

2014年7月31日

調査レポート

低インフレ問題からみたユーロ圏経済 ～改めて浮き彫りになった成長の「非対称性」～

ユーロ圏の低インフレ問題は、ユーロ圏経済が抱え続ける成長の「非対称性」を反映した現象である。本レポートは、主要4ヶ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン)の低インフレ問題を比較・分析することで、その構造的特徴を確認する。

低インフレは景気の低迷を反映した現象であるが、それがデフレに悪化し、経済活動に制約を科して景気を一段と停滞させることを政策当局は警戒している。日本の経験に基づけば、経済活動への制約は主に4つのチャンネル(ゼロ金利制約と実質金利の高止まり、為替高と輸出型産業の外国移転、賃金の低迷と消費の停滞、債務調整に対する向い風)を中心に顕在化する。

以上で述べた4つの点に即して主要4ヶ国の低インフレ問題を比較すると、**ドイツ**については、ドイツを除く3ヶ国で生じつつある。**フランス**については、為替レート上昇の影響がフランスとイタリアで顕著であるものの、生産拠点の移転は進んでいない。**イタリア**については、スペインでは緩和しつつある一方、フランスとイタリアでは悪化が続く。**スペイン**についてもフランスとイタリアが懸念される。総じて評価すると、ドイツを除く3ヶ国では低インフレ環境が経済活動の制約条件になりつつあるが、ドイツはむしろ物価の安定を享受しているといえる。

ドイツ以外の主要国や南欧諸国が構造調整圧力を抱えるなかで、ユーロ圏経済は低成長・低インフレが続く公算が大きい。そのため、欧州中央銀行(ECB)は低金利政策の長期化を余儀なくされよう。他方で、債務調整圧力が弱く物価上昇も安定しているドイツが、マイナスの実質金利を追い風に景気の拡大を続ける見通しである。同時にドイツでは、緩和的な金融政策を受けて資産バブルが発生し、それが破裂するリスクが高まると考えられる。

こうしてみると、リーマン・ショックはユーロ圏経済の成長とリスクの担い手をドイツにスイッチさせるきっかけとなり、欧州債務問題はその定着に作用したと考えられる。ユーロ圏の低インフレ問題は、その時々において実質マイナス金利を享受できて全体の経済成長をけん引する国とそうでない国とが併存するというユーロ圏経済の「非対称性」を改めて浮き彫りにした現象といえよう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

はじめに

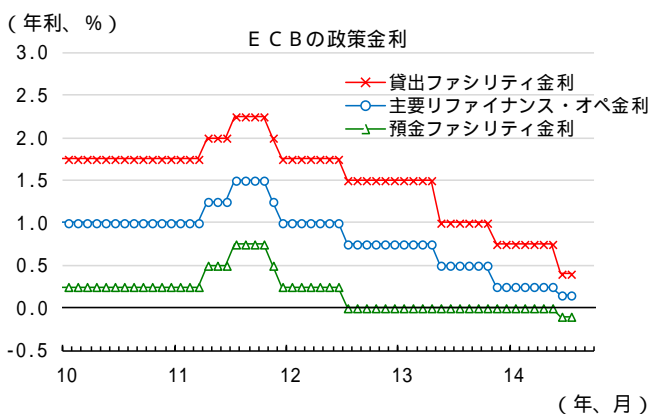
欧州中央銀行（ECB）は2014年6月の政策理事会で、下限金利（預金ファシリティ金利）を年 - 0.10%に引き下げ、主要な中央銀行としては初となるマイナス金利政策を採用した（図表1）。この政策の意図は為替安誘導にあるとみられ、追加緩和実施が予告された5月の理事会以降一方的なユーロ高には修正が入ったことから、その狙いはある程度達成されている（図表2）。

ECBが為替安誘導を行った背景には、低インフレ問題に対する強い警戒感がある。後述するように、ユーロ圏の低インフレ問題は内需の弱さと為替の強さによってもたらされている。南欧の重債務国を中心に構造調整圧力が根強いなかで、内需は当面弱い動きが続かざるを得ない。そこでECBは為替安誘導を行い、インフレ圧力を高めようとしたのである。

それにしても何故ECBは、近隣窮乏化政策とも呼ばれて他国から理解が得られにくい為替安誘導策を敢行したのであろうか。その理由は、ユーロ圏の低インフレ問題がデフレに悪化するリスクを、ECBが懸念していることにあると考えられる¹。デフレが長期化すれば、南欧諸国の構造調整が遅れ、ユーロ圏経済がさらに停滞する危険性が高まる。その予防のために、ECBは為替安誘導を通じてインフレ圧力を強めようとしたのである。もっとも反面で、景気の堅調が続くドイツの物価は、深刻な低インフレというよりもむしろ「安定」した状況にあり、それを享受している。こうしたなかでECBによる追加緩和が実施されたために、ドイツでは株や不動産の価格が一段と上昇し、バブルに発展するリスクが高まっている。

ユーロ圏の低インフレ問題は各国において状況に相違があるが、それはユーロ圏経済が抱え続ける成長の「非対称性」を反映した現象である。本レポートは、主要4ヶ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の低インフレ問題を比較・分析することを通じて、ユーロ圏経済が抱える構造的な特徴を浮き彫りにする。構成は以下のとおりである。まず第1節で低インフレ問題の現状を把握する。第2節では、低インフレがどの経路を通じて経済活動を停滞させるかをまとめる。第3節ではその問題点に即して主要4ヶ国の低インフレ問題を比較し、第4節で4ヶ国の物価動向が物語るユーロ圏経済の成長の「非対称性」の問題を考え、最後に簡単な結論を述べる。

図表1 マイナス金利政策を導入したECB



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2 一方的なユーロ高には修正が入る



(出所) ECB

¹ ECB (2014) は構造調整の進展によりユーロ圏はデフレを避けることができるとしているが、期待誘導の意味もあるだろう。

1. ユーロ圏の低インフレの現状

本節では、次節以降での議論に先立ち、ユーロ圏の低インフレの現状を確認したい。まずユーロ圏全体でみた低インフレの背景を整理し、その上で各国ごとに物価動向をみていく。

(1) ユーロ圏全体でみた低インフレの背景

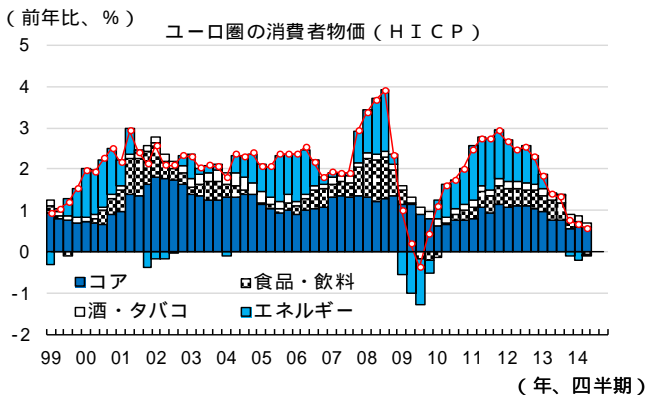
図表3はユーロ圏の消費者物価（HICP）前年比の推移を構成項目別に寄与度分解したものである。これをみると分かるように、足元にかけてのインフレ率の低下は、主にコア物価の上昇が弱まっていることとエネルギー価格が安定していることの2点から説明できる。

