

2017年2月3日

三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 西垣 秀樹

エコノミスト便り (ロンドン)

【欧州経済】景気拡大を支える財政政策

～当面は景気刺激的だが、ドイツのインフラ投資拡大が課題～

- ユーロ圏の景気拡大を支えている要因として政府支出の増加がある。ユーロ圏の財政政策スタンスは景気刺激的であり、こうした政策スタンスは 2018 年まで継続する見込みである。
- 欧州の景気浮揚のためにドイツがもっと財政を拡張すべきだという議論が根強いが、アウトプットギャップがほぼ均衡していることや財政拡張の景気浮揚効果が小さいことなどを考慮すると、ドイツの政府支出の伸びがさらに大きく加速する可能性は小さい。
- ユーロ圏の政府支出の伸びは当面、安定した推移が見込まれるため、景気腰折れリスクは小さいとみているが、中長期でみた場合にはドイツ政府が政府投資（インフラ投資）を拡大させることが重要だ。ドイツの政府投資の増加は中長期的にはドイツの競争力維持や経済成長の持続に役立つとともに、対外不均衡の是正にも資するであろう。

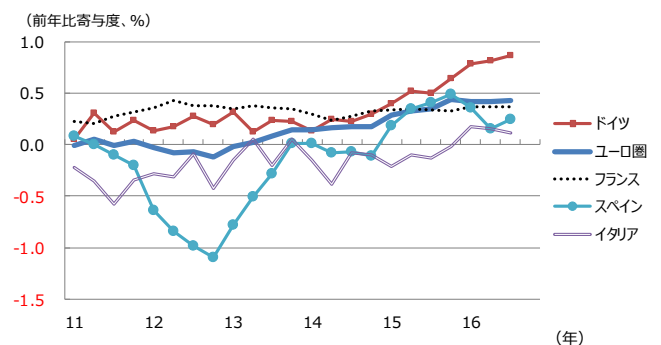
拡大するユーロ圏の政府支出

ユーロ圏の景気は拡大を続けているが、最近の特徴として内需の安定があり、それを支えているのは経済政策である。

たとえば金融政策では ECB が 2014 年にマイナス金利政策を導入し、2015 年には国債を中心とする資産購入に踏み切るなど積極的な金融緩和政策を実行してきた。この結果、貸出金利が低下し、貸出はドイツやフランスを中心に増加している。一方、財政政策については、ユーロ圏といえば緊縮というイメージが先行しているが、実際には景気浮揚に貢献している。たしかに 2011-13 年頃はイタリア、スペインを中心に緊縮が行われ、財政政策が景気を下押しした。しかし 2014 年後半-15 年からはこれらの国で財政スタンスが景気刺激的に転換する中でユーロ圏全体の景気が拡大してきた。各国の GDP に対する政府消費（政府による財、サービスの購入等）の寄与度をみると、ドイツを中心に主要国がプラス基調で推移しており、各国の GDP が押し上げられていることがうかがえる（図表 1）。

(図表1)

ユーロ圏の政府消費の各国GDP寄与度



(注) データ期間は2011年1-3月期～2016年7-9月期。

(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

特に最近のドイツの政府支出の動きを確認すると、15年以降は難民の大量流入によって食料、医療、住居、教育、国境管理等の支出が増加している。この結果、足元の政府支出の伸びはリーマンショック時を超える伸びを示しており、GDP 寄与度は 0.9%まで高まっている（図表 2）。

ドイツでは 16 年になって難民の流入ペースが縮小したため、今後の政府支出の伸びは鈍化するが、それでもドイツ政府によれば、景気循環調整済のプライマリー収支の GDP 比は 16 年から 18 年にかけて黒字が縮小し、財政政策スタンスは拡張的に推移する見通しである。

また周辺国でも、近年は財政規律が基本でありながらも一方では景気に配慮して財政緊縮ペースが緩められている。たとえばフランスやスペインでは 2008 年以降、財政赤字 GDP 比が 3%を超える状態が続いており、過剰赤字を是正しなくてはならない状況にあるものの、その達成期限がフランスでは 2017 年、スペインでは 2018 年まで延長されている。この結果、ユーロ圏全体でみた財政政策スタンスは 18 年にかけて小幅ながら拡張的に推移する見込みである（図表 3）。

