

欧州債務懸念下のフランス経済の強み弱み

<要旨>

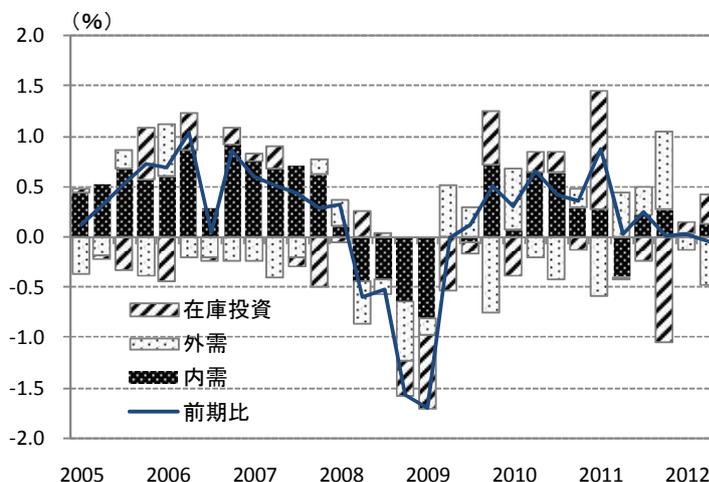
欧州では中央銀行による国債買い入れスキームの導入等により金融情勢は小康状態に入ったものの、実体経済は引き続き悪化を続けている。中核国の一つであるフランス経済は、家計消費、政府支出を中心とする内需の底堅さと、スペイン・イタリアと比較すれば相対的に健全な金融システムに強みを有する一方で、周縁国に対する与信規模が大きいという弱点も抱えている。こうしたなか、来年から増税をはじめとする緊縮財政が本格化することで、これまで強みであった内需が減速する見込みであるうえ、高止まる労働コストでドイツに比べ輸出競争力が弱く外需依存による持ち直しシナリオも描きにくい。この先すぐに中核国としての地位が脅かされる懸念はないとしても、欧州全体の实体经济の低迷が長引けば、徐々に厳しい目を向けられる可能性は否定できない。

1. フランスの強み ～内需の底堅さと金融システムへの信用

欧州債務問題は緊張状態と小康状態を繰り返してきたが、9月の欧州中央銀行(ECB)の定例決定会合において条件付きながらも無制限に支援対象国の国債買い入れを行うスキーム(OMT)が導入されたことなどを受け、金融情勢は再び小康状態にある。一方、实体经济はスペイン・イタリアなど周縁国の景気後退の深刻化に加え、ドイツ・フランスなど中核国でも成長は急速に鈍化しており、欧州全域に景気後退色が広がりつつある。こうしたなか、ユーロ圏中核国の一角をなすフランスは、2011年10-12月期より3四半期連続でゼロ成長が続いている。

2011年以降、新興国の成長鈍化や欧州経済が総じて弱含むなかフランス経済がかろうじてプラス成長あるいは横ばいを維持してきた要因は、内需の堅調さにある。リーマン・ショック後約1年間を除いて、外需がマイナス寄与となった時でも内需がそれをカバーすることで成長率全体ではプラスを維持することが多いのがフランスの特徴である(図表1)。

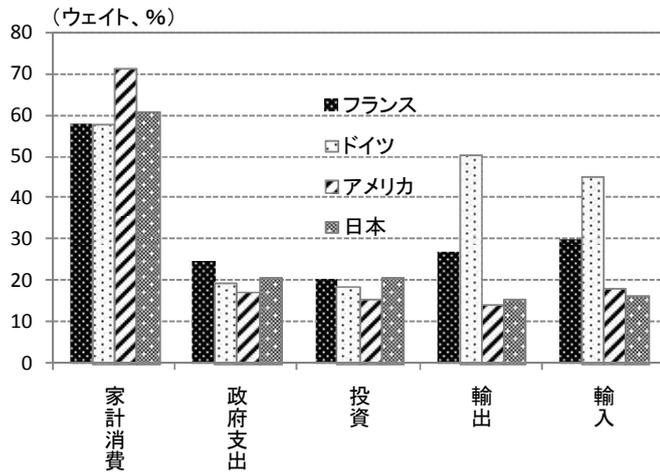
図表1 実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度



