

## Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp  
主任研究員 石川 誠 03-3497-3616 ishikawa-ma@itochu.co.jp

## 過度な楽観ムードに包まれたスペイン経済の持ち直し

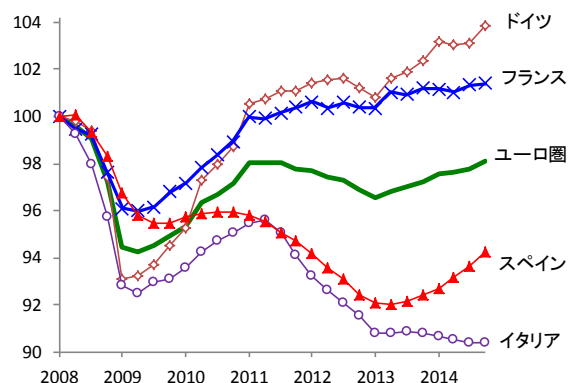
スペイン経済は、リーマンショックや欧州債務問題を背景とした大幅な落ち込みからのリバウンド局面に入っている。その一因として、近年の賃金抑制や解雇規制緩和によって企業の競争力が改善し、輸出の拡大につながっている点が指摘できる。しかし、高失業の中での個人消費の持ち直しや、稼働率が十分に高まっていない中での機械設備投資の大幅増については、家計を中心とした過度な先行き楽観ムードがもたらしている可能性が高い。銀行の不良債権や大幅な GDP ギャップ、財政健全化圧力といった構造問題の調整が十分に進んでいないことを踏まえると、スペイン経済の持ち直しの持続性については極めて慎重に見極めていく必要がある。

## ドイツとともにユーロ圏経済の成長を牽引

最近のユーロ圏経済の成長には、圏内第4の経済規模(GDPのシェア 10.5%、2014 年)を持つスペインの持ち直しが大きく寄与している。スペインでは、リーマンショックや欧州債務問題を背景に 2008 年 7～9 月期から 2013 年 4～6 月期にかけての 5 年間で実質 GDP の水準が 8.0%も低下した<sup>1</sup>が、2013 年後半以降は持ち直しに転じ、2014 年の年間成長率は+1.4%と、主要国の中ではドイツの+1.6%に次ぐ伸びとなった。

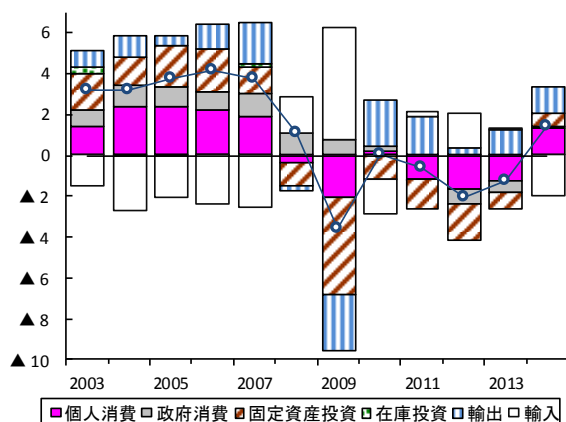
需要項目毎の動きによると、スペインでは、財政引き締めに伴い政府消費の減少基調が続いているが、その一方で、輸出が拡大基調を辿り、さらに、2013 年後半からは個人消費が持ち直し、固定資産投資も底入れした。

ユーロ圏主要国の実質 GDP (2008 年 1～3 月期=100)



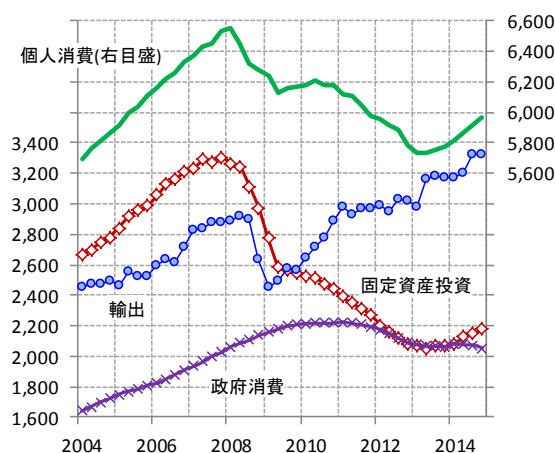
(出所)Eurostat (注)ユーロ圏は18カ国へ(2015年より参加のワットニアを除く)。

