海外経済金融

経済のグローバル化とユーロ圏の景気対策

～需要の弱さに着目した対策の重要性～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏ではディスインフレが進行しており、経済の供給面よりも需要面に着目した景気対策が求められている。また、今後の経済・金融情勢を判断するうえでは、経済のグローバル化の進行に伴う影響等にも目を配る必要性が高まっているように考えられる。

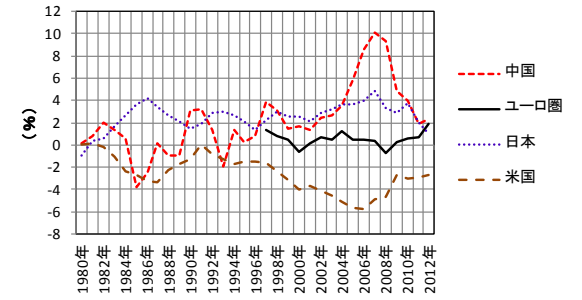
はじめに

ユーロ圏では、引き続き物価上昇率の低下（ディスインフレ）が進行している。これについては、例えば国際通貨基金（IMF）は 1 月公表の「世界経済見通し」改定版で、前回の 2013 年 10 月時点での見通し以降に生じた世界経済の下振れリスクのひとつとして指摘している（注 1）。

総じて高い失業率の下で個人消費が力強さを欠くなどの需要の弱さに、最近ではエネルギー価格の低下傾向やユーロ高等も加わり、これらがユーロ圏のディスインフレ進行の主たる要因となっているものと考えられる（注 2）。

この一方で、ユーロ圏の最近のマクロ経済動向で注目されるのは経常収支の改善傾向である（図表 1）。これは政府部門および民間部門総体として、これまでの過小貯蓄・過大投資から過大貯蓄・過小投資の状態に移りつつあることを示している（注 3）。この背景の一部には政府部門の収支の改善があるが、他面では民間部門における投資の停滞が反映しているものと考えられる。ここで企業の固定資産投資の推移を見ると、リーマンショックやユーロ圏の債務危機を機に主要国においてはこれが低下し、その後も反転に至る兆しは現れてはいない（図表 2）（注 4）。

図表1 経常収支（対GDP比）



（資料）IMF のデータから農中総研作成。

図表2 企業の固定資産投資比率（非金融）

（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

このような点からすれば、回復のペースが緩慢なユーロ圏経済の課題はむしろ経済の供給面にあるとも考えられる。

しかしながら、経済のグローバル化が進む現在の環境下では、生産拠点の海外移転などに伴う経済の基本構造の変化は着実に進行している。このため、ユーロ圏における経済の課題とその対策については、こうした変化が国内における投資等に及ぼす影響を十分踏まえたうえで考察を行う必要があるものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

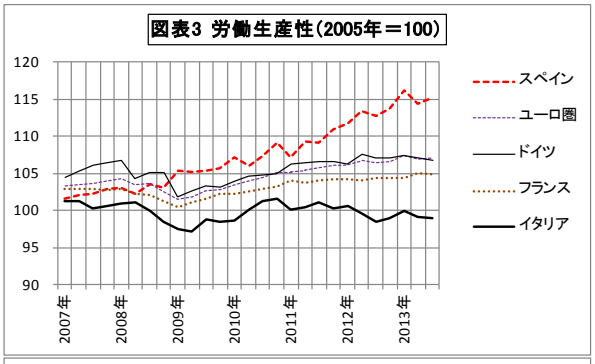
経済のグローバル化の進行とその影響

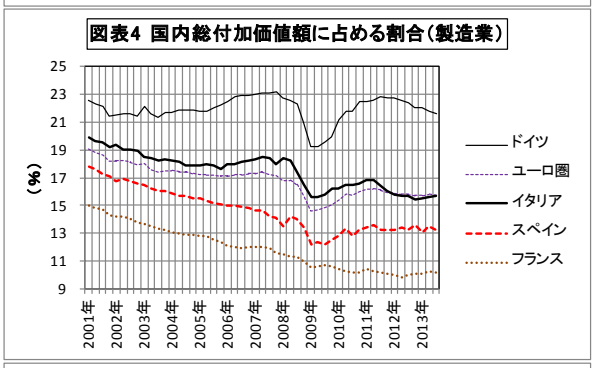
このような企業による国内における投資の停滞の理由としては、ユーロ圏では企業の財務改善が課題として残されている点や経済の将来見通しの不透明感がリスクテーク意欲の減退をもたらしている点が考えられる。また、これらに加えて緊縮財政のなかでの政府によるインフラ投資の削減や、80 年代以降の情報技術革命が一服した後には技術革新の余地が限られてきている点もその要因である可能性がある。実際に企業の研究開発投資は活発とは言えず、これらの結果、ユーロ圏主要国の労働生産性はスペインを除けば横ばいで推移している（図表 3）。

