

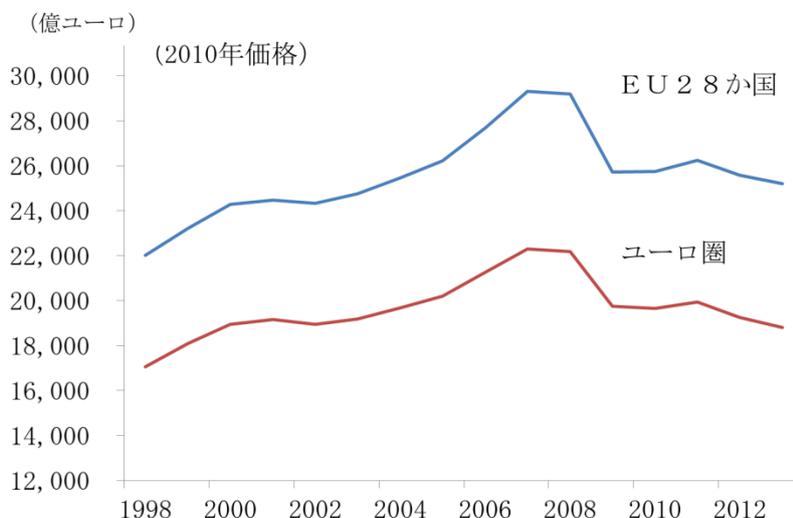
Weekly エコノミスト・ レター

早くも試されるEUの新たな財政ルール (その2)～どんな政策が必要なのか?～

経済研究部 首席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 7～9月期のユーロ圏の実質GDP（速報値）は前期比0.2%であった。プラス成長は13年4～6月期から6四半期連続。14年の年間の成長率は3年振りにプラス転化するが、GDPギャップは殆ど縮小せず、デフレ懸念は消えない。
2. すでにECBは、今後2年間で1兆ユーロ規模の金融緩和の強化を約束、梃入れに動いている。ユーロ圏の財政緊縮は全体ではピークを超え、財政ルールに適合する範囲内で減税による成長促進策を講じ始める国も出始めているが、積極財政に転じる動きはない。
3. 構造改革は、とりわけ硬直的で高コストとされる労働市場の改革に重点が置かれてきた。製品市場における競争や企業活動を妨げる規制の削減も進んだが、米英に比べれば、欧州大陸諸国は規制が強く、なすべきことは未だ多い。
4. 投資促進のために、ECBの金融緩和策で時間を稼ぐこと、財政ルールの柔軟で堅実な運用とともに、欧州委員会のユンケル委員長が立ち上げを目指す3000億ユーロの投資計画を、過去2回の期待外れのレバレッジ化計画を教訓に実効性のあるものとする、これらの政策の歯車を上手く噛み合わせる事が強く望まれる。

ユーロ圏、EU28カ国の総固定資本形成
～伸び悩む投資の梃入れは出来るか?～



(資料) 欧州委員会統計局

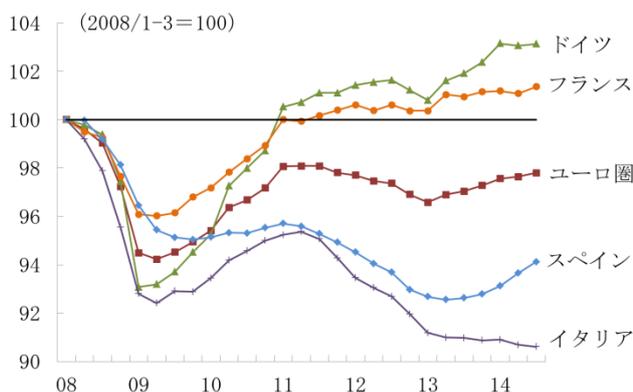
(7～9月期の実質GDPは前期比0.2%、6四半期連続でごく緩やかなプラス成長が続く)