スペインの実質 GDP (暦年、前年比、%)



(出所) Eurostat

スペインの各支出動向 (実質: 2010 年価格、年率、億ユーロ)



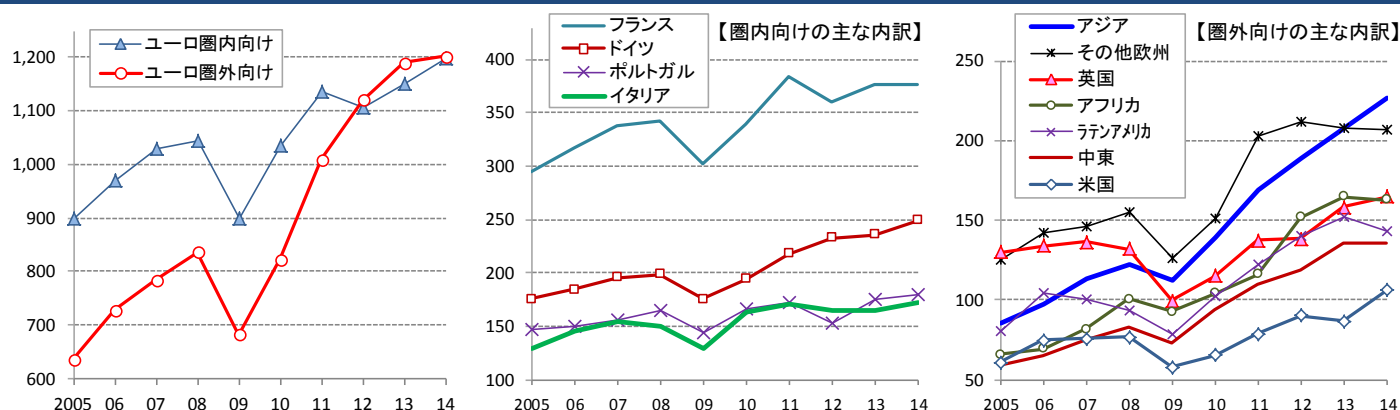
(出所) Eurostat

<sup>1</sup> 2009 年以降の暦年ベースの成長率は、2009 年▲3.6%、2010 年+0.01%、2011 年▲0.6%、2012 年▲2.1%、2013 年▲1.2%。

**(1)輸出：企業の国際競争力改善により拡大**

このうち、輸出の拡大について仕向地別に見ると、フランス向けの伸び悩みをドイツ向けがカバーする形でユーロ圏内向けの水準が上昇していることも指摘できるが、何と云ってもユーロ圏外向け、特にアジア向けの著しい伸長が目立つ。そのアジア向け輸出の伸長は、オリーブ油や豚肉などの食料品、LNG といった品目が中心であり、さらに 2014 年は韓国向けの自動車や台湾向けの鉄道車両も好調であった<sup>2</sup>。

