

スペインの夜明けは近い

発表日：2013年10月21日(月)

～人件費の調整進展で輸出競争力が回復～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 景気後退、銀行問題、財政悪化の三重苦に見舞われてきたスペイン経済にも薄明かりが射してきた。輸出拡大に牽引され、景気が底入れしつつあり、雇用情勢の悪化にも歯止めが掛かってきた。
- ◇ 人件費の調整が進んだことで、企業の輸出競争力が回復。世界景気の回復と相俟って、輸出が拡大しており、今年は経常黒字に転じる見込みだ。
- ◇ 景気は年後半にプラス成長に復帰する公算が大きい。ただ、高失業の解消、住宅価格の調整、銀行問題の解決には時間が掛かり、今後も景気の足枷となろう。

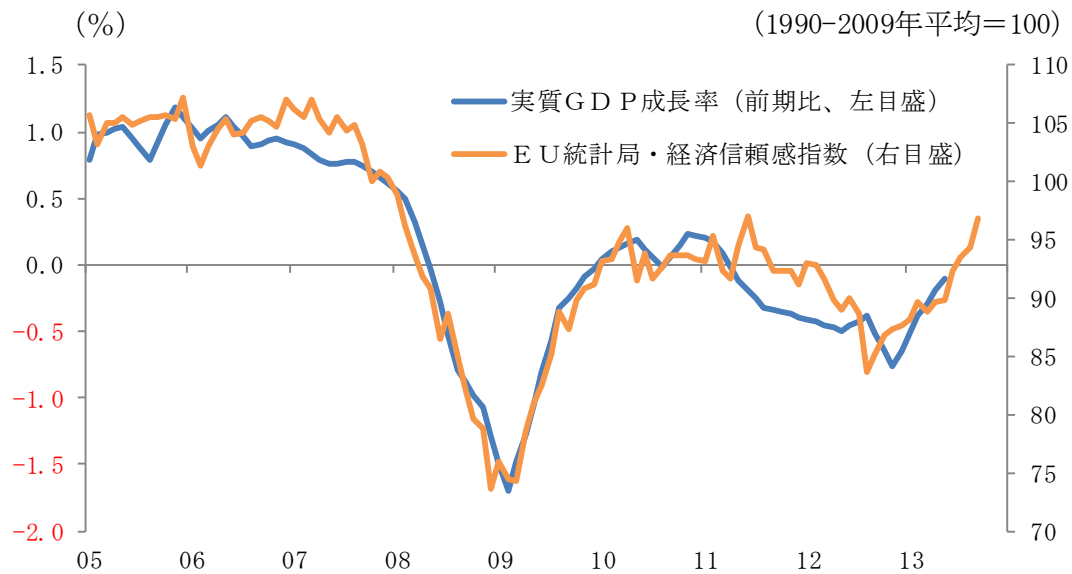
■ 危機国を象徴するスペインに景気底入れの兆し

明けない夜はない。底の見えなかった欧州の債務危機国の経済・金融情勢にも薄明かりが射してきた。スペインはこれまで、①高失業問題に代表される深刻な景気低迷、②不動産バブルの崩壊と銀行の経営難、③景気低迷と銀行救済による財政状況の悪化の三重苦に見舞われてきた。言わば、「経済－金融－財政」が相互に悪循環を引き起こす債務危機を象徴する国であった。

スペインは銀行救済が必要となり、昨年6月に銀行救済に限定したEUの金融支援を要請したが、支援融資は政府を介して行われたため、財政の悪化要因となった。負の連鎖を断ち切る切り札として、欧州の救済基金（ESM）から経営難の銀行への直接資本注入の仕組みも検討されているが、運営が開始されるのはECBによる銀行監督の一元化が始まる来年秋以降となる。監督一元化の開始以前に発生した銀行の資本不足、すなわち“過去の遺産（legacy asset）”については、ケース・バイ・ケースで遡及的な直接注入を認めるとするが、スペインに例外的な扱いは認められそうにない。ただ、よくよく考えてみれば、相互に連鎖していると言うことは、1つが好転すれば悪循環の勢いは弱まる訳だ。景気が底入れし始めたことで、銀行の経営難や財政状況の悪化にも歯止めが掛かりつつある。