11月14日、ユーロ圏の7～9月期の実質GDP(速報値)が公表された。7～9月期は前期比0.2%(前期比年率0.6%)であった。

欧州委員会統計局は、今回のGDP速報値から、計算方式をESA1995から2008年に国連が出した指針に基づくESA2010に変更、基準年も2005年から2010年に変更した。計算方式の主な変更点は研究開発(R&D)と兵器システムへの支出が総固定資本形成に加えたことである。また、今回の改定に合わせて、各国で統計方法の改善も行われ、国連の指針に沿った違法取引の計上方法の見直しも英国やイタリアなど多くの国が行った。新たな基準年となる2010年のユーロ圏のGDPは、計算方法の変更で2.2%(うちR&D投資要因が1.9%)、統計方法の改善で1.3%上方修正された。

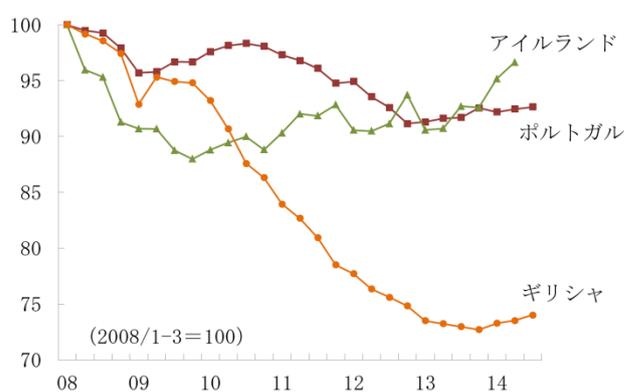
四半期の実質GDPも、14年1～3月期が前期比0.2%から同0.3%(前期比年率1.2%)、4～6月期は同ゼロから同0.1%(同0.3%)に上方修正され、一旦途絶えたと思われていたユーロ圏の景気回復が13年4～6月期から6四半期に亘り続けている形に変わった(図表1)。

図表1 ユーロ圏と独仏伊西の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

図表2 財政危機国の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局

(独仏は二期連続のマイナス成長を回避、財政危機国の回復も続く)

国別に見た7～9月期の実質GDPは良い材料が2つあった。

1つめは、ドイツとフランスが二期連続のマイナス成長を免れたことだ。ドイツは、4～6月期の前期比マイナス0.1%から7～9月期は同0.1%、フランスは4～6月期の同マイナス0.1%から7～9月期は同0.3%に回復した。

2つめは財政危機で大きなダメージを受けた国々の回復が続いたことだ。ギリシャが同0.7%、スペインが同0.5%、ポルトガルが同0.2%(アイルランドは7～9月期の実績は未公表)と、域内平均を上回るか、域内平均並みの回復が続いた。ギリシャは財政危機と同時に統計の問題が表面化したため、季節調整後のGDP統計の公表を停止していたが、今回、新方式の採用に併せて再開した。新たなデータによって、①2010年5月に欧州連合(EU)と国際通貨基金(IMF)に支援を要請、EU・IMFと欧州中央銀行(ECB)の3者、いわゆるトロイカによる支援下に入った後、景気が急激に落ち込んだこと、②13年には落ち込みのペースが緩和したこと、③2014年初から回復局面に入ったことなどが確認できるようになった。

他方、イタリアは、同マイナス0.1%と4～6月期の同マイナス0.2%に続いて、二期連続のマイナスになった。イタリアは、今回の統計の改定で1～3月期はマイナス0.1%からゼロに上方修正

