

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 14 日)

潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～

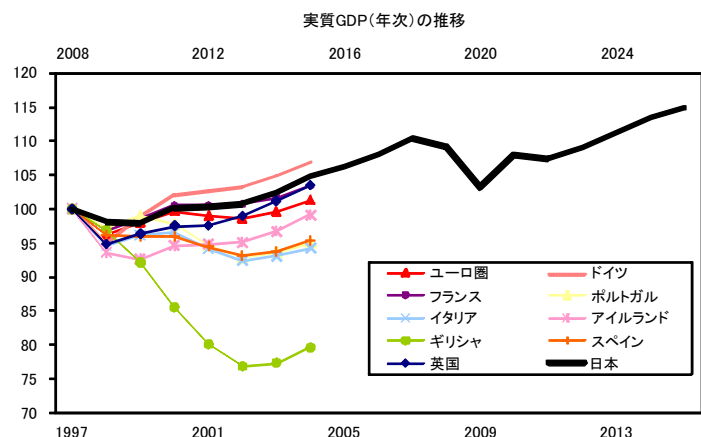
先週、欧州委員会経済金融総局はユーロ圏に関する四半期報告書『Quarterly report on the euro area』を公表した。「各国政府が改革を進めない限り、今後 10 年間で域内の潜在成長率は債務危機前の 10 年間平均に比べて半分になる」との指摘は、折しもユーロ圏の日本化が叫ばれる現状にあって興味深い。報告書の前提は“do nothing scenario”とされ、今後、加盟国が特段の改革努力を行わなかった場合を想定している。目を惹いたポイントを敢えて 3 つ列挙すると、①ユーロ圏の停滞は金融危機以前から始まっていること、②今後 10 年の潜在成長率は危機以前の 10 年のそれに比べて半分に留まりそうなこと、③今後 10 年で生活水準は米国と比べて大きく劣化する可能性があること、がある。特に、米国対比で生活水準が劣化するとの分析は、「GDP や人口で米国を上回る経済圏の誕生」として囃されていた危機以前の状況を思い返すと隔世の感。

～閾値修正にも現実味～

先週 10 日(金)に発表された米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比 7.4 万人増と市場予想の中心(同 19.7 万人増)を大きく下回った。一方、失業率は 7.0%から 6.7%へ 0.3 ポイント改善しているが、労働参加率が 62.8%と昨年 10 月同様、1978 年以來の最低を記録したことによる影響であり、前向きな動きとは言えない。大幅な下振れは悪天候によって就業不能となった者が 27 万人程度発生したこと起因するが、良好な企業マインドなどを基に良い内容を予想していた市場にとっては大きなネガティブサプライズとなった。この結果を受けて、ドル/円は一時 102.85 円まで急落している。既に、FRB が政策運営の中で言及する閾値「6.5%」に失業率が接近しており、これを下回っても直ぐには利上げしないと述べてはいるものの、(市場が勘違いしないように) 大事を取って 6.0%未満に再設定される可能性は否定できない。

～do nothing scenario で考えるユーロ圏～

ところで先週 9 日(木)には欧州委員会からユーロ圏に関する四半期報告書(『Quarterly report on the euro area』)が公表されている¹。ヘッドラインで取り上げる向きは多くなかったが、「各国政府が改革を進めない限り、今後 10 年間で域内の潜在成長率は債務危機前の 10 年間平均に比べて半分になる」との指摘は EU 当局が鳴らす



(注) 日本は97年と欧州の08年を100として指数化。

(資料) 日本銀行、ECB

¹ 四半期に一度、経済金融総局のスタッフが作成する。主な目的は「ユーロ圏の経済状況について理解を進めること及び域内経済政策に係る公的な議論の質を向上させること」とされている。

警鐘としては注目に値するものである。折しも、ユーロ圏の日本化が叫ばれる現状にあつて、興味深い内容だろう。前頁図に示されるようにバブル崩壊後の日本及びユーロ圏の景気動向を比較してみると、ユーロ圏の足取りの方が重くなっているのが現実であり、欧州委員会として域内経済を案じるのは至って自然な状況にある。