(資料) INSEEより三井住友信託銀行調査部作成

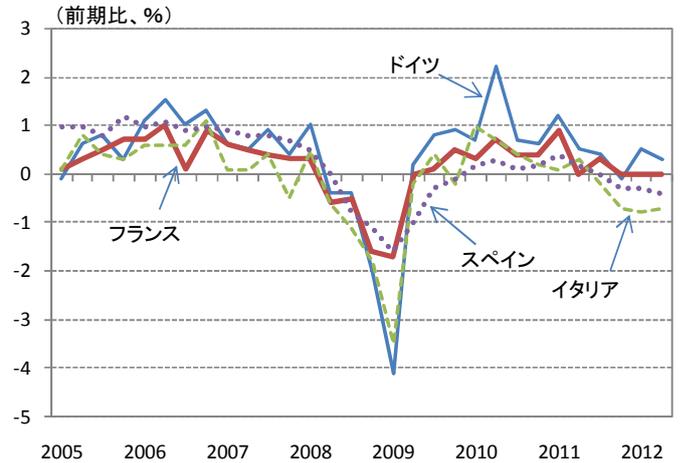
フランスの GDP 構成を需要項目別にみると、政府支出の割合が比較的高いという特徴はあるものの、70%超を家計消費が占めるアメリカや、輸出が50%を占めるドイツと比べると際立った特徴はないように見える(図表2)。しかし、逆に言えばこのバランスが安定した成長をもたらしてきた。過去の成長率を見ると、前期比1%(年率換算4%程度)を超える高成長はないものの、リーマン・ショックの際にはドイツ・イタリアほどの落ち込みとはならなかった(図表3)。

図表2 名目 GDP に占める需要項目の構成割合(2011年)



