

減速が見込まれるユーロ圏の企業投資

～英国の EU 離脱で手控え感の強まりも～

山口 勝義

要旨

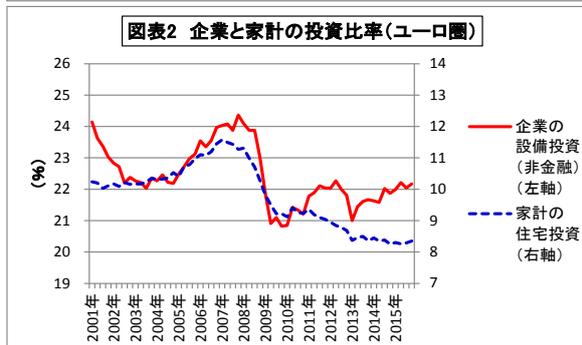
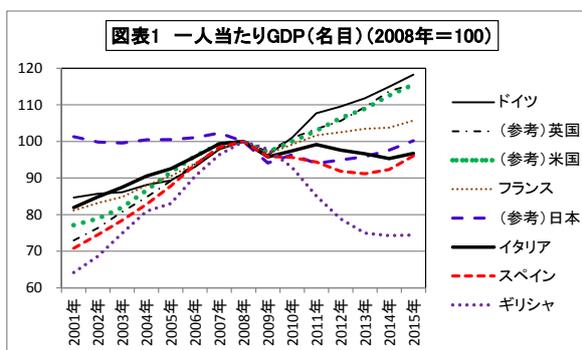
ユーロ圏では企業投資の回復が見られているが、様々な制約要因によりその持続的な回復は期待し難いばかりか、英国の EU 離脱の選択に伴い企業投資の手控え感が強まることも予想される。このため、経済成長の下振れリスクが高まりつつあるものと考えられる。

はじめに

ユーロ圏の経済成長は依然として緩慢であり、また各国間では経済情勢の大きな格差が残存している。例えば、2008年9月のリーマンショック、09年秋以降の財政危機を経て、一人当たりGDPがそれ以前の水準に回復したのは、経済規模上位4ヶ国のうちではドイツとフランスのみである。比較的順調な成長を続けてきたスペインにしても、いまだにこれを下回る位置に留まっている（図表1）。

その一方で、ユーロ圏全体としては上下の振れの少ない安定的な経済成長が特徴ともなっている。ユーロ圏の実質GDPの前期比成長率は13年4～6月期にはマイナス圏を脱し、その後は概ね0.3～0.4%前後の成長率で推移している。様々なダウンサイドリスクを抱えながらも、ユーロ圏はここ3年ばかりは無難な成長を維持してきたことになる。

この背後では、主に「原油安、ユーロ安、低金利」という3つの材料が経済成長の追い風として働いてきた。このうちユーロ安は構造改革による経済競争力の強化と相まって輸出を財政危機後の景気回復の主要な牽引役に押し上げてきたが、その輸出については新興国経済の成長鈍化などのなかで、近年、ひと頃



（資料）図表1はIMFの、図表2はEurostatの、各データから農中総研作成

の力強さを失いつつある。これに代わり、14年以降は原油価格の大幅下落に伴う購買力の拡大を通じ家計消費が経済成長を支える主要因として浮上するとともに、緩やかながらも企業投資の回復も見られている（図表2）（注1）（注2）。

このようにユーロ圏経済は内需主導の性格を強めつつあるが、今回の英国による欧州連合（EU）からの離脱の選択も加わり、今後の企業投資を巡る環境には大きな不透明感が生じてきている。

