単一金融政策の難しさを抱えるユーロ圏の経済

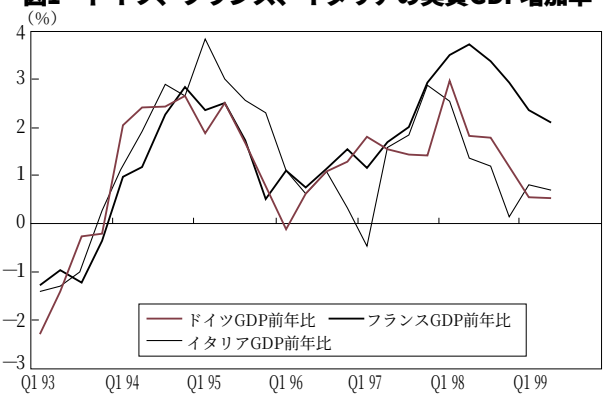
要　　約

欧州景気は99年央より回復基調。しかし依然国別成長率格差が大きい中で、金融政策の運営には不透明感が残る。今後積極的な利上げに移行する場合には、景気格差への対応が難しいという単一金融政策のもつ問題点が顕在化する可能性もある。

緩やかな拡大基調にあるユーロ圏経済

ユーロ圏（通貨統合に参加している11か国）の景気は全体としては緩やかな拡大基調にあるものの、国による景気拡大ペースの差が依然大きいことが、今後のECBの金融政策に関する不透明要因になっている。中心国であるドイツ・フランス・イタリア等と、周辺国のスペイン、フィンランド、アイルランド等との成長率格差も大きいものの、中心国の中でも、好調なフランスと低迷するドイツ・イタリアという成長率格差が現状では明確になっている（図１）。

図1　ドイツ、フランス、イタリアの実質GDP増加率



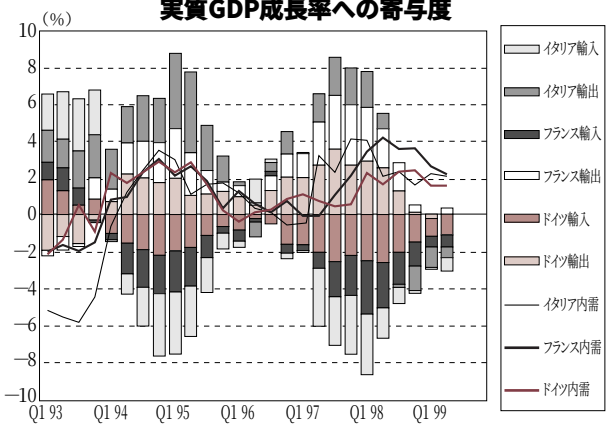
資料　eurostat
（注）　前年比。

３国は合計でユーロ圏GDPの７割を占めており、その中心国間での景気格差が今後とも縮小しない場合には、ユーロ圏の単一金融政策当局であるECBの政策スタンスも動揺する（あるいはマーケットの信認が揺らぐ）リスクがあることは否定できない。2000年にかけてユーロ圏の経済を考える場合、この中心国間の成長率格差の行方が一つのポイントになろう。

３国の成長率格差の要因

３国の成長率格差について、それぞれ内外需（輸出、輸入）に分けて寄与度分解すると、①内需の寄与度は３国で大きな差が無く、ドイツがやや弱い程度であること、②外需寄与度の差については、まず輸出寄与度に関してはドイツ、フランスには差が無いが、イタリアは輸出減少が外需の悪化要因になっていること、③輸入については、フランスがマイナス寄与が小さいが、ドイツ・イタリアはマイナス寄与が大きいこと、等が明らかである（図２）。

図2　ドイツ、フランス、イタリアの内需及び輸出入の実質GDP成長率への寄与度

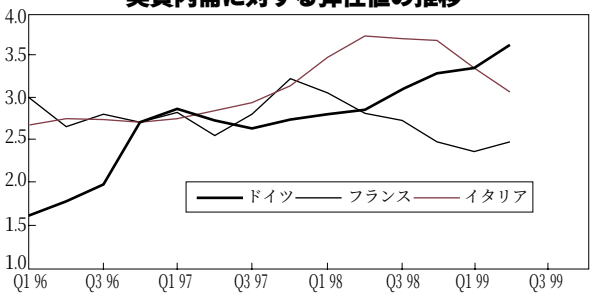


資料　EUROSTAT
（注）　前年比。輸入は符号を逆にしている。

つまり、ドイツ、フランス、イタリア３国の成長率格差は現状では外需部分に集中しているが、その外需も、ドイツでは輸入要因が大きく、イタリアでは輸出・輸入ともに成長抑制要因になっていることが指摘できる。
そこで３国の実質財・サービス輸入（GDPベース）を、内需と実効為替レートからなる簡単