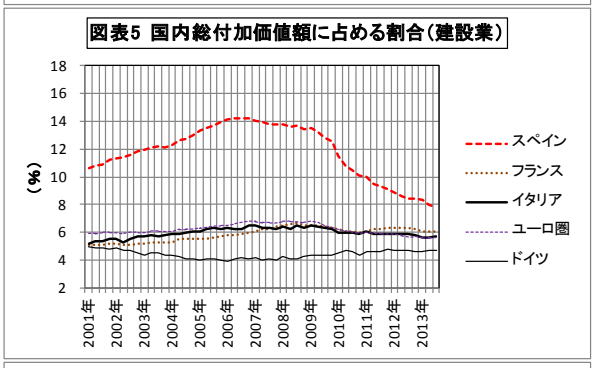
しかし、国内投資の停滞の理由としては、この他にも経済のグローバル化の影響が大きいものとみられる。

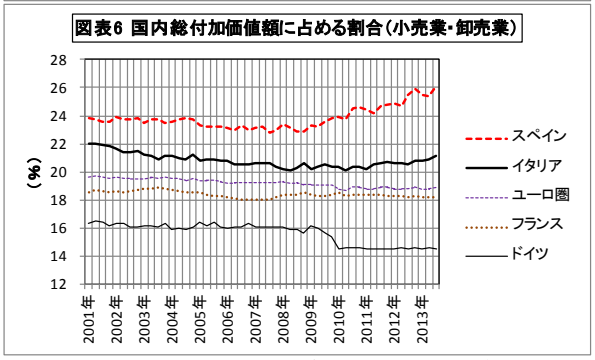
ユーロ圏の主要国では、全産業による国内総付加価値額の中で製造業の占める割合が傾向的に低下していることが明らかである（図表 4）。これに対し、建設業や小売業・卸売業にかかる同割合の推移では、不動産バブルが崩壊したスペインで建設業の割合が急減しているなどの固有の特徴は認められるものの、一般的には概して横ばいないしは増加傾向が認められている（図表 5・6）。また、同様の傾向が、これらの産業に従事する従業員数の推移においても確認できる。

これらは、経済のグローバル化を通じた生産拠点の海外移転の進行が反映した結果と考えられる。このため、ユーロ圏内に限ってみれば一見して投資不足や生産性の改善不足など経済の供給面に課題があるように見られる事象も経済のグローバル化の中では自然、かつ回避困難なものであるとも考えられる。現実に、ユーロ圏のみならず米国等においてもディスインフレ傾向が生じていることからすれば、主要先進国では供給不足の問題に陥っているとは考え難く、ユーロ圏の景気対策として求められるのも、やはり需要不足に向けた対策であると考えられる。









（資料）図表 3～6 は、それぞれ Eurostat のデータから農中総研作成。

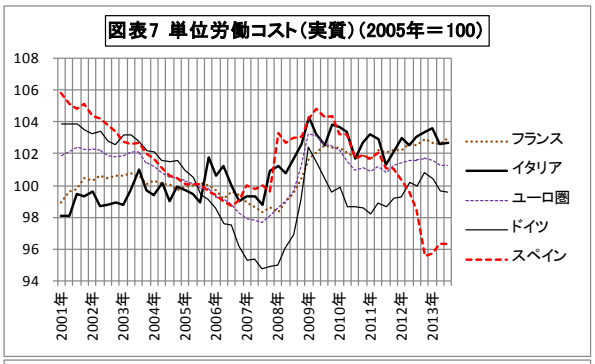
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

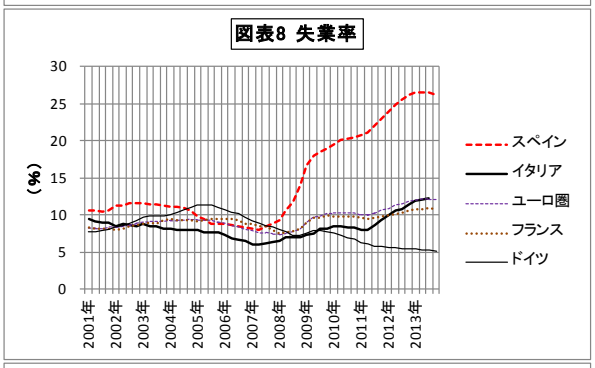
供給面偏重の経済対策の問題点

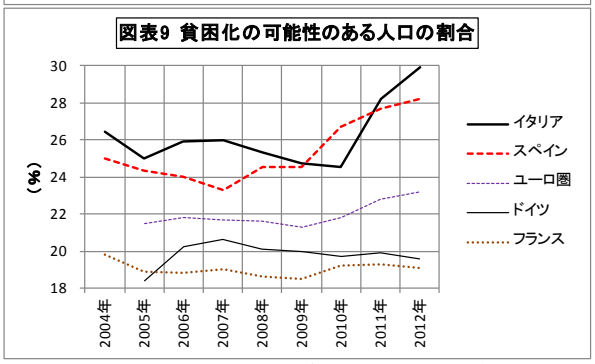
これに対し、ユーロ圏の債務危機では、これまで専ら供給面にかかる対策である経済の構造改革に重点が置かれてきた。つまり、主要国の中では特に輸出競争力の回復が著しいスペインでその成果が現れているが、各国の経済情勢に応じた為替の減価が期待できないユーロ圏では、従業員の解雇を容易にする法改正を含め労働コストの引き下げを通じた経済の競争力強化がまず求められてきた（図表 7）。