は内需の弱さを反映している。ユーロ圏の景気は緩やかに持ち直しているが、その原動力は輸出である。言い換えれば、欧州債務問題が顕在化して以降、ユーロ圏では内需の低迷が続いている。欧州債務問題が深刻化する過程（2010～2012年）では、重債務国を中心に付加価値税（VAT）が引き上げられて、それがコア物価の押し上げにつながった。もっとも、その効果はく落するなかで、内需が引き続き低迷しているためにコア物価の上昇力が弱まっている。

他方で、商品市況が落ち着いていることもあるが、為替が上昇したことによるところが大きい。エネルギー物価関数を推計すると、2012年の終わり頃から為替が物価を押し下げる方向に働いていることが分かる（図表4）。ECBによる政策対応や欧州債務問題の小康化を受けて、2012年後半からユーロに対する買い戻しの動きが強まった。その結果輸入物価が押し下がったことと、商品市況が落ち着いていることが合わさって、エネルギー価格が安定したのである。

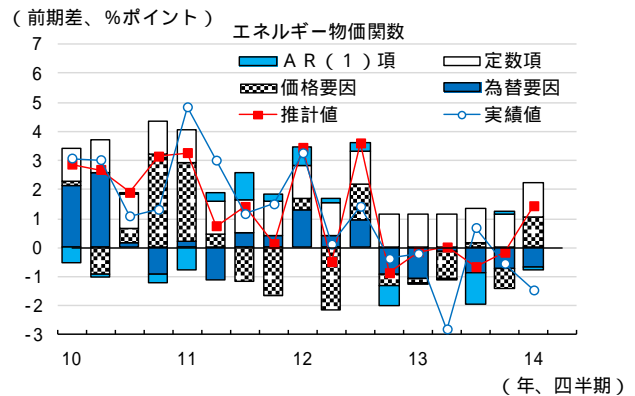
重債務国を中心に構造調整圧力が根強く、財政による景気刺激も見込み難いため、ユーロ圏の内需は当面弱い動きが続かざるを得ない。こうしたなかで意味を持つのが、ECBによる為替政策である。つまり為替安誘導によって輸入インフレ圧力を政策的に高めれば、低インフレ問題を和らげることができる。ECBが2014年6月の理事会で導入した下限金利のマイナス金利政策は、以上の意図から為替安誘導を狙ったものであると整理できる。

図表3 低インフレの主因は景気とエネルギー



(注) 構成項目ごとに寄与度分解を施した。
(出所) 欧州連合統計局 (Eurostat)

図表4 為替要因がエネルギー価格の安定に



(注) $d\log(\text{エネルギー価格}) = -0.43^{**} \times d\log(\text{NEER}) + 0.25^{**} \times d\log(\text{CRB指数}) + 0.38^{**} \times \text{AR}(1) + 0.01^{**} \times C$, $R^2 = 0.5831$, D.W比 = 1.91
**は1%有意を意味する。推計期間は99年Q3～14年Q1
NEERを為替要因、CRB指数を価格要因とした。
Cは定数項、自己回帰（AR）モデルを採用。
(出所) Eurostat、BIS、Reuters

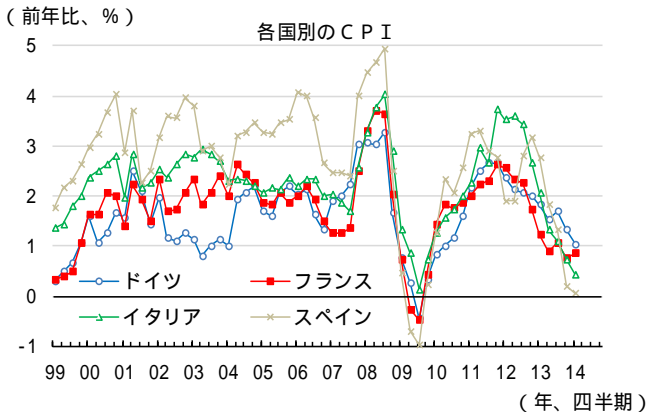
(2) 各国ごとにみた物価動向

次に、主要4ヶ国ごとに物価動向をみていこう。図表5は各国のCPIの推移を比較したものである。これによると、足元でインフレ率の低下の度合いが最も軽い国はドイツであり、フランスやイタリアがそれに続いている。その一方で、スペインに関しては前年比ほぼ横ばいの水準まで低下しているなど、低インフレ問題には程度の差があることが確認できる。

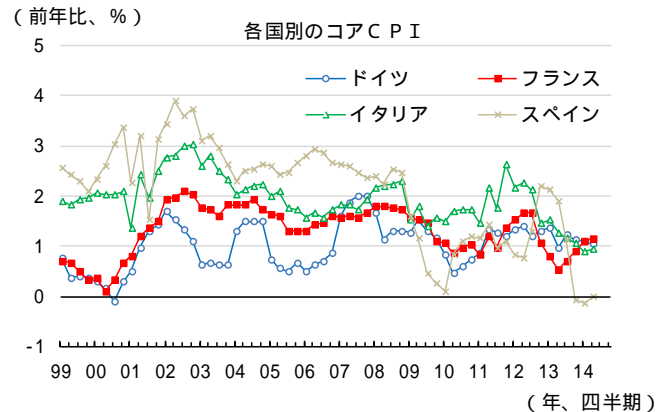
さらに、変動が激しい項目(エネルギー、飲食品、アルコール、タバコ)を除いたコアCPIの動きをみて、各国ごとの物価動向を比較すると、以下のような相違が観察される(図表6)。景気の拡大が続くドイツの場合、コアCPIは2011年頃から前年比1%を若干上回る程度で安定して推移している。一方でフランスでは、2012年から2013年前半にかけてはコアCPI上昇率の低下が続いたが、それ以降は景気の停滞が続いているにもかかわらず、水準は低いものの上昇率はむしろ高まっている。その意味で、同国はスタグフレーション的な環境に置かれていると位置付けられよう。またイタリアでは、景気の停滞が続いていることを受けて、コアCPI上昇率が2012年以降低下傾向を強めている。さらにスペインでは、内需の回復の動きが弱いなかでVAT引き上げの影響が一巡した²ために、2014年に入ってコアCPIの前年割れが続いており、デフレ気味に推移している。

ドイツの景気は欧州債務問題下でも底堅く推移し、またユーロ圏全体で景気が持ち直しに転じた2013年以降は、均してみると年率2%台の堅調な拡大が続いている。こうしたなかで、コアCPIの動きが物語るように、ドイツの物価は底堅く、低インフレというよりもむしろ「安定」していると評価できる。フランスの場合、コアベースで見ればスタグフレーション的な動きが観察されるが、総合指数ベースでは消費者物価の低下が続いているため、総じてみると低インフレの状況にあると判断される。イタリアは総合とコア両方のベースで消費者物価の低下が続いているため、低インフレはより深刻である。さらにスペインの場合、総合指数も前年比横ばいであり、またコア指数は前年割れが続いていることから、物価は既にデフレ気味と位置付けられる。

図表5 国ごとに差を伴う低インフレ問題



図表6 スペインの物価はデフレ気味



² スペインでは2012年9月に付加価値税(VAT)が18%から21%へと引き上げられた。

2. デフレを念頭に入れた低インフレの問題点

低インフレは景気の低迷を反映した現象であるが、それがデフレに悪化し、経済活動に制約を科して景気を一段と停滞させることを政策当局は警戒している（IMF, 2014）。本節では、先進国で唯一長期に渡るデフレを経験した日本の経験（堤ら（2013））を基に、低インフレ（デフレ）がどのような問題を通じて経済活動を制約するかを整理する。