報告書の前提となっているのは“do nothing scenario”とされ、今後、加盟国が特段の改革努力を行わなかった場合が想定されている。報告書は 50 ページ以上に亘るが、目を惹いたポイントを取って 3 つ列挙するとすれば、①ユーロ圏の停滞は金融危機以前からであり、それが最近 5 年で加速されてしまったこと、②今後 10 年の潜在成長率は危機以前の 10 年のそれに比べて半分に留まりそうなこと、③今後 10 年で米国と比較すると生活水準は大きく劣化する可能性があること、がある。どれも論点としては興味深いものである。

～①ユーロ圏の停滞は危機以前から～

まず、①の論点だが、報告書を読んでいると節々に「金融危機以前からユーロ圏の成長はダウントレンドに入っていた」、「米国はユーロ圏よりも良い形で危機を迎えた」などの記述が目につく。報告書では「ユーロ圏の中長期見通しを支える3つのドライバー」が挙げられており、(A) 危機以前から続く全要素生産性 (TFP: Total Factor Productivity、※要は技術進歩と解釈すれば良い) の弱いトレンド、(B) 金融危機による悪影響、そして (C) 高齢化する人口動態が示されている。ラフな言い方をすれば「TFPの伸び停滞のせいで元々調子が悪いところに、金融危機と高齢化でトドメを刺されてしまった」という言い方もできるかもしれない。

特に危機前からの兆候がクローズアップされているのが (A) の TFP に係る論点である。理論的には、経済成長を支える変数は、労働・資本・TFP の 3 つと言われるが、このうちユーロ圏の TFP は 1995 年前後にピークアウトし、成長の重石となってきたとの分析が展開されている。具体的には、情報通信技術 (ICT) 関連のような先端技術への投資が乏しい南欧諸国などが域内全体の足枷となった可能性が指摘されている。実は、こうした議論は日本の『失われた 20 年』についても持ち出される論点で²、結局のところ、1990 年代後半から 2000 年初頭の IT 革命の恩恵を実体経済面でフルに浴したのは日米欧の中でも米国だけだった、言い方を変えれば、日本とユーロ圏は技術革新の停滞という意味では仲間だったという整理になる。ただ 1 つ、ユーロ圏が日本と違ったのは金融バブル絶頂の中でギリシャを筆頭とする周縁国が分不相応の超低金利を享受したことで、域内で複数のバブルが同時発生し、「第二の基軸通貨ユーロ」という無責任な言論にも背中を押され、ユーロ圏が米国と伍するかのような錯覚が生じていたことだろう。後述する米国との格差拡大を議論する際にも、基本的にはこの TFP の伸び格差が要因として指摘されている。

元よりそうした構造的問題があったところに金融危機が訪れ (B の論点)、労働市場から締め出される層が増えたり、銀行の貸出行動が慎重化したりしたことなどから、上述の労働・資本・TFP のうち、労働と資本も成長に寄与できなくなったと報告書は指摘している。まして労働に関しては、(C) の論点である、生産年齢人口の減少も重石となる。労働や資本の投入が衰えれば当然、技術革新を拠り所にする TFP の停滞にも拍車が掛かるわけで、実際にそうなってしまったのが過去 5 年 (2008 ～ 2013 年) である。金融危機の長期的な悪影響については (つまり B の影響については)、「(危機が

² 例えば深尾京司著『「失われた 20 年」と日本経済—構造的な原因と再生への原動力の解明』日本経済新聞出版社 12 年 3 月。

なかった状況と比べて)潜在GDPの5%が永遠に失われた」との試算が示されているが、それはあくまで悪化を加速させるものであって、ユーロ圏停滞の主因ではない、というのが報告書のスタンスと見受けられる。

～②今後10年のユーロ圏の潜在成長率について～

こうした背景を踏まえ、報告書

は今後10年(2014～2023年)