また、これに加えて、財政悪化国では付加価値税率等の引上げや社会保障給付額の削減等により財政改革に一定の成果を上げてきた。しかし、以上の諸対策の結果、失業率は上昇を続けるとともに貧富の格差が拡大することになり、経済の需要面に大きな負荷を生じることとなっている（図表 8・9）[注 5]。

このような実態に対し、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授である Paul De Grauwe（2014）は、70 年代の供給不足時にはケインジアンモデルは高インフレをもたらすばかりで有効に機能せず、経済構造の硬直性に着目する必要があったとする一方で、消費や不動産の過熱が破裂した需要ショックであるユーロ圏の債務危機に対しても、同じ供給面の考え方に基づく欧州委員会等の政策対応には問題があると指摘している。また、ユーロ圏では確かに供給面にも課題は存在しており、労働市場の硬直性による若年層の失業率の高止まりや競争不足による技術革新の停滞等に対し経済の構造改革が果たす役割は評価でき、またそれは長期間にわたり経済の実力を高めるものであることは認めるものの、その成果を十分確保するためには需要を引き上げる対策が不可欠であるとしている。







（資料）図表 7～9 は、それぞれ Eurostat のデータから農中総研作成。

ここでは同教授による言及はないが、ユーロ圏における需要面での対策としては例えば次のような内容が考えられる。

- 国民間の所得分配の不平等の改善を図るための税制改正等
- 企業の収益性向上を通じ実質賃金引き上げを実現するための技術開発支援等の生産性改善策
- 実質賃金引き上げに有効な教育・訓練にかかる公共投資
- （市場が許容する範囲を前提とした）財政赤字に対してある程度寛容な姿勢

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

折から、フランスのオランド大統領は1月14日、景気対策として企業が担う社会保障制度にかかる負担や税負担を大幅に軽減する考えを示した。ここで同大統領は企業の成長を促す政策の必要性を強調しているが、減税等と歳出削減の組み合わせでは緊縮財政批判を行ってきた従来からのフランスの独自性を喪失することになるとともに、これでは供給面のみに着目した政策でしかなく不十分であるとの批判が生じている(注6)。

このように現実の景気対策の有り方について需要面か供給面かが重要な論点となってきているが、この他にも、ユーロ圏では以上に見たように経済のグローバル化に伴う生産拠点の海外移転、経常収支の改善、ディスインフレの進行等の様々な動きが生じている。このため、このような新たな環境下で、今後どのような経済・金融情勢の推移が想定されるかについても考察が必要となっている。

これについては、まず、経済のグローバル化を通じて、先進国・地域の経済成長が製造業よりもサービス業や建設業により大きく依存することになることに伴う影響がある。すなわち、後2者においては製造業に比較し大幅な生産性の改善は期待し難いことから、ユーロ圏を含めこれらの先進国・地域の潜在的な経済成長力が今後鈍化していく可能性がある。

次に、米国やユーロ圏で経常収支の改善が進むなか、経常収支赤字は中国以外の新興国が主として担うことが考えられる。この結果、今後はこれらの国々に経済波乱の芽が常に温存されることになる可能性がある。

また、グローバル化の中での海外生産拡大のためその影響は割り引いて考える余地はあるものの、ディスインフレに伴う高い実質金利は企業の投資を抑制しその収益性を低めることにつながるため、これが長期化するとともに金融資産の中では株式のパフォーマンスは相対的に劣後する可能性が考えられる。一方、金融緩和の長期継続で債券利回りは安定的に推移するとみられるが、ディスインフレは負債比率が高い経済主体の財務改善には重荷となることから、相応のリスクプレミアムを生じるものと考えられる。

以上のようにユーロ圏では需要の弱さに一層着目した景気対策が求められているとともに、今後の経済・金融情勢を判断するうえでは、経済のグローバル化の進行に伴う影響等にも目を配る必要性が高まっているように考えられる。

(2014年2月21日現在)

＜参考文献＞
・Paul De Grauwe(24 January 2014)“Yes, it's the economy, stupid, but is it demand or supply?”
http://www.ceps.eu/book/yes-it%E2%80%99s-economy-stupid-it-demand-or-supply

---

(注1) IMF (January 21, 2014) “World Economic Outlook” p3による。

(注2) ユーロ圏で進むディスインフレの要因や影響については、次を参照されたい。
・山口勝義「日本化する？ユーロ圏の経済～進むディスインフレと注目されるECBの政策対応～」(『金融市場』2013年12月号)

(注3) 経常収支は、貯蓄・投資バランスの観点からは「国内総貯蓄(政府・民間)－国内総投資(政府・民間)」を意味している。

(注4) ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。

(注5) 図表9は、全人口に占める、当該国における可処分所得の中央値の60%(社会保障給付後)を下回る人口の割合を示している。

(注6) ＜参考文献＞の他、例えば次を参照されたい。
・Wolfgang Münchau(20 January 2014)“The real French scandal is stagnant economic thinking”(同日付Financial Times所収)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます