

Weekly エコノミスト・ レター

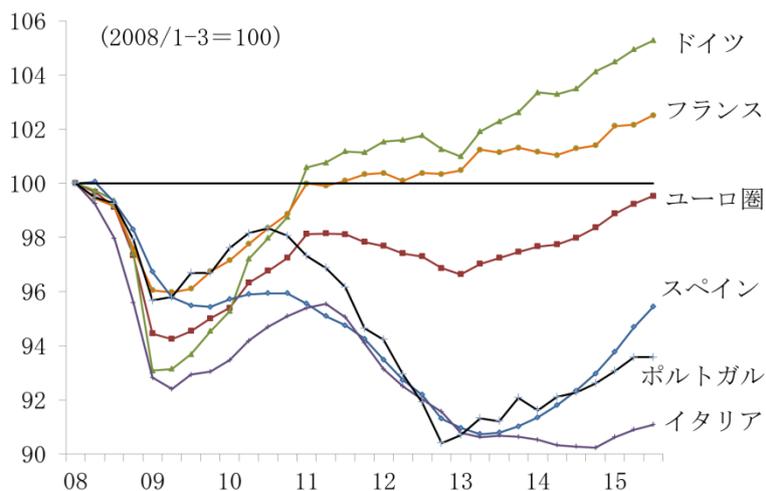
投資不足続くユーロ圏

— ECBの追加緩和だけでは解決できない

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

1. ユーロ圏経済は様々な悪材料にも関わらず緩やかな回復が続いているが、回復のペースは、生産活動の水準に照らし合わせると明らかに物足りず、投資不足は続いている。
2. 投資環境が好転しても、投資回復のペースが上がらないのは、域内市場の成長期待の低下という根本の要因に加えて、外部環境の不透明感が強まっていることも影響している。
3. 財政健全化のために、公共投資を削減し、その後も水準が回復していないことも、投資不足の一因だ。EUの欧州委員会は、2014年以降、加盟国の財政政策の評価にあたり、「財政緊縮一辺倒」ではなく、「成長に配慮した財政健全化」を求めるようになり、財政健全化ルールの解釈も柔軟化した。
4. 各国が財政政策の軌道修正に動き出したことも、ユーロ圏の緩やかな回復を支えているが、成長指向の財政政策は、主に減税や社会保険料負担の軽減などを通じたもので、財源確保のため歳出の削減措置を伴うため、公共投資の水準の回復には結びつき難い。
5. 欧州中央銀行（ECB）は、12月3日の政策理事会で追加緩和を決める見通しだ。追加緩和はユーロ高圧力の緩和効果はあるが、投資不足への効果は限られる。長期停滞打開のための財政出動への期待が高まることになりそうだ。

回復は続くが、ペースは緩やか～ユーロ参加国の実質GDP（国別）～



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

(7～9月期のユーロ圏実質GDPは前期比0.3%)

ユーロ圏経済の緩やかな回復が続いている。今月13日に公表された欧州連合（EU）加盟国の7～9月期のGDP統計（暫定値）によれば、ユーロ圏の実質GDPは、前期比0.3%（前期比年率1.2%）だった（図表1）。

今年1～3月期の同0.5%（同2.1%）、4～6月期の同0.4%（同1.4%）から緩やかに鈍化はしている。とは言え、7～9月期は、ギリシャ支援協議の空白期に始まり、8月には中国・新興国経済の減速懸念の強まり、シリアなどからの難民の急増への対処を巡るEU加盟国間の足並みの乱れ、さらに9月の終わりには欧州最大の自動車メーカーであるフォルクス・ワーゲン（VW）の排ガス不正問題などが表面化した。こうした悪材料にも関わらず、回復基調が途切れることはなかった。

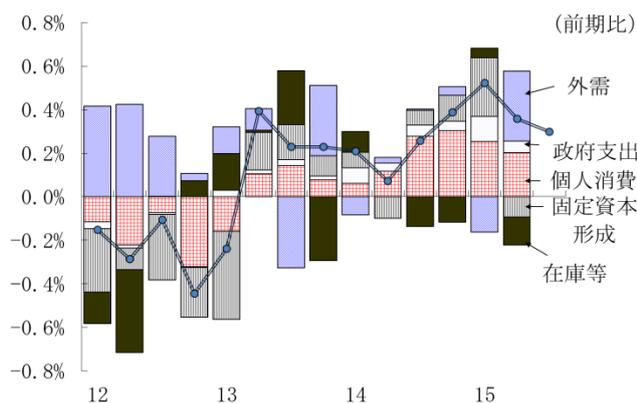
(生産活動の水準は低く、回復ペースは物足りない)