におけるユーロ圏の潜在成長

率が1.1%程度と危機以前の

10年(1998～2007年)の半分

に留まるとの試算を示してい

る。表に示されるように、労

働・資本・TFPの全てで寄与度が落ち込む想定となっており、結果として1人当たりの潜在GDPも半分弱(1.6%から0.9%へ)に落ち込む見通しとなっている。なお、労働に関しては危機の最中(2008～2013年)に▲0.2ポイントとマイナス寄与になっていたものが、今後10年でプラス0.2ポイントまで戻す見通しとなっているが、これはユーロ圏の自然失業率(NAWRU:Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment)が低下すること及び労働参加率が上昇することに由来するものと分析されている。だが同時に、そうした労働の成長寄与も、労働力人口の減少さえなければもっと高かったはず、という側面も指摘されている。また、資本に関しては、プラス0.4ポイントで横ばいが見込まれており、家計や企業の消費・投資活動が危機の最中から大して回復しないことを示唆している。

ユーロ圏の成長率及び潜在成長率と寄与度などについて

	実際の成長率	潜在成長率				1人当たり潜在成長率
		合計	寄与度			
			労働	資本	TFP	
1998年-2007年	2.3	2.0	0.4	0.8	0.8	1.6
2008年-2013年	▲0.3	0.7	▲0.2	0.4	0.4	0.4
2014年-2023年	1.4	1.1	0.2	0.4	0.5	0.9

(資料)欧州委員会

～③対米比較での劣化～

③の米国との比較における

生活水準の劣化は、今回の

報告書で最も悲痛なメッセー

ジの1つと理解すべきかもしれ

ない。報告書全体の中で

主要な分析を司るchapter1の

ユーロ圏と米国の比較

	ユーロ圏		米国	
	潜在成長率	潜在成長率 (1人当たり)	潜在成長率	潜在成長率 (1人当たり)
1998年～2007年	2.0	1.6	2.8	1.7
2008年～2013年	0.7	0.4	1.5	0.7
2014年～2023年	1.1	0.9	2.5	1.8

(資料)欧州委員会

導入部分に「本チャプターは分析的な性質を備えているが、全体的なメッセージは明確な政治的インプリケーションを備えている。改革がなければ、ユーロ圏の中長期的な潜在成長率は過去に経験がないほど弱く、米国対比で生活水準の格差は拡がるということだ」と述べられていることにも表れるように、このままいけばユーロ圏と米国の格差は非常に大きなものになるとの危機感を欧州委員会は確実に抱いている。EUないしユーロ圏が勢いを備えていた頃(≒危機前の10年)には「GDPや人口で米国を上回る経済圏の誕生」と持て囃されていたことを思い返すと、隔世の感がある。表は潜在成長率ないし1人当たり潜在成長率に関し、ユーロ圏と米国の比較を示したもののだが、今後10年間(2014～2023年)に関して言えば、ユーロ圏が年平均0.9%の伸びに留まるの対し、米国は倍の1.8%伸びる想定となっている。端的に言えば、今後10年でユーロ圏居住者が享受する所得の伸びは米国居住者のその半分以上しかないということになる。こうした想定が現実のものとなるなら

ば、ユーロ圏が米国と比較して相対的なデフレ状況に置かれるということになり、それはユーロが対ドルで増価し易いということも意味する。この際、円が対ドルで40年間騰勢を強め続けたことを思い返さずにはいられない。

なお、報告書には「ユーロ圏経済には未だ開拓する余地が沢山残っており、この点は(そうした余地の少ない)米国に比べて心配が小さい」と付されているが、極めて気休めな理屈である。報告書のchapter1は2010年6月に採択されたEU全体の成長戦略「Europe2020」で示された成長戦略を着実に実施することで、上述してきたような“do nothing scenario”を覆せるとしているが、遠回りながらも、これは真実だろう。経済見通しの議論に関し、最終的に「それは成長戦略次第」というところに落ち着くのも、また日本にそっくりである。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカー効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内債性リスク資産、減少した外債性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新東国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応：3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について