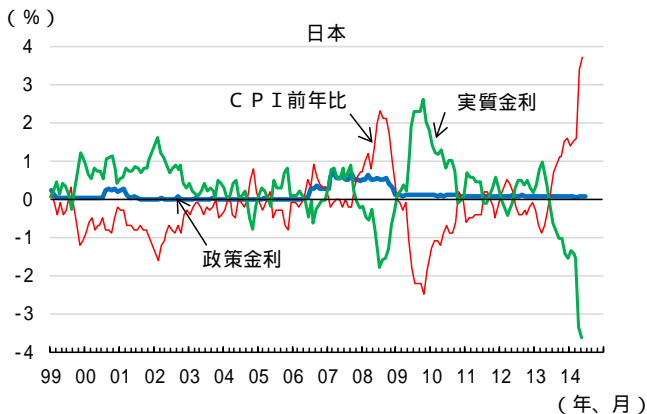
（1）ゼロ金利制約と実質金利の高止まり

最初に政策金利の非負制約（ゼロ金利制約）と実質金利の高止まりの問題を指摘することができる。金融政策を司るECBが最も警戒しているのがこの点である³。

金融政策で直接コントロールできる金利は名目金利であるが、経済活動にとって重要なのは物価変動の影響を除いた実質金利である。つまり名目金利を低位に据え置いても、実質金利が低下しなければ緩和効果は生じない。そして名目金利は、原則としてゼロ以下に引き下げることはできないという制約（ゼロ金利制約）を持っている。したがってデフレに陥れば、実質金利の操作が極めて困難になる。こうした状況は、デフレに陥っていた2000年代前半の日本で顕在化しており、以降の低成長をもたらす1つの要因になったと考えられる（図表7）。

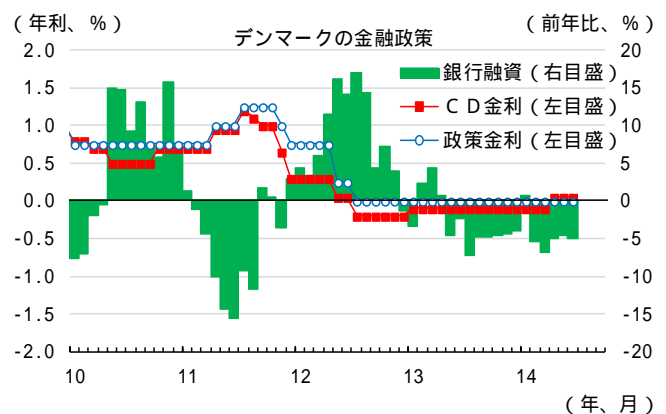
ECBが実施したように、政策金利をマイナス圏まで引き下げることは技術的に可能である。ただ現実的には、名目金利はプラス圏内の推移が正常であるため、マイナス金利政策に関しては実務上のノウハウの蓄積も進んでいない。先行してマイナス金利政策を導入した実績があるデンマークやスウェーデンでは、確かに為替高の抑制には成功しているが、その一方で、銀行融資がむしろ減少するといった副作用が発生して景気への重荷になった（図表8）。マイナス金利政策の導入によってコスト負担が増加した銀行が、貸出金利を引き上げることでその費用を回収しようとした結果、資金需要が弱まったためとみられる。マイナス金利政策はその波及経路も含めて不透明な面が多く、その意味でもこの政策に対する実務上の制約は強いといえよう。

図表7 デフレが実質金利の上昇につながる



（注）2014年4月の激しい振幅は消費増税の結果である。
（出所）日本銀行、総務省

図表8 強い副作用を持つマイナス金利政策



（注）デンマークは下限金利に相当するCD金利をマイナスにした。
（出所）デンマーク中央銀行

³ 以下のページ（<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>）を参照されたい。

(2) 為替高と輸出型産業の外国移転

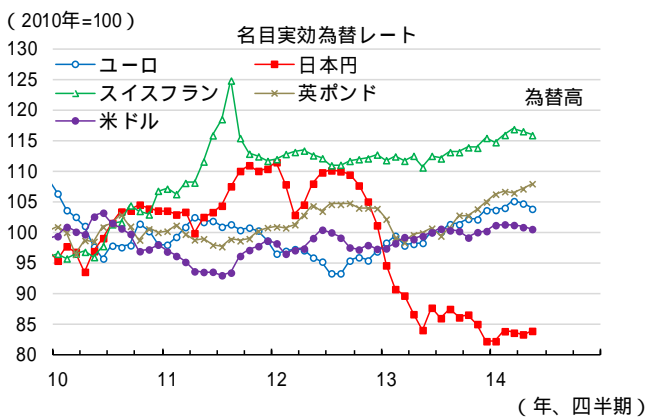
次に、低インフレ（デフレ）が為替レートの高止まりをもたらすとともに、それが輸出型産業の外国移転を加速させる可能性が指摘できる。投資家のリスク志向が高まらないなかでは、低インフレ（デフレ）通貨が安全資産として積極的に買われる傾向がある。欧州債務問題が深刻化する過程では、円やスイスフランがその役割を果たした（図表9）。また2012年後半以降は、ECBによる政策対応が進み、また円の魅力が相対的に低下したため、ユーロに役割がシフトした。

一般的に、為替レートの上昇は輸出型産業の競争力を弱める方向に働く。ここで労働コストを削減するならば、実質為替レートの上昇を抑制できるため、競争力の低下は限定的なものになる。しかし、社会的反発を伴う労働コストの削減には困難が伴うことから、輸出志向の製造業企業などは人件費が安い場所に生産拠点を移すか、或いは為替ヘッジのために最終需要地に近い場所へと生産拠点を移転する動きを強めてきた。

もっとも、日本貿易振興機構（2014）によると、日本企業が足元で一番重要視している進出理由は「海外での需要の増加」にある。事実、為替安と対外直接投資（FDI）の間には明確な相関は観察されないばかりか、安部政権の成立を受けて円安が加速してからも、FDIの勢いは着実に強まっている（図表10）。国内の需要が先細りするなかで、着実な需要増が見込まれる新興国（ないしはそういった新興国と通商上密接な関係を有している近隣諸国）に生産拠点を移管する動きは、日本以外の先進国の企業にもある程度共通した流れだろう。

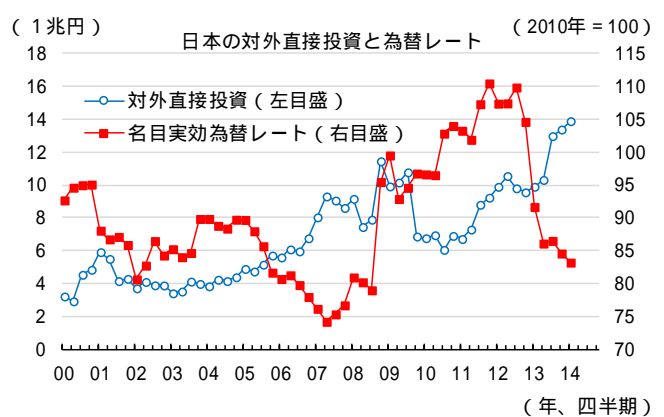
しかしながら、為替レートの高止まり、ないしは上昇が、企業の外国への進出動機を刺激する側面も否定できない。とりわけ2011年から2012年にかけてのFDIの復調は、世界景気が減速局面にあるなかで発生している。この背景には、日本の企業が、円高によって進出コストが低いうちに、先行き着実な需要回復が見込める地域に進出しようとする動機を強めたことがあると推察される。他の主要通貨（ドルと円）がインフレ通貨であることから、安全資産としての観点から、ユーロには今後も一定の需要が見込まれる。このことが日本の例と同様に、ユーロ圏の輸出型産業の海外移転を促す可能性が懸念される。