な回帰式で推計し、輸入の内需に対する弾性値の変化をみると、フランスが横ばいないし若干の低下、イタリアが若干上昇であるのに対し、ドイツについてはここ２～３年の間に明らかな上昇が認められる（図３）。

図3 ドイツ、フランス、イタリア実質輸入の実質内需に対する弾性値の推移



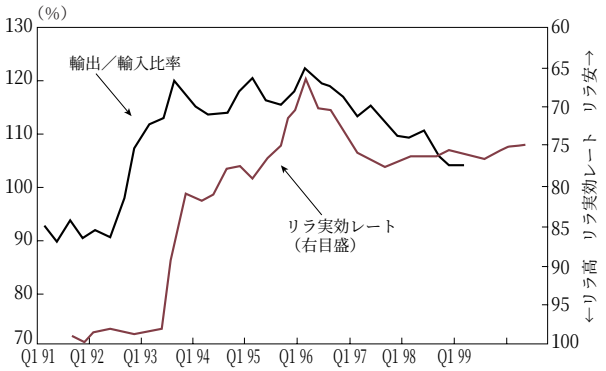
資料　eurostat、各国統計等
（注）　推計式（91年1Qから99年2Qまでの全体の結果。実際のパラメータ変化の測定は、
　　96年1Qまでのパラメータを96年1Qの値とし、その後は推計期間を1期ずつずらしながら測定。）
ドイツ：LN(実質輸入)=－15.0008＋2.7069＊LN(実質内需)＋0.6899＊LN（実質実効為替レート、10期先行）
　修正済みR＊R 0.884　（－9.993）（6.7939）　　（2.3490）　　カッコ内はt値
フランス：LN(実質輸入)=－14.1847＋2.4171＊LN(実質内需)＋0.986509＊LN（実効為替レート、8期先行）
　修正済みR＊R 0.9903　（－37.11）（22.881）　　（10.8292）　　カッコ内はt値
イタリア：実質輸入前年比=2.4877＋2.4748＊（実質内需前年比）＋0.1039＊(実効為替レート前年比、3期先行)
　修正済みR＊R 0.7482　（2.886）（8.7645）　　（1.0511）　　カッコ内はt値

ドイツにおけるこのような変化の背景については慎重な検討を要するが、例えばドイツの場合、90年代に入り対外直接投資がほぼ一貫して流出超になっていることに示されるように、旧東欧圏等への生産設備の移転、それによる逆輸入（企業内貿易含む）の増加等が考えられる。もちろんそのこと自体は企業レベルでは生産性の向上に結び付くし、欧州全体としても資源配分効率の改善に結び付く可能性が（将来的には）大きいとみられるものの、ドイツ一国レベルで考えれば、それに対応した国内経済の調整（サービス経済の効率化による雇用吸収等）が進むまでは、国内景気の低迷要因になりうる。

またイタリアの場合は輸入増加による所得流出だけでなく、輸出も悪化していることから、為替レートの水準自体に問題（割高）がある可能性もある。イタリアの実効為替レートと輸出／輸入比率（GDPベース）の間にはある程度の相関が認められ、通貨危機後のリラ反転の過程では、輸出／輸入比率が低下している（図４）。

通貨統合以前であれば為替レートの減価による調整も可能であったが、通貨統合後は不可能（ユーロ圏以外に対してはユーロの下落で調整可能としても）だから、現状為替水準での外需の悪化に対しては、生産性の向上、コスト削減等によってその回復を図る以外にはない。