回復が続いているとは言え、そのペースは、生産活動の水準に照らし合わせると、明らかに物足りない（表紙図表参照）。

7～9月期の実質GDPは、スペインが前期比0.8%と最も高く、ドイツとフランスが同0.3%、イタリアが同0.2%だった。高めの成長が続くようになったスペインでも、実質GDPの水準は、世界金融危機前のピークである2008年1～3月期をまだ5%近く下回っている。イタリアは、15年に入って、ようやく緩やかな回復が続くようになったばかりで、実質GDPの水準は世界金融危機前のピークをおよそ1割下回っている。

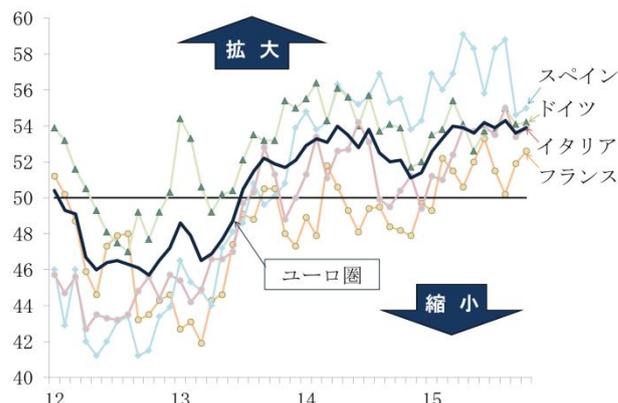
10～12月期に入ってからからの拡大のペースも7～9月期並みだ。実質GDPと連動性が強い総合PMI（購買担当者指数）は、10月もユーロ圏全体で53.9と生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回り、実質GDPで前期比0.4%相当の水準を維持している。スペインの回復の勢いはさすがに鈍っているものの、フランス、イタリアの両大国が、失速を免れていることが大きい（図表3）。

図表1 ユーロ圏実質GDP



(資料)欧州委員会統計局 (eurostat)

図表3 ユーロ圏総合PMI



(資料)Markit

(個人消費は堅調ながら投資は低調。自律性、持続性にも不安が残る)

回復ペースの緩やかさ、水準の低さに加えて、自律性、持続性に不安がある。

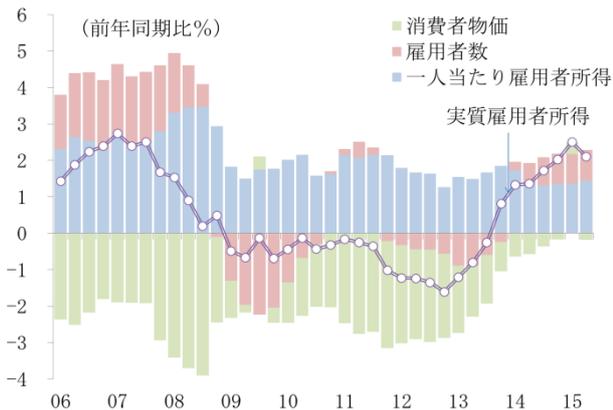
7～9月期の実質GDPの需要項目別の内訳は、12月8日公表の二次速報値まで公表されないが、独仏の統計局のリリース内容などを見ると、個人消費は堅調を保ったものの、外需は7～9月期には再度下押し要因に転じ、投資は期待に反して伸び悩んだようだ。

個人消費の回復は実質雇用者所得の伸びを裏付けとする。2013年半ばからは雇用の回復が定着す

るようになり、一人当たり雇用者所得も、世界金融危機以前より伸び率は低下しているとは言え、前年同期比1%台半ばで伸びている。他方、世界的な原油安を背景にエネルギー価格の前年比での下落が続き、インフレ率がゼロ近辺で推移していることも、実質ベースでの雇用者所得を押し上げている（図表3）。

