

ユーロ圏の所得動向とそのマクロ経済・市場への影響

～ 金融政策や供給面偏重の政策は妥当なのか？ ～

山口 勝義

要旨

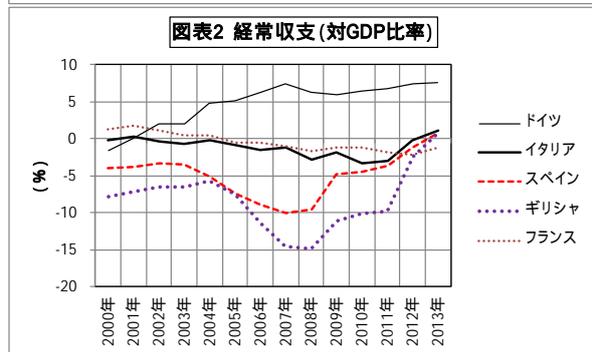
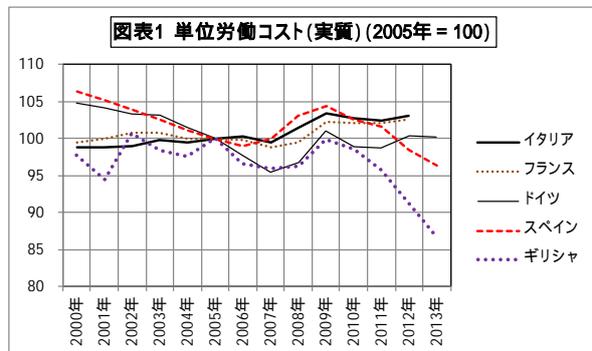
ユーロ圏では経済の供給面の改革のなかで所得が抑制されてきたが、その長期化はユーロ圏の問題解決を困難化させる可能性をはらんでいる。現在の環境下では、むしろ財政政策を適切に機能させながら、需要面の刺激を行う政策がより重要ではないかと考えられる。

はじめに

消費税増税後の日本では、今後の経済回復を左右する要因として実質所得の動向が注目されている。また、米国経済についても雇用者数の順調な増加に対し、所得の伸びの鈍さが課題として指摘されている。翻ってユーロ圏においては、所得などの労働コストの動向がこれまで経済や市場に対し大きな影響を与えてきた。

ユーロ圏では2009年に始まった財政危機への対策の過程で、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押し下げを進めてきた(図表1)。これを通じ、各国経済の実態に応じた通貨安が期待できない統一通貨ユーロのもとにおいても、経済の供給面である生産にかかる競争力を強化することができた。また、これは他方では需要面である個人消費を下押しすることで、需給両面から財政悪化国の経常収支を大幅に改善することとなり、この結果、市場波乱の懸念が低下することにつながった(図表2)。

その後もユーロ圏では、所得の引上げを通じた内需の拡大が期待されるドイツを例外として、引続き所得の抑制を含む経済構造改革を重視する姿勢に変化はなく、この点でユーロ圏の政策は特徴的な立場に位置していることになる。



(資料) 図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成。

しかしながら、弱い内需がデフインフレの主要な要因となるなど、財政危機顕在化以降の長い期間にわたる所得の抑制は、様々な側面から影響を拡大させ、ユーロ圏の問題解決を困難化させる可能性をはらんでいる。本稿では、ユーロ圏のGDP規模上位4ヶ国を取り上げ、また財政悪化国の典型例としてギリシャを参照しつつ、所得動向を手掛かりとして、マクロ経済や市場を取り巻くリスクについて考察するものである。

所得の低下と金融緩和の継続

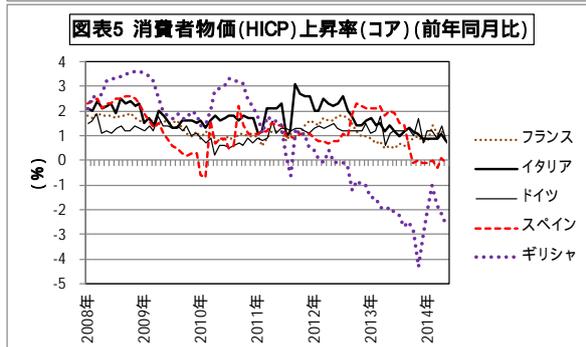
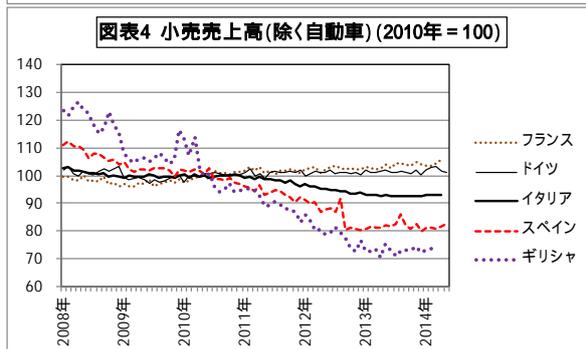
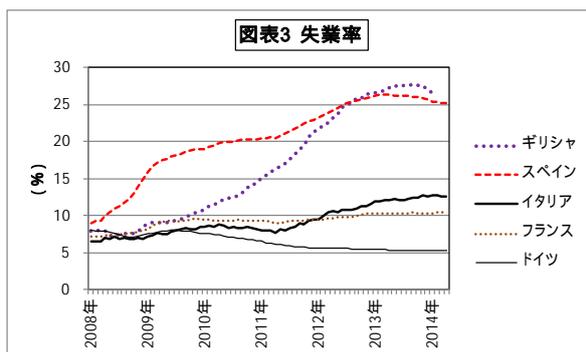
まず、所得の低下による実体経済に対する影響の側面を確認する。