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

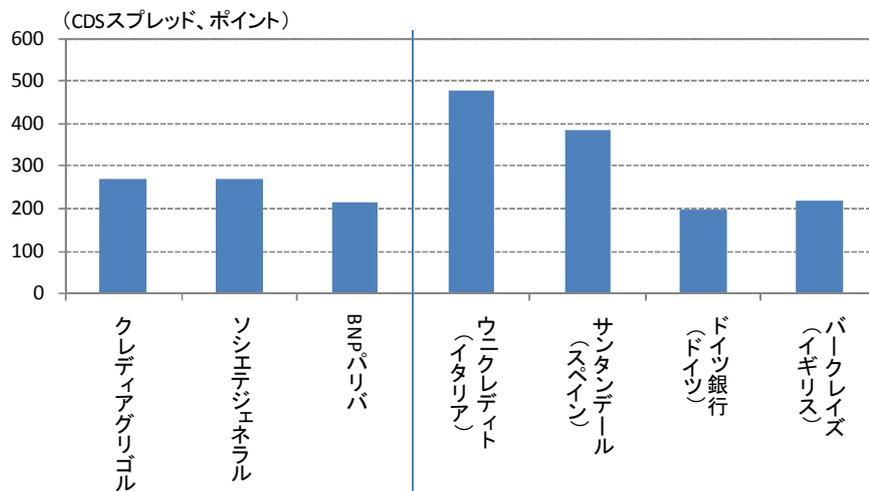
図表3 実質 GDP 成長率の推移



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

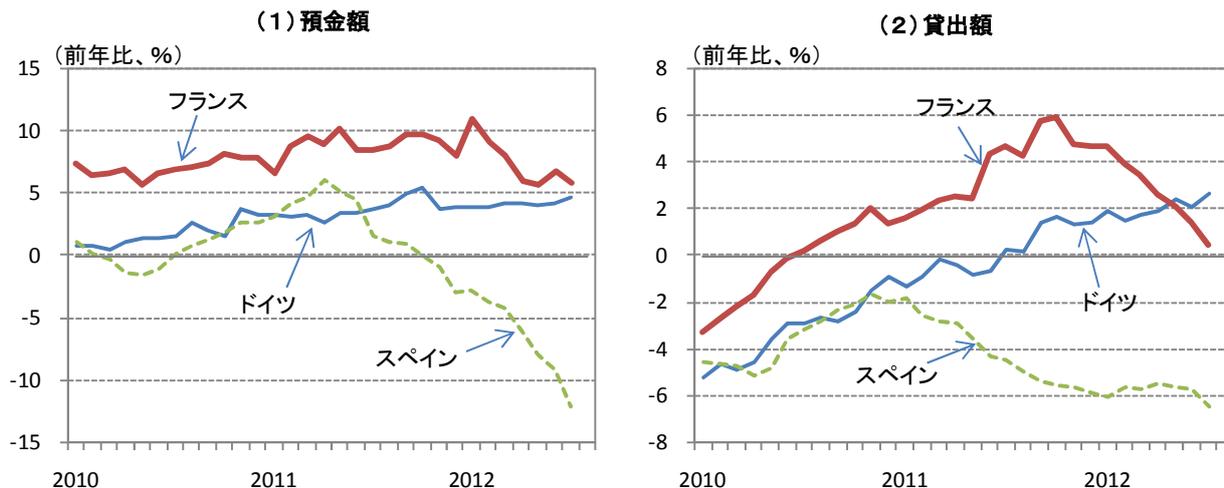
また、実体経済、財政、金融システムの悪循環が周縁国へ広がるなか、フランスの金融システムは相対的に信用度が高い。リーマン・ショック前に海外展開を積極的に推進してきたフランスの三大銀行の CDS スプレッドはイタリア・スペインの主要銀行と比べ低めに抑えられており、足元で預金流出に見舞われる事態には陥っていない(図表4、次頁図表5)。貸出についても2011年後半より貸出態度の引き締めや企業の資金需要低迷もあり、伸び率は鈍化しているもののまだプラスであり、スペインのように預金流出と貸出抑制という両面からの信用収縮は起きていない。このように、足元で金融機能の低下が起きていない点は、現在のフランスが残す強みの一つといえる。

図表4 フランス金融機関の信用度



(注)いずれも8月末時点のCDSスプレッドの値
(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 各国金融機関の貸出・預金動向

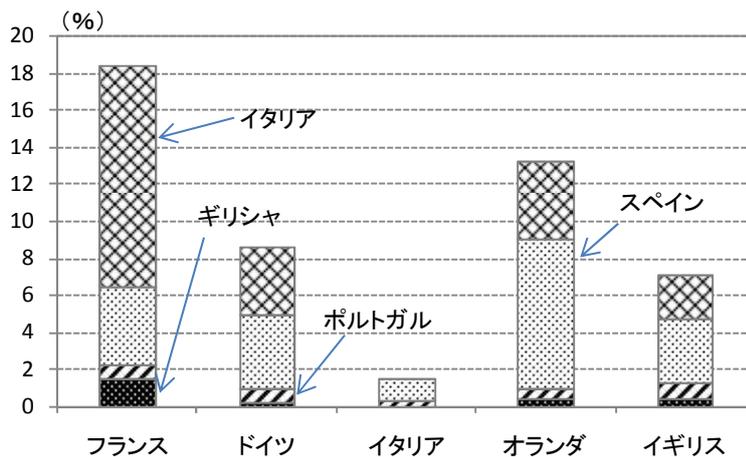


(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2. 依然残る火種と財政再建の課題

しかし、フランス金融機関から周縁国に対するエクスポージャーが大きいために、周縁国の状況次第ではフランスに危機が伝播する火種が残っている点には注意が必要である。ギリシャ・ポルトガル・スペインに対する対外与信額を自国の名目 GDP 比で積み上げると、3 国合計に対してはオランダが 9%程度と最もウェイトが高いことに対し、イタリアに対する与信を加えるとフランスが GDP の 18%強とオランダを抜きドイツ・イギリスと比して格段に高くなる(図表6)。2011 年後半から、欧州債務問題がイタリアに波及する動きを見せた際に、フランス経済への影響が懸念されたのはこのためであり、2012 年初にフランスのソブリン格付けが最上位から引き下げられた主な理由の一つにもなった。そして、この懸念材料は今に至るまで解消されていない。

図表6 周縁国向け与信(対与信元 GDP 比)