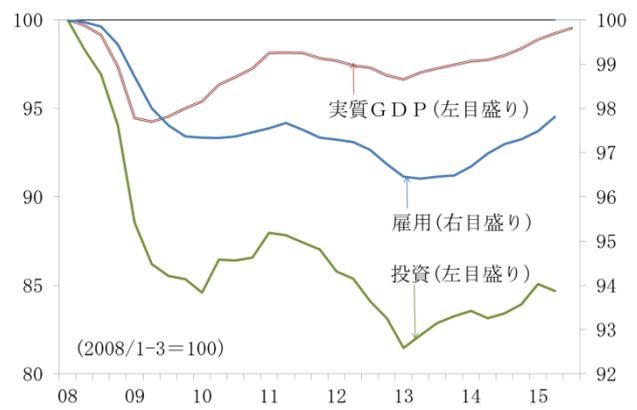
投資は、世界金融危機の影響が一巡した後、ユーロ圏内の債務危機が広がったことで、13年1～3月期に二番底をつけた。その後の回復も鈍いため、15年4～6月期時点の水準は2008年1～3月期をおよそ15%下回っている（図表4）。

図表3 ユーロ圏の実質雇用者所得



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表4 ユーロ圏実質GDP、雇用、投資



(注) 投資=実質の固定資本形成

(資料) 欧州委員会統計局

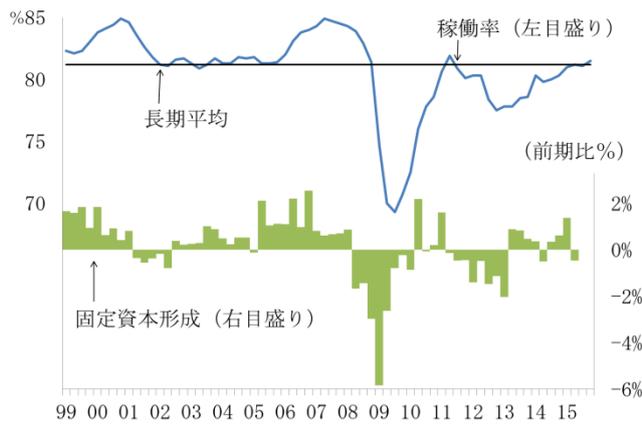
(投資環境は一時期に比べて改善)

ユーロ圏の投資環境は、一時期に比べて大きく好転していることから、投資の回復にも弾みがついても良さそうだ。財政危機の伝播に歯止めが掛かり、金融システムの緊張は緩和、欧州中央銀行（ECB）は、マイナス金利と量的緩和で、行過ぎたユーロ高を阻止、景気を下支えている。資源価格の低下もあり企業業績は改善しており、設備稼働率も、1990年からの長期平均の水準に達している（図表5）。半期に一度の欧州委員会の「設備投資計画調査」でも、今年3～4月の段階では前年比4%増と前向きな姿勢が確認されている。

債務危機に見舞われた国々を中心に、労働市場改革や投資関連規制の改革、税・社会保険料負担の軽減措置など投資環境改善の取り組みも進展した。世界銀行の「ビジネス環境ランキング」にも、改革の進展は表れている（図表6）。世界銀行のランキングは、起業のしやすさ、建設許可、電力事情などビジネス環境を評価する各項目について、最も優れている国からの乖離を示す指数（DTFスコア）に基づいて作成される。欧州では、デンマークが189カ国・地域中3位、英国が同6位、スウェーデンが8位など北部の国々のビジネス環境の評価が高く、南欧と大きく差がついている。それでも南欧諸国のDTFスコアは、最も低いギリシャも含めて、過去5年余りで改善しており、投資環境が改善したことは確かだ。

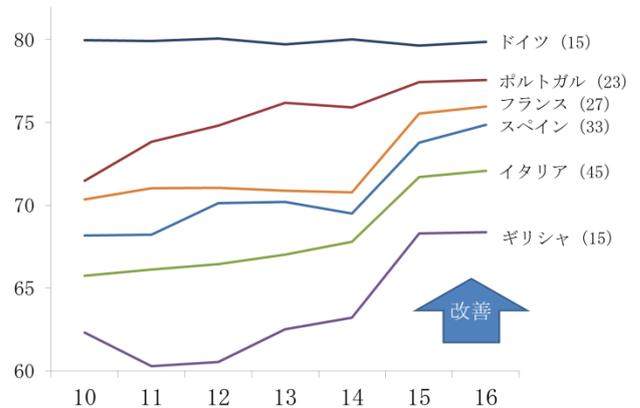
金融環境や規制環境の改善にも関わらず、投資回復のペースが上がらない理由としては、域内市場の成長期待の低下という根本の要因に加えて、外部環境の不透明感が強まっていることも影響しているように思われる。世界経済を牽引してきた中国・新興国経済は減速、政治的にもロシアとの関係悪化、中東・北アフリカ情勢の不安定化など地政学的なリスクも高まっている。民間企業は、投資の実行に慎重にならざるを得なくなっている。