図表9 低金利通貨への需要が高まる



(注) 2010年基準のブロードベース。
(出所) 国際決済銀行 (BIS)

図表10 海外移転と為替レートの相関は弱い



(注) 直接投資は4四半期後方移動累積ベース。
(出所) 日本銀行及びBIS

(3) 賃金の低迷と消費の停滞

さらに、低インフレ（デフレ）が賃金の低迷と消費の停滞を生むという問題がある。低インフレ（デフレ）下では名目ベースでの売上が伸びにくいいため、企業の利益が圧迫される。そこで企業は人件費の抑制に注力することになるため、所得の伸びが抑制されて消費が停滞するのである。

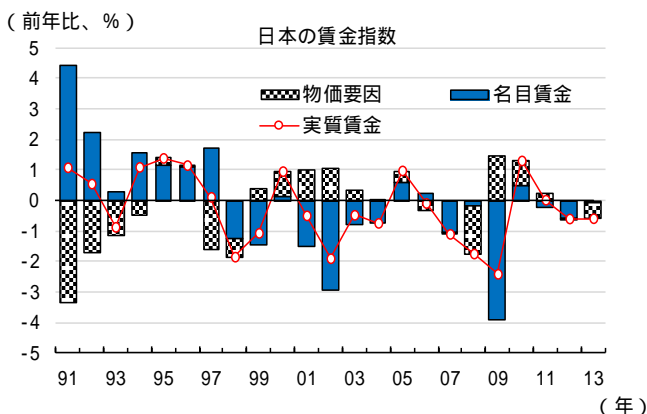
図表11はバブル崩壊前後からの日本の実質賃金の推移をみたものである。これによると、不況を受けてデフレが深刻化した1990年代末から2000年代前半にかけて、日本では実質賃金の減少が続いたことが分かる。この間、デフレは実質賃金の減少を抑制する方向に働いているが、デフレを伴った不況は名目賃金の大幅な減少をもたらしたという意味で、デフレは結果的に実質所得を減少させる力になったといえるだろう。そしてこのことは、その後現在まで渡る日本の賃金上昇力の弱さをもたらす一因になったと考えられる。

こうした賃金環境の悪化は消費の停滞につながる。主要な先進国（フランス、ドイツ、英国、米国）との比較に基づけば、デフレが続いた1990年代後半から2000年代前半における日本の個人消費の低迷が浮き彫りになる（図表12）。具体的には、日本の1990年代前半（90～94年）の個人消費の増加率は年平均2.5%増であったのが、景気の低迷に伴いデフレが顕在化した90年代後半（95～99年）から2000年代前半（2000～04年）は1.0%増にとどまった。

なおすう勢的な消費停滞の動きはドイツでも観察される。特に2000年代前半の個人消費の停滞は、景気の低迷もさることながら、ドイツで競争力の改善を目的に行われた広範な領域に渡る労働市場改革（シュレーダー改革）の影響を色濃く受けている。もっとも後述するように、この期間における労働コストの大胆な削減が、ユーロの導入と相乗効果を生んでドイツの輸出競争力を高める結果をもたらした、足元にかけての内需の堅調につながっている。

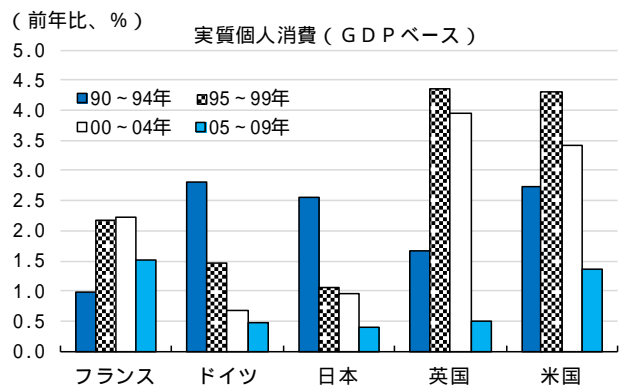
EUの理念の1つが単一市場の形成にあるように、欧州全体でみた経済成長のモデルは内需に依存するところが大きい。こうしたなかで低インフレがデフレに悪化し、それが適切な構造改革を伴わずただ徒に定着するならば、経済成長に対する内需依存度が高い欧州経済は深刻な停滞に陥ることになるだろう。

図表11 日本の賃金



(注) 事業所規模 5 人以上の調査産業計ベース。
(出所) 厚生労働省

図表12 低迷が顕著なデフレ下の日本の個人消費



(注) 2005年基準、幾何平均。
(出所) 世界銀行

(4) 債務調整に対する向い風

最後に、デフレが債務調整に対する「向い風」になるという問題がある。

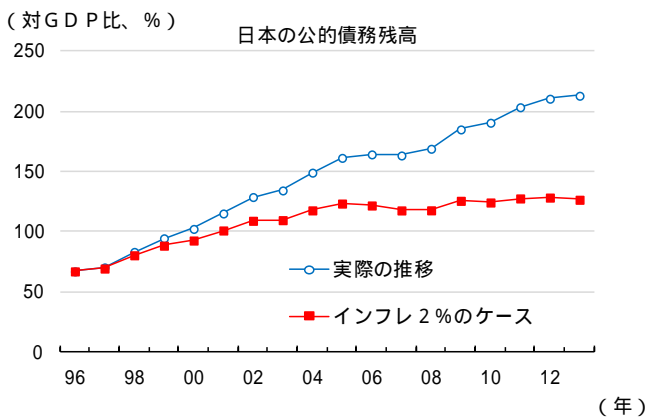
名目経済成長率が公的債務残高の増加テンポを下回らない限り、対GDP比でみた公的債務残高の実質的な規模が拡大することはない。言い換えれば、公的債務残高が名目経済成長率を上回るペースで増加するならば、公的債務残高の対GDP比は上昇が続くし、さらに物価がデフレの状態でも名目GDP成長率が低くなれば、その上昇が一段と加速することになる。

図表13は日本の公的債務残高の対GDP比の推移をみたものである。日本がデフレに突入する以前の1990年代中頃の時点で、日本の公的債務残高は名目GDPの70%程度であった。それ以降、日本の公的債務残高の対GDP比は、2000年代中頃を除き右肩上がりで見られ、2013年時点ではGDPの213.0%に達している。ここで、1996年以降実質GDP成長率を実績通り推移する一方で、GDPデフレーターが年に2%ずつ上昇し、その分だけ名目GDPの成長が押し上げられたと仮定すれば、2013年の対GDP比は126.6%にまで低下することになる。政府財政の改善には歳出・歳入の両面に渡る広範な構造改革を要するが、適度なインフレ率を伴う名目GDPの増加は少なくとも債務調整の「追い風」になる。