ユーロ圏では、経済構造の改革を強く迫られた財政悪化国を中心に、所得を含む労働コストの低下とともに失業率が大幅に上昇した。失業率は13年中にはほぼ天井を打ったとはみられるものの、その後も改善の速度は緩やかなものにとどまっている(図表3)。これらに伴い落ち込んだ小売売上高については、同様に力強さに欠ける動きが継続している(図表4)。以上の動向は特にギリシャとスペインにおいて顕著であるが、イタリアにおいても状況は厳しく、またフランスでは失業率の高止まりが認められる。

こうしたなか、ユーロ圏における最近の最大の懸念点はデフレーションの進行である(図表5)。これは実質金利の上昇に伴う投資の抑制、消費の先延ばし、債務負担の増大等を通じ、従来から緩慢であったユーロ圏の景気回復に対しさらに大きな負荷として働くものと考えられる。

デフレーションの主要な要因としては、輸入物価とともに「コア」の上昇率の低下傾向が指摘できる。このうち後者には内需の弱さが反映しているとみられるが、上記の小売売上高の推移等からはその早急な回復は期待し難いため、仮にユーロ高傾向の修正により輸入物価が上向いたとしても、弱い内需が働き続けることで、今後も中期的にデフレーション傾向が継続する可能性が高い。

加えて、ユーロ圏ではより長い期間にわたって経済成長の障害となるとみられる社会・産業構造の変化にも注意が必要となっている。まず、所得の低下や失業率の上昇とともに拡大した貧富の格差は、



(資料) 図表3～5は、Eurostatのデータから農中総研作成。
(注) 「コア」は、全項目からエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除いたもの。

消費の回復をより長期間にわたり抑制することが考えられる。あわせて、経済のグローバル化の中での生産拠点の海外移転や今後の生産年齢人口の減少等は、ユーロ圏の潜在的な経済成長力を低下させていくものとみられる(注1)。

以上のとおり、ユーロ圏では所得の低下とともにその他の要因も加わることで、景気回復は中期的に緩慢なものにとどまる可能性が高いが、この間を通じて欧州中央銀行(ECB)は金融緩和の継続を迫られるものと考えられる。

所得の低下と非生産資産への投資増

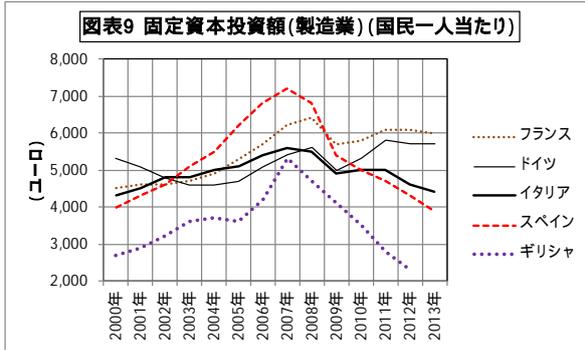
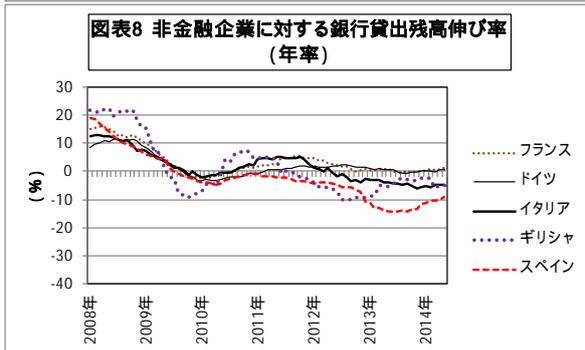
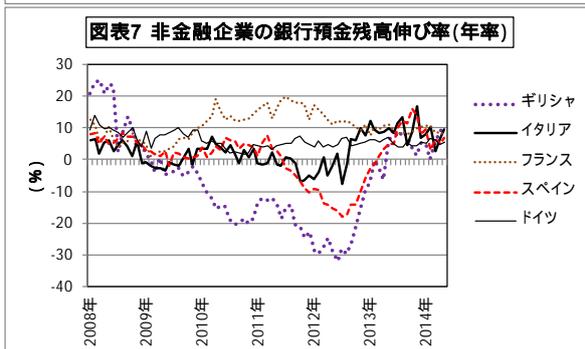
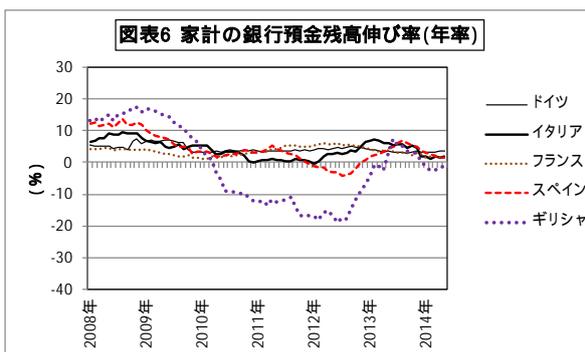
次に、所得の低下が資金フローに及ぼす影響の側面である。