スペインの仕向地別輸出（金額ベース、暦年、億ユーロ）

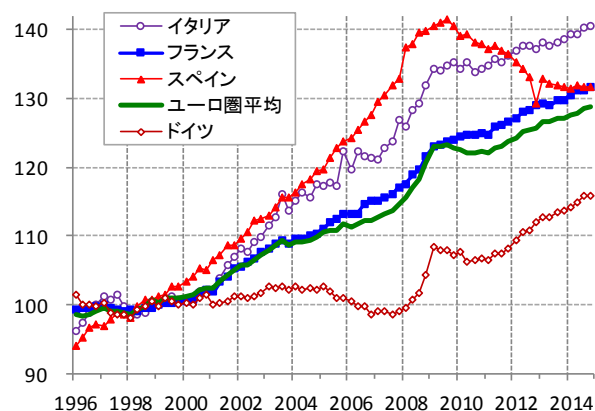


(出所) CEIC Data, Eurostat

(注) その他欧州(12カ国)=EU28カ国-ユーロ圏19カ国-英国+EFTA4カ国(スイス、ノルウェーなど)。

そして、ユーロ圏内向け、圏外向けにかかわらず、近年の輸出拡大には、スペイン企業の国際競争力の改善が大きく作用していると考えられる。スペインでは、リーマンショック後の賃金抑制や 2012 年の解雇規制の緩和（労働市場改革法）などに伴い、単位労働コスト（一定量の GDP を産出するのに必要な人件費）が 2010 年以降減少傾向を辿っている。2014 年 10～12 月期の水準は 1990 年代後半の水準の 1.32 倍と、2009 年 7～9 月期の 1.41 倍から低下しているが、この倍率は 2012 年以降イタリア（2014 年 10～12 月期 1.41 倍）を下回り、間もなくフランス（1.32 倍）も逆転する見込みである。このため、ユーロ圏の中で、スペインの相対的なコスト安が進んでおり、スペインにとって輸出押し上げ、或いは輸入から国内生産への代替につながっている可能性が高い。

ユーロ圏の単位労働コスト(1996～2000年平均=100)



(出所) OECD

**(2)個人消費：持ち直しの中心は、将来の暮らし向き改善を先取りした「期待先行」の見切り支出**

次に、個人消費の持ち直しについて改めて確認すると、実質個人消費は 2008 年 1～3 月期のピークから 2013 年 1～3 月期にかけての 5 年間で水準を 12.5%落とした後によく底入れし、2014 年 10～12 月期にかけて 2013 年 1～3 月期のボトムを 4.1%上回る水準まで戻した。2014 年 10～12 月期の前年同期比は +3.3%、2014 年通年では +2.4%となった。

<sup>2</sup> 3月5日、3月26日、4月22日、4月24日付けのJETRO通商弘報を参照した。欧州最大規模のLNG輸入拠点を有するスペインは、長期契約で調達したLNGの余剰分を日本などへ転売する動きを広げている。また、韓国向け自動車輸出の好調は、スペインで全量生産されているルノーのSUV（スポーツ用多目的車）「キャプチャー」への人気背景にある。

個人消費のこうした持ち直しの要因としては、まず、雇用者数の増加が挙げられる。スペインの雇用者数は、2008年1～3月期のピークから2013年10～12月期にかけて17.5%減少した後、2014年1～3月期以降は増加に転じ、10～12月期の前年同期比は+2.5%となった（グラフは次頁中段）。

しかし、個人消費が前期比で増加に転じたのは2013年4～6月期と、雇用者数を3四半期先行していた。この理由について、欧州委員会の消費者サーベイの結果から探ると、失業不安が後退し始める前の2012年後半から、一般的な経済情勢に対する悪化観測が後退し始めるとともに、自身の暮らし向きについても一段の悪化を見込む割合が低下している。加えて、2012年秋以降、物価上昇懸念が急速に後退している。これらの点から、①2012年6月のEUによるスペインの銀行セクターへの支援決定、およびその後のスペイン株価（IBEX35指数）の上昇が雇用情勢の改善を確認するまでもなく、消費者の景気底打ち期待を高めたこと、②2012年11月以降のインフレ率（消費者物価の前年同月比）の低下を受けて、実質購買力の減少に歯止めに掛かるとの期待が出てきたこと、の2点によって、家計でペントアップ需要が顕在化したものと推察される。