図4 リラの実効レートとイタリアの実質輸出／輸入比率の推移



資料　eurostaot 実効レートはイングランド銀行の発表を利用
（注）　実効レートは3期先行。輸出／輸入比率は実質GDPベース。

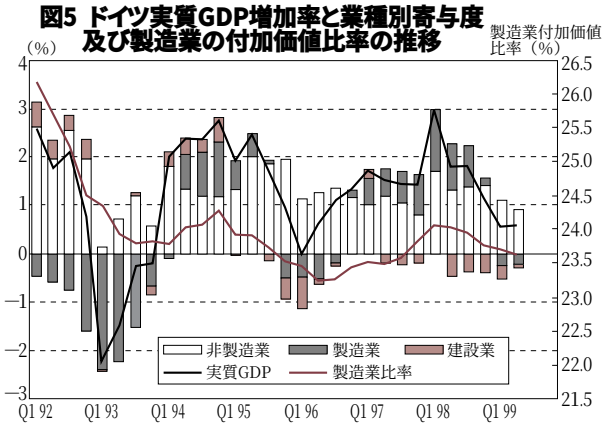
ドイツの内外需をめぐるこのような変化は、通貨統合に先立つEU市場統合（関税撤廃等）の影響によって、数年かけて経済構造が変化してきたことを示唆しているとも考えられ、短期間でもとに戻るような性格ではなかろう。96年の欧州全体の景気回復局面では、ドイツとフランスはほぼ同様の景気回復軌道をたどったが（図１）、その年の成長率（ドイツ+0.8％、フランス+1.2％、イタリア+0.9％）に対して外需の寄与度はそれぞれ+0.5％、+0.4％、＋0.4％と回復の主力を成し、３国ともにいわゆる外需主導の回復だった。景気回復パターンは当時の方がむしろ似通っていたといえる。しかし市場統合の影響が浸透し、通貨統合が開始される中で、３国経済の構造は、少なくとも外部環境変化への対応の面では異質になってきている。主要３国の成長率は今後２％台半ば～後半に収斂していくというメインシナリオの中で、リスクがあるとすれば、イタリア、ドイツの外需動向がその一つとなろう。

成長分野へのシフトは可能か

ただし、ドイツ・イタリアにみられる変化は、将来的にはマイナスとは限らないことは前述した通りである。輸入の所得弾性値上昇が、ドイツ企業が多国籍化して生産拠点を海外に移しつつあることの結果だとすれば、その企業はグローバルに事業展開することでより効率的かつ競争力ある企業になる可能性もある。問題はそれによって国内に余剰となった資源をより効率的な分野にシフトしていけるかどうかということである。

その意味で、それぞれの国の産業構造の変化にも、注目しておく必要があろう。３国のGDPを供給サイドから産業別に寄与度分解すると、まずドイツについては、非製造業の実質付加価値の伸びが、製造業にみられるような循環的変動とは独立的に安定増加基調にあるものの、景気を牽引するような動きはみられない点が特徴といえる(図５)。非製造業の内容はデータ不足で不詳だが、景気変動に左右されない点からは、規制的なセクターのウエイトが高いことが推察される。

図5 ドイツ実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移

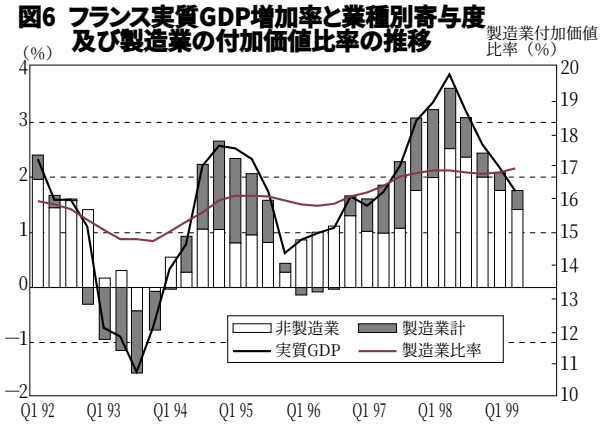


資料　ブンデスバンク
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

またドイツの製造業のウエイトは、低下してきたものの足下で23％台半ばと比較的高く推移している。

フランスについては、ここ２～３年における非製造業の寄与度拡大が顕著である（図６）。ここでも詳細は不詳だが、企業向けサービスや不動産関連の伸びが堅調となっている。また製造業も付加価値ウエイトは17％程度と水準は低いものの、ここ数年はウエイト上昇の動きもあり、成長分野へのシフト等の動きもうかがえる。

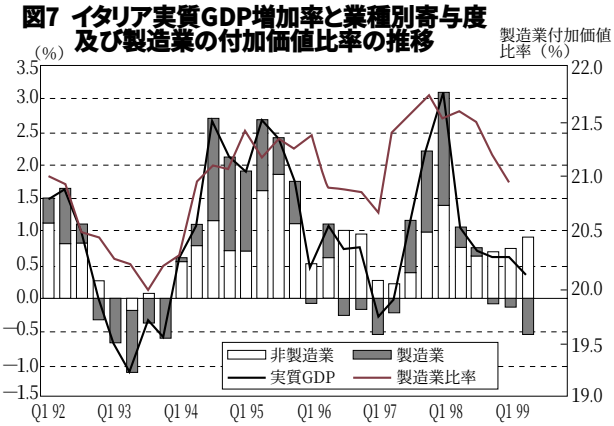
図6 フランス実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移



