

成長力が強まるフランス？ 牽引力を弱めるドイツ？

～ユーロ圏で高まる景気低迷長期化の可能性～

山口 勝義

要旨

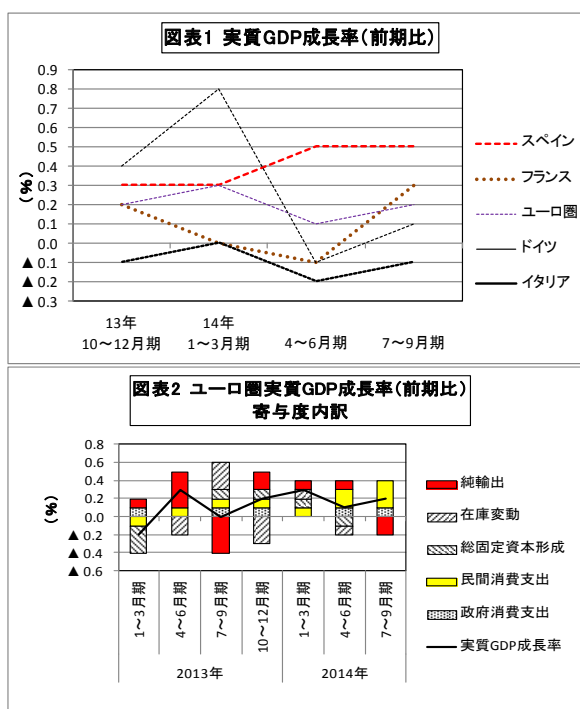
今後、ユーロ圏においてはドイツが経済成長の牽引力を弱める可能性が大きく、一方でフランスがドイツの役割を担うことは期待し難い。こうしたなか、有効な需要刺激策が採られないとすれば、ユーロ圏の景気低迷が長期化する可能性がさらに高まるものと考えられる。

はじめに

景気低迷が長引くユーロ圏では、国家財政のほか企業や家計でも債務残高の削減が課題となっており銀行借入を通じた投資等の拡大には繋がりにくいことや、域内の金融機能も十全とは言えないことなど、景気回復上の障害が引き続き残されている。加えて、物価上昇率の低下（デフレーション）の進行、対ロシア制裁の影響拡大や、新興国や資源国経済の成長鈍化などの懸念材料も生じている。このため、今後も当面のところ実体経済の本格的な成長は困難であるばかりか、成長には相応のダウンサイドリスクが伴っているものと考えられる。

また、ユーロ圏ではこれまで、需要面の刺激策を軽視したままで経済の供給面の改革に偏重し、また金融政策に多くを依存する政策を採用してきた。これらの政策の景気対策としての実効性は限られたものであることから、今後もこうした政策を継続する場合には景気低迷からの離脱は一層見通し難いことになる^(注1)。

こうしたなか、ユーロ圏では14年7～9月期の実質GDP成長率は前期比わずか0.2%にとどまり、改めて低成長の継続が確認された（図表1、2）。さらにここで注目される点は、まず、いわゆる周辺国



(資料) 図表 1、2 は、Eurostat のデータから農中総研作成。

の中で比較的順調な成長が認められるスペインとマイナス成長が続くイタリアとの経済情勢の分化であり、次に、前期比0.1%成長のドイツとそれを上回る同0.3%となったフランスとの対比である。

前者については従来から継続する動きであるが、後者については大方の見方に反し、フランスは新たに成長力を強めてきているということなのだろうか。一方、ドイツは今後ユーロ圏経済の牽引力を弱めていく可能性があるのだろうか^(注2)。