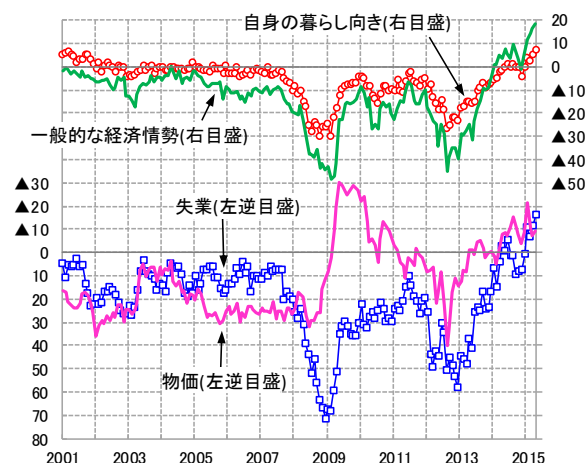
さらに、①2015年春にかけて株価上昇が続いていること、②上述の通り、雇用者数が増加したこと、③2015～2016年の2年間で所得税減税が実施されることなどから、消費者サーベイにおける「一般的な経済情勢」「自身の暮らし向き」「失業」の指数はいずれも上昇傾向が続き、2015年入り後は全てプラスの水準、すなわち当面の景気・雇用の拡大、暮らし向きの改善を見込む状況となっている。加えて、「物価」の指数が上記の3指数と概ね平行に上昇傾向を辿っていることから、2014年7月以降のインフレ率がマイナスで推移していることについて、消費者はこれまでのところ、リーマンショック後の2009年とは異なり、実質購買力の押し上げ要因として消費回復への追い風と捉えていると見受けられる。

このように、スペインでは、家計の景気回復期待が先行する形で、また、物価下落を「値ごろ感の高まり」とポジティブに評価する形で、個人消費の持ち直しが実現していると解釈される。

しかしながら、以下の諸点を踏まえると、スペインの家計は依然として厳しい状況に晒されていると考えられる。

まず、雇用情勢について、失業率で見ると、2013年4月の26.3%から低下したとは言え、今年2月時点でも23.2%と、ユーロ圏主要国の中では抜きん出て高い状況が続いている（グラフは次頁）。消費者の期待ほどに、足元の雇用情勢が改善してきているとは言い難い。また、年齢階層別の失業率を見ても、各年

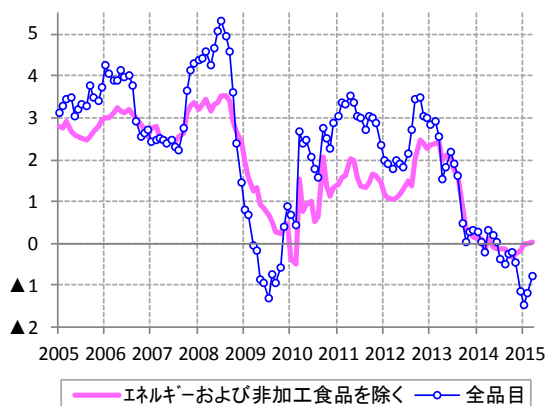
スペイン消費者の経済環境見通し(向こう1年間の変化、Pt)



(資料) 欧州委員会

(注) 「失業」のマイナスは失業の減少を、「物価」のマイナスは物価の下落を意味。

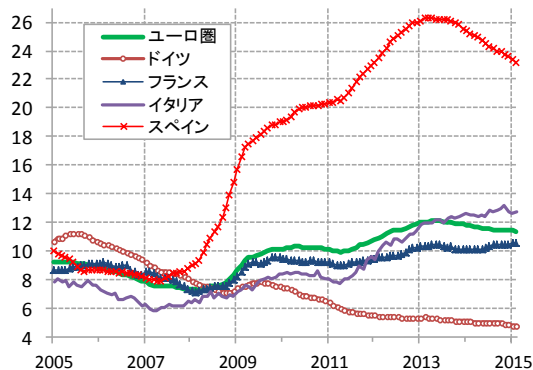
スペインの消費者物価(前年同月比、%)



