

## 成長の制約要因から探るユーロ圏経済が向かう先

### ～外需に続く内需の縮小で減速が強まる可能性～

山口 勝義

#### 要旨

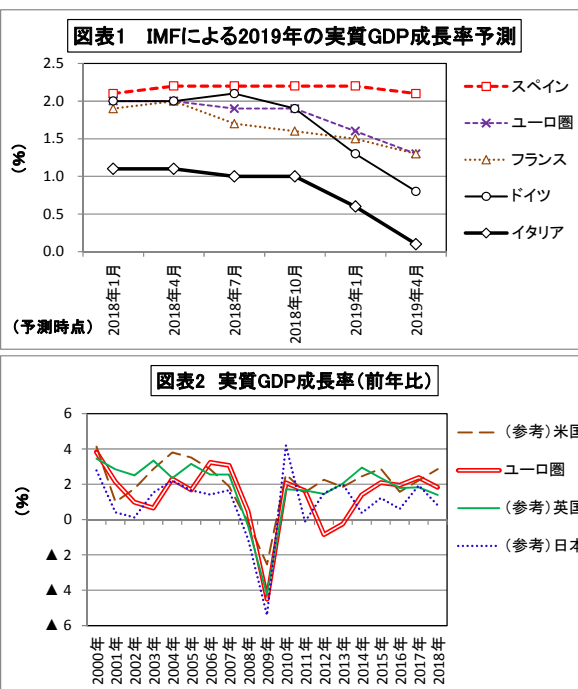
ユーロ圏経済は岐路に立たされている。外需の大幅な縮小にもかかわらず労働市場の引き締まりが続いているが、この状況が持続するとは考えにくい。これまで堅調であった家計消費を中心とする内需も縮小を迫られ、全体として成長の減速が強まる可能性が大きい。

#### はじめに

2018年末以降、ユーロ圏では経済成長の減速感が強まっている（図表1）。ユーロ圏は、08年に本格化した世界金融危機に続き、09年のギリシャでの財政粉飾の発覚を発端とし12年にピークを迎えた財政危機を相次いで経験してきたが、ようやく危機の影響を脱し安定的な成長軌道の定着が期待されるこの時期に、またも成長の減速に直面している（図表2）。

かつて財政危機のさなかのユーロ圏では、社会保障費の縮小等を含む財政改革に加え、労働コストの削減などを通じ経済の競争力強化を図る構造改革への取り組みが強く求められた。これらは危機対策上、必要不可欠な対応であったとは言え、一面では失業率の上昇や所得格差の拡大を招き、内需の抑制を通じて長引く景気低迷をもたらす結果にも繋がった。

しかしその後は原油価格の下落や政治面での落ち着きも追い風となり、景気は緩やかながらも回復に転じ、徐々に雇用市場の引き締まりが現れてきた。特に17年以降は、経済成長の制約要因として、需要不足が後退する一方で労働力などの不足感が強まっている。この制約要因の、経済の需要側から供給側への移行は、世界経済の成長に伴う外需の拡大を反映す