されたが、過去3年にわたって実質GDPが低下し続けていることに変わりなく、不振が目立つ。

（ 3年振りのプラス転化もGDPギャップの縮小は進まず ）

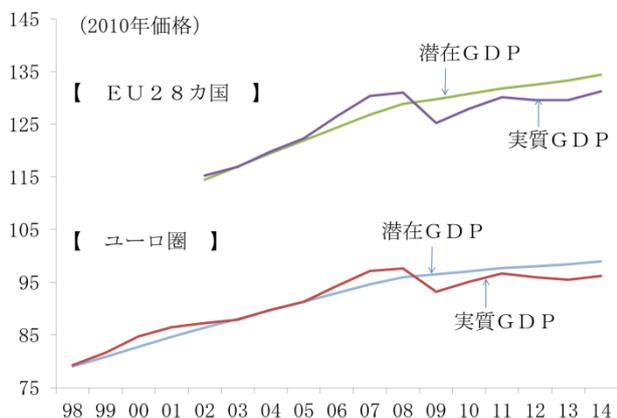
ユーロ圏は、過去6年間で3度目の景気後退をとりあえず回避し、14年の成長率は0.8%と3年振りのプラス成長が見込まれる。それでも、ユーロ圏全体の実質GDPが、世界金融危機前のピークを2%以上下回る水準で足踏みしている状態に変わらない。景気後退が止まらないイタリアの実質GDPはピークを10%下回っている。景気後退が軌道に乗り始めたとは言え、ポルトガルが7%強、スペインがおおよそ6%、ギリシャに至っては26%もピークを下回っている。

欧州委員会は、11月4日に公表した「秋季経済見通し」で、14年のユーロ圏のGDPギャップを2.8%と推計している。13年の3.0%からの縮小は僅かな幅に留まる。EU加盟28カ国ベースでは、英国の回復加速もあって、GDPギャップの縮小はユーロ圏より進んだが、それでも2.4%ものギャップを抱える（図表2）。

今年3月をピークに、ユーロ高は修正されたものの、世界的な原油価格の下落も影響し、低インフレを脱することができないままだ。底流には大幅なGDPギャップがあり、デフレ懸念は消えない。

過去6年間の政策は、ECBが緩和的な金融環境を維持、各国は財政健全化と構造改革に取り組む組み合わせであったが、すでにECBは、今後2年間で1兆ユーロ規模の金融緩和の強化を約束し、梃子入れに動いている（注1）。各国政府の領域である財政政策、構造改革にも、成長と雇用促進の効果を求める圧力が強まっている。

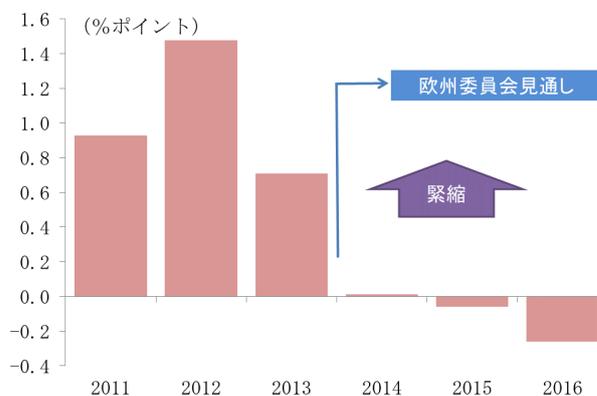
図表3 潜在GDPと実質GDP



(注) 14年は欧州委員会「秋季見通し」の予測値

(資料) 欧州委員会経済財政総局AMECOデータベース

図表4 構造的財政収支の対GDP比 (前年比変化幅)



(資料) 欧州委員会統計局

(注1) 経済金融フラッシュ No.14-150 「[11月ECB政策理事会：1兆ユーロ規模を公式目標化—全会一致を強調](#)」をご参照下さい。

（ 財政緊縮圧力は全体では緩和。フランスは目標緩和とともにドイツに投資拡大を要請 ）

欧州委員会の「秋季見通し」は、予測作成時点までに各国がまとめた予算案並びに中期財政計画を前提に作成される。構造的財政収支の変化幅は「裁量的な財政政策」の方向や規模を知る手掛かりとなるが、これを見る限り、ユーロ圏の財政緊縮はピークを超えたことがわかる（図表4）。スペインやポルトガルなど、財政ルールに適合する範囲内で減税による成長促進策を講じ始める国も