図表5 ユーロ圏の固定資本形成と稼働率



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)、欧州委員会「四半期企業サーベイ」

図表6 ユーロ参加国のビジネス環境 (DTFスコア*)



(*) ビジネス環境を評価する項目で最も優れている国からの乖離を示す指数。100 が最も優れている

(注) 国名横の数値は 189 カ国・地域中の順位

(資料) 世界銀行「Doing Business」

(公共投資の水準の低下も投資回復を妨げる一因)

投資の伸び悩みは今や主要国の多くが共有する悩みだが、ユーロ圏の場合は、財政健全化のために、公共投資を削減し、その後も水準が回復していないことも、投資不足の原因となっている。

ユーロ圏内の公共投資の対名目GDP比は、現在の統計で遡ることができる 95 年以降、2008 年までは 3.2% 近辺で安定的に推移していた。2009 年に世界金融危機による民間需要萎縮の影響で 3.6% まで跳ね上がった後、低下傾向に歯止めが掛からなくなり、今年 1～6 月の平均は 2.5% となった (図表 7)。

ユーロ参加国の公共投資の対名目GDP比の水準は、そもそもばらつきが大きいのが、95～2008 年の平均と直近の水準を比べると、直近の水準が低い国 (図表 8 の 45 度線よりも下に位置する国) が多い。特に危機前とのギャップは、南欧などの債務危機に見舞われた国で大きい。

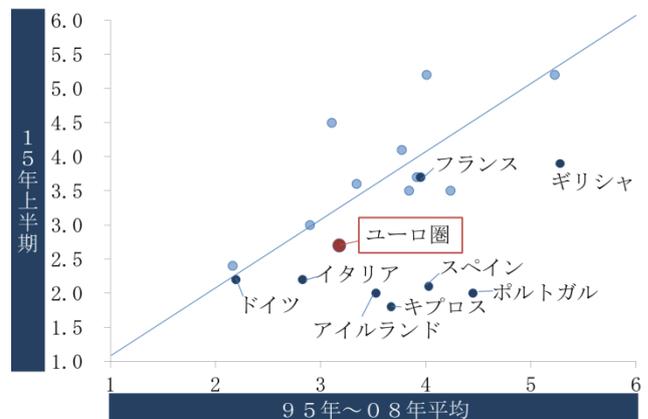
図表7 ユーロ圏の公共投資の対名目GDP比



(注) 15 年は 1～6 月の実績値

(資料) 欧州委員会統計局

図表8 ユーロ圏の公共投資の対GDP比



(資料) 欧州委員会統計局

（ 成長指向の財政政策は減税に重き。歳出には削減圧力が掛かる ）

EUの欧州委員会は、2014年以降、加盟国の財政政策の評価にあたり、「財政緊縮一辺倒」ではなく、「成長に配慮した財政健全化」を求めるようになった。財政緊縮を一因とする投資不足が、GDPギャップの縮小とともに潜在成長率の回復を遅らせ、長期停滞に陥る懸念が高まったからだ。

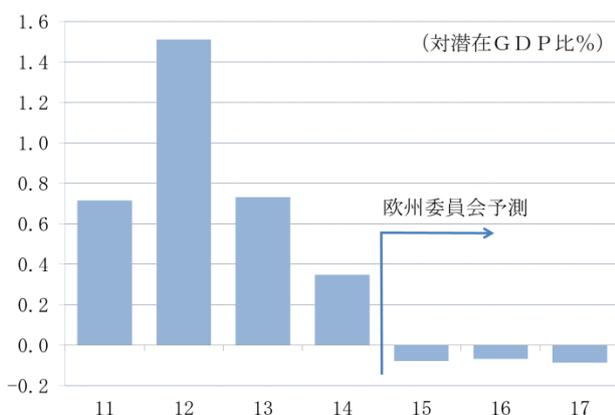
さらに今年1月、欧州委員会は、債務危機を教訓として強化されてきた財政健全化ルールの解釈を柔軟化することも決めている。新たな解釈では、加盟国の予算案を審査する際に、①公共投資や構造改革に関する支出に関しては中期財政目標（MTO）からの逸脱を許容する、②政府債務残高が名目GDPの60%を超える過剰債務国に求める財政健全化措置のペースも、マイナス成長や大幅なGDPギャップを超える場合には、その度合いに応じて緩和し、ルール違反を問わない、というものだ。この解釈の柔軟化によって、債務危機のダメージが大きい南欧諸国のほか、フランスも恩恵を得られることになった。