（資料）図表1、2は、IMFのデータから農中総研作成のみならず、ユーロ圏自身の財政危機からの真の離脱を意味する動きとも捉えられ、注目に値する変化であった。

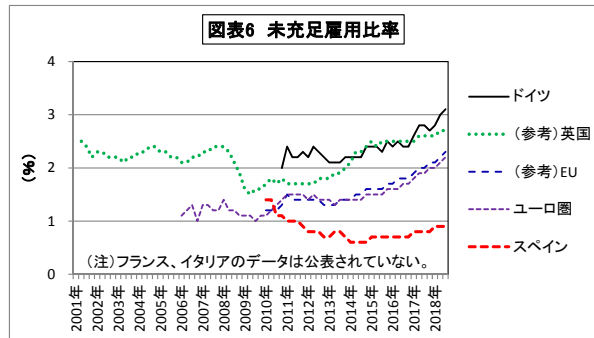
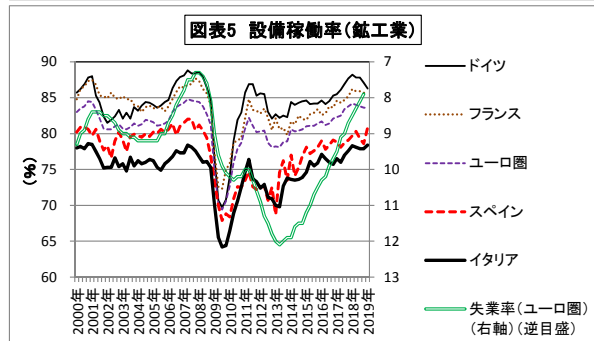
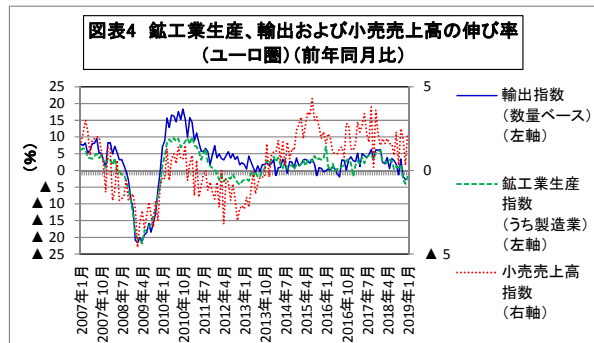
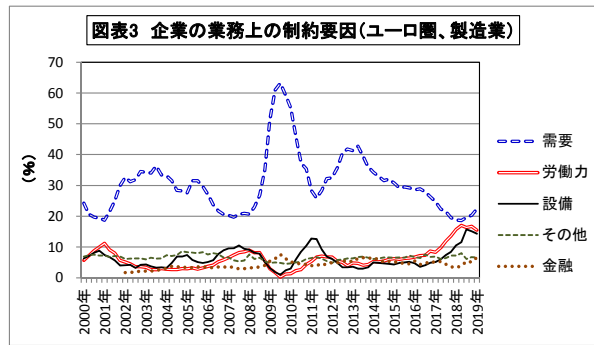
これに対し、足元では貿易摩擦の激化や新興国の成長減速が懸念材料として台頭しており、内需と外需の違いはあるものの問題の焦点は再び需要の側に戻ってきている。外需の取り込みに強みのあるドイツ経済の最近の急減速は、この変化を象徴する動きである<sup>(注1)</sup>。本稿は以上を踏まえ、成長の制約要因の観点から今後のユーロ圏経済の動向を探るものである。

## 岐路に立たされたユーロ圏経済

このように財政危機以降、ユーロ圏では成長の制約要因が需要（内需）から供給へ、そして再び需要（外需）へと移行してきている。この経緯は、次のように具体的なデータで跡付けることができる。

まず全体的な推移は、欧州委員会が企業に対して実施している調査結果に明確に現れている（図表3）<sup>(注2)</sup>。同調査結果では企業の業務展開上の制約要因として、09年前後と12年前後に「需要」不足の大きな山がある。これらは、世界金融危機とユーロ圏の財政危機に対応するものである<sup>(注3)</sup>。その後、この「需要」不足は徐々に低下し、一方で17年以降は「労働力」や「設備」が大きく上昇に転じている。これはユーロ圏が危機の影響から離脱し、経済成長の制約要因が需要面から供給面に移行しつつある姿を示している。さらには18年を境にこの動きが反転し、再び「需要」不足が強まり、同時に生産の停滞で、供給面の制約の緩和が生じ始めている。以上の推移は、製造業のほか、サービス業などでも同様に現れている。

さらに、財政危機の期間においては輸出に比較して家計消費の落ち込みが著しく、この間の制約要因としての「需要」不足は主として内需であったことが、また直近ではこの関係が逆となり、外需が主な制約要因となっていることが、それぞれ確認できる（図表4）。これに対し、最近の供給面の制約の緩和については、これを設備稼働率の低下からも見て取ることができる一方で、未充足雇用比率は依然高水準であり、失業率は低位に留まるなど、現在のところ実体経済において、労働市場の緩みは生じていない点が特徴的な動向となっている（図表5、6）<sup>(注4)</sup>。