(出所) Eurostat

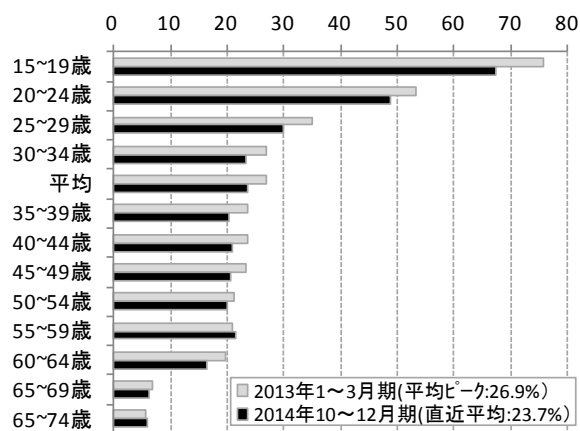
年齢層とも緩やかな改善にとどまっており、少なくともこのことから、若年層の雇用減を同居する親世代の雇用増がカバーすることによって、家計全体での所得拡大が図られているという姿も窺えない。

ユーロ圏の失業率（％、季節調整値）



(出所) Eurostat

スペインの年齢階層別失業率（％）

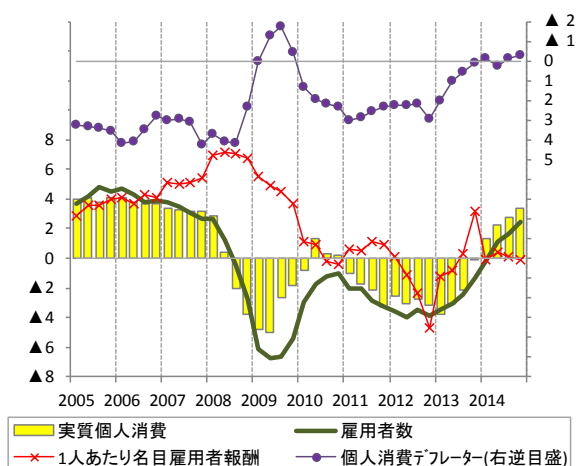


(出所) Eurostat

次に、物価の下落が家計の実質購買力を短期的に押し上げている側面はあるが、同時に1人あたり名目雇用者報酬（賃金など）が小幅減となっているため、実質購買力そのものは低迷が続いている。2014年の1人あたり実質雇用者報酬は前年比+0.2%と、僅かなプラスに転じた程度である。

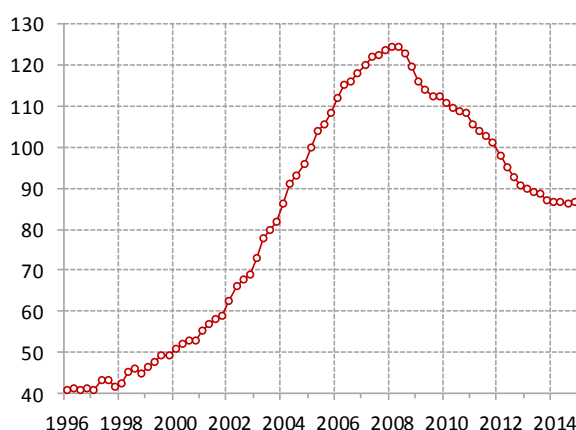
さらに、住宅価格が下げ止まり、一部の家計で保有住宅資産の価値増大を踏まえた支出増（資産効果）が生じている可能性もある。しかし、平均住宅価格はリーマンショック前のピークから3割も低いレベルまで落ち込んで、ようやく下げ止まったに過ぎず、マクロの個人消費に対し、一定のプラス効果をもたらしていることも想定し難い。

スペインの個人消費をめぐる環境（前年同期比、％）



(出所) Eurostat

スペインの住宅価格（名目、2005年1～3月期=100）



(出所) スペイン公共事業省

以上に基づけば、スペインにおける最近の個人消費の持ち直しは、雇用情勢が最悪期を脱したことによって下支えされているとは言え、基本的には、2013年1～3月期にかけての大幅な落ち込みの反動増に過ぎず、しかも将来の景気回復や暮らし向きの改善を先取りした「期待先行」の見切り支出が中心であると評価できる。