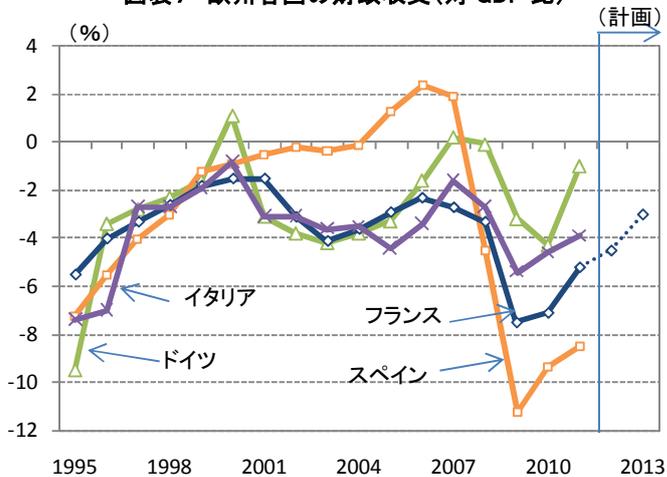


(注) 2012年3月末時点、最終リスクベース
(資料) BISより三井住友信託銀行調査部作成

また実体経済面での主な懸念材料は、フランス政府が厳しい財政再建の必要性に迫られていることである。各国の単年度の財政収支は、リーマン・ショック後の需要減に財政出動で対応し財

政赤字を拡大させた後、2010年より赤字の削減へ転換している。フランスでは、2009年に対GDP比7.5%まで拡大した財政赤字は、2010年7.1%、2011年5.2%まで削減されてきたものの、単年度の収支ではイタリアよりも状況は悪い。今後、2012年は4.5%、2013年には欧州各国との財政協定により3%まで削減する計画であるが、そのハードルは高い(図表7)。

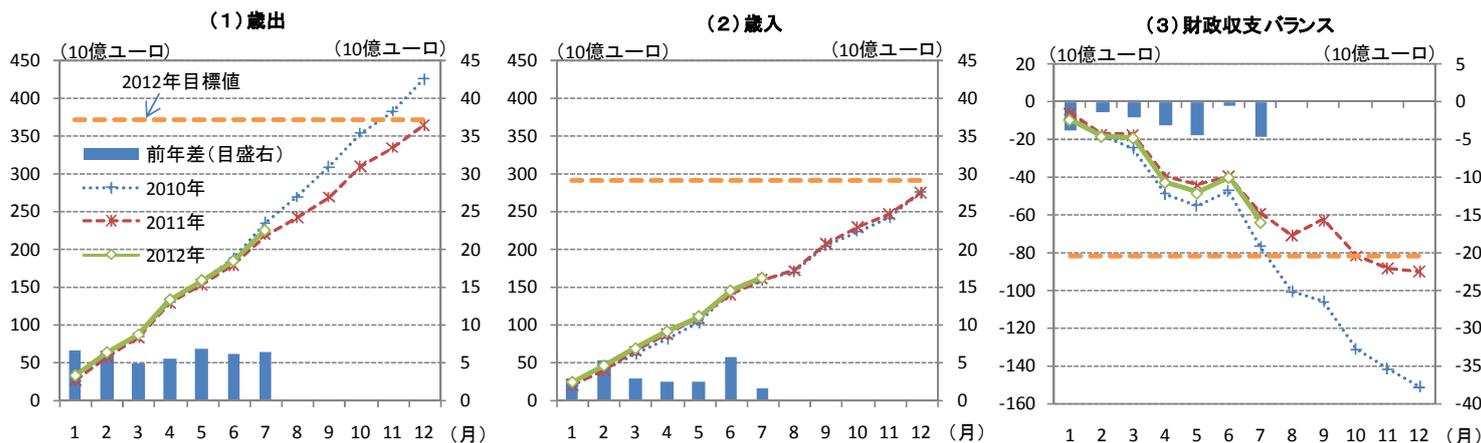
図表7 欧州各国の財政収支(対GDP比)



(注) 計画は政府見通し
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

足元の財政収支状況を中央政府の歳出・歳入面からみると、直近の7月時点で歳出(1月からの累計額)は2,260億ユーロに対して、歳入(同)は1,620億ユーロに留まっており、財政赤字の累計額は640億ユーロに達している。特別会計を除く財政収支バランスは814億ユーロに抑えるというのが2012年の目標だが、現時点では達成するのは難しいと考えざるを得ない¹(図表8)。さらにこの目標は2012年の実質成長率を0.3%と見込んでいるため、1-3月期、4-6月期とゼロ成長が続いた後、残る半期で成長が上向かなければ、財政収支がさらに下振れる可能性が残る。