出ている。

その中であって、過剰な財政赤字の解消が遅れるフランス、名目GDPの落ち込みが続き、政府債務残高の名目GDP比率の引き下げに苦慮するイタリアは、景気下振れを理由に、過剰な財政赤字の解消や構造的財政収支を均衡の中期目標を修正した15年度予算案を欧州委員会に提出した^(注2)。欧州委員会は、両国が暫定予算提出後に微修正をしたこともあり、2週間以内(10月29日)に修正を求める権限は行使しなかったが、あくまでも暫定的な承認とした。欧州委員会は、24日~25日にも『国別勧告(CSR)』との適合性に関する「意見」を公表する見通しだが、欧州メディアは、欧州委員会がフランスをEDP違反としてGDPの0.2%相当までの罰金を求める「意見」が出される可能性もあると報じている^(注3)。

フランスは、構造改革の見返りに財政ルールにより柔軟な運用を求めるとともに、財政面で余裕のある国が財政支出の拡大するよう求めている。ドイツのショイブレ財務相は11月6日に表明した2016年予算案に2018年まで100億ユーロの投資計画を盛り込む方針は、フランスなどの要請に部分的に応えるものではあるが、規模が小さ過ぎ、且つ、立ち上げが遅いと批判がある。

ユーロ圏の財政緊縮路線は修正されつつあるが、だからといって需要創出のために積極財政に転じる動きは見られない。

(注2) Weekly エコノミスト・レター2014-10-17「[早くも試されるEUの新たな財政ルール\(その1\) ~どんな政策が必要なのか?~](#)」をご参照下さい

(注3) “Commission officials: Fining France over deficit is still an option” Euractive .com, November 20.2014. “Germany’s EU commissioner doubts Hollande’s reforms”, Financial Times November 20.2014
なお、強化された過剰な財政赤字は正手続きでは、欧州委員会の「意見」を覆すには、ユーログループの特定多数決による否決が必要となる。次回の会合は12月8日に予定されている。

(構造改革は進展したが、なすべきことは未だ多い)

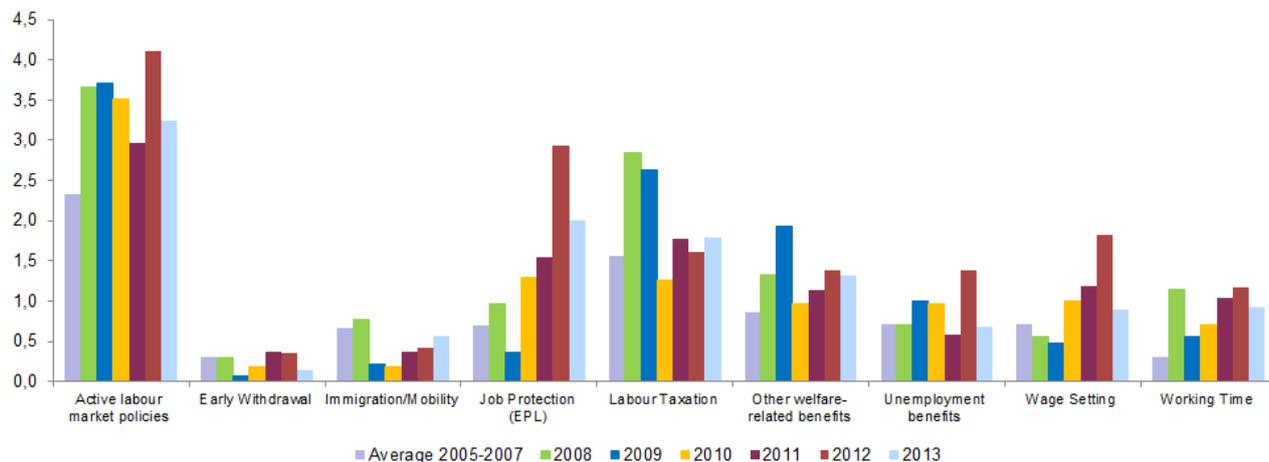
これまでの構造改革は、とりわけ硬直的で高コストとされる労働市場の改革に重点が置かれてきた。欧州委員会が作成する労働市場改革データベース(LABREF)は、国別・領域別に労働市場改革の取り組みを収録している。データは、EU加盟国、特に財政危機に見舞われたユーロ圏諸国を中心に、解雇規制(EPL)の見直しや、雇用と労働を阻害する税・社会保障負担の軽減、賃金決定方式の見直しなど、様々な規制改革が、世界金融危機前の平均(2005~07年)を上回るペースで実行されたことを示す(図表5)。

