

米国・英国・日本との対比で見たユーロ圏経済

～ECB の信任低下の懸念、労働生産性向上の必要性～

山口 勝義

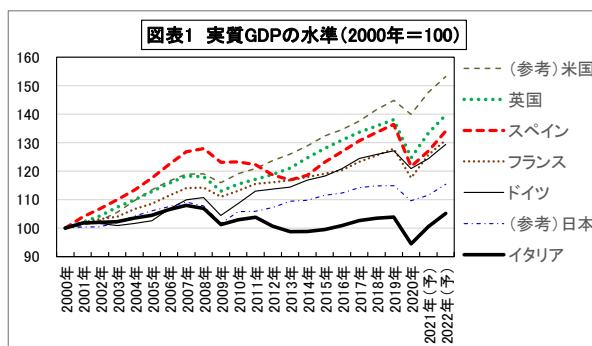
要旨

新型コロナウイルスの感染拡大が3年目に入り、ユーロ圏、米国、英国、日本の経済情勢には特徴的な動きが生じている。そして、ユーロ圏ではECBに対する信任低下を生じる懸念があり、また労働生産性の向上への取り組み強化の必要性が浮かび上がってきていている。

はじめに

2022年を迎える、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は3年目に入った。欧洲ではこの間、各政府や欧洲中央銀行(ECB)がかつての危機時ではない迅速で多面的な政策対応を行い、経済情勢の混乱拡大の阻止に努めてきた。先行きの不透明感は依然として根強いものの、こうした下で欧洲のコロナ危機からの景気回復は概ね順調に推移してきている。主要各国のGDPの水準は世界金融危機やユーロ圏の財政危機の際に比べ急速に回復し、22年にはコロナ危機前の19年の水準を回復する見込みである(図表1)。

一方、欧洲では各国間に回復の格差が残る点も確かである。経済構造(観光業や宿泊・飲食業への依存度、デジタル技術やヘルスケア関連の産業規模など)の特性や支援策の実効性のほか感染拡大防止措置の強度や医療体制の整備度合いなどの相違が、その要因として働いてきたものと考えられる。また、ユーロ圏を米国、英国、日本と対比した場合にも経済情勢の相違が認められる。これらの4ヶ国・地域の中では、特に米国の、景気後退の小ささと回復の強さが目立っている。そして、この経済情勢の違いを反映しているのが、足元の中央銀行の政策対応である。



(資料) OECDのデータから農中総研作成

(注) 2021年および2022年はOECDによる予測値。

21年12月半ばには、主要先進国の中央銀行が相次いで政策決定のための会議を開催した。米連邦準備理事会(FRB)は15日に資産買い入れ縮小のペースの加速を決定するとともに、従来の想定よりも早い22年中の政策金利引き上げを示唆した。翌16日にはイギリス銀行(BOE)が政策金利を0.10%から0.25%に引き上げ、コロナ危機の勃発後に主要7ヶ国(G7)の中で初めて利上げを実施した国となった。これに対しECBや日本銀行は、政策の転換は段階的に行い柔軟な対応を継続することとし、前2者とは対照的に慎重な姿勢を示している。