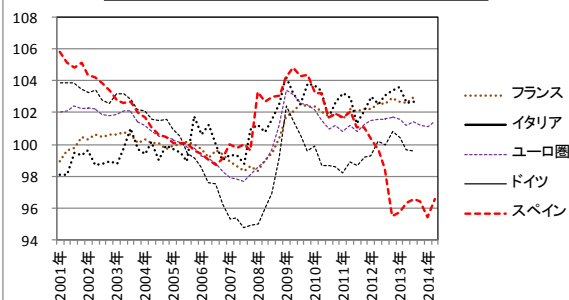
フランスは成長力を強めているのか？

まずフランス経済の特徴を概観すれば、次の点が指摘できる。労働コストは高止まりし競争力に劣るなど、フランスはイタリアともども経済の構造改革の遅延で、供給サイドの弱点を引き続き抱え込んでいる。低位にとどまる企業の固定資本投資などに伴い労働生産性の改善は小幅であり、企業の収益性の低迷も顕著となっている（図表 3～5）。このためフランスの経済成長は世界経済のパイの拡大に大きく依存することになるが、新興国経済等の成長鈍化も懸念されるなか一層環境は厳しさを増しているものと考えられる。

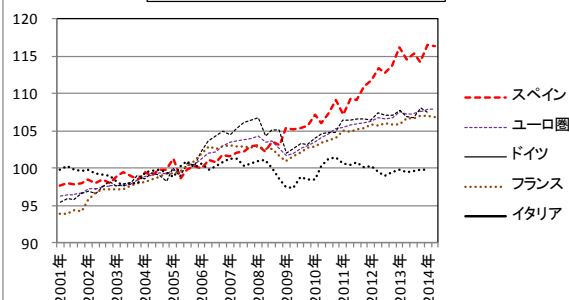
これに対し 14 年 7～9 月期の実質 GDP の内容を見れば、在庫の経済成長への寄与度が大きいことが確認できる（図表 6）。しかしながら、弱い内需が継続するなかで、また変動が大きいこれまでの推移からも、在庫が今後も同様の寄与を継続するとは考え難い。また、項目別の伸び率では個人消費支出がプラス圏にあるものの低い水準にとどまるばかりか、失業率が 10.5%（14 年 10 月）と、じり高傾向で推移する下では、今後の消費の加速は期待し難い。一方で、企業の固定資本形成の伸び率はマイナスが継続しており、こうした点からも経済成長力の底上げは覚束ないものとなっている。

以上の情勢の下、フランスでは与党社会党は一枚岩ではなく、踏み込んだ景気対策の取り纏めには困難が伴っている。また、15 年予算案では財政赤字の目標達成を 17 年まで再度延期することとなったが、財政改革が今後も経済成長の負担として働き続けることになる。さらに、オランド大統領の支持率は 12%にまで低下し極右の国民戦線（NF）が台頭するな

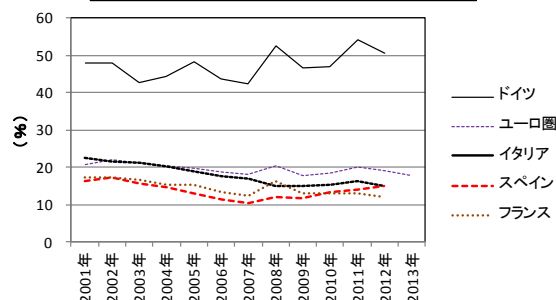
図表3 単位労働コスト(実質)(2005年=100)



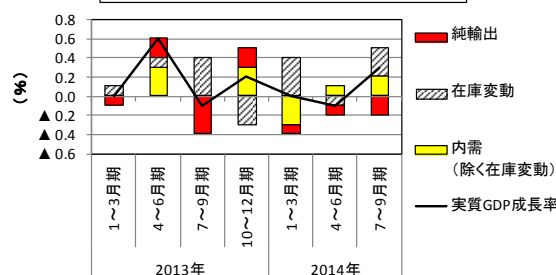
図表4 労働生産性(2005年=100)



図表5 粗資本利益率(課税前)(非金融企業)