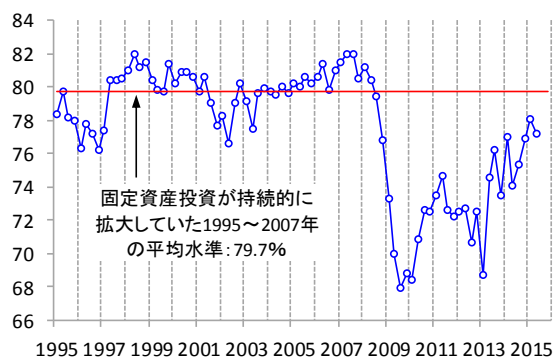
### (3)固定資産投資：機械設備投資が大幅増も、家計や企業の楽観ムードに乗せられている側面あり

実質固定資産投資は、2008年1～3月期から2013年4～6月期にかけての5年半の間に38.2%も水準を落とした後、2013年7～9月期から2014年10～12月期にかけて6.6%水準を戻し、ようやく底入れしたところである。

2014年通年で前年比+3.4%となった内訳をみると、全体の5割強を占める建設投資は前年比▲1.5%と減少、上述した住宅価格の下げ止まりが住宅投資を拡大させるまでには至っていない。一方、残りの5割弱を占める機械設備投資（無形資産を含む）が+9.5%と大幅に増加し、全体を牽引した。この機械設備投資の大幅増については、輸出の拡大や個人消費の持ち直しを受けて、ペントアップされていた更新投資案件や、自動車など一部好調分野の新規投資が相次ぎ実行に移されたためと考えられる。

もっとも、スペインの鉱工業の設備稼働率は昨年10月から今年4月にかけて77～78%で推移、2013年1～3月期の68.7%から8%Pt強上昇したとは言え、固定資産投資が持続的に拡大していた1995～2007年の平均水準である79.7%を下回る状況が依然として続いている。しかも、「期待ムード先行」による個人消費の持ち直しによって設備稼働率が押し上げられている側面もある。このような状況下で、機械設備投資が2014年に1割近くも増加したことには意外感がある。家計のみならず企業も、株価上昇などを追い風に、期待先行で投資支出を増やしている可能性は排除できない。

スペイン鉱工業の設備稼働率（季節調整値、%）



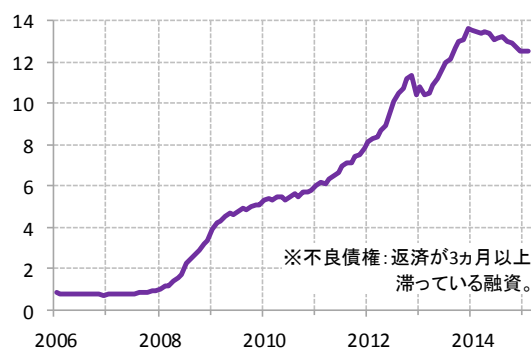
（出所）欧州委員会

### 構造的な下押し圧力は根強く残存

さらに、雇用環境のみならず、スペインの構造問題は総じて解決に向かい始めたばかりであり、なお大幅な調整を要する点が少なくない。具体的には以下の3点である。

第1は、銀行の不良債権問題が依然として深刻なことである。銀行部門の不良債権比率は、2013年1月の13.6%をピークに低下しているが、そのペースは緩慢であり、今年2月の水準は12.5%と高い状況が続いている。この状況下では、ECB（欧州中銀）による積極的な金融緩和と政策の景気刺激効果は、今後も含め限定的にとどまる可能性が高い。