注目されるドイツの財政政策スタンス

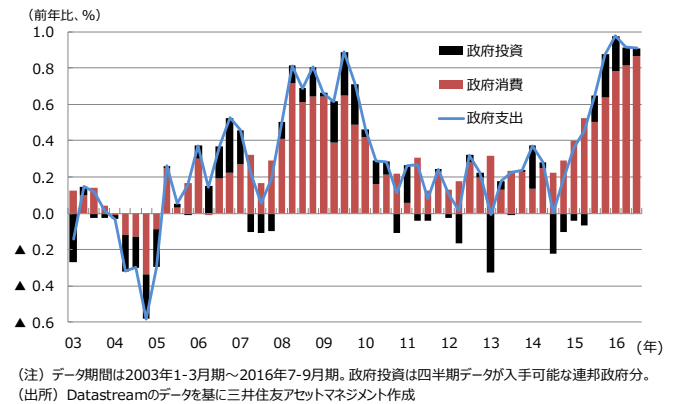
ところで、このようにユーロ圏の財政政策スタンスが景気刺激的に推移しているにもかかわらず、海外からはユーロ圏の景気浮揚のために各国、特に財政に余裕があるドイツがもっと積極的な財政拡張を行うべきだ、という声が常に聞かれる。これに対して、ドイツ政府は大幅な財政拡張には慎重なスタンスを示している。以下ではドイツの財政に焦点を当てて議論する。ドイツの慎重なスタンスの背景には何があるのか。ここでは 3 点指摘したい。

アウトプットギャップがほぼ均衡

第 1 に、ドイツの景気が堅調に推移しているため財政拡張の必要性が小さいということがある。ドイツの 16 年の実質 GDP 成長率は欧州委員会の見込みによれば 1.9%まで高まった。失業率が過去最低水準にあり、アウトプットギャップも IMF 推計によれば 2014 年以降は均衡または若干のプラスで推移している（図表 4）。米国や日本についてはアウトプットギャップ

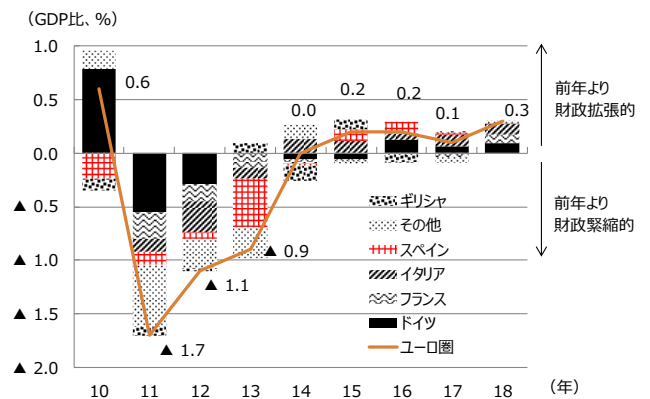
(図表 2)

ドイツの政府支出の GDP 寄与度



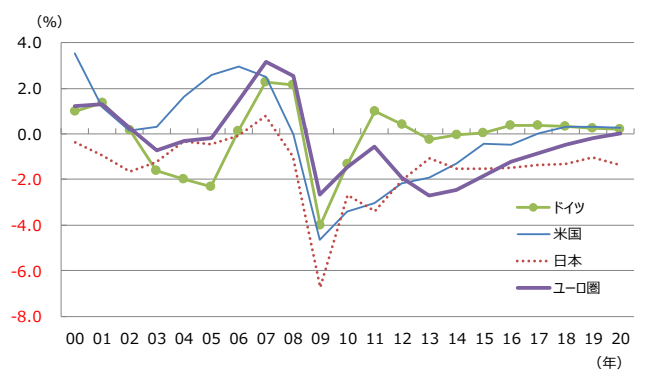
(図表 3)

ユーロ圏の財政政策スタンス（景気刺激度）



(図表 4)