財政緊縮策は、ユーロ圏全体で見るとすでに峠を越えており、緩やかな景気の回復を支える一因となっている。欧州委員会は、構造的財政収支（景気変動要因と一時的な要因を除いた財政収支）の前年からの変化で財政健全化措置の大きさを測っている。これによれば、ユーロ圏の財政緊縮のピークは2012年で、その後、財政緊縮措置の規模は縮小、2015年は、僅かながら景気刺激的になったことがわかる（図表9）。

ユーロ圏の歳出入の対名目GDP比にも、歳入の名目GDP比率の低下という形で、財政政策の変化が見て取れる。これは、イタリア、フランス、スペインなどで、所得税や法人税などの減税の動きが広がっていることによるもので、15年以降は、歳入の比率が緩やかに低下する見通しとなっている（図表10）。

ただ、これまでの成長指向の財政政策は、主に減税や社会保険料負担の軽減などを通じており、財源確保のための歳出の削減措置を伴うため、公共投資の水準の回復には結びつき難かった。欧州委員会が、各国が提出した16年以降の財政計画などを踏まえて今年11月にまとめた「秋季経済見通し」でも、2017年の公共投資の水準が、2014年時点を上回る国はユーロ圏の19カ国中8カ国に過ぎないとしており、低調な公共投資が投資抑制の一因となる状況が続く見通しとなっている。

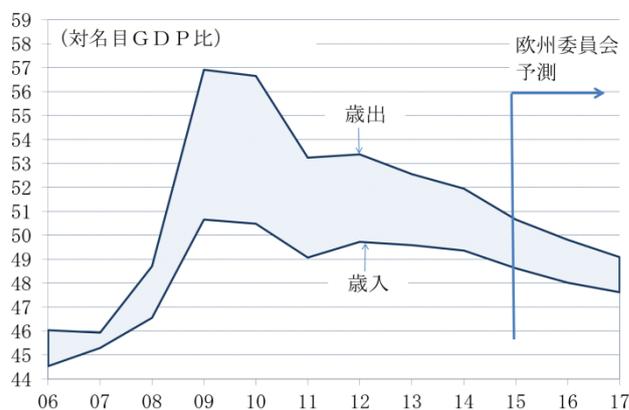
図表9 ユーロ圏の構造的財政収支の
前年比変化率



(注) 構造的財政収支 = 景気変動要因、一時的要因を除いた財政収支

(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」(2015年11月)

図表10 ユーロ圏の歳出入の対名目GDP比



(資料) 欧州委員会「秋季経済見通し」(2015年11月)

（ E C Bは追加緩和へ。だが投資不足克服への効果は限られる ）

E C Bは、12月3日に開催する次回の政策理事会で追加緩和策を決定する見通しだ。ユーロ圏経済は緩やかな回復が続いてはいるものの、水準的に見た生産活動や雇用の回復度合いはまだ低く、回復のペースは鈍い。投資の回復に弾みが見つからないために、自律性や持続性が弱く、長期停滞に陥るリスクが排除できないことが、追加緩和に動こうとしている背景にある。

市場では、E C Bが、市中銀行から預金を受け入れる際の金利を現在のマイナス 0.2%から引き下げることに加えて、国債等を買入れる資産買入れプログラムについても、16年9月としている当面の期限延長に加えて、月 600 億ユーロという規模の拡張にも動くのではないかと期待が高まっている。今月 13 日には、パリで同時多発テロが発生し、企業や家計のマインドが冷え込むリスクが高まっていることもあり、市場の期待に見合う緩和策を決める可能性が高そうだ。

E C Bの追加緩和には、米国の金融政策の影響で、過度のユーロ高が進行することを抑制する効果のほか、地政学的なリスクや政治的な問題が生じた場合の市場に過度の緊張の高まりを緩和する効果は期待できるだろう。

しかしながら、ユーロ圏が直面している投資不足への効果は限られる。長期停滞打開のための財政出動への期待が高まることになりそうだ。

(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。