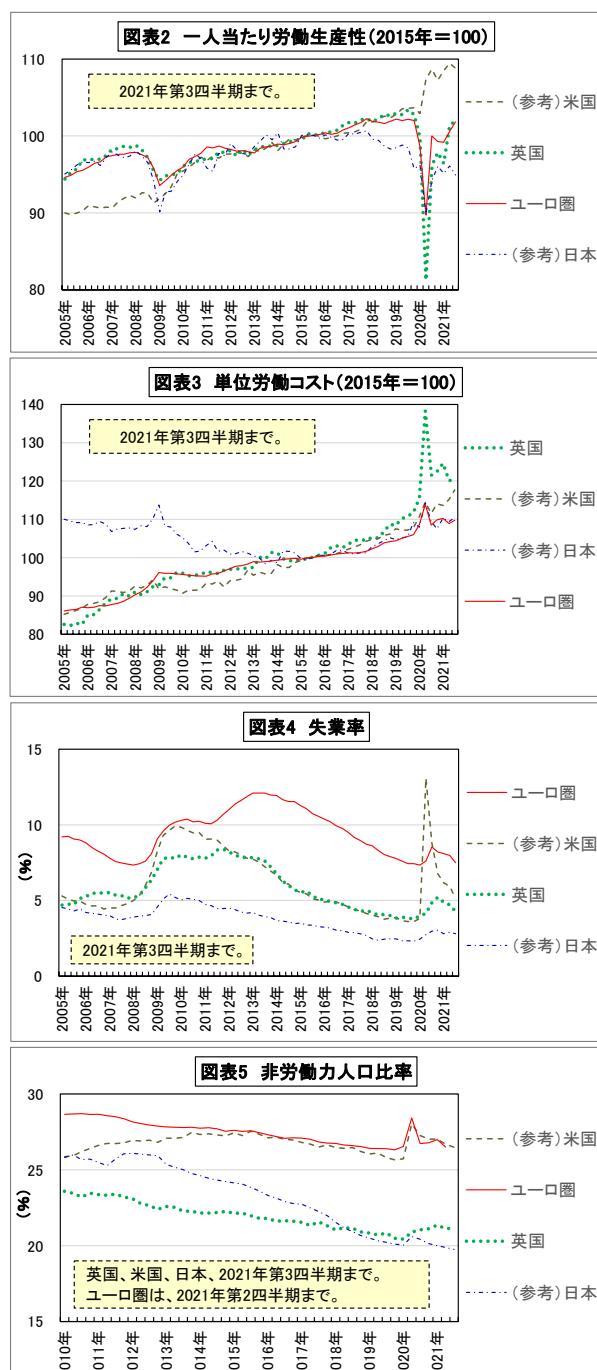
では、これらの主要各国の経済情勢の違いの中で、特徴的と見られる動きはどこにあるのだろうか。本稿ではこの点を踏まえつつ、ユーロ圏経済を巡る課題や懸念点を検討することとしたい。

4ヶ国・地域の経済情勢の特徴

なかでも GDP を巡る 2 つのデータが、4ヶ国・地域の情勢の特徴をよく示している。まず労働者一人当たりの GDP で捉えられる労働生産性は、コロナ危機の下、英国、日本、ユーロ圏で大きく落ち込み、その後は回復に転じている。これに対し米国では、危機の当初からこれが逆に大きく改善している点が注目される（図表 2）。次に、GDP 一単位当たりの雇用者報酬である単位労働コストは英国で上昇が著しく、米国でも上昇傾向にある。一方で日本やユーロ圏では、その上昇は小幅かつ一時的なものに留まっている（図表 3）。

このうち労働生産性の相違には、まずコロナ危機下の政策対応の違いが関わっている。米国では失業者に対する失業給付金の給付を政策の柱としたのに対し、欧州などでは失業者の急増自体を回避する対策に注力し、勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度などに重点を置いてきた（図表 4）。こうして、まずは就業者数の違いが労働生産性の格差の要因となっている。次に注目されるのは、非労働力人口比率の動向である。これがユーロ圏ではほぼ危機前の水準にまで低下したのに対し、米国や英国では依然として高い水準にある（図表 5）^(注 1)。この労働力の減少を米国では IT 化により補いつつ経済活動の回復を図ることとなり、この動きが労働生産性の一段の押し上げに寄与した可能性が考えられる。

一方の単位労働コストについては、英国では欧州連合（EU）からの離脱の影響も加わったことで米国以上に労働力不足が拡大し、雇用者報酬には一層、上昇圧力が強まったものとみられる。そして、賃金上昇が物価上昇圧力を持續させる要因とな