所得の低下を受け家計は一旦は金融資産の取り崩しに動くが、先行きの不透明感は消費支出を抑制しつつ、再度、安全資産としての銀行預金を中心として金融資産残高を増加させる方向に働くことが考えられる。実際に家計の銀行預金残高伸び率は最近では概ねプラス圏に回復しており、また企業による預金については家計以上の高い伸び率を示すに至っている（図表6、7）。

一方、資金の需要面では、一般的な消費以外にも住宅購入・改築等の投資は低迷し、家計に対する銀行貸出の伸び率は低位で推移している。また、企業に対しては対家計以上に貸出の伸び率は低調であり、イタリア、スペイン、ギリシャでは長くマイナスとなっている（図表8）。この主要な背景としては、低迷が続く企業投資がある（図表9）。これには弱い個人消費に加え、企業側の事情として不透明な将来見通しに伴うリスクテイク意欲の減退、財務改善の必要性、収益面の弱さ等が働いていると考えられるが、個人消費や投資を抑制する所得の低下や貧富の格差拡大同様、これらの制約条件の緩和には時間を要するものとみられる。

こうした情勢に対し、ECBは6月には民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金の金利をマイナスとし、また銀行に対し低利資金を供給する仕組み（TLTRO）を導入することとしたが、需資が低迷する上記の環境下では銀行貸出を促す効果には自ずと限界があるものと考えられる。

以上のとおり、ユーロ圏においては企業による投資の停滞、銀行預金増加と貸



(資料) 図表6～8はECBの、図表9はEurostatのデータから農中総研作成。

出低迷等の傾向は今後も継続する可能性が高いが、これらは金融商品のほか生産には直接かわらない不動産などの非生産資産へ向かう投資資金のフローが増加していく可能性を示唆している。

おわりに

ユーロ圏の所得抑制は、単に経済成長の下押しばかりではなく、こうした金融緩和の中期的な継続、非生産資産への投資資金の流入が相乗することを通じ、

- Ⅰ 金融資産や不動産等の資産バブルの発生
- Ⅰ 銀行が抱える国債の価格変動リスクの増大

をもたらすことが考えられる。

既にユーロ圏では様々な課題を抱えながらも国債利回りは大幅に低下し、また株価の上昇も続いている。一方、銀行による自国国債の保有残高も、12年3月に大幅な国債の債務減免を実施し、その後も長く国債発行市場に復帰できずにいたギリシャを例外として増加傾向が現れている(図表10)。今後もこれらの動きが継続する一方で、一転して市場のボラティリティが上昇するリスクが高まることが考えられるが、こうした歪みはユーロ圏における従来からの金融政策や経済の供給面の改革を偏重する政策に伴う問題点ではないかと考えられる。

これまで欧州委員会は、市場の圧力のみならず過大な債務残高は経済成長を阻害するとの経験則にも基づき財政規律を重視するとともに、伝統的に経済の供給面の対策を重視してきた。確かに、経済の構造改革が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果たす役割は重要であるばかりか、こうした改革は長い期間にわたり経済の実力を高める点で評価に値する。

しかしながら、供給面の制約を原因とするインフレ時ならばともかく、ディスインフレの進行下では需要面に着目した



(資料) ECBのデータから農中総研作成。

政策がより強く求められるのではないかと考えられる。また、金融政策は流動性対策としては有効ではあるものの、現在のように信用の拡大に限界がある状況に対しては十分機能するとは言い難いことから、むしろ財政政策を適切に機能させながら、需要面の刺激を行う政策がより重要ではないかと考えられる(注2)。

折から、フランスやイタリアからは財政規律にかかる協定の解釈を柔軟化しつつ成長を重視した政策へ転換する提案も改められて行われている。反欧州連合(EU)・反ユーロ勢力が躍進した5月の欧州議会選挙の影響もあるなかで今後議論がどういう方向に展開をみせるのか、注目されるところである。(2014年7月23日現在)

(注1) 中長期的な経済成長にかかる論点については、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)

・ 山口勝義「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～」(『金融市場』2014年3月号)

(注2) 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