同様のことは金融部門や家計部門などのバランスシート問題に関しても指摘できる。図表14は米国の家計部門の債務残高（資金循環統計上の総負債）の対GDP比をみたものである。米国の家計は住宅バブル期において、名目GDPの増加ペース以上の勢いで借入を行った。2008年秋に発生したリーマン・ショックを受けて、米国の家計部門は返済を優先し債務残高の縮小に努めるようになった。足元2014年第1四半期の水準は対GDP比77.3%と最悪期（2009年第1四半期の95.2%）から20%ポイント低く、調整の目途と考えられるバブル前のトレンドを下回る程度になっているが、その「追い風」になったのが名目GDPの増加、すなわちインフレであった。

南欧の重債務国を中心に、ユーロ圏では構造調整圧力が根強い。こうしたなかで、一定のインフレ率を確保することは、そうした諸国の債務調整を促す上では重要である。その反面で、デフレが長期化し、名目GDPの成長が滞れば、債務調整が遅れる危険性が高まると懸念される。

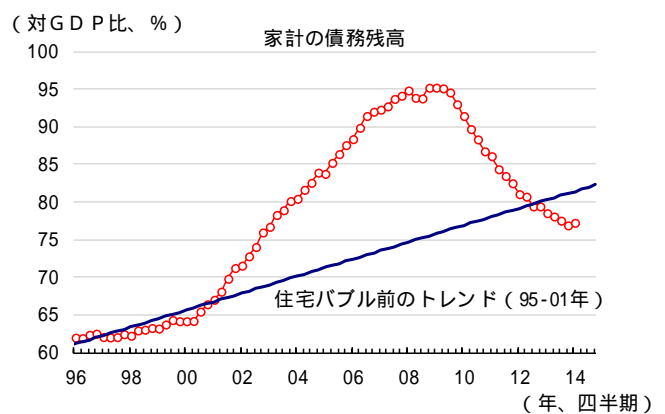
図表13 物価の上昇は債務調整の「追い風」に



(注) GDPデフレーターが96年以降年2%ずつ上昇した場合をインフレ2%のケースとした。

(出所) 内閣府

図表14 改善が進む米国家計のバランスシート



(出所) 米FRB及び商務省

3. 低インフレの問題点からみた主要4ヶ国の現状

本節では、前節で指摘した4つの点（ゼロ金利制約と実質金利の高止まり、為替高と輸出型産業の外国移転、賃金の低迷と消費の停滞、債務調整に対する向い風）から、ユーロ圏主要4ヶ国の経済の現状を比較・分析する。

(1) 実質マイナス金利を享受するドイツ

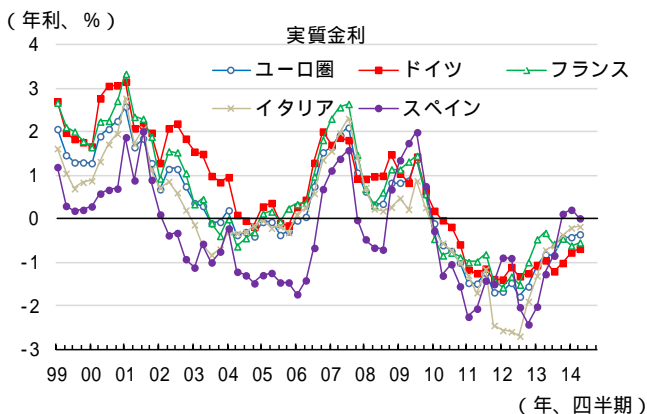
最初に「ゼロ金利制約と実質金利の高止まり」の問題について考えよう。

図表15はユーロ圏全体と主要4ヶ国の実質金利（政策金利 - C P I 前年比）をみたものである。これによると、E C Bの低金利政策を受けて、ユーロ圏全体の実質金利は2010年頃からマイナスが続いている。もっとも、足元にかけて物価がデフレ気味に推移しているスペインでは、実質金利は既にプラスに転じている。またC P I 上昇率の低下が進んでいるフランスやイタリアでも、マイナス幅が縮小している。これら3ヶ国については、実質マイナス金利の効果が弱まりつつあるといえるだろう。反面で、実質金利のマイナス幅が安定しているのがドイツである。

実質マイナス金利が内需を大きく刺激することは、スペインなどの南欧諸国が、その状態にあった2000年代前半に内需主導の高成長を実現したことが端的に示している。先に指摘したように、E C Bの低金利政策を受けて各国の実質金利は2010年頃からマイナスが続いている。このなかでも、少なくともドイツの場合、構造調整圧力が弱いことがあって、実質マイナス金利が内需拡大の推進力になっていると考えられる。実際に金利感応度が高い総固定資本形成の動きをみると、欧州債務問題のなかでもドイツは他の諸国と比べてしっかりと推移しており、2013年以降は順調に拡大している（図表16）。

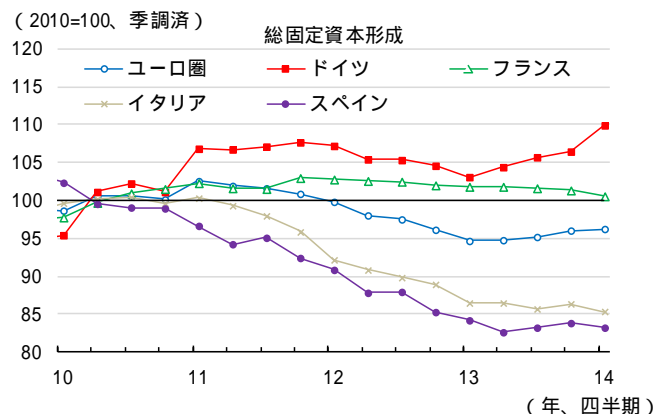
他方で、イタリアやスペインなどの南欧の重債務国に対しても、潤沢な流動性供給に裏打ちされた実質マイナス金利政策は債務調整を促すとともに、総固定資本形成の動きを下支えしたと推察される。ただそれらの国々では、足元にかけてさらなるインフレ率の低下や物価の下落を受けて実質金利のマイナス幅が縮小ないしはプラスに転じており、効果が弱まっていると考えられる。

図表15 ドイツのマイナス金利はまだ継続



(注) 政策金利 - 各国のC P I 前年比
(出所) E C B 及び Eurostat

図表16 加速するドイツの総固定資本形成



(出所) Eurostat

(2) 輸出型産業の外国移転は停滞

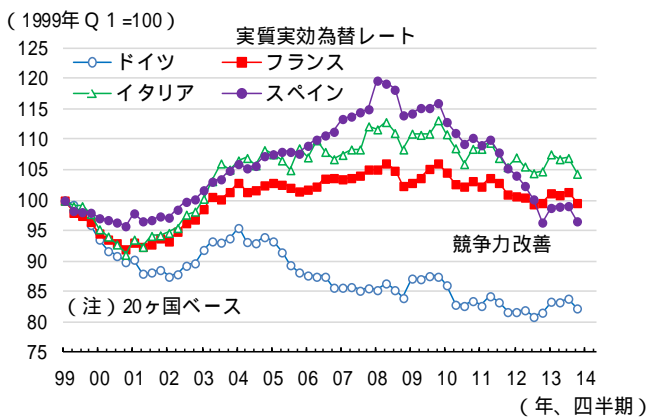
次に「為替高と輸出型産業の外国移転」の問題である。

図表17は4ヶ国の競争力指数(単位労働コストベースの実質実効為替レート)をみたものである。2012年秋以降ユーロが買い戻されるなかでも、2000年代前半の労働市場改革によって労働コストの切り下げに成功したドイツの競争力指数は圧倒的に低く、各国と比べると引き続き高い輸出競争力を維持している。また欧州債務問題の渦中에서도解雇規制緩和などの労働市場改革を推進したスペインの場合も、競争力の一定の改善に成功している。それらの反面で、有権者の反対や政治不安を受けて労働コストの切り下げに苦慮しているフランスとイタリアの場合、競争力指数の低下が進んでいない。つまり主要4ヶ国で比較した場合、ユーロの上昇が輸出への逆風としてより強く現れている経済は、フランスとイタリアということになる。事実、主要4ヶ国のなかでも、ユーロ高に伴う輸出不振に対して強い警戒感を示しているのは両国の政府である。