スペインの銀行部門における不良債権比率（%）

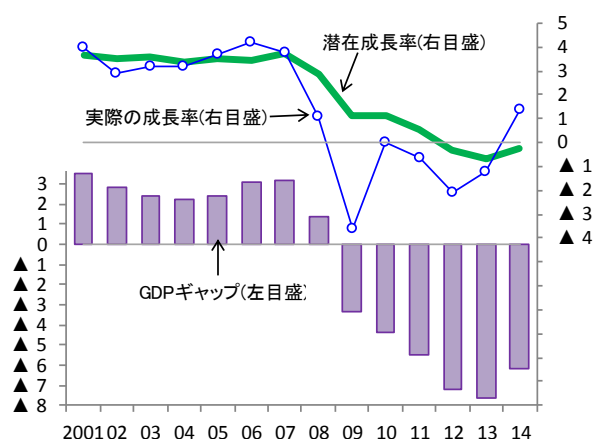


（出所）スペイン中央銀行

第2は、デフレ圧力が根強く残っていることである。欧州委員会の推計に基づけば、2014年時点のGDPギャップは▲6.2%と、2013年の▲7.7%からやや縮小したとは言え、極めて大幅な供給超過状態が続いている（グラフは次頁）。このもとで、スペインのインフレ率（消費者物価の前年同月比）は、全品目ベースで今年3月（▲0.8%）にかけて9ヵ月連続のマイナスとなっているほか、国際市況や天候の影響を受けやすいエネルギーや非加工食品を除くベースでも、今年2月にかけて10ヵ月連続でマイナスが続いた（グラフは3頁）。3月は0.1%と久方ぶりのプラスにはなったが、大幅なGDPギャップの存在を踏まえると、

4月以降もプラスが続くかは疑わしい。先に述べた通り、最近の物価下落は家計の実質購買力を増やし、個人消費を短期的に押し上げていると見られるが、物価下落がさらに長期化すれば、いずれ購買行動を先送らせる要因に転じる可能性が高い。また、物価下落は、上記の不良債権問題の解決を遅らせる方向に作用すると考えられる。さらに、足元では機械設備投資が大幅増となっているが、デフレ圧力の解消という観点から見れば、むしろマクロベースで過剰設備の調整圧力が残っていると言える。このように見れば、大幅なデフレ圧力の残存は、スペインの中長期的な経済活動の縮小要因と考えられ、少なくとも機械設備投資が伸び続けることは想定し難い。

スペインの成長率とGDPギャップ(暦年、%)



(出所) 欧州委員会 (注) 欧州委員会試算の潜在GDPをもとに作成。

第3は、政府支出(政府消費や公共投資)の抑制が続くことである。今年2月に発表された欧州委員会の冬季経済予測によると、スペインにおける「利払費を除くベースでの財政収支の改善幅」は、2013年の3.9Pt(2012年▲7.4%→2013年▲3.5%)から2014年には1.2Pt(2013年▲3.5%→2014年▲2.3%)へと縮小、財政の引き締めペースは緩んだ模様である。しかし、政府債務の対GDP比率が2014年末時点で98.3%(見込み)と、依然としてEUの財政協定が定める60%を大幅に超過しているため、財政の引き締めペースをさらに緩める余地は少ないと考えられる。むしろ、個人所得税の減税が実施される2015~2016年は、政府支出の抑制ペースが強まる可能性もあろう。

以上に基つけば、最近のスペイン経済の持ち直しは、企業の競争力改善に伴う輸出の拡大という比較的明確な要因によって支えられている部分もあるが、基本的には、リーマンショックや欧州債務問題を背景とした大幅な落ち込みからのリバウンドが始まった程度である。しかも、構造調整の十分な進展を見ないまま、個人消費や機械設備投資が「期待ムード先行」で増加し、景気が浮揚している。すなわち、スペイン経済の持ち直しは極めて脆弱な基盤の上で生じており、その持続性については、極めて慎重に見極めていく必要がある。

2015年は、海外経済の拡大と大幅なユーロ安に伴う輸出の増勢加速を原動力として、循環的な景気回復が続き、その結果として、実質成長率が欧州委員会の予測(+2.3%)近辺まで高まる可能性はある。しかし、ユーロ安の効果が一巡し始める2016年について、成長率が+2.5%へさらに上昇するという欧州委員会の見通しは、楽観的過ぎるのではないだろうか。