

2015年3月26日

No.2014-059

## ユーロ圏の輸出回復への過度な期待は禁物

—ユーロ安効果は小さく、新興国景気は減速—

調査部 研究員 井上恵理菜

### 《要 点》

- ◆ ユーロ圏において、2008年からの景気低迷期には、輸出が景気の下支え役を果たしてきた。
- ◆ 足許で、ECBの金融緩和を背景としたユーロ安が輸出の押し上げに寄与するとの期待が高まっているものの、以下二点から、輸出の力強い回復は見込み難い。
- ◆ 第一に、イタリアやフランスでは、労働コストが高止まりしていることから、ユーロの減価によっても、価格競争力の向上は小幅にとどまる公算。また、輸出の増減に対する為替レートの寄与は相対的に小さく、輸出の先行きにとって海外需要がより重要である。
- ◆ 第二に、海外景気は、新興国を中心に減速が続く見込み。とりわけ、中国向け・ロシア向け輸出に対する先行き不透明感が強い。
- ◆ 輸出主導の景気回復が期待できないなか、ユーロ圏景気の行方は、内需を牽引役とした回復への転換が順調に進むかどうか大きく左右される見込み。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上恵理菜宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6380

Mail: inoue.erina@jri.co.jp

## 1. 危機下では、輸出が成長を牽引

ユーロ圏景気は、リーマン・ショックに端を発する2008年からの金融危機と2010年頃から続く欧州債務危機の2つの相次ぐ危機により悪化した。この間、雇用・所得環境の悪化によって個人消費が減少するなか、景気の下支え役となってきたのが輸出である(図表1)。

スペイン・ギリシャなど南欧諸国では、依然として失業率が20%を上回るなど厳しい雇用環境が続き、個人消費が力強さを欠いていることから、ユーロ圏景気の先行きを見通すうえでは、輸出の動向が重要である。こうしたなか、足許では、ECBの金融緩和を背景とするユーロ安がユーロ圏の輸出の押し上げに寄与するとの期待が高まっている。