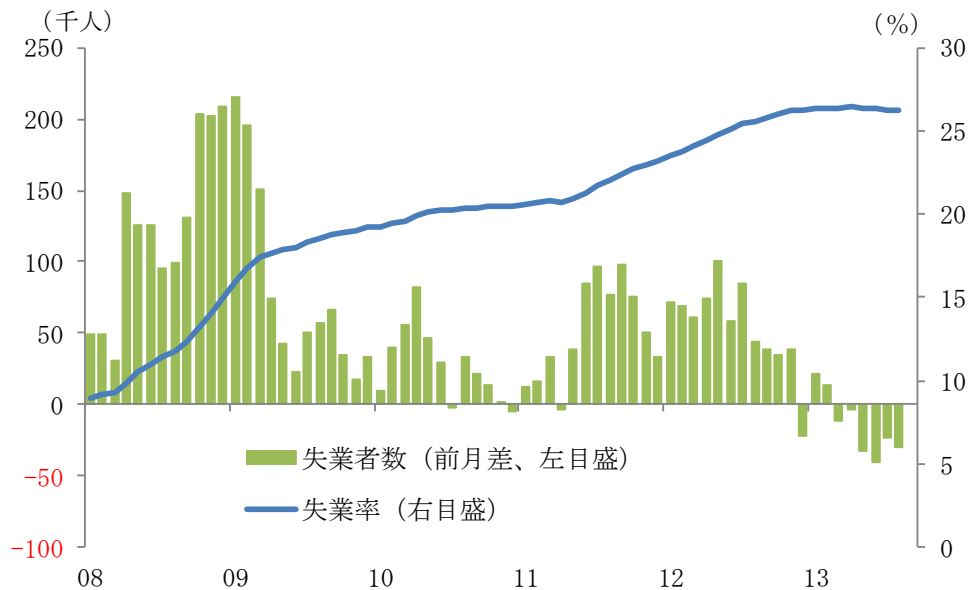
4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.1%と、過去4四半期の平均▲0.5%からマイナス幅が縮小した（図表1）。8月のPMI製造業指数は2年4ヶ月振りに好不況の分岐点である50を上回った。ラホイ首相は7-9月期の成長率が小幅プラスに転じるが可能性があると指摘している（7-9月期の速報値は10月30日に発表予定）。失業率は引き続き25%超と極めて高水準にあるが、今年に入って失業者数は減少に転じており、失業率の上昇にも歯止めが掛かっている（図表2）。夏場の季節労働の拡大が季節調整に上手く反映されていない可能性もあるが、少なくとも雇用情勢が一方向的に悪化する局面からは抜け出した。

(図表1) スペインの経済成長率と経済信頼感指数の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(図表2) スペインの失業率と失業者数



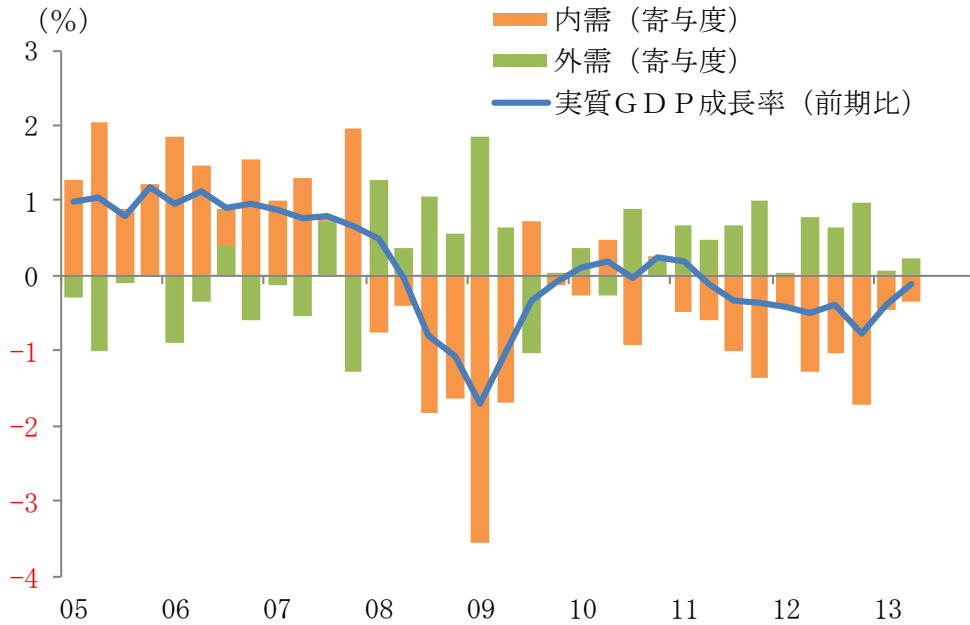
出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