図表8 中央政府の財政収支の推移(累積)



(注1) 地方政府、年金基金等を合わせた一般政府財政は歳出約1兆1千億ユーロ、歳入約1兆ユーロ、財政収支は1,036億ユーロの赤字(いずれも2011年データ)
(注2) 財政収支バランスは特別会計を除くベース。目標値はフランス経済財政省の9月7日公表値による
(資料) INSEE、CEIC、フランス経済財政省、EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

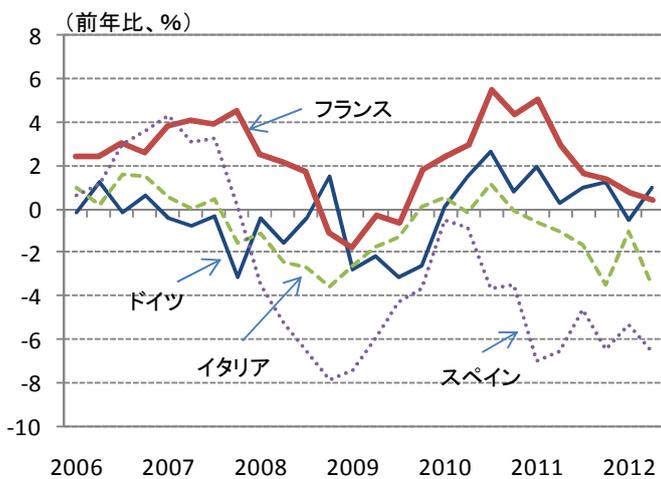
¹ 2012年7月4日発表の補正予算では2012年の実質成長率見通しを0.3%成長としたうえで、財政赤字対GDP比4.5%に対し、中央政府3.75%・地方政府0.25%・社会保障基金0.50%を目標に割り当てている。

そして2013年は、更にハードルが高くなる。9月12日に閣議に出された予算案の概略では、2013年の財政赤字GDP比3%以内を堅持する方針が改めて示され、その手段の一つとして歳出の削減、大企業への課税強化、家計とくに富裕層への課税強化をそれぞれ100億ユーロ、計300億ユーロの赤字削減を目指す大枠が示された。削減規模が最終的にどの程度になるのかも含め、詳細は実際の予算案を見る必要があるものの、政府支出の減少、企業の輸出環境・家計の所得環境を圧迫する内容である。これまでの財政のつけを後世に残さないとする決意は評価できるものの、実体経済にとっては当面下押し圧力となることは避けられない。

3. 内需外需ともに成長は厳しい

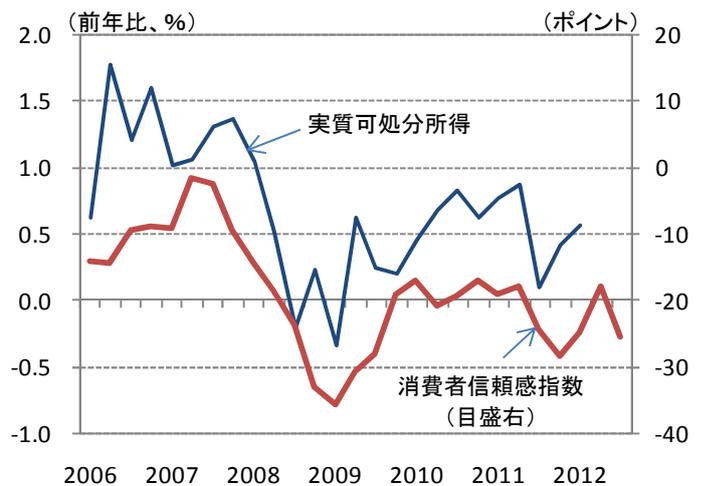
財政再建に伴う課税強化と歳出削減は、これまでの強みであった内需を家計消費、政府支出両面から下押しする。フランスの家計消費(小売売上)を支えてきた実質可処分所得の増加は、昨年の物価上昇を受けた賃上げや今年7月に行われた最低賃金の引き上げなどにより年内は前年比プラスを維持するとみられるが²、来年以降は課税強化により伸び率は鈍化するだろう(図表9、図表10)。また、失業率は10%を超え、欧州経済の景気低迷を背景に消費マインドも6月以降急速に悪化するなど消費をめぐる環境は楽観できる状況ではない。