主要国のアウトプットギャップ



がまだマイナスであるという点で財政拡張の余地があるかもしれないが、ドイツの状況を踏まえると、財政拡張によって景気を拡大させる必要性は小さいということになる。

財政拡張の需要刺激効果が小さい

第 2 に、財政政策の効果の問題である。ドイツが財政を拡張すると欧州の景気はどのくらい押し上げられるのだろうか。いくつかのモデルによる試算結果によれば、ドイツが財政拡張を行っても、他のユーロ圏の景気に与える波及効果は小さい。当方もこれまでドイツの当局に何度か尋ねてきたが、先方の結論は常にほぼ同じである。たとえば、図表 5 はドイツ連銀が行った推計の結果を示したものである。ドイツの政府投資が 2 年間にわたり GDP 比で 1%ポイント拡大（政府投資の約 50%拡大に相当）したときのユーロ圏 GDP の押し上げ効果は、金利が変化しない場合に 0.26%である。国別にみると、フランス、イタリア、スペインはほぼ 0.1%程度である。実際には、財政拡張を行うと、金利が上昇する可能性が高く、その効果も考慮すると、ユーロ圏 GDP の押し上げ効果は 0.18%とさらに小さくなる。特にアウトプットギャップがプラスであるなかでの財政拡張は利上げ圧力を高める要因にもなりかねず、大規模な財政拡張は現実的ではないと考えられる。

ドイツの財政拡張によるユーロ圏の景気に与える影響が意外と小さい背景としては、各国の経済や貿易の構造も考慮する必要がある。たとえば、欧州の主な国のドイツとの貿易における中間財の貿易特化係数の推移を調べてみると、ベルギー、オランダ、東欧諸国は相対的に輸出に特化しているのに対して、フランス、英国、イタリア、スペインは相対的に輸入に特化していることが確認できる（図表 6）。これらの相対的に輸入に特化している国では中間財の国際競争力が低く、ドイツで中間財の需要が発生しても貿易面を通じて輸出や生産が大きく拡大しにくいことを示唆している。またドイツの政府投資が増加した場合の恩恵は、ベルギーやオランダ、東欧のように経済規模が小さい国に比べて、フランス、イタリア、英国、スペインのように経済規模が相対的に大きい国において小さいという関係にあるため、

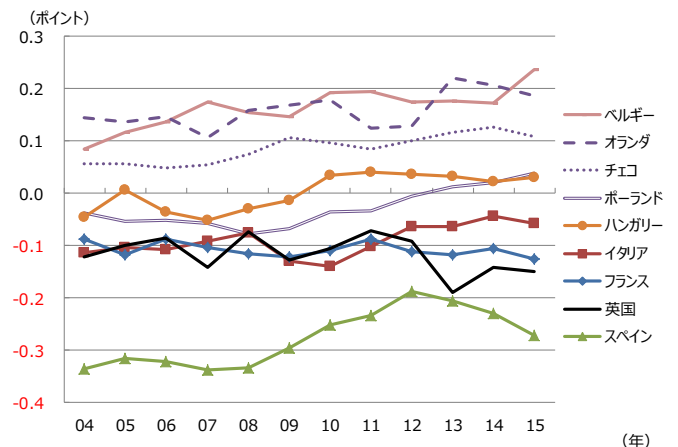
(図表5) **ドイツの政府投資の増加が各国GDPに与える影響**

ドイツの政府投資が2年間にわたりGDP比1%拡大（赤字拡大）したときの影響
当初2年間のベースラインからのかい離幅

	金利の想定	
	変化なし	変化あり
ユーロ圏	0.26	0.18
ドイツ	0.52	0.45
フランス	0.11	0.04
イタリア	0.09	0.03
スペイン	0.10	0.02
オランダ	0.32	0.20
ベルギー	0.25	0.14
オーストリア	0.21	0.13
ポルトガル	0.15	0.07
ギリシャ	0.20	0.05
スロベニア	0.36	0.23
ポーランド	0.23	0.16
チェコ	0.30	0.22
ハンガリー	0.43	0.31
英国	0.10	0.05
米国	0.04	0.00
日本	0.07	0.01
中国	0.07	0.05

(出所) ドイツ連銀の月報（2016年8月号）を基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表6) **各国のドイツとの貿易における中間財の貿易特化係数**



(注) データ期間は2004年～2015年。貿易特化係数 = (輸出 - 輸入) / (輸出 + 輸入)
1 は完全輸出特化、0は輸出入均衡、-1 は完全輸入特化を示す。
(出所) OECDのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