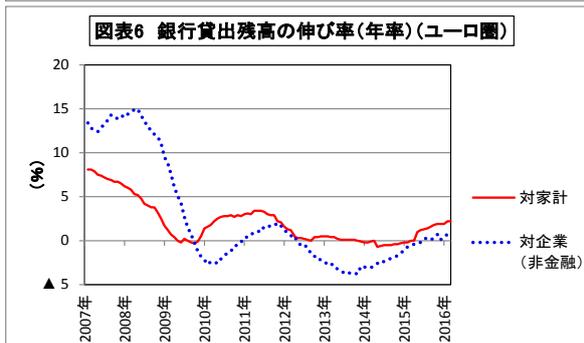
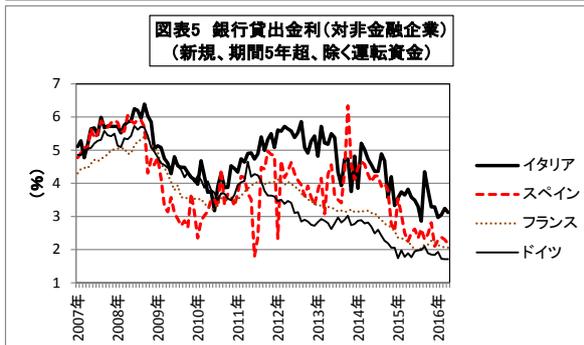
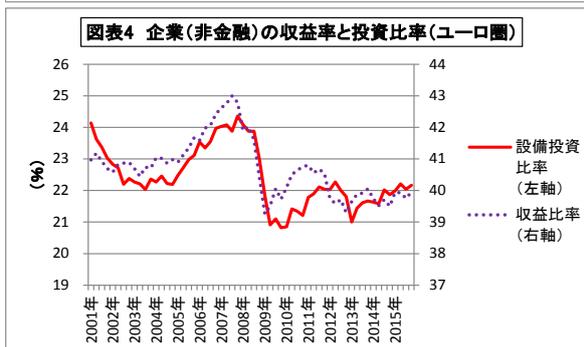
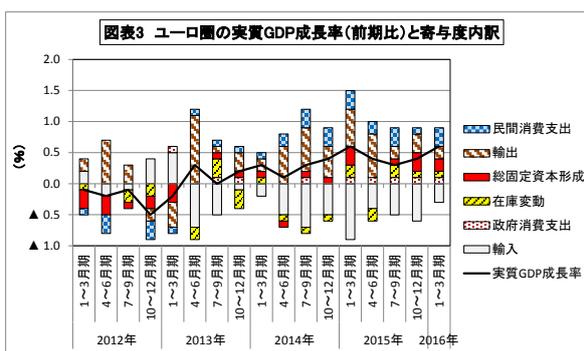
足元の企業投資の回復とその特徴

以上の推移を実質 GDP 成長率に対する寄与度で確認すれば、15 年後半に輸出による寄与度が縮小する一方で、14 年以降には民間消費支出が役割を拡大させている実態が見て取れる。同時に総固定資本形成のほか在庫変動の動きからは、民間企業の投資活動による経済成長への貢献も無視することができない（図表 3）。

こうしたなかで、足元の企業投資にはひとつの特徴的な動向が現れている。それは、従来は企業収益がまず回復し、その後、幾らかのタイムラグを経て企業投資の伸長が見られたのに対し、今回は企業収益はほぼ横ばいながらも企業投資に緩やかな回復が生じている点である（図表 4）^{（注 3）}。

このような動向の主要な要因としては、欧州中央銀行（ECB）による一連の金融緩和の効果が考えられる。ECB は通常の政策金利の引下げに加え、14 年 6 月には市中銀行による中央銀行預金の余剰部分にマイナス金利を導入したほか、銀行に対し低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。さらに、量的緩和策（QE）としては、同年 9 月にカバードボンドなどの新たな購入策、15 年 1 月には国債などを対象に加えた購入策の実施を決定し、それぞれ 14 年 10 月、15 年 3 月にこれらを開始している。加えて、16 年 3 月には新たなスキームの TLTRO II の実施を決め 6 月に開始することなどとした。これらを通じ、銀行貸出金利は着実に低下、収斂し、貸出残高の伸び率もプラス圏に浮上してきている（図表 5、6）。