こうしたなかで警戒されるシナリオは、輸出競争力が低下したフランスやイタリアの企業を中心に、ユーロ圏外への資本移転が進む可能性である。もっとも、足元にかけてはそういった動きは必ずしも観察されない。図表18はドイツとフランス、イタリアの非ユーロ圏向けFDIのトレンドをみたものである。これによると、足元にかけての各国の非ユーロ圏向けFDIは金融危機以前よりもむしろ停滞している。

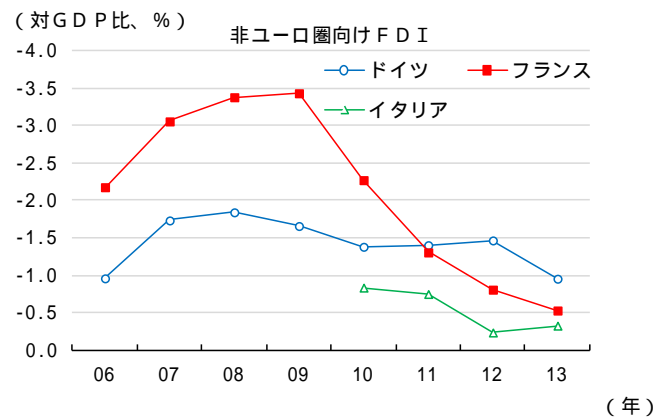
輸出型産業の外国移転が停滞している背景として、以下のことが考えられよう。まず、景気低迷に伴い業績が低調であるなか、企業のFDI強化への動機がまだ高まっていないことが考えられる。次に、金融危機以前の段階で、ドイツを中心とする西欧諸国の製造業企業の多くが中東欧諸国に生産ラインを移管していたことも、足元のFDIの低調に関係していると推察される。中東欧諸国はトータル・コスト(労務管理やカントリーリスクを勘案した事業コスト)ベースでは引き続き高い競争力を維持しているとみられ、欧州主要国の企業が生産拠点を非欧州世界へシフトすることを防いでいると考えられる。こうしたなかで、そもそも足元のユーロ高はその期間がまだ比較的短いこともあり、企業の海外進出動機を強めるきっかけになっていないと判断できる。

図表17 「為替高」が続くイタリアとフランス



(注) 単位労働コストベースの実質実効為替レート
(出所) ECB

図表18 停滞するユーロ圏外向けFDI



(注1) 対外資産のみ、3年後方移動平均。
(注2) スペインのデータは確認できなかった。
(出所) Eurostat

(3) 賃金低迷と消費停滞が深刻なフランスとイタリア

さらに「賃金の低迷と消費の停滞」の問題である。

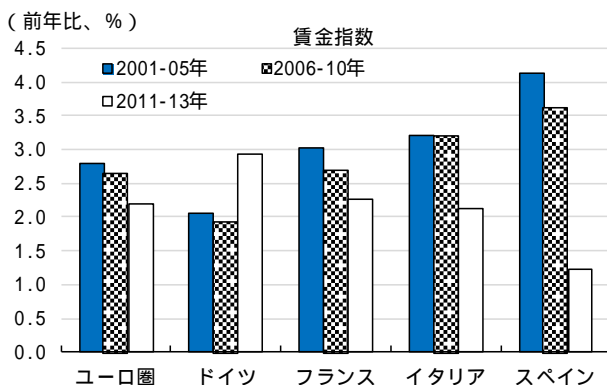
図表19はユーロ圏全体と主要4ヶ国の名目賃金の前年比増減率の推移を比較したものである。まずユーロ圏全体をみると、リーマン・ショック以降の景気低迷に伴い、ユーロ圏全体の賃金増加率（名目ベース）はすう勢的に低下している（2000年代前半が年平均2.8%、2000年代後半が同2.7%、2011～13年が同2.2%）。

各国別にみると、ドイツだけが足元にかけて賃金上昇テンポが加速しており、2011～13年の年平均増加率は2.9%と2000年代後半（同1.9%）から高まっている。これはドイツ経済の好調さを反映した動きといえよう。その反面で、賃金の伸びが最も鈍化しているのがスペインである。同国の賃金上昇率は高成長期にあった2000年代前半には年平均4.1%、続く2000年代後半も3.6%と高めであったが、2011～13年の間の平均上昇率は1.2%にまで低下している。同国では労働市場改革を受けて賃金上昇率の低下を余儀なくされている。他方でフランスとイタリアの場合、スペインとは異なり労働コストの切り下げが進まなかったために、賃金指数の伸びの低下は相対的に抑制されているものの、ドイツとの対比では賃金はやはり低迷していると判断される。

賃金が低迷すれば消費が停滞することになる。実際に各国の個人消費の動向をみると、賃金上昇の加速が顕著であるドイツの個人消費は増加が続いている（図表20）。一方、賃金上昇の鈍化が顕著であるスペインの場合、2012年頃までは個人消費の減少が続いたが、足元では緩やかに持ち直している。労働市場改革が賃金上昇の抑制に働く一方、景気が既に底打ちし持ち直していることが、個人消費の回復につながっているとみられる。他方で、賃金上昇が鈍化しているフランスは欧州債務問題が深刻化して以降一進一退となっており、またイタリアでは一方的な減少に歯止めがかかったとはいえ、水準を大きく切り下げたまま停滞が続いている。

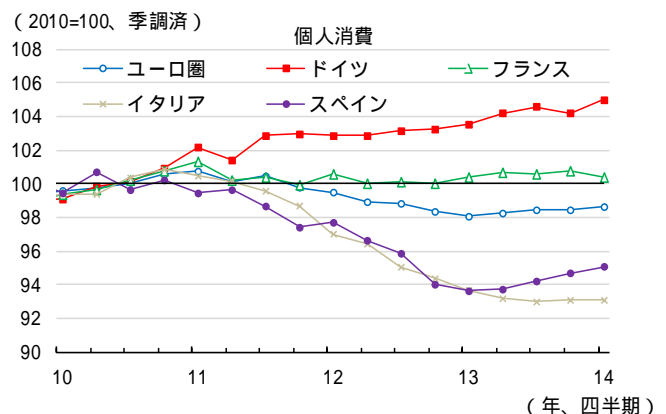
総じてみると、賃金低迷と消費停滞はドイツ以外の3ヶ国で顕著である。もっとも、スペインでは、景気の持ち直しを受けて消費も緩やかに持ち直している。その反面で、景気の停滞が続くフランスとイタリアでは、賃金低迷と消費停滞の問題がより深刻であるといえる。