欧州全体として景気が大きく拡大しにくい状況にあるとみられる。欧州景気が強くなるためには、ドイツの財政拡張だけでなく、各国が国際競争力を強化していくことも重要になる。

将来の政策の自由度を確保する必要性

第3に、財政を拡張して短期的に景気を浮揚させることができたとしても、中長期的にみれば債務を増やすことになり、結果的に将来の政策の自由度や危機対応能力を低下させることにつながりかねないという問題である。ドイツにはこうした視点が根強く存在している。確かに足元ではドイツがユーロ圏の中で高成長を維持しているが、将来の人口動態の変化を考慮すると、難民がうまく労働市場に参入できたとしても、高齢化に伴う労働力人口の減少を十分に抑制することは困難とみられており、2030年にかけて潜在成長率が低下していく可能性がある。たとえばEUの高齢化レポート(2015年版)によれば、ドイツの潜在成長率は現在の1.5%程度から2030年には0.8%程度まで低下していく(図表7)。この試算は難民が大量に流入する前のものであるため、潜在成長率がやや上振れる可能性があるものの、2030年にかけての趨勢的な成長率の減速は避けられないだろう。成長率が2030年にかけて鈍化していくとドイツの政府債務GDP比は上昇に転じる可能性がある。

こうしたなか、ドイツ政府は2017年予算でも財政の健全化を優先し、2020年にかけて政府債務のGDP比を60%まで引き下げることが目標としている(図表8)。

ドイツからすれば、ユーロ圏に加盟している限り、ユーロ圏で将来、金融危機が再発したときの負担コストも視野に入れなくてはならない。こうした中で将来の危機の源になりそうな不均衡を厳しく監視していくというスタンスは根強い。

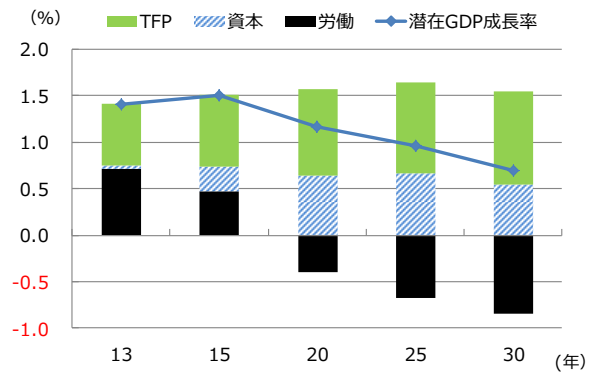
ユーロ圏の財政支出の伸びは当面期待できる

以上みてきた点を踏まえると、ドイツの財政拡張の可能性については、経済の状況や、政策効果、将来の不確実性などからみて低いという結論になるだろう。

筆者はドイツにおける大幅な財政拡張が期待できないからとい

(図表7)

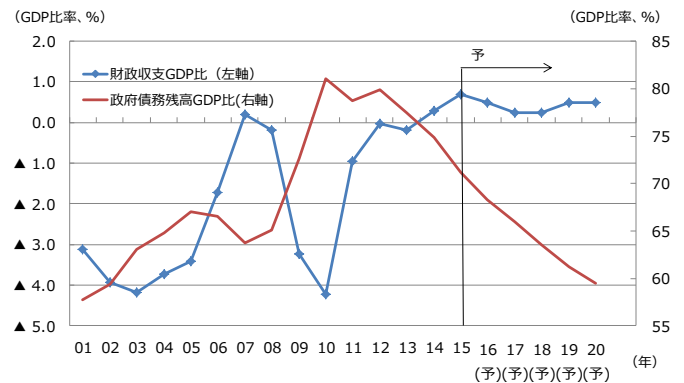
ドイツの潜在GDP成長率



(注) データ期間は2013年～2030年。データは欧州委員会の推計値。
(出所) 欧州委員会のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表8)

ドイツの財政収支と政府債務残高の見通し



(注) データ期間は2001年～2020年。2016年以降はドイツ政府の見通し。
(出所) 欧州委員会、ドイツ財務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ってユーロ圏景気の腰折れ懸念はそれほど大きくないと考えている。ユーロ圏では金融緩和が継続することに加えて、各国の政府消費の伸びは 18 年にかけて鈍化しながらも比較的安定した推移が見込まれ（図表 9）、現状から大きく落ち込む可能性は小さい。