図表9 欧州各国の小売売上高の推移



(注) 四半期データ、自動車除くベース、実質値
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表10 フランスの所得環境と消費マインド



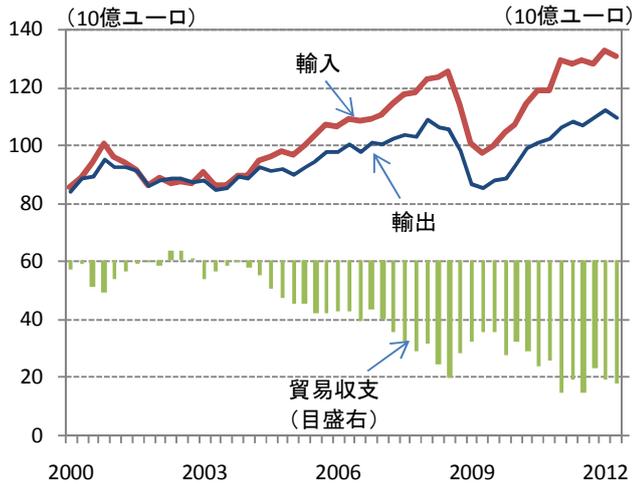
(注) 四半期データ
(資料) CEIC、欧州委員会より三井住友信託銀行調査部作成

また、外需に成長の源泉を求めることも難しい。貿易収支をみると、2004年以降輸入額が輸出額を上回り貿易収支は赤字基調が続く(次頁図表11)。その要因の一つとしては、フランスの国際競争力の弱さが指摘されており、とくに労働コストは2000年代に他のユーロ圏で低下が進むなか、フランスは高止まりした状況が続く(次頁図表12)。ドイツなどでは労働コスト削減を中心に国際競争力を高めてきたのに対して、フランスの対応は遅れをとったことになる。国際競争力を示す指標

² 足元のインフレ率は昨年のインフレ率に比べ比較的軽微のため実質所得にプラスに寄与している。また、今年7月のオランダ政権による最低賃金の引き上げは、図表10(最新データは1-3月期)には現れていないが今後若干の押し上げ要因となる。

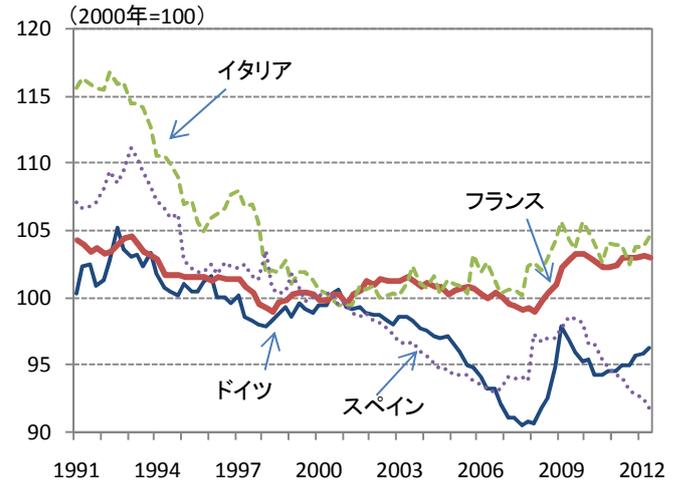
の一つである貿易特化係数の推移を見ると、輸出金額シェアの比較的高い機械系工業製品、特に自動車においてその数値はじりじりと低下している(図表13)。輸出へのウェイトがそもそも小さいうえに、国際競争力があるとはいえない現状では今後中国・アメリカを中心に世界景気が再加速したとしても、輸出による成長牽引シナリオは描きづらい。フランスにおいても、実体経済が振るわないうために税収が伸びず、その環境下で財政再建を進めようとするより更に実体経済の足が引っ張られる、という悪循環の恐れが残っている。

図表11 フランスの貿易収支



(注) 四半期データ、季節調整値
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表12 欧州各国の単位労働コスト