■ 人件費の調整進展で輸出競争力が回復

財政引き締めと厳しい雇用情勢が続くなか、景気を下支えしているのが外需だ(図表3)。内需低迷による輸入減少の影響も大きいですが、今年に入って輸出も増勢が加速している。単位労働コストはユーロ導入後に高賃金国に鞘寄せする過程で大きく上昇し、ユーロ圏内での相対的な輸出競争力が落ち込んだが、近年は人件費の調整で企業の輸出競争力が回復し、世界景気の回復と相俟って輸出拡大につながっている(図表4)。危機発生前には経常赤字国であったが、今年は経常黒字国に転じる公算が大きい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

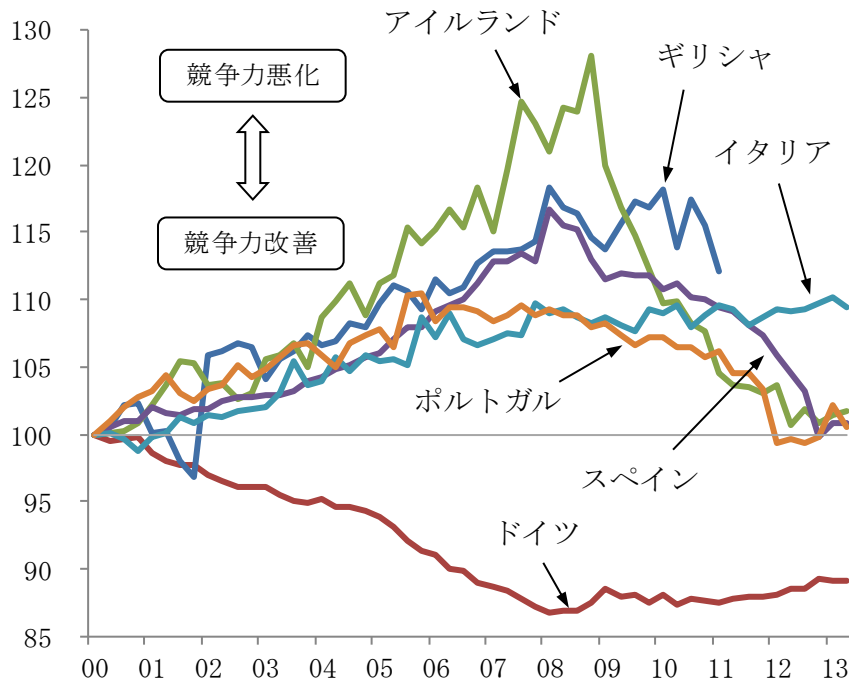
(図表3) スペインの実質GDP成長率の内外需寄与度



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) ユーロ圏主要国の相対単位労働コスト

(ユーロ圏平均との相対比、2000/1Q=100)