図表6 実質GDP成長率(フランス、前期比)寄与度内訳



（資料）図表 3 は INSEE（フランス国立統計経済研究所）、図表 4～6 は Eurostat の各データから農中総研作成。

どで、17 年の大統領選挙に向けて政治的な不透明感が高まることが予想される。

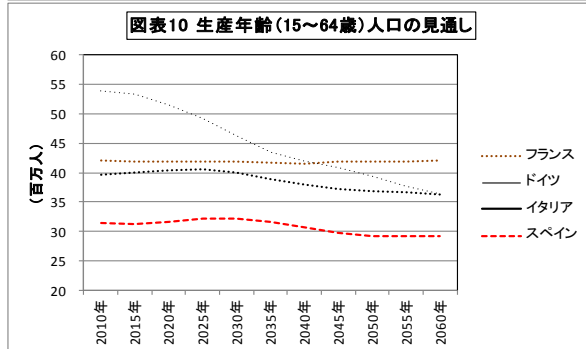
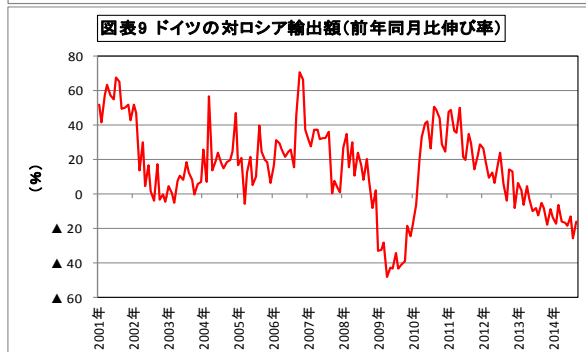
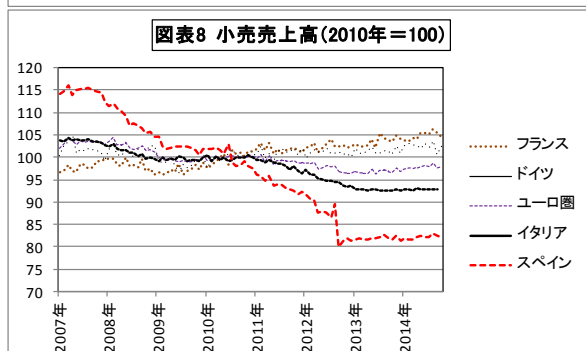
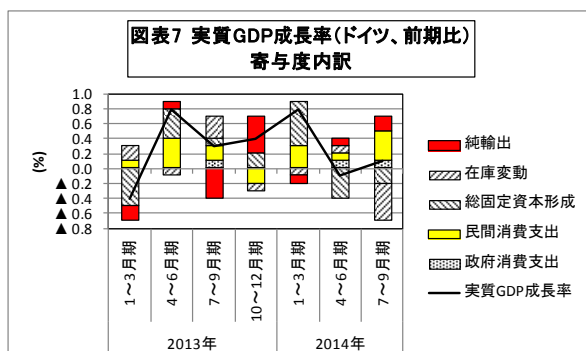
これらの点からすれば、今回のフランスの経済成長率の好転は一時的なものにとどまる可能性が高く、今後の経済情勢を楽観できる状況にあるとは言えない。

ドイツは牽引力を弱めていくのか？

最近、ドイツ経済の成長減速化を強く意識させたものは、10月初旬に発表された8月の製造業受注、鉱工業生産、輸出の各経済指標の相次ぐ悪化であった^(注3)。その後の9月、10月分のデータについては改善が見られるもの、月により跛行性の大きさが残っている。

一方、14年7～9月期の実質GDP成長率を見れば、純輸出以上に民間消費支出の寄与度が大きいことが分かる(図表7)。ドイツでは小売売上高が上向きつつあるなどの動きがあり、従来の主として外需に依存した成長から内需による景気下支えへの転換の気配として注目されるが、既に息切れ感も生じており明確なトレンドとなるには至っていない(図表8)。

以上の下で懸念材料としては、第一に、対ロシア経済制裁の継続や、原油価格の下落に伴うロシア経済の一層の疲弊がある。既にマイナス圏のロシアに対する輸出額の伸び率は、さらに低下する可能性をはらんでいる(図表9)。確かにドイツにとってはこの輸出額のシェア自体は3%弱に過ぎないが、他にも両国の経済は密接な結び付きがあり、ロシアの動向はドイツ経済にとり無視できないものとなっている^(注4)。第二に、より中期的な視点からは、失業率が4.9%(14年10月)と、既に完全雇用に近い水準にまで低下し今後は潜在成長率の引上げが強く求められるドイツにおいて、固定資本投資は活発とは言えず生産性の改善はユーロ圏の平均的な水準にとどまっている点である(図表4)。しかも今後、ドイツでは他国に比べ少子高齢化が急速に進む見込みであることから、生産性の改善が進まなければ経済成長力が低下する可能性は一