そこで、以下では、ユーロ圏輸出の先行きについて、詳しく見ていくことにする。

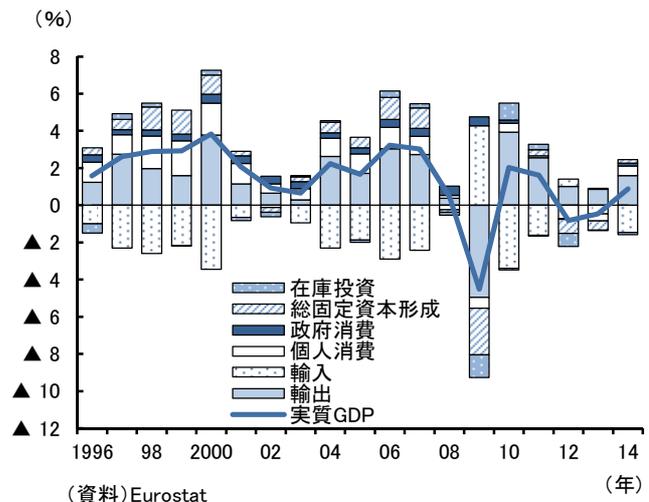
## 2. 先行き、輸出の大幅な回復は期待薄

### (1) ユーロ安効果

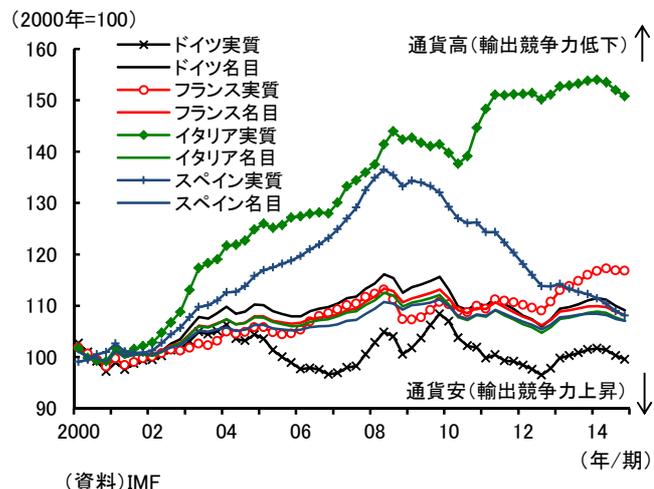
ユーロ相場は、ユーロ防衛に向け不退転の決意を示した2012年夏のドラギECB総裁の発言をきっかけに、欧州債務危機の再燃懸念が弱まったことから、2014年初めには1ドル=1.3ユーロ超までユーロ高が進んだ。もっとも、その後は、米FRBが金融政策の正常化に乗り出す一方で、ECBが量的緩和に追い込まれるという米欧の金融政策の方向性の違いを背景にユーロ安が急速に進行し、足許2015年3月には1ドル=1.1ユーロを下回る水準にまで達している。こうしたユーロ相場の下落は、ユーロ圏の財やサービスの相対的な価格競争力の向上を通じて、ユーロ圏の輸出増加につながると期待されている。もっとも、期待通りにいくだろうか。

まず、注目したいのは、財やサービスの価格は為替レートだけに影響されるわけではないという点である。確かに、ユーロ相場の下落によって名目上の財・サービスの価格は相対的に下落する可能性が高まるものの、実質的な対外競争力を評価するうえでは、労働コストの動向も加味する必要がある。実際に、労働コストを加味した各国の実質実効為替レートをみると、各国の労働コストの動向を反映し、国ごとに大きな違いがある(図表2)。2000年代前半のシュレーダー政権下で労働市場改革を推し進めたドイツでは、実質ベースでユーロ安が続いており、足許のユーロ安の進行は輸出増加を後押しするだろう。一方、イタリ

(図表1)ユーロ圏実質GDP(前年比)



(図表2)ユーロ圏各国の実質・名目実効為替レート(単位労働コストベース)



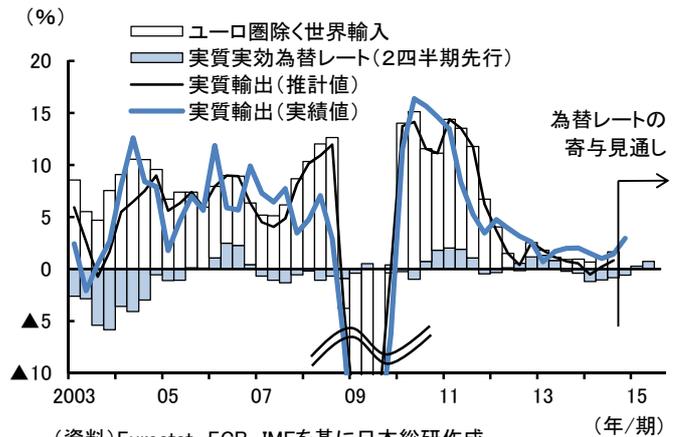
アやフランスでは、2008年の金融危機以降に労働市場改革が進まなかったため、足許の労働コストベースの為替レートは、2000年代初めに比べて大幅に上昇している。足許のユーロ安により、一方的な競争力の低下に歯止めがかかるとみられるものの、両国が輸出競争力を一段と回復させるためには、為替レートの低下だけでは不十分であり、労働コストの削減が必要といえる。

また、輸出の増減に対する為替レートの寄与は、需要そのものの影響に比べて小さい。ユーロ圏の域外向け輸出の伸びを、前述の労働コストベースの実質実効為替レートと海外需要（ユーロ圏除く世界輸入）の寄与に分けてみると、過去10年間にわたって海外需要の寄与が為替レートの寄与を大きく上回っている（図表3）。その上、為替レートが一定の変化をした時に輸出数量がどの程度変化するかを表す価格弾力性は、2002年1～3月期からリーマン・ショック前の2008年4～6月期までは0.39であったのに対し、2008年7～9月期から2014年4～6月期まででは0.20と約半分に低下している（図表4）。2015年入り後、ユーロ安による輸出の押し上げが期待されるものの、その寄与は、過去にユーロ圏の輸出を大きく押し上げた海外需要の寄与に比べて極めて小さく、さらに過去のユーロ安による輸出押し上げ効果よりも小幅にとどまると予想される。したがって、輸出の先行きをみるうえでは、海外需要の先行きがより重要といえる。

