

Pictet Global Market Watch

日本型の長期停滞が懸念されるユーロ圏経済

ユーロ圏経済には行き詰まりのリスクが強まっています。域内経済が苦境を脱するには、欧州中央銀行(ECB)の金融政策を援護する構造改革が必須です。2014年年初以降の欧州経済の動向と先行きの見通しを、ピクテの金融調査部ヘッド、ジャン・ピエール・デュラントが解説します。

年初来のユーロ圏経済

2014年年初の時点では、ユーロ圏経済の景気回復を巡って慎重ながらも楽観的な見方が現れ始めていました。ユーロ圏構成国の大半が景気後退期(リセッション)を脱し、景気の先行きを期待させるニュースが伝えられ、企業心理、消費者心理ともに着実に改善し始めていたからです。このような状況下、「緊縮財政が奏功し、ユーロ圏は欧州債務危機後の停滞期から脱した」と時期尚早にも宣言した政治家もいたほどです。ところが、10ヵ月後の現時点では、かつての楽観論者までが年初の時点とは異なる見方を取っています。ユーロ圏の経済成長は腰折れし、複数の構成国がリセッションに逆戻りし、(域内経済をけん引するはずの)ドイツさえが暗雲の下で苦戦を強いられているように思われます。財政立て直しに向けた取り組みがもたらした好循環に対して、デフレ圧力が次第に優勢となりつつあります。インフレ率がゼロ近辺に低下し(ユーロ圏の9月の消費者物価指数は前年同月比+0.3%)、経済成長が失速する(ユーロ圏の4-6月期GDP(域内総生産)成長率は前期比横這い)環境下、(先行きに対する)懸念が急速に広がっています。ユーロ圏経済が、1990年以降、景気停滞とデフレ局面を脱せず、袋小路に追い込まれた日本経済の足跡を辿ることとなるのか、それとも、金融危機発生以降、米国経済が歩んだ道を辿れるのか、が問われているのです。

ECB内の切迫感

ECBは、追加金融緩和にアクセルを踏み込んでいます。同行は、6月の理事会で非伝統的施策の導入に向けて大きく歩を進め、中銀預金に対するマイナス金利、中小企業融資に用途を限定した長期性資金供給オペ(TLTRO)を通じた流動性の提供、証券市場プログラム(SMP)の不胎化オペ停止等の施策を決断しました。また、9月の理事会では、銀行の資産査定の結果を待たずに、市場介入金利(ファイナンス金利)の0.05%への

引き下げ、資産担保証券(ABS)ならびに債権担保付社債(カバードボンド)の買入等、一連の追加金融緩和策を発表しました。ECB政策理事会が断固とした行動を取る必要があることに緊迫感を示し、デフレのリスクを極めて真剣に受け止めていたことは明らかです。ドラギ総裁の姿勢の変化はさておき、これまで非伝統的施策の導入に強硬に反対していたメンバーの反発が無い全会一致の決定となったことは、特に注目を集めました。追加の施策が一年前に発表されていたとしたら、ユーロ圏中核国からの抗議の波が押し寄せていたであろうことは疑いようがありません。

ドイツの輸出型企業は苦戦

追加金融緩和反対派が追加緩和を容認したのは、状況が一変したことが明らかだったからです。オランダでは、債務超過の家計が増え、消費支出の伸びが抑えられています。フィンランドはリセッションに逆戻りしていますが、同国のリセッション入りはウクライナ情勢の影響が及ぶ前から始まっています。また、(ユーロ圏の盟主である)ドイツにおいてさえ、状況が悪化しています。9月のIfo企業景況感指数は5ヵ月連続で低下しました。また、期待サブ指数は長期平均を下回る水準に留まっており、景気の先行きが懸念される水準にあることを示唆しています。このように悲観的な見方が台頭した背景には、恐らく複数の原因があるものと思われる。ウクライナ危機と中国経済の減速が一因であることは明らかですが、ドイツの輸出型企業の士気を更にくじいているのは、言及されることの少ない潜行性の原因、すなわち、円の減価です。円は2012年末から(物価の変動を勘案した)実質ベースで30%下落しています。通貨の大幅な変動が目新しいことでないとは言ってもありませんが、円は、実質ベースでみると、2000年代の8年間で50%の下落となっています。

<次ページに続きます>

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

更に、この間、世界経済は足元の3%を上回る4.2%で成長し、需要は拡大基調を維持していました。円安の波及効果はドイツの対日輸出の領域を遥かに超えて広がりました。日本はドイツの財の輸出全体の1%強を輸入しているに過ぎません。日本企業は高品質の資本財や耐久財を製造するドイツの直接的な競争相手だからです。ドイツは輸出競争力を維持するため利鞘の縮小を甘受したものの、円の急落には対処しきれず、市場シェア喪失の危険を示唆する警鐘が鳴っていました。このことが、(ドイツ等を含む)金融正統派の国において、ECBの非伝統的施策が最終的に受け入れられたことを説明すると考えます。非伝統的施策はユーロの目立った減価をもたらす得るかもしれません。ユーロ安はユーロ圏全体、とりわけ、ドイツの輸出型企業に歓迎されるものと考えます。

成長の推進力は機能停止

結論を簡潔に言い表すならば、「輸出なくして救済なし」ということになるでしょうか。マネーの伝達経路が完全に回復するまでは、また、景気の先行きが不透明である限りは、ユーロ圏の内需が短期間のうちに拡大することは起こりそうにありません。ユーロ圏全域での公共投資を通じた呼び水効果が議論されていますが、具体的な決定が2015年内に発表されることはなさそうです。したがって、これまでの欧州のリセッションに続く局面と同様、域内の景気回復には外需による刺激が必要となっています。ところが、米国経済の力強い回復を除くと、その他地域の需要は依然として低調です。ドイツの失速はユーロ圏構成国全体にとっての問題であり、従来にも増して重要な輸出を支える競争力あるユーロ(ユーロ安)をもたらす金融政策が講じられる必要があるのです。