(資料) 図表7、9は Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)、図表8、10は Eurostat の各データから農中総研作成。層強まるものとみられる(図表10)^(注5)。

このように、足元での対ロシアビジネスの縮小や、このほか新興国経済の成長減速化などの下で、また今後中期的にも、ドイツは経済成長の牽引力を弱めていく可能性が高いものと考えられる。

おわりに

以上のように、今後ユーロ圏においてはドイツが経済成長の牽引力を弱める可能性が大きく、一方でフランスがドイツの役割を担うことは期待し難い。

これに対し、ユーロ圏では一部には新たな景気刺激策を打ち出す動きも現れている。まず、11月にショイブレ独財務相が連邦政府による投資の増額を表明した。しかしながら、この実施は16年以降となり、かつ対象となる3ヶ年の総額も100億ユーロと、ドイツのGDPの0.1%程度にとどまることから、実質的な景気刺激効果は限定的であると考えられる。また、11月に就任したユンケル欧州委員会委員長が、15年以降の3年間にわたる総額3,150億ユーロの官民投資計画である「欧州戦略投資基金（European Fund for Strategic Investments、EFSI）」を鳴り物入りで打ち出した。これは欧州連合（EU）と欧州投資銀行（EIB）による210億ユーロの債務保証を核に民間資金を呼び込む計画であるが、これについても、予め重点分野をインフラ整備に置くことが妥当なのかどうか、現実に投資資金を確保できるのかどうかなど不透明な点が残されている。欧州では、12年にも1,200億ユーロ規模の投資計画を立ち上げたものの十分活用されなかった前例もあり、現場から遠い欧州委員会の発想が有効に機能するのかどうかは未知数である。

一方、最近の原油価格の下落もユーロ圏経済の追い風になるとは限らない。原油安は企業の製造や物流のコストを低下させ、製品価格の低下を通じて消費者にもメリットが及ぶことで、産油国から消費国への所得移転として働き得るが、経済の供給面以上に需要面に課題があり外

需に大きく依存する状況のほか、一方でのユーロ安傾向もあり、こうした効果が順調に実体経済に浸透するとは限らない。むしろ、インフレ期待の一層の後退や、資源国経済の停滞などを通じ、マイナスの効果が拡大する可能性が否定できない。

また、ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）による国債を対象とした量的緩和政策（QE）の導入への期待も強まっているが、その効果には限界があるものと考えられる^{（注1）}。こうしたなか、より需要面の刺激に着目した有効な政策が採られないとすれば、ドイツの牽引力の低下も加わり、ユーロ圏の景気低迷が長期化する可能性がさらに高まるものと考えられる。

（2014年12月17日現在）

（注1） ユーロ圏の景気対策の問題点や課題等については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「見直しが迫られるユーロ圏の景気対策～供給面や金融面に偏った政策の限界～」(『金融市場』2014年11月号)

・ 山口勝義「ユーロ圏を巡るリスクシナリオ～世界的な市場波乱のトリガーにも～」(『金融市場』2014年12月号)

（注2） スペインとイタリアの経済情勢の分化については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリア等の出遅れ～」(『金融市場』2014年5月号)

（注3） ドイツの8月の製造業受注が前月比5.7%、鉱工業生産が同4.0%、さらに輸出額についても同5.8%の、それぞれ大幅な低下となった。

（注4） ドイツの輸出額全体に占める対ロシア輸出のシェアは2014年9月時点で2.5%である（1年前の2013年9月時点では3.2%）。以上は、Statistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）による。

一方、約6,200社のドイツ企業がロシアで事業展開を行っているほか、約30万人のドイツ人が何らかの形でロシアとのビジネスに関わっているとされている。この点については、次の記事による。

・ Financial Times（28 November 2014）“Industry feels squeeze as exports to Russia fall”

（注5） ドイツ経済を巡る構造的な問題点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「社会構造の変化とユーロ圏のマクロ経済～力強さに乏しい中長期的な経済成長力～」(『金融市場』2014年2月号)