OECDの製品市場規制指標(PMRI)からは、製品市場における競争を妨げる規制削減への取り組みを把握できる。この指標からは、日本は2003年の時点から上昇、すなわち規制が強化されたが、規制の度合いが日本よりも強かった欧州大陸諸国では、規制改革が進展したことを示す(図表5)。

特に、世界金融危機以降、市場からの圧力が強まったスペインやイタリアで規制改革が進んだが、そもそも競争促進的な環境が確保されている米国や英国に比べて、欧州大陸主要国の規制はまだ厳しい。世界銀行がビジネス関連の法規制・諸手続きを基に作成しているビジネス環境ランキングでも、米国の7位、英国の8位に対して、ユーロ圏主要国で最も高いドイツでも14位、フランスは31位、スペインは33位であり、イタリアは56位と大きく遅れをとっている(図表6)。

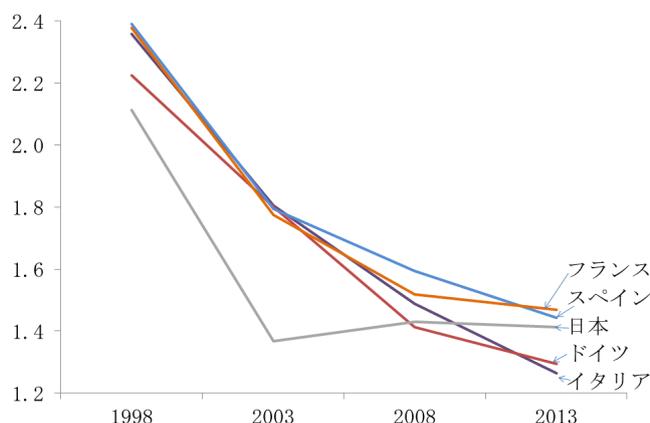
投資環境の改善は、日本を含めて多くの国が取り組んでおり、改革が前進しても、順位は低下するというケースも少なくない。欧州大陸諸国がなすべきことは未だ多いようだ。

図表5 EU28カ国における労働市場改革の平均実行件数



(資料) 労働市場改革データベース (LABREF)

図表6 OECDの製品市場規制指標 (PMRI)



(注) アンケート調査に基づき作成する政府関与、起業家に対する障壁、貿易・投資に対する障壁の3分野の規制の強さを示す指標。数字が大きいほど規制が強い

(資料) OECD

図表7 世界銀行ビジネス環境ランキング (2015年)

	米	英	独	日	仏	西	伊
総合順位	7	8	14	29	31	33	56
起業	46	45	114	83	28	74	46
建築許可	41	17	8	83	86	105	116
電力事情	61	70	3	28	60	74	102
登記	29	68	89	73	126	66	41
資金調達	2	17	23	71	71	52	89
投資家保護	25	4	51	35	17	30	21
納税	47	16	68	122	95	76	141
貿易	16	15	18	20	10	30	37
契約執行	41	36	13	26	10	69	147
破綻処理	4	13	3	2	22	23	29

(注) 全189カ国中の順位 (資料) 世界銀行

(3年間で3000億ユーロのEUの投資計画—見た目ほどの効果をもたらさない可能性)

このように、財政の健全化と構造改革は進展してはいるものの、投資の回復には結びついていない(表紙図表参照)。需要を創出し、潜在成長率の引き上げにもつながる投資促進のための政策が求められている。

その取り組みの1つが、欧州委員会のユンケル新委員長が最優先課題と位置づける3000億ユーロの「雇用・成長・投資パッケージ」である。パッケージの内容は今年24日にも公表され、12月18~19日のEU首脳会議での議題となる見通しだ。現段階で公式に表明されているのは、①15年~17年の3年間で追加的に3000億ユーロの官民の資本の動員を目指すことと、②インフラ関連(ブロードバンド、エネルギー網、輸送)、教育・研究開発、再生可能エネルギーとエネルギー効率、若年層の就業支援という4分野を優先分野とするという点だ。