(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

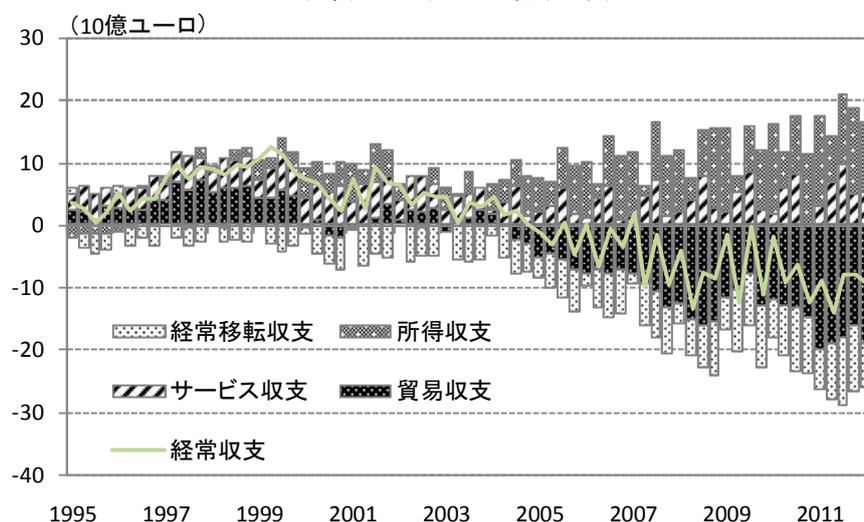
図表13 フランスの品目別貿易特化係数

	輸出金額 シェア (2011年、%)	2011年 貿易特化係数	10年前比 (ポイント)
全体	100.0	▲ 0.09	▲ 0.09
食料品	8.99	0.04	▲ 0.01
飲料品・タバコ	3.00	0.46	+ 0.04
化学製品	17.13	0.01	▲ 0.04
素材系工業製品	12.00	▲ 0.12	▲ 0.09
機械系工業製品	37.65	▲ 0.02	▲ 0.09
原動機	4.04	0.11	+ 0.08
特殊機械	2.32	▲ 0.02	▲ 0.01
金属加工機械	0.33	▲ 0.11	+ 0.13
事務用機器	1.05	▲ 0.48	▲ 0.22
通信・音楽機器	1.53	▲ 0.39	▲ 0.43
電気機械	6.16	▲ 0.04	▲ 0.08
自動車	8.88	▲ 0.10	▲ 0.21
その他輸送用機械	8.94	0.28	▲ 0.19
その他工業製品	10.70	▲ 0.20	▲ 0.03

(注) 貿易特化係数 = (輸出金額 - 輸入金額) / (輸出金額 + 輸入金額)
(資料) UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

貿易収支の赤字転落にやや遅れて、経常収支も2005年から赤字基調にあり、かつその幅は拡大傾向にある(図表14)。2000年代に入り所得収支黒字は拡大しているものの、貿易収支赤字の増加に追いつかず経常収支赤字が定着し、財政収支と経常収支のいわゆる双子の赤字を抱えた状況にある。

図表14 フランスの経常収支



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

このように、フランス経済は家計消費や政府支出を中心とする内需により安定的な成長を続けてきたほか、金融システムはなお安定を保っている。しかし、欧州周縁国に対する対外与信残高の大きさは、債務問題が悪化した時には常にフランスに悪影響が及ぶ懸念を惹起する要因として残るほか、イタリアよりも財政赤字幅が大きい状態からの財政再建への取り組みは、これまで景気を下支えしてきた内需の頭を押さえる要因となる。更に労働コストの高止まりが災いして、主力輸出産業の1つである機械系製品においても徐々に国際競争力を失ってきたために、外需に頼る持続的成長シナリオも描きづらい。

この先直ちに、今のフランスが有する信用が毀損する可能性は低いとしても、経常収支の赤字が定着してその幅も徐々に拡大している現状を鑑みると、欧州全体の経済悪化と欧州債務問題の収束に向けた動きが見えない状態が更に長期化すれば、国際金融市場がフランスに向ける視線は徐々に厳しいものになって行かざるを得ないだろう。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Katsuaki_Matsutani@smtb.jp)