インフラ投資の拡大が課題

しかし、より中長期のドイツやユーロ圏の成長力を考えた場合には、ドイツが取り組むべき課題は多いといえよう。

ドイツの政府支出は難民の大量流入によって社会保障関連の支出が増加したことで押し上げられてきた面が大きい。ドイツにおける難民申請者は 15 年の 89 万人から 16 年には 28 万人へ大幅に縮小した。今後は難民の労働市場への参入の動きが増えていくとみられるが、スキルの問題もあり潜在 GDP 成長率を大きく押し上げるには力不足である。潜在 GDP を押し上げるためにはドイツ政府がインフラ投資の拡大に向けた環境整備を強化すべきであろう。

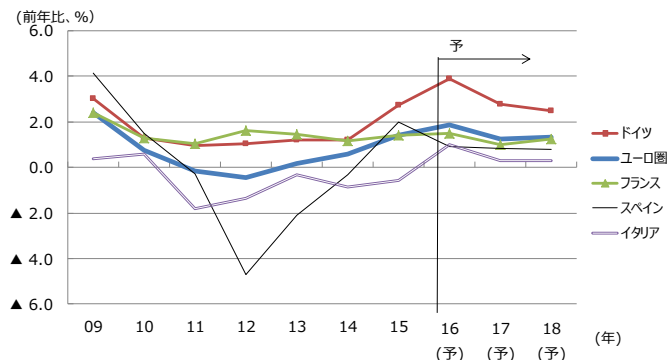
ドイツのインフラ投資については量的な面からみても、質の点からみても、まだ改善の余地があるとみられる。

まず、規模の点でみると、ドイツの政府投資の GDP 比は主要国に比べて低水準で推移している。16 年は 2.2%と、イタリア、スペインとほぼ同じ水準にとどまっており、米国や日本に比べて約 1%ポイント低い（図表 10）。18 年にかけてもあまり大きな増加は見込まれていない。また、ドイツの建設投資の推移を 1990 年代から振り返ってみると、インフラ投資が含まれる非住宅の投資は 90 年代前半の東西ドイツ統合期には住宅とともに高い伸びを示したが、その後は 2000 年代半ばにかけて減少し、最近では概ね横ばいで推移している（図表 11）。低金利や人口の増加を背景に拡大している住宅投資とは対照的な動きを示している。

一方、インフラの質の点については、世界経済フォーラムが公表している「世界競争力指数」（2016-2017 年）によれば、ドイツのインフラ全体の質の世界ランキングは 13 位であり、欧州の中ではスイス、オランダ、フィンランド、フランス、オーストリア、デンマーク、アイスランドに比べて低い。ドイツの道路、鉄道、電

(図表9)

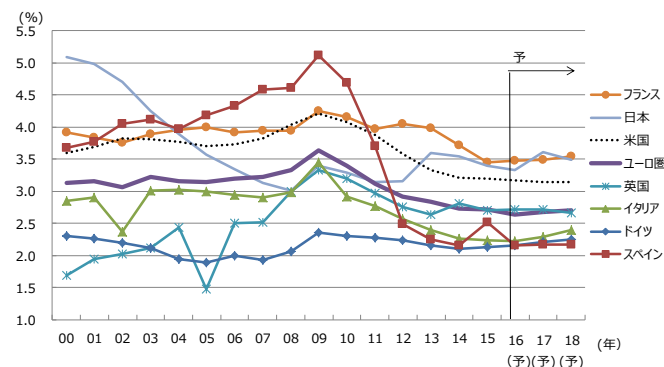
ユーロ圏の政府消費の伸び



(注) データ期間は2009年～2018年。2016～2018年は欧州委員会の予測値。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表10)