しかしながら、借入の容易さに依存したとみられる、収益の増加を背景としない現在の投資の回復は力強さを欠いてい



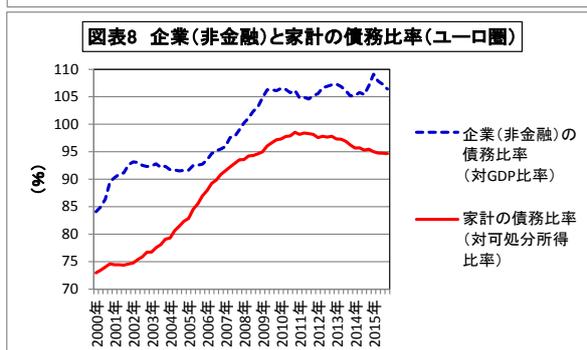
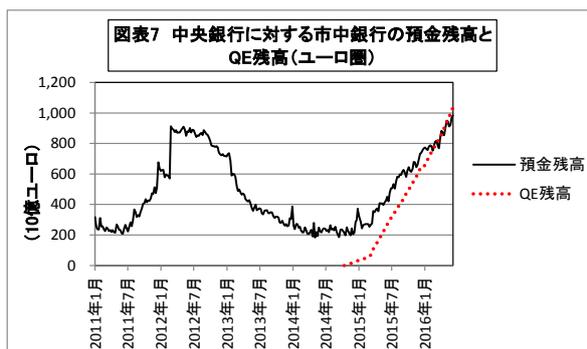
（資料）図表 3、4 は Eurostat の、図表 5、6 は ECB の、各データから農中総研作成

る。これを収益増を伴いながら更に投資の伸長が見られる好循環に発展させることが重要であるが、ユーロ圏ではこうした望ましい結果に至るには様々な困難な要因が存在しており、企業投資の持続的な回復は期待し難いように考えられる。

企業投資の回復を制約する諸要因

企業投資の回復を制約する要因としては、第一に金融政策による投資刺激効果自体の限界を考慮する必要がある。ユーロ圏では、確かに銀行貸出金利は着実に低下、収斂し、貸出残高の伸び率もプラスに転じている。しかし、一連の金融緩和の内容や規模に比較すれば、依然としてその伸びは緩慢であり、金融緩和の実体経済への浸透の弱さが窺われる状況にある。なかでも銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けているが、ここには金融政策が十全な効果発揮ができずにいる実情が端的に示されているように考えられる(図表7)。こうした金融緩和効果の浸透の弱さには、根本的に財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇し、今も改善の途上にある企業の高い債務比率が働いているものとみられる(図表8)。財務改善が重要な課題となるなかでは借入を通じた投資の拡大に向けたインセンティブは阻害されがちとなり、今後も金融緩和が継続され、あるいは追加緩和策が取られるとしても、それに応じて企業投資が加速する可能性は大きくはないものと考えられる。

第二には、このところのユーロ圏の経済成長を支える主要な要因であった家計消費には息切れ懸念があり、家計消費が主導する形での企業投資の拡大にも期待し難い点である。既に原油価格の下落による消費刺激効果には一巡感が現れているほか、原油価格自体に反転の動きが生じている。また、ユーロ圏では失業率の低下は緩慢であり貧困層が拡大していることから、家計消費の堅調さが容易に揺らぐ可能性には注意が必要となっている。しかも、失業や貧困に伴



(資料) 図表7、8はECBのデータから農中総研作成
う経済的な負担は特に若年層にしわ寄せされており、そのキャリア開発の障害となることなどを通じ影響をいっそう拡大、また長期化させることが懸念される状況にもある。

第三には、このような失業や貧困に伴う負担は社会全体の閉塞感を生み、既往の中道政治に対する失望感を通じて政治面の不安定化に繋がる可能性がある。折から、ユーロ圏では難民の集中的な流入に伴う雇用機会や社会保障に対する不安感も加わり、ポピュリスト政党への支持率の上昇が加速している。現実に中道政治の基盤が揺らぎ偏った極端な政策に振れる以前にも、様々な政治面の不透明感の強まりが経済活動を抑制する方向に働く可能性が懸念される。

以上に加え、今回、英国がEUからの離脱を選択したことが先行きの政治情勢や経済情勢の不透明感をもたらし、今後、中期的に企業投資の手控え感を強める要因となることが考えられる。