3000億ユーロという金額は、EU28カ国の2013年の名目GDPの2.2%、総固定資本形成の11.5%、債務危機前の水準とのギャップに相当する。3000億ユーロの投資が実際に実行されるのであれば、GDPギャップの縮小と、潜在成長率の低下に歯止めを掛け、雇用の創出にも、それな

りに大きな効果をもたらすように思われる。

しかし、今のところ、このパッケージに対する期待は、「ECBの1兆ユーロの緩和」ほどには、盛り上がらない。1兆ユーロと3000億ユーロという金額の差だけが理由ではない。3000億ユーロという投資基金にEU財政あるいはEU加盟国が出資する政策金融機関である欧州投資銀行（EIB）から投じられる原資は300億ユーロ程度とされ、10倍ものレバレッジが期待されている。しかし、債務危機の後、公的な資金を呼び水に民間資金を動員しようとする「レバレッジ化」計画は期待通りの成果を挙げていないからだ。

最初の「レバレッジ化」は2011年10月の首脳会議で合意した4400億ユーロの金融安全網（EFSF）の救済能力を1兆ユーロに拡大するという計画で、実現しないままに終わった。この時は「ユーロ参加国政府の負担を増やさずに支援能力を拡大する」ことが目的で「部分的損失保証」と「共同投資基金」という2つの方式によるレバレッジ化で救済能力の拡大を目指した。しかし、期待したような資金の動員が困難なことが早々に明らかになり、結局、同年12月の首脳会議で、当初13年7月に予定されていた常設の欧州安定メカニズム（ESM）の立ち上げを1年前倒しし、3年期限で創設されたEFSFが13年6月末に業務を停止するまで並存する形をとることになった。最終的に金融安全網の資金不足懸念を封じ込めるには、ECBが12年9月に新たな国債買入れプログラムを導入することが必要だった。

もう1つの期待外れの「レバレッジ化」は、ユーロ圏の債務危機の最悪期であった12年6月の首脳会議で立ち上げた1200億ユーロの「成長・雇用協定」だ。「成長・雇用協定」は、財政緊縮・構造改革に偏重した対策が、景気後退が債務問題を深刻化させる問題に対処すべく、新たにフランス大統領に就任したオランダ大統領が主導しまとめた。1200億ユーロの内訳は、欧州投資銀行（EIB）の融資枠拡大600億ユーロ、EU財政の構造基金の550億ユーロ、汎欧州インフラ・プロジェクトの民間事業者が発行する「プロジェクト債」による45億ユーロである。

EIBの600億ユーロの融資枠拡大のために、EU加盟各国が100億ユーロの増資を行った。EIBは市場で資金を調達しており、最高格付け維持のため、財務内容の健全性に注意を払っており、増資分のレバレッジは6倍に抑え、自己資本比率の引き上げに動いた。EIBの保守的すぎる方針が投資拡大の妨げになったとの批判もくすぶる。

「成長・雇用協定」の文書では、100億ユーロのEIBの増資によって融資枠を600億ユーロ拡大することの追加投資効果を「1800億ユーロ」と見積もったが、総固定資本形成の推移は期待が見事に裏切られたことを示す。

（3年間で3000億ユーロのEUの投資計画—見た目ほどの効果をもたらさない可能性）

時間の経過とともに、投資不足、長期失業、潜在成長率低下という問題は深刻さを増す。欧州大陸諸国が成長戦略として構造改革を重視するのは正しい方向だが、その成果が表れるまでには時間が掛かる。

ECBの金融緩和策で時間を稼ぎ、構造改革の痛みを緩和すること、財政ルールの柔軟で堅実な運用とともに、「雇用・成長・投資パッケージ」を過去2回の期待外れのレバレッジ化計画を教訓に実効性のあるものとする、これらの政策の歯車を上手く噛み合わせる事が強く望まれる。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。