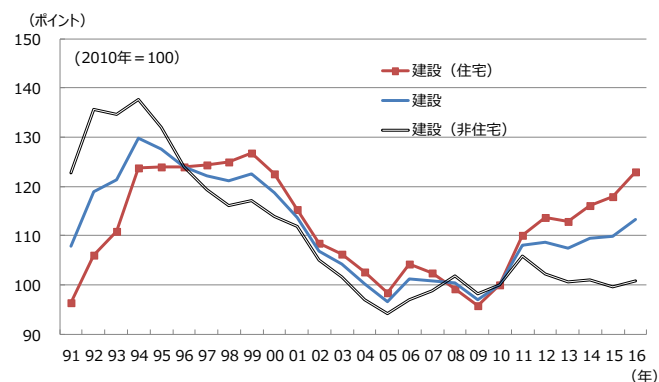
主要国の政府投資のGDP比率



(注) データ期間は2000年～2018年。2016～2018年は欧州委員会の予測値
(出所) 欧州委員会のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表11)

ドイツの建設投資



(注) データ期間は1991年～2016年。
(出所) ドイツ統計局のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

力供給についてはフランスに比べて質的な面で改善の余地があるとみられる（図表 12）。

ドイツでインフラ投資が拡大するためには州・地方政府の取組も重要である。ドイツの政府投資の内訳をみると、連邦政府が 30%、州政府が 35%、地方政府が 34%、社会保障基金が 1%となっており、連邦政府だけで国全体の投資を伸ばすことは難しい。地方政府にはプロジェクトが多く存在しているが、地方政府の中には社会保障支出が拡大するなかでインフラ投資のための十分な予算を確保できないケースや、効率的な投資計画を立てて実行するスキルが不足しているという行政上の問題が現地では指摘されている。

ドイツの連邦政府が予算面で厳しい地方政府に対して支援をさらに強化することなどを通じて、ドイツのインフラ投資がもっと増加すれば、短期的に GDP が増えるだけでなく、中長期的にみて潜在成長率や競争力の押し上げにつながるだろう。インフラ投資の拡大は教育や研究開発への投資の拡大とともにドイツの社会的市場経済の発展にとって不可欠であることは間違いない。

また、ドイツの貯蓄投資バランス（対外バランス）をみると、大幅な貯蓄超過（経常収支黒字に相当）が続いている（図表 13）が、この背景にはドイツが外需によって景気を拡大させ、財政再建につなげてきたことがある。こうしたなか、ドイツの政府投資（インフラ投資）を拡大させることは民間の設備投資の促進とともに対外不均衡（貯蓄超過）の是正につながり、海外（米国）との摩擦を減らすことにも寄与するはずである。

ドイツがインフラ関連の政府投資を伸ばすことができればドイツやユーロ圏の経済の先行きは現状よりもっと明るいものになるだろう。

以 上

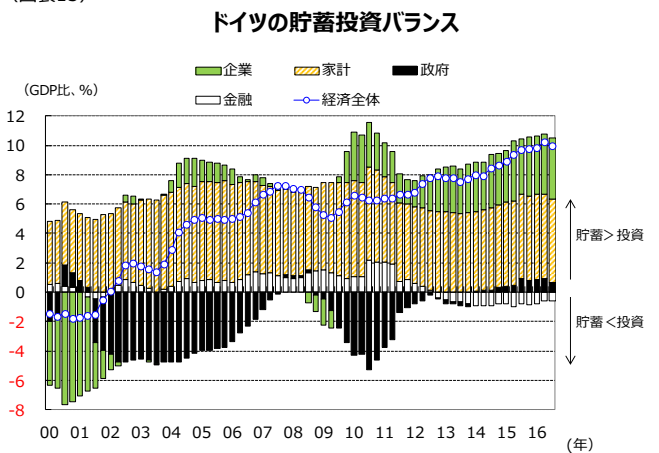
(図表12)

欧州の主な国のインフラの質に関するランキング

	スイス	オランダ	フランス	ドイツ	スペイン	英国	イタリア
インフラ全般の質	1	5	8	13	17	24	57
道路の質	7	4	6	16	17	27	46
鉄道の質	2	7	4	11	8	19	31
港湾の質	55	1	23	11	16	12	56
空港の質	8	4	13	12	14	18	60
電力供給の質	1	5	7	19	25	11	38

(出所)『Global Competitiveness Index 2016-2017 Edition』のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表13)



(注) データ期間は2000年1-3月期～2016年7-9月期。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会