図表19 ドイツ以外は低迷する賃金の伸び



(注) 労働コスト指数の Wage and salary ベース
(出所) Eurostat

図表20 フランスとイタリアで停滞する個人消費



(出所) Eurostat

(4) 債務調整の追い風の弱まるフランスとイタリア

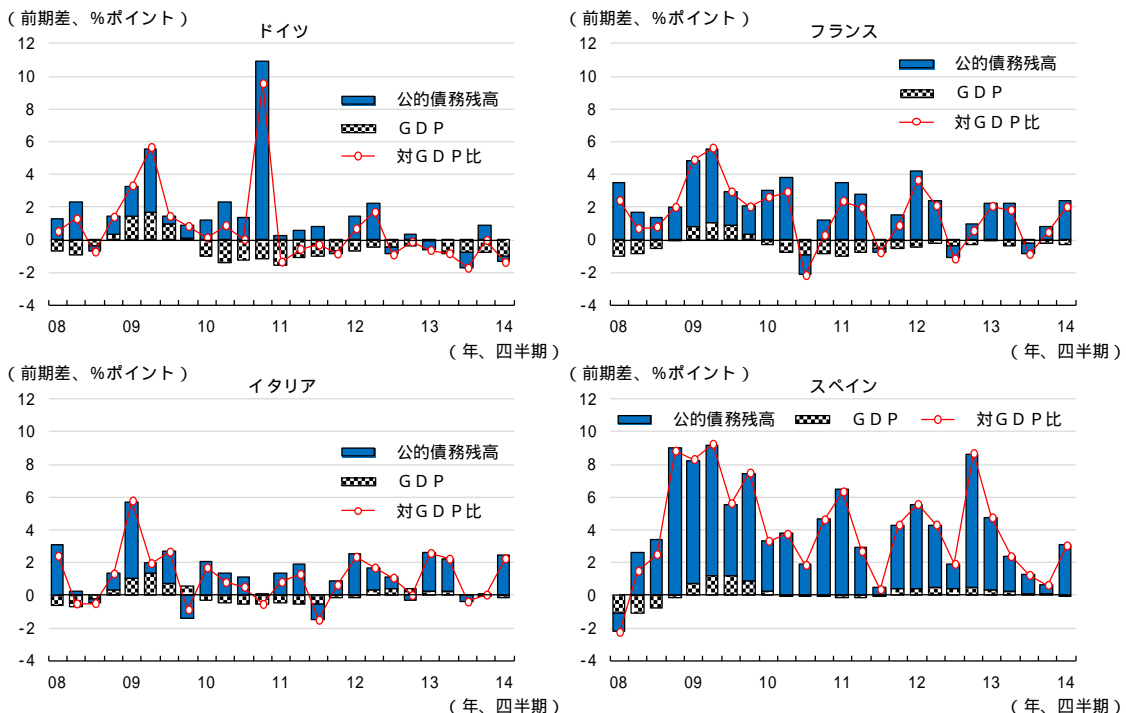
最後に「債務調整に対する追い風」の問題をみてみたい。

図表21は4ヶ国の公的債務残高の対GDP比の前期差をみたものである。名目GDP成長率が公的債務残高の増加ペースを上回っていれば、公的債務残高の対GDP比は低下する（債務調整の追い風が吹く）。反面で、公的債務残高が名目GDP成長率を上回るペースで増加するならば、公的債務残高の対GDP比は上昇が続くし、さらにデフレ下で名目GDP成長率が低下すれば、その上昇が一段と加速することになる（債務調整の追い風が吹く）。

堅調な景気を受けて安定的なインフレを確保しているドイツの場合、名目GDPの増加が債務調整の追い風になっている様子が見て取れる。低インフレが深刻なフランスの場合、その追い風は弱まっている。低インフレがより一段と深刻であるイタリアの場合、2012年第2四半期から2013年第2四半期まで名目GDPが減少する局面があり、この間は向かい風が吹いている。以降も、景気停滞が続くなかで追い風は非常に弱い。最後にスペインに関しては、欧州債務問題が深刻化するなかで景気後退局面にあった2011年第4四半期から2013年第2四半期までは名目GDPが減少しており、債務調整に対する向かい風が吹いている。もっとも、景気の持ち直しを受けて、足元にかけてはわずかながら追い風が吹く状況になっている。

債務調整圧力が弱いドイツを除く3ヶ国を比較すると、スペインの場合、労働コストの切り下げなど一定の体質改善に成功しており、先行きも輸出主導の緩やかな景気回復が見込まれる。反面で、そうした改革が滞っているフランスとイタリアでは、物価の低体温症が続き、債務調整への追い風が弱まるか、むしろ向かい風に転じる恐れが高まっている。

図表21 債務調整の追い風の弱まりが懸念されるフランスとイタリア



(出所) Eurostat

4. 低インフレ問題のなかで改めて浮き彫りになった成長の「非対称性」

ユーロ圏の低インフレ問題を主要4ヶ国について4つの問題点（ゼロ金利制約と実質金利の高止まり、為替高と輸出型産業の外国移転、賃金の低迷と消費の停滞、債務調整に対する向い風）から比較・分析した結果は、以下のように整理できるだろう。

景気が堅調なドイツの場合、物価は深刻な低インフレ状態にあるというよりも、むしろ「安定」していると評価される。そして政府を中心とする債務調整圧力が弱いために、ECBによる低金利政策の下で実質マイナス金利の恩恵を享受できていると考えられる。したがってドイツでは、実質マイナス金利によって促された景気の拡大が一定の物価上昇率の確保につながり、それがさらに実質マイナス金利の確保につながるというサイクルが成立していると整理できよう。

他方で残りの3ヶ国の経済活動は、生産拠点の外国移転こそ今のところ促されていないものの、その他の点においては既に低インフレ問題による制約を受け始めている。具体的には、物価がデフレ気味であるスペインでは実質金利が既にプラスに転じており、また低インフレが進むフランスやイタリアでも実質金利のマイナス幅が縮小するなかで、総固定資本形成の下支え力が終わっているとみられる。さらに、低インフレを反映して賃金が低迷しており、消費の停滞が深刻化している。加えて、低インフレによって名目GDPの成長が滞るなかで、債務調整に対する追い風は弱まっている。

先行きを展望すると、ドイツ以外の主要国や南欧諸国が構造調整圧力を抱えるなかで、ユーロ圏経済は低成長・低インフレが続く公算が大きい。そのため、ECBによる低金利政策は長期化を余儀なくされよう。他方で、構造調整圧力が弱く物価上昇も安定しているドイツが、マイナスの実質金利を追い風に景気の拡大を続ける公算が大きい。向こう数年は、ドイツがユーロ圏経済の成長をけん引する原動力になる見通しである。同時にドイツでは、緩和的な金融政策を受けて資産バブルが発生し、それが破裂するリスクが高まると考えられる。実際こうしたシナリオに対するドイツの政策当局（連邦銀行や金融監督庁、財務省）の警戒感は強く、ECBによる低金利政策の強化・長期化に対しては慎重な立場を示している。

またドイツを除く3ヶ国のなかにも、相違が生じるだろう。労働コストの切り下げなどを通じた構造改革の効果が表れ始めているスペインでは、今後も世界景気の拡大にけん引された輸出主導の緩やかな経済成長が見込まれる。景気が一段と復調すれば、政府債務や不良債権の調整にも弾みがつき、内需の回復力も強まるだろう。こうした環境の下でインフレ圧力も徐々に高まり、経済活動に対する制約も和らぐと期待される。反面で、政治的・社会的反発から労働市場改革に踏み込まず、債務調整が進まないなど経済の高コスト体質を改めることができないフランスとイタリアの場合、現在の状態が続く限りにおいては、外需回復の恩恵をスペインほど得ることはできないとみられる。加えて、成長の停滞を受けて低インフレが続き、国内の経済活動に対する制約も強いままになる可能性が高い。こうしたなかで、債務調整や財政・労働市場と広範に渡る構造改革に努め、国内の高コスト体質をどれだけ改善できるかが、フランスやイタリアの今後の経済成長を左右するだろう。