## （2）海外需要

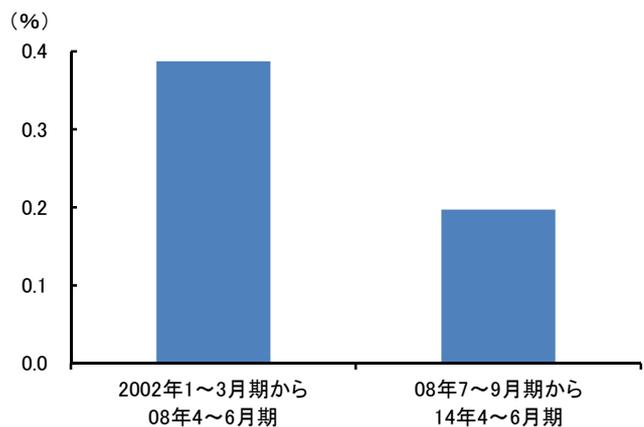
過去のユーロ圏輸出の伸び率を仕向地別にみると、米国や英国向けのほか、中国やロシアなど新興国向けの寄与も大きい（図表5）。先進国の代表例としての米国と、新興国の代表例としての中国とロシアについて、財別輸出の推移を比べてみると、米国向けは、2002

（図表3）ユーロ圏の域外向け輸出と為替（前年比）



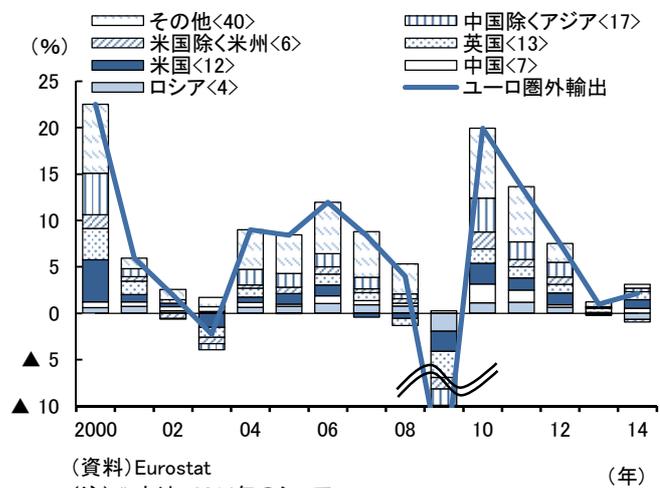
（資料）Eurostat、ECB、IMFを基に日本総研作成  
（注）推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = 8.4 - 0.20 * \ln(\text{実質実効為替レート} < -2\text{四半期} >) + 0.36 * \ln(\text{ユーロ圏除く世界輸入})$ 。R2=0.93。