窮地に陥る危険

欧州で進行中の状況は経済学の教科書通りの典型的な状況です。この種の危機(経済主体に起因するバランスシート不況)は、リセッションの長期化と、関連国の潜在力に対する永続的な打撃を伴った緩慢な回復をもたらすのです。現状を勘案すると、最善の治療法は、先ず、ショック療法を施すことであり、とりわけ、不良債権を抱えた銀行の早期の救済と再編を行うことだと考えます。教科書の例に挙げられる「スウェーデン・モデル」は、この種の危機からどのように経済を脱出させ得るかを示唆するものです。

もっとも、スウェーデン経済は、適切な処置を講じたにもかかわらず、深い傷を完治するのに9年の歳月を要しました。その他の例としては、日本の例が挙げられます。日本経済は、首脳陣の下した一貫性に欠け、かつ、誤った経済・金融政策の故に、機能停止の状態に陥ることとなり、24年後の現在に至っても、失われた富の一部を取り戻したいとの願いは叶いそうにありません。

日本型デフレの懸念

ユーロ圏危機に対するこれまでの対応には、残念ながら、スウェーデンではなく日本の例との共通点が多いように思われます。標準的な金融政策が成立されるまでに7年の歳月を要しているからです。また、ゼロ近辺で推移するインフレ率、過大評価された通貨、停滞気味の経済成長、膨張する政府債務はいずれも日本の状況を連想させます。

ユーロ圏経済の座礁回避に必要な行動方針

金融政策に対する徹底的かつ断固たる姿勢が求められます。ECBは、6月ならびに9月に決断した一連の施策と、同行のバランスシートを1兆ユーロ拡大させるとの決意を固め、望ましい状況に近付いています。銀行同盟の創設と、10月末にも結果が発表される域内銀行の資産査定(ストレステスト)に基づいた銀行のバランスシートの修復についても進展が見られます。このような施策が必要であることは確かですが、それだけで十分というわけではありません。ドラギECB総裁も「金融政策は万能薬ではない」と述べ、このことを認めています。金融政策には、経済成長を促す各種の構造改革による援護が必要なのです。

成長に向けた方策と推進力

経済成長は、労働、資本、(労働と資本の相乗効果に資する)全要素生産性(TFP)の3要素に分解されます。労働投入要素は、国の人口趨勢に大きく影響されます。人口の趨勢を勘案すると、当局が意のままに操作できる余地は移民政策あるいは労働参加率に影響を及ぼす構成条件に限られます。

<次ページに続きます>

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

資本は、18世紀以降、経済成長の主要な推進力のひとつでしたが、過去50年については、大きな貢献は見当たりません。経済の資本集約度が永続的に強まることは不可能ですから、将来の貢献度がゼロとなることもあり得ます。一方、全要素生産性(TFP)は、過去60年間に創出された一人当たりの経済成長の4分の3を説明することが可能です。もっとも、TFPを直接観察することは不可能ですから、技術革新、従業員の教育、一国の経済的・社会的環境を形成する基礎的条件等、TFPと関連ある項目を確認することが必要です。

世界経済は、各種の「革新」のお陰で、3世紀にわたり過去に例を見ない速度で成長しましたが、家畜労働の機械による転換、移動時間の短縮、生活環境の改善、教育ならびに訓練の水準の向上等の革新が今後の経済成長に大きな影響を及ぼす可能性は殆どないと思われる。また、このような革新の効果が薄れるにつれ、一人当たりの経済成長が鈍化するリスクも否めません。更に、情報・通信技術に係る最新の革新の経済への貢献は、既にその貢献度合いが低下しつつあるように思われます。

ユーロ圏経済の先行き

経済全般が相当停滞していることに加え、ユーロ圏は複数の問題に苦慮しています。先ず、人口動態が良好とはいえないことです。移民はさておき、ベビーブーマー(第二次世界大戦終結直後に生まれた世代)の大量退職により労働力が減少しています。次に、民間部門、公共部門ともに、金融危機以降、投資を大幅に抑制していることです。このような状況が短期間のうちに反転しない限りは、資本ストックの老朽化と資本の生産性の急速な悪化は避けられません。このように厳しい環境下での当局の無策は非難されて当然だと考えます。全要素生産性が最も影響力の大きい要素であるわけですから、政府の戦略もこれを優先課題とする必要があると考えます。

政策は2つの経路を通じて実行されなければなりません。第1には、労働力が高度な訓練と教育を受け、革新を促し、労働生産性を高めるための機動性を備えていることを確実なものとするための政策当局の努力が求められます。第2には、企業の革新への対応を促すため、参入障壁や既得権を撤廃し、起業し易い状況を整えることです。

金融政策に合致する構造改革

ECBはデフレの脅威を払拭するために必要な施策をほぼ導入しており、銀行システムは金融仲介機関としての役割を取り戻そうとしている矢先であることを勧告すると、金融危機で損なわれた経済の潜在力を刺激することが必要だと思われます。また、日本型のデフレを回避するため、より力強い成長を生み出すための条件を整えることが金融当局の最優先課題であるように思われます。もっとも、このことはECBの守備領域外にあり、同行の政策スタンスによる対処は困難です。したがって、成長の3要素(労働、資本、全要素生産性)を改善するための構造改革と合致した政策のみが、課題の実現を可能にすると考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。