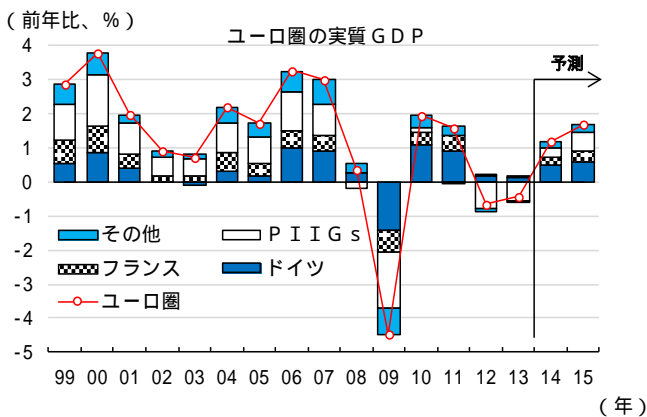
ところで、ユーロ圏は現在18ヶ国から構成されるが、主要4ヶ国の比較からも窺えたように、景気と物価の状態は様々である。その一方で、ECBが定める政策金利の水準は1つである。したがって、その時々において実質のマイナス金利を享受できて全体の経済成長をけん引する国とそうでない国とが併存するという「非対称性」を、ユーロ圏は有している。そして成長の主役となる国が局面に応じてスイッチしていくと同時に、欧州経済全体の成長の推進力となった経済には景気の過熱による資産バブルが発生しやすいという特徴がある。

この見方に基づけば、2000年代においてユーロ圏経済の成長をけん引した主体は、スペインやギリシャなどの南欧諸国や、内需主導の経済成長モデルを有していたフランスである。とりわけ外資流入に支えられて内需が堅調であった南欧諸国は、相対的に高インフレ状態であったために実質金利がマイナス化し、さらにそれが内需の拡大を促すというサイクルを謳歌した。そして、構造調整局面にあって停滞していたドイツに代わり、ユーロ圏の経済成長をけん引したのである。

2010年代に入ると、南欧諸国やフランスが苦境に喘ぐ反面で、2000年代に構造調整を耐え抜いたドイツは良好な経済環境を謳歌している。すなわち、一定のインフレ率を確保する一方、南欧経済の債務調整を促す観点からECBの低金利政策が長期化しているため、マイナスの実質金利を享受できる環境にある。先行きもECBの低金利政策が続く以上、ドイツの実質金利はマイナスが続くか極めて低位にとどまるため、同国の内需は堅調に推移してユーロ圏景気の回復のメインエンジンになるだろう（図表22）。他方でかつての南欧と同様に、流動性の追い風を受けて株式や不動産の価格が一段と上昇し、資産バブルが破裂するリスクが高まる。足元のドイツの株価は既に史上最高値を更新し続けており、オーバーヒート気味である（図表23）。

こうしてみると、リーマン・ショックはユーロ圏経済の成長とリスクの担い手をドイツにスイッチさせるきっかけとなり、欧州債務問題はその定着に作用したと考えられる。ユーロ圏の低インフレ問題は、その時々において実質マイナス金利を享受できて全体の経済成長をけん引する国とそうでない国とが併存するというユーロ圏経済の「非対称性」を改めて浮き彫りにした現象といえよう。そしてドイツは、成長のけん引役となったゆえに資産バブルのリスクを高めている。

図表22 2010年代はドイツが成長のけん引役に



図表23 バブル懸念が高まるドイツ



ドイツによる成長のけん引も永続するものではなく、何らかのショックをきっかけに終焉を迎えるだろう。経常収支など構造的な不均衡を是正する必要性を説き、マクロ経済指標のモニタリングというかたちでそれを促そうとする昨今の流れは、ドイツ経済が調整局面入りした時の影響を緩和させる取り組みであるとも位置付けられる。

さいごに

以上本レポートでは、主要4ヶ国の低インフレ問題を比較・分析することで、ユーロ圏経済が抱える構造的な特徴を浮き彫りにした。

足元の低インフレ問題もまた、ユーロ圏経済が抱え続ける成長の「非対称性」を反映した現象と考えられる。ユーロ圏は、需要構造の違い、供給（産業）構造の違い、あるいは所得水準の違いなど、様々な性格を持つ国々から構成される。他方で、ECBが定める政策金利の水準は1つである。したがってユーロ圏経済では、その時々において実質マイナス金利を享受でき、全体の経済成長をけん引する主体がスイッチする。言い換えればユーロ圏には、景気が堅調に推移する国と停滞する国とが局面に応じて変化しつつ、かつ併存するという経済成長の「非対称性」が存在しているのである。このことは、多様な経済から構成されるユーロ圏に宿命づけられた構造的な特徴であるといえよう。

そして、経済成長のけん引役には、同時に資産バブルのリスクが集中する。低金利政策の長期化が見込まれるなかで、向こう数年はドイツがその主体になるだろう。ドイツだけではなく、低金利状態が続く環境の下で資産バブルのリスクにどう対処するかは、先進国を中心に世界的な関心事になっている。なかでも、為替・金融政策の自律性が各国にないユーロ圏（目下のところはドイツ）の場合、その問題は極めて深刻であるといわざるをえない。

成長の「非対称性」を抜本的に均していくことはまず不可能であろう。当然、時々々の成長の担い手は、景気の過熱による資産バブルするリスクを負い続けることになる。したがって、今後もユーロ圏経済は、局面に応じて全体の成長を担う経済にリスクが集中するというパターンを繰り返すことになるだろう。

当面の課題は、将来的にドイツが調整局面に入った後、ユーロ圏の経済成長を南欧や周辺の諸国がけん引できるかどうかである。そしてそれは、現在各国が苛まれている債務調整・高コスト体質の問題をどれだけ改善することができるかどうかにかかっているといえるのである⁴。

⁴ 高コスト体質の改善には労働市場改革が不可欠である。もっとも望ましい労働市場改革とは、人件費をいたずらに切り詰めるのではなく、インサイダー＝アウトサイダー問題や世代間格差の問題（詳しくは土田（2013）を参照されたい。）を改善し、世代間の分配の公平性を高める方向に労働市場のシステムを変えていくことに他ならない。解雇規制緩和などで先行するスペインであるが、今後どれだけ労働市場改革を推し進めることができるかが、同国経済の成長の持続性を決めるだろう。反面で、痛みを先送りを優先して改革の入り口にすら立てていないフランスやイタリアの場合、このままでは経済の長期停滞が免れない公算である。

参考文献

- 土田陽介（2013）「債務問題下の高失業を吸収する南欧の経済慣行」三菱UFJリサーチ&コンサルティング『調査レポート』（2013年11月11日）
- 堤雅彦・市橋寛久・木下怜子・長内智（2013）「デフレ脱却の意義と課題」内閣府『マンスリー・トピックス』（平成25年2月27日） 016
- 日本貿易振興機構（JETRO）（2014）『2013年度日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査』（2014年3月）
- European Central Bank. [ECB] (2014) *Financial Stability Review*, May 2014.
- International Monetary Fund. [IMF] (2014) “Euro Area Policies,” *IMF Country Report*, No.14/198, July 2014.

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。