（図表4）ユーロ圏輸出の価格弾力性  
～為替レートが1%低下した時の輸出数量の変化率～



（資料）Eurostat、ECB、IMFを基に日本総研作成

（図表5）ユーロ圏の域外向け輸出（前年比）



（資料）Eurostat  
（注）<内>は、2014年のシェア。

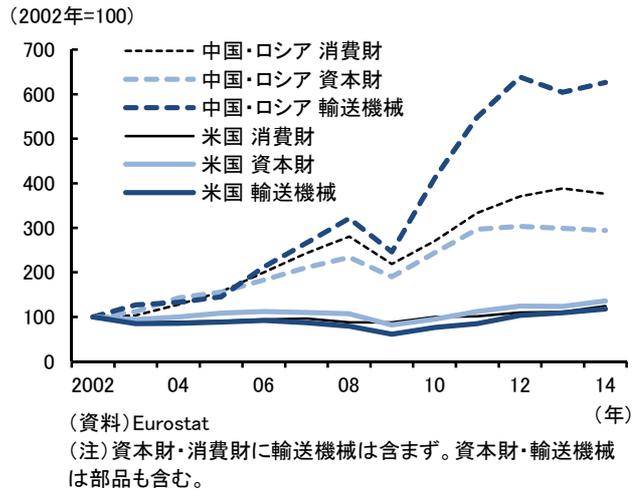
年以降低迷している一方、中国・ロシア向けは輸送機械を中心に急増している（図表6）。その他の先進国・新興国向け輸出についても同様の動きを示しており、ユーロ圏輸出のウェイトは、米英向けが2000年の37%から2014年には27%へ低下する一方、中国・ロシア・アジア・米国除く米州向けは、同28%から同34%へ上昇した。このように、ユーロ圏の輸出は、先進国向けから新興国向けへのシフトが起こっている（図表7）。

このため、米国や英国での景気拡大により、輸出は底堅く推移すると見込まれるものの、ウェイトの高まった新興国向けの動向が、今後のユーロ圏の輸出を見通すうえで重要となる。以下では、中国およびロシア向け輸出について見ていく。

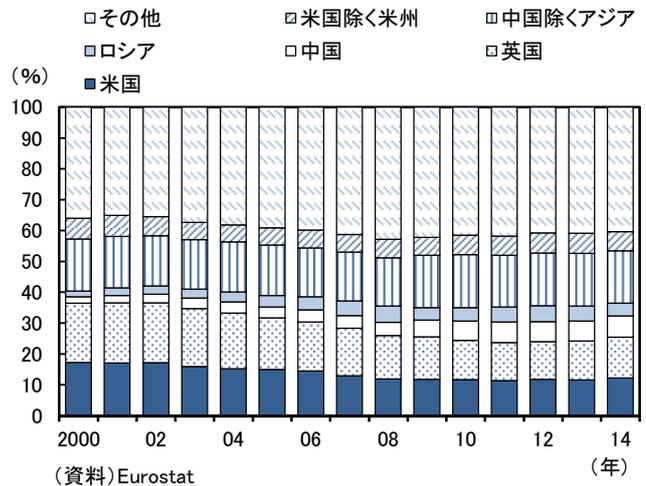
まず、中国向けは、中国政府が過剰投資抑制に向け成長率目標を7.5%に引き下げた2012年以降、消費財・資本財・輸送機械の主要輸出財すべてで足踏み状態となっている。同国の成長率目標が下方シフトするにつれて、これまで中国向け輸出の増加に大きく寄与してきた自動車や一般機械の需要が弱含み、これら機械類の主要な輸出元であるドイツの輸出を下押しする可能性がある（図表8）。

次に、ロシア向けは、ロシア経済の減速やウクライナ問題を契機とした欧州とロシアの関係悪化により、2014年に減少に転じた。同国では、経済成長の源泉をエネルギー輸出に依存しているため、当面、原油価格の低迷により景気減速が続くと見込まれる。また、2014年のユーロ圏のロシア向け輸出は前年比▲15%と、過去のロシアの景気動向とユーロ圏のロシア向け輸出との関係から推定される水準を大きく下振れており、対ロ関係の悪化が輸出の一段の落ち込みに作用していると推測される（図表9）。欧ロ関係の早期改善が見込み難いなか、先行きもロシア向け輸出は低迷が続くと見込まれる。