資料　INSEE
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

イタリアについては、非製造業が99年に入ってからは製造業の落ち込みを補うようにプラス幅を拡大する動きもうかがえるが、まだ明確なトレンドとはいえない（図7)。製造業のウエイトは21％程度だが近年では上昇トレンドをもった循環を描いている。

図7 イタリア実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移



資料　イタリア中央銀行
（注）　増加率は前年比。付加価値比率は水準。

供給面からの検討ではデータ制約等もあって現状では明確な展望は描きづらいが、ドイツにおいて特に産業構造が硬直的で成長分野へのシフトが遅れている事を示唆する内容になっている。IT技術やネットワーク関連では北欧企業の方が先進的との見方もあり、ドイツの産業構造が成長分野にスムースにシフトしてゆけるかが注目されよう。

欧州でも雇用が増加基調に

足下の欧州で最も改善のみられるのが雇用情勢であろう。これまで欧州では好況不況にかかわらず失業率が上昇ないし高止まりし、構造的な高失業が問題となってきた。しかし昨年後半以来の欧州景気の減速局面でも、ユーロ圏の雇用は比較的底堅く、失業率も緩やかな低下トレンドとなっている。この点は従来の欧州から大きく変わった点であり、EU当局等の経済見通しが比較的楽観的なのも雇用情勢の改善に着目している面があろう。97年６月のアムステルダム条約以降、各国政府が雇用増加のための「アクションプログラム」を作成して労働市場改革を推進してきた成果があらわれ始めているともみられ、中でもパート労働等に対する規制の緩和によってパート形態での雇用が増加している点がECBの月報等でも指摘されている。既存労働者に関する労働条件の変更等には時間を要しようが、パート労働拡大をきっかけに労働市場の柔軟性が次第に高まっていく（この成功例がｵﾗﾝﾀﾞといわれる）可能性がある。雇用情勢の改善が続けば、物価安定による実質購買力増加と低金利による住宅投資拡大等を通じて、個人部門は欧州景気の拡大のベースになろう。設備投資も情報化投資中心に2000年以降も増加基調を維持するとみられる。ユーロ圏の景気はドイツとイタリアが外需面で不安定性を有していることを除けば、全体として拡大基調を維持していくみられ、焦点は次第に物価動向にシフトしていこう。

物価に関しては、通貨統合による産業再編・競争激化の動きや通信関連の規制緩和による価格低下等もあり、総じて物価の安定基調は崩れないとみられるものの、欧州経済が対外開放度が高い（輸出、輸入の対GDP比率が高い）ことによって輸入物価上昇の影響が米国や日本等と比べて大きい点に留意する必要がある。OECDによれば、原油価格が10ドル上昇した時に、消費者物価への影響は米国では１年目+0.4％、２年目までの合計で+0.6％にとどまるのに対し、ＥＵでは１年目+0.6％、2年目は+1.1％と倍近く消費者物価を上昇させると試算されている（economic outlook66 99/11）。

国内サービス価格低下等でユーロ圏全体の消費者物価上昇率は目標の２％以下には抑えられる見通しであるが、消費者物価の上昇が賃金交渉に影響して賃上げ率が高まれば、景気過熱感のある周辺諸国ではインフレ懸念が高まるリスクはあろう。その際、中心国特にイタリア、ドイツ等の景気低迷が長引いていれば、ECBとしても政策判断が難しくなる局面があろう。11月利上げは４月利下げ分の修正という面もあり、比較的スムースに行われたものの、今後の政策発動に際しては、摩擦発生のリスクもあろう。

（小野沢 康晴）

表1 国際機関による欧州主要国の経済見通し

	IMF（99.10）		OECD（99.11）		EU委員会（99.11）	
	99年	2000年	99年	2000年	99年	2000年
ドイツ	1.4	2.5	1.3	2.3	1.5	2.6
フランス	2.5	3.0	2.4	3.0	2.5	2.9
イタリア	1.2	2.4	1.0	2.4	1.1	2.2
英国	1.1	2.4	1.7	2.7	1.8	3.4
EMU11か国	2.1	2.8	2.1	2.8	2.1	2.9
EU15か国	2.0	2.7	2.1	2.8	2.1	3.0