才～24才)に限ると52%である(図表11)。同国では正規雇用労働者の解雇規制が厳しく、新規雇用の際に有期雇用契約を採用する企業が多かったことから、有期雇用比率は他国と比較して突出して高かった。そして、リーマン危機、欧州債務危機により実体経済が縮小する中、労働市場の調整は主に有期雇用労働者の削減にて行われ、これが単位労働コスト削減を通じた企業の競争力回復にも繋がったと考えられるが、今後は成長軌道が確かなものになるに連れて、その成果を雇用の回復にも繋げることが政治的にも重要な課題となろう(図表12)。

図表 11 失業率



図表 12 有期雇用比率



4. サービス業と製造業の「双発エンジン」での巡航続く

年内に総選挙を控えるスペインの実体経済の今後は、経済規模は上位国に劣るものの低成長にあえぐユーロ圏経済の行く末を少なからず左右する。以上みてきたスペイン経済の強みと弱みをまとめると次のように整理できよう。

スペイン経済の強みは、観光関連産業をはじめとするサービス業と製造業の「双発エンジン」を有する点にある。原油安に加え、欧州中銀(ECB)の量的緩和(国債購入)による低金利とユーロ安も当面の追い風となるだろう。

弱みは、不良債権比率高止まりに見られるバランスシート調整の遅れと、失業率高止まりに示さ

れる労働市場調整・雇用回復の遅れである。このうち前者の金融面の脆弱性については、ECBの量的緩和(国債購入)による即効的な貸出刺激効果(ポートフォリオ・リバランス効果)は期待出来ないものの、資金繰り不安抑制効果は期待出来ることから金融不安再燃リスクは低いと考えてよからう。これに対して後者の労働市場の改善の遅れについては、年内に総選挙を控え「成長を実感出来ない失業者」を土台に反緊縮を唱える勢力が台頭し、財政再建路線が揺らぎ、周辺国へ混乱が伝播する事態を未然防止するためにも高失業率への対処、雇用回復への目配りがより求められる局面を迎えつつあり2015年の注目点と言えよう。

なお、「双発エンジン」を有する強みゆえに将来的に意識すべきリスクとしては、仮にユーロ安と原油安に調整が働いた場合の影響にある。現在の原油安・ユーロ安が「双発エンジン」のサービス業と製造業双方に追い風であることの裏返しで、原油高・ユーロ高局面となれば双方に逆風となる。当面の追い風を受け2015年の成長軌道は予想を上振れする可能性もあるが、それは「追い風参考」と捉えるべきかも知れず、実体経済の実力を過大評価することのないよう注意したい。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@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。