（資料）それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

り得る点を考慮すれば、英国や米国でユーロ圏などに比べ早期に引き締め政策に転じた合理性はより大きいことになる。

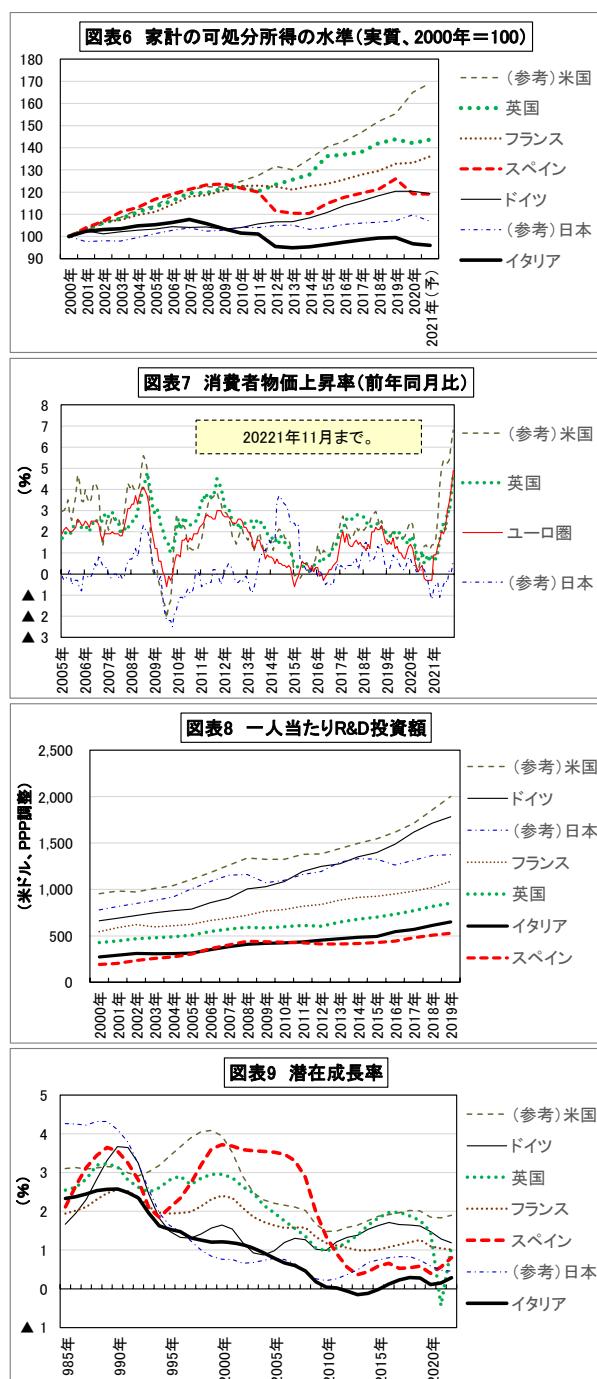
このように、これら各国・地域の間での重要な相違点のひとつは労働市場を巡る動向にあり、これが中央銀行の政策の違いなどにも反映する結果となっている。

ユーロ圏経済を巡る課題や懸念点

ではこうした中で、ユーロ圏経済の課題や懸念点としては何があるのだろうか。その第一は ECB に対する信任に関わる懸念の強まりであり、第二には労働生産性向上への取り組み強化の必要性である。

まず、確かにユーロ圏では家計の可処分所得の大幅な上昇も見られておらず、現在のところ需要側から物価上昇圧力がさらに高まる懸念は米国や英国に比べて小さいものと考えられる(図表6)。ECB も、エネルギー価格の高騰を主因とする足元の物価上昇は一時的な現象であるとして、金融政策の正常化には慎重な姿勢を維持してきている。しかし一方で、ユーロ圏の物価上昇率は、既に英国に並ぶ高い水準にある(図表7)。しかも今後を見通せば、新型コロナウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、物価上昇圧力が根強く継続する可能性が小さくない^(注2)。こうした環境の中で、ECB は政策判断の誤りにより信任の低下を生じるリスクを抱えることになる。そして ECB に対する信任の低下は、長期金利の急上昇により市場や経済の混乱をもたらすことにも繋がることになる。

次に、従来から指摘されてきた点ではあるが、コロナ危機を通じてユーロ圏の労働生産性の伸びの鈍さが改めて意識された形である。例えば国民一人当たりの研究開発(R&D)投資額の推移を見れば、米国に劣後する欧州の姿を確認することができる(図表8)。特に現代は、デジタル化への対応のほか気候変動対策が主要な課題となるなか、技術進歩のための R&D 投資の重要性がこれまで以上に増している時代でもある。潜在成長率の面で、今後、米国にさらに水を開けられることにもな



(資料) それぞれ、OECD のデータから農中総研作成
(注) 図表 6 の 2021 年、および図表 9 の 2021 年および 2022 年は OECD による予測値である。