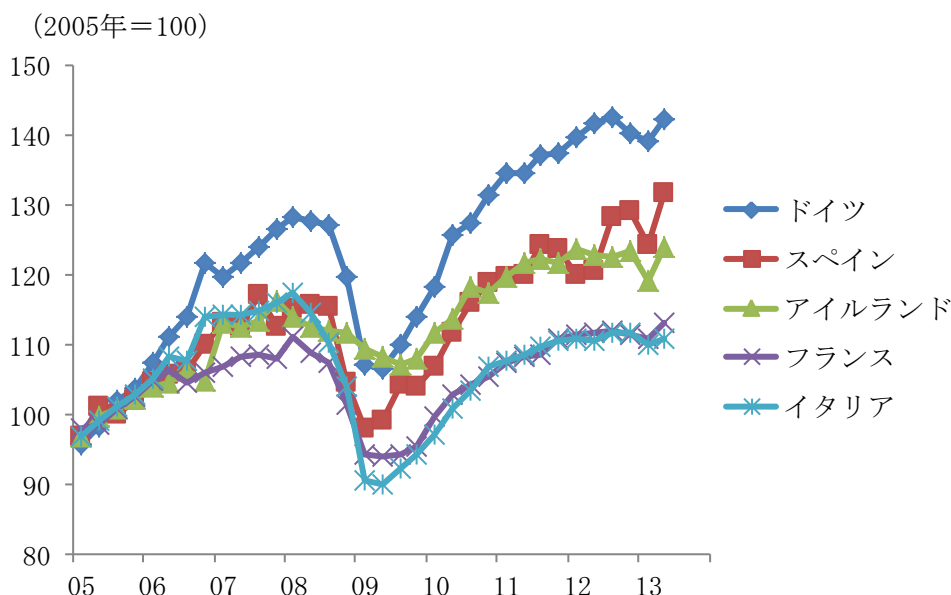


出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任を負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

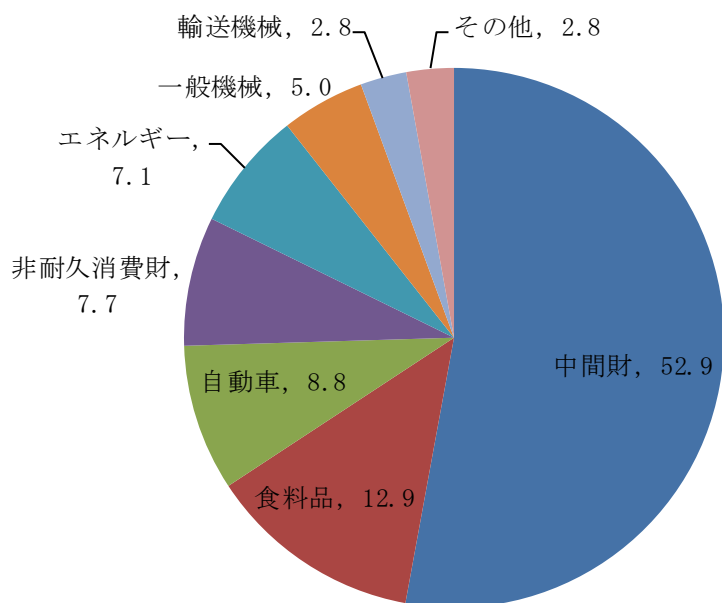
他のユーロ圏諸国と比べても、近年の輸出のパフォーマンスは良い部類に入る（図表5）。スペインの主要な輸出産業は、自動車、自動車部品、航空、食料、衣料品、観光、情報通信、バイオ・医薬品、ヘルスケア、環境関連など、財・サービスともに多岐に渡る（図表6）。輸出相手国はEU向けが6割超を占めるが、近年はアジア新興国、産油国、中南米諸国向けのシェアが拡大している。EU向けの輸出割合は2005年の72.3%から2012年には62.9%に低下している。ただ、新興国景気の変調で関係の深い中南米諸国に混乱が広がれば、輸出セクターや銀行部門に悪影響が及ぶ恐れがある点には注意を要する。

（図表5）ユーロ圏主要国の実質輸出の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

（図表6）スペインの輸出品目の内訳（2012年）



出所：スペイン統計局資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ユーロ危機の発生直後は、かつて国際収支危機に見舞われた中南米諸国やアジア諸国が為替レートの切り下げでV字型回復を実現したのとは事情が異なり、通貨の切り下げが出来ない単一通貨圏では輸出競争力の回復が難しいと言われていた。人件費の調整をした場合も家計所得の減少が景気を下押しし、景気悪化と財政悪化の泥沼に陥るとの見方が多かった。だが、スペインは内的減価（internal devaluation）、すなわち人件費の調整を通じた輸出競争力の回復を実現し、深刻な不況から脱しつつある。その副産物として失業率のすさまじい上昇を経験したが、手厚い社会保障、高い持ち家比率、家族の助け合い、闇経済の大きさなどがバッファーとなり、失業率の高さから想像されるほどの経済困窮や社会的な混乱は生じていない。

■ 高失業や銀行の経営難など残された課題も

このようにスペインでは景気が底入れしつつあるほか、年末にはEUによる銀行支援から脱することが現実視されるなど、一部に明るい兆しも出ている。だが、下記のように残された課題も多く、底入れ後も景気の回復ペースは緩慢なものにとどまる公算が大きい。無敵艦隊が復活の狼煙をあげる日はまだ遠そうだ。