（資料）図表3～6は、Eurostat のデータから農中総研作成

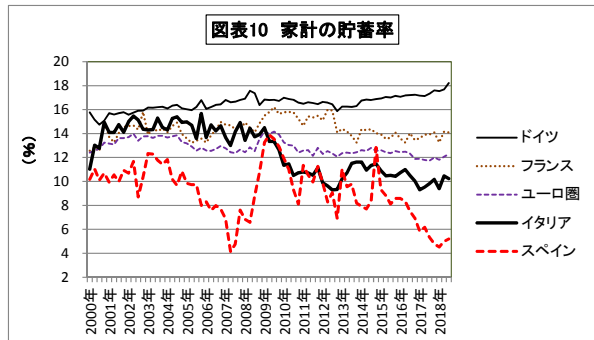
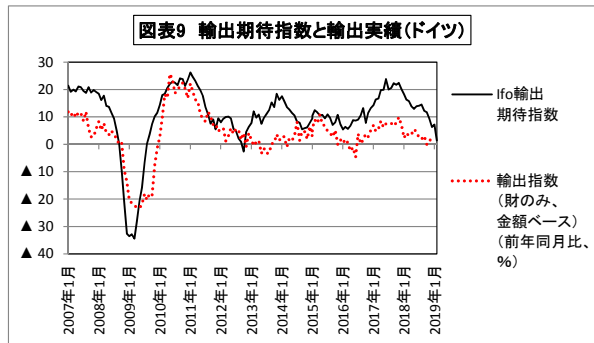
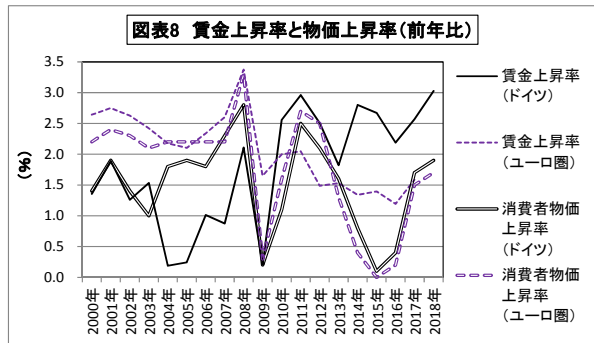
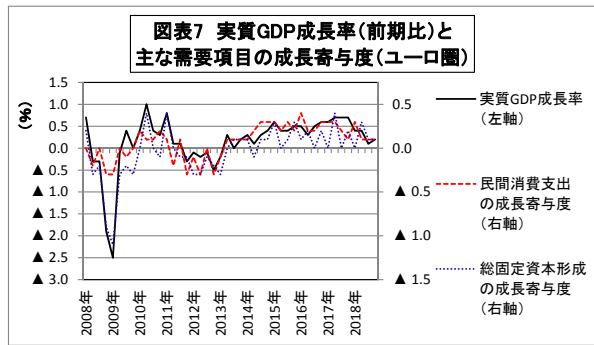
このように、最近の外需の大幅な縮小にもかかわらず、賃金への上昇圧力を通じ消費刺激効果を有する労働市場の引き締まりは現在も継続していることになる。しかしこうした状況が長く持続するとは考えにくく、ユーロ圏経済はひとつの岐路に立たされていると見る事ができる。

## 外需に続き内需も縮小に転じる可能性

これまでにユーロ圏では景気の転換点で、設備稼働率の変化に失業率が追随するまでは、通常、数ヶ月のタイムラグが認められている<sup>(注5)</sup>。このため、今後、失業率が上昇を始めるまでのこのラグの間に貿易摩擦などの懸念が軽減される場合には、経済成長が回復に向かう可能性が見込まれる。一方これとは逆に、懸念がさらに長期化する場合には、景気の下支え役である家計消費にも影響が波及し、内需の縮小をも伴いつつ成長の減速が強まる展開が予想される。この点で、ユーロ圏は岐路に立たされているわけである。

ここで家計消費の果たす役割を確認すれば、確かにもう一方の内需の柱である企業などによる投資との対比で家計消費の安定的な成長への寄与が確認できるほか、物価上昇率を上回る最近の賃金上昇率からは、当面は消費刺激効果の持続を期待することができる(図表7、8)<sup>(注6)</sup>。しかし、今後、様々な懸念が容易に軽減され、外需が早期に回復するかという点については決して楽観はできない。

それはまず、米中貿易摩擦の協議に進展があったとしても、その後には新たに米欧間で対立が表面化する可能性が大きいためである。また新興国経済は、今年に入り米国の金融政策のハト派色の強まりで一息ついた形であるが、その反面、新興国の重荷となる米国経済の減速懸念も一部に生じている。こうした中でドイツの輸出期待指数は下落し、警戒感の強まりが明確になっている(図表9)<sup>(注7)</sup>。一方、これとは別に、最近では特にドイツで家計の貯蓄率の急速な上昇が見られており、消費の拡大による経済成長の下支え効果自体にも留保が必要となる事情



(資料) 図表7、8、10はEurostatの、図表9はIfo Instituteおよびドイツ連銀の、各データから農中総研作成

が現れてもいる(図表10)<sup>(注8)</sup>。

このため、これらの外需や内需を巡る最近の動向を総合的に勘案すれば、ユーロ圏経済の今後のシナリオとしては、やはり成長減速が強まる可能性が大きいものと捉える必要があるように考えられる。