りかねず、政策面での指導力の発揮などを含め、労働生産性の向上に向けた対応が強く求められることになる(図表9)。

こうしてコロナ危機下のユーロ圏では、他国との対比を通じ、懸念点や重要な課題が浮き彫りになってきている。

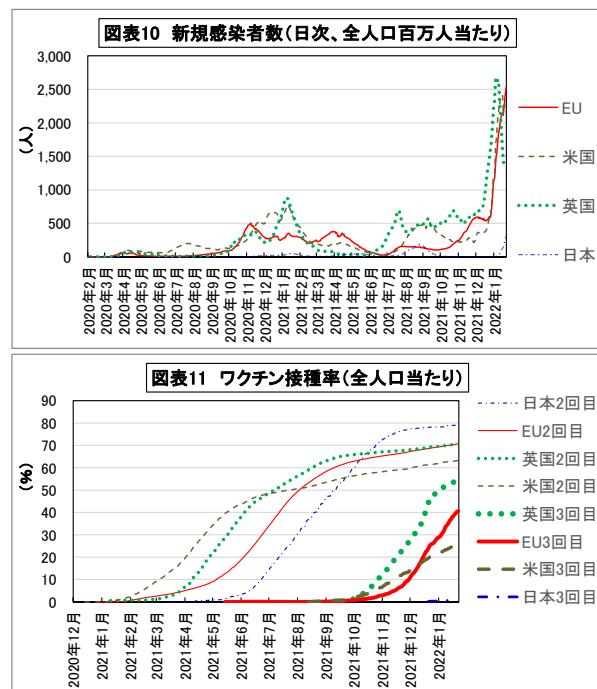
おわりに

欧洲では昨年末以降、オミクロン株の感染が急拡大している（図表10）。これに対し各国では、3回目のワクチン接種を急ぐとともに移動制限等の厳格化は極力回避する対応策を探ってきてている（図表11）。このため現在のところ、足元の感染規模に比較して、需要面から経済情勢に及ぼす影響は限定的であるとみられている。

しかしこの一方で懸念されるのは、供給面での影響の拡大である。オミクロン株の感染の拡大は急速で大規模であり、欧洲では感染者のみならず、濃厚接触者として就業制限を受ける者の数が急増している実態がある。そしてこれにより強まるのは、物価上昇圧力として働く労働力不足やモノ不足である。しかもこの影響は、欧洲内に納まるわけではない。以前にも、東南アジアにおいてデルタ株の拡大により生じた供給制約が、欧洲の製造業のコスト増として波及した経緯がある。この影響は現在も継続しているが、新たにオミクロン株の拡大がこの物価上昇圧力をさらに強める可能性が考えられる。

ここで浮かび上るのは、やはりECBの厳しい立場である。ECBは、既に政策転換に着手したFRBやBOEや、また物価上昇率が低位に留まる日本銀行にはない、特有の困難さを抱えている。第一の使命として物価の安定を担うECBが後手に回つ

（注¹）「失業率」は15歳以上人口のうち「労働力人口」（「就業者」と「失業者」の合計）に占める「失業者」の比率であるのに対し、「非労働力人口比率」は15歳以上人口全体に占める「労働力人口」に属さない者（「非労働力人口」）の比率である。コロナ危機では、求人の減少に伴い職探しをあきらめた者や子弟の学校の閉鎖により在宅を強いられたことで退職した者など、いったん労働市場の外に退避した者が増加したが、「非労働力人口」にはこれらが含まれている。米国で「非労働力人口比率」が危機前の水準に低下していない主要な要因にはコロナ禍の下で労働者の職



（資料）それぞれ、Our World in Data のデータから農中
総研作成

た政策対応をどう回避するのか、しかも景気回復を阻害しない政策をどう継続していくのか、これからますますECBは自身の信任の維持をも左右しかねない、難しい政策判断を迫られることになる。

あわせて上記のとおり、主要国間の比較の中でユーロ圏における労働生産性の向上策の重要性が改めて指摘できる。コロナ危機の下で、EUは「復興基金」によりグリーン化やデジタル化などの重点分野に対する投資の支援策を打ち出している。今後とも、継続的な取り組み強化が重要な課題になっている。（22.1.24現在）

業選択の基準が厳格化している点があり、この結果、労働力不足が強まっていると指摘されている。

（注²）22年には、新型コロナウイルスとの共生の長期化と、気候変動対策の加速化が見込まれている。これらが同時進行することで、労働力不足やモノ不足による供給制約や、エネルギー価格の上昇・高止まりが生じ、物価上昇圧力が持続することが考えられる。この点については、次を参照されたい。

- ・山口勝義「2022年、転換期のユーロ圏経済～コロナとの共生と気候変動対策が同時進行する下で～」（『金融市場』2022年1月号所収）