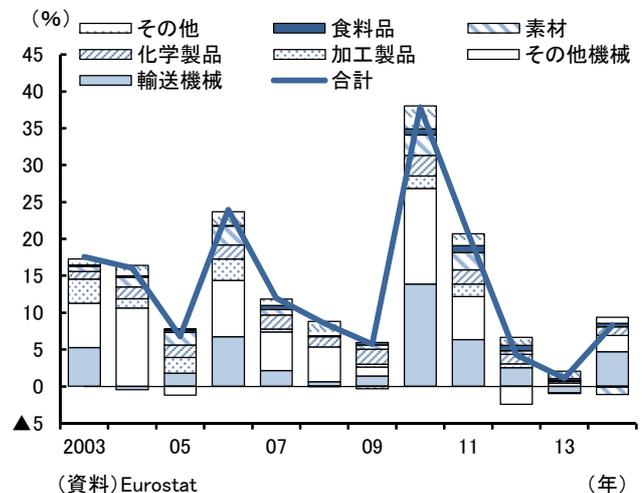
（図表6）主要輸出先への財別輸出



（図表7）ユーロ圏の域外向け輸出のウェイト



（図表8）ユーロ圏の中国向け輸出（前年比）



以上を踏まえると、これまでユーロ圏輸出を下支えしてきた、中国やロシアを始めとする新興国向け輸出の堅調な増加は見込み難い状況にある。

### 3. 内需の回復がカギに

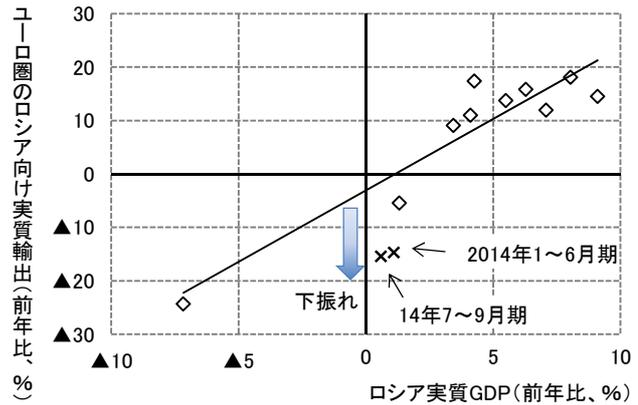
以上のように、ユーロ圏安効果が限定的であり、海外需要も新興国向けを中心に弱含みが見込まれるなか、これまでのような輸出によるユーロ圏景気の下支えは期待できない。

一方、内需に目を転じると、足許で明るさが見え始めている。実際に、小売売上は、原油安やECBの金融緩和により消費者マインドが改善したことを背景に、2014年末以降、持ち直しペースが加速している（図表10）。

輸出主導の回復が期待し難い状況下、先行きユーロ圏景気が緩やかながらも堅調な景気回復を続けるためには、内需の持続的な回復が不可欠である。原油安やECBの金融緩和など内需回復を後押しする好環境が整っているこの時期に、各国が雇用・所得環境の改善や設備投資の増加を後押しする取り組みをどれだけ具体化できるかによって、ユーロ圏景気の先行きが大きく左右されるだろう。

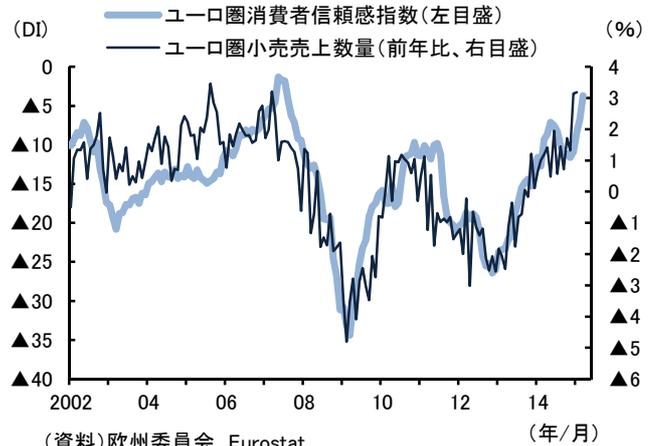
以上

(図表9) ロシアのGDP成長率とロシア向け輸出



(資料) ロシア統計局, Eurostat  
(注) 近似曲線は、2002年～13年(◇)。

(図表10) ユーロ圏の消費者信頼感と小売売上数量



(資料) 欧州委員会, Eurostat  
(注) 小売売上数量は、自動車を除く。