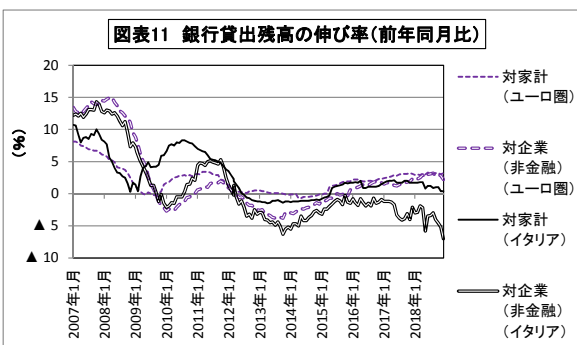
## おわりに

以上に見たとおり、ユーロ圏では最近の外需の縮小にもかかわらず労働市場の引き締まりが続いているが、この状況が今後も長く持続するとは考えにくい。そして諸環境を踏まえれば、堅調であった家計消費を中心とする内需も縮小を迫られ、成長の減速が一層強まる可能性が大きいのではないかと考えられる。

またこの他にも、ユーロ圏では成長上の懸念材料が存在している。そのひとつは、イタリアなどでの貸出残高の低迷に象徴される、十全とは言えない銀行機能である（図表 11）。イタリアの銀行は不良債権比率が現在も高く銀行による国債保有比率も再び上昇傾向にあるなどの課題を抱えているが、長引く低金利が銀行の負担となりその機能発揮に影響が及ぶ懸念は、イタリアに限った問題ではない。

一方、ユーロ圏の各国間では消費者物価上昇率を含め経済情勢には引き続き格差が存在しており、単一の金融政策が有効に機能するとは言えない状況にある。これに対し、財政政策の統合については議論が進展しておらず、今後とも、政治面でのポピュリズム勢力の伸張などから欧州連合（EU）の改革が停滞し、先行きの不透明感で企業投資の手控え感が強まるなどの影響の波及も考えられる。

このように、ユーロ圏経済の先行きは多難である。財政危機後の経常収支の黒字化などで市場波乱の再来は考え難いが、今後の経済成長の減速は不可避ではないかとみられる。冒頭に見た、19年のユーロ圏の実質 GDP 成長率が前年の 1.8%から 1.3%に大きく低下するとする国際通貨基金（IMF）による予測は、現実感を伴うものとなっている。（19. 4. 18 現在）



(資料) ECB のデータから、農中総研作成

(注1) 最近のユーロ圏経済の特徴的な動きである、ドイツ経済の急減速や、ユーロ圏の製造業生産の大幅な落ち込みを巡っては、次を参照されたい。

・山口勝義「ユーロ圏で崩れる「ドイツ強体制」」(『金融市場』19年3月号所収)

・山口勝義「急減速したユーロ圏の製造業を取り巻く懸念点」(『金融市場』19年4月号所収)

(注2) 業務上の制約要因について、欧州委員会は製造業(対象企業数は約40,000社)とサービス業については四半期ごと、また建設業については月次で調査を行っている。各項目について、企業に対し、「該当する」、「該当しない」のいずれかで回答を求める。

(注3) このほか、業務上の制約要因としての「需要」不足の強まりは、世界金融危機に先立つ01年以降のITバブル崩壊に伴う世界的な景気減速の時期にも、同様に現れている(図表2、3)。

(注4) 未充足雇用比率は、総雇用ポジション数に占める採用未了のポジション数の割合である。

(注5) この設備稼働率と失業率との間でタイムラグが存在する背景には、景気の転換点においてはまず残業時間を柔軟に調整することで、需要の変動に対応する企業行動が働いているのではないかと考えられる。また、タイムラグの長さはその都度変動するとともに国ごとに差異が存在しているが、これは、それぞれの景気変動のスピード感、環境変化の先行きを見通す難易度、労働法制の内容や労働市場の流動性、などの様々な要因によるものとみられる。

(注6) ユーロ圏では、財政危機後も企業投資の回復は概して鈍い。その主な要因としては、長く継続した政治を巡る不透明感や、物価上昇率の回復の鈍さなどによる先行きの経済情勢の不透明感に伴う、企業行動の保守化が考えられる。また、外需が縮小する環境下では、企業投資の拡大は考えづらい。

(注7) 輸出期待指数は、Ifo Institute が約2,300社のドイツの製造業企業を対象に月次で実施する調査を基に算出されている。今後3ヶ月間に輸出が「増加する」、「変わらない」、「減少する」との各社の見通しを踏まえ、「増加する」の割合から「減少する」の割合を差し引いたものである。

(注8) この家計の貯蓄率の上昇の要因としては、先行きの不透明感の強まりや高齢化の進展が、もともと消費拡大には慎重であるとされるドイツの保守的な国民性を、さらに助長している可能性が考えられる。