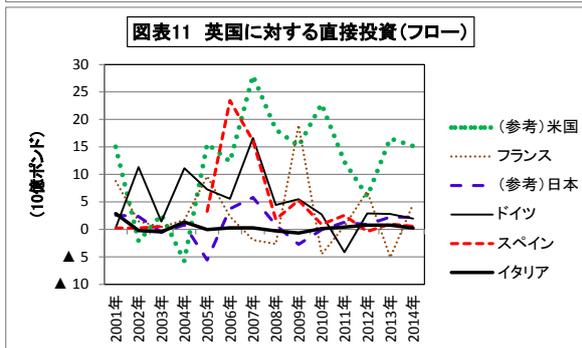
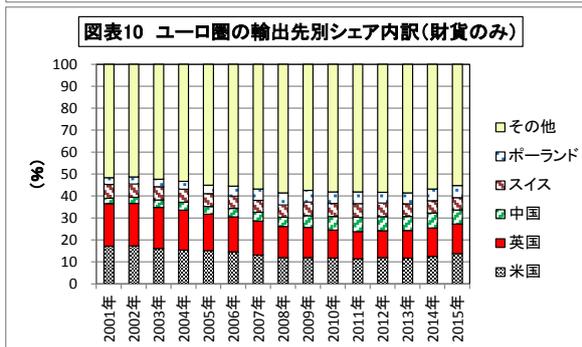
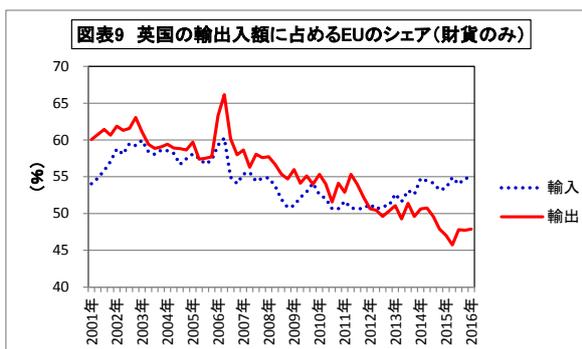
おわりに

英国と EU との新たな関係の構築に当たっては、英国が譲歩し難い移民規制の強化は EU の単一市場への参加とはトレードオフの関係にある。このため、英国の EU 諸国との緊密な貿易関係を踏まえれば、その程度は英国による今後の EU との交渉の推移に依存することになるため現時点で見通すことは非常に困難ではあるものの、今後、英国経済に対しては貿易の縮小を通じた下押し圧力がかかることが予想される（図表 9）。

また、金融センターであるロンドンの将来なども含め、EU 離脱後の英国経済の先行きを巡っては大きな不透明感が生じている。こうしたなか、ユーロ圏の側から見れば英国とは他から抜きん出た緊密な経済関係にあるとは言えないものの、英国情勢の不透明感に直面し、ユーロ圏各国においても企業投資の手控え感が高まることが見込まれる（図表 10、11）。

しかも、ユーロ圏はこれから政治の季節に入ること、政治の混乱を通じた市場波乱や経済停滞のリスクにさらされることになる。まず、9月または10月にはオーストリアでやり直しの大統領選挙、10月にはイタリアでレンツィ首相の辞任がかかる議会制度改革についての国民投票が予定されている。さらに、17年にはフランス、オランダ、ドイツで大統領選挙や総選挙が続くことになる。これらに対する、今回の英国の国民投票が及ぼす影響が注目される。

以上のように、ユーロ圏では様々な制約要因により企業投資の持続的な回復は期待し難いばかりか、英国の EU 離脱の選択に伴う不透明感の拡大でその手控え感が強まることも予想される。この



（資料）図表 9、11 は Datastream（元データは ONS、英国国家統計局）の、図表 10 は Eurostat の、各データから農中総研作成

ため、ユーロ圏では経済成長の下振れリスクが高まりつつあるものと考えられる。（16. 7. 22 現在）

（注1） 家計消費の伸長やそれを巡るリスク等については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏は内需主導の経済成長を維持できるのか？～貧困層の拡大と家計消費の息切れ懸念～」(『金融市場』16年7月号)

（注2） 図表 2 の投資比率は、非金融企業については総付加価値額、家計については可処分所得額に占める総固定資本形成額の割合である（企業の在庫投資は含まない）。

（注3） 図表 4 のうち、投資比率は図表 2 に同じ。収益比率は、総付加価値額に占める営業粗収益の割合である。