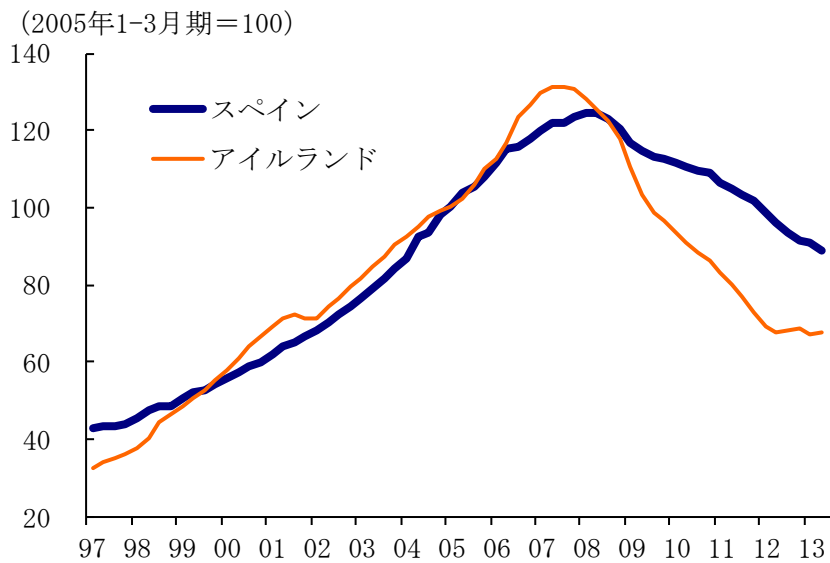
第1に深刻な失業問題の解決には時間が掛かる。スペイン政府はこれまで、①国・地域・業界単位での賃金交渉から企業単位での賃金交渉に改める、②減益の続く企業には集団解雇時に政府の承認を不要とする、③退職手当の上限をEUの平均的な水準に引き下げる、④失業者を雇用した中小企業に税優遇措置を講じるなど、労働市場の硬直性や二重構造（終身雇用と有期雇用の格差）の緩和に向けた改革に着手してきた。その結果、賃金・雇用は従来よりも迅速に調整が進み、企業の人件費負担の軽減や企業の競争力回復につながっている。

ただ、政府の試算によれば、雇用を創出するためには、最低でも年率+1~1.2%の成長が必要になる。25%超に達する失業率を持続的に引き下げるためには、年率+2%近い成長が必要との試算もある。不動産バブルの崩壊で大量に失業した建設労働者などの他業種への転換には時間が掛かる。失業率の高止まりが消費の足枷に作用する状況は今後もしばらく続くことが予想される。

第2に住宅価格の調整が道半ばであることだ。スペインの住宅価格は2008年初頭のピーク時から3割近く下落したが、アイルランドなど同じく不動産バブルの崩壊を経験した国と比べてこれまでの調整規模が小さい（図表7）。価格調整が少ない背景には、①取引量が活発でなく、価格に反映されにくいことや、②手厚い所得補償や低金利政策（スペインの住宅ローンは変動利率の割合が高い）などの下支え要因を指摘する声もあるが、一段の調整が必要となる公算が大きい。

第3に銀行部門に追加の資本増強が必要となることも懸念材料だ。スペイン政府は最大1,000億ユーロのEUの銀行支援枠に対して、400億ユーロ余りの資金支援を要請し、資本不足に陥った銀行の資本増強に充ててきた。銀行支援は年末で終了する予定だが、ECBは来秋の銀行監督一元化を開始するのに先駆けて、来年前半にかけて銀行の資産評価（アセット・クオリティ・レビュー）と健全性審査（ストレステスト）の実施を予定している。今も不良債権比率の上昇が続いており、住宅価格の調整が予想されることを踏まえれば、将来の損失発生に備えて引当金の積み増しが必要になる恐れがある。

(図表7) スペインとアイルランドの住宅価格指数



注：アイルランドの2004年12月以前はPermanent-TSB指数を接続。
出所：スペイン政府住宅省、アイルランド政府統計局、
Permanent-TSB銀行資料より第一生命経済研究所が作成

以上