

### ユーロ圏のインフレと低成長、背後で働く労働生産性の停滞

#### ～求められるR&D投資の拡充の一方で困難な投資環境～

山口 勝義

##### 要旨

少子高齢化の影響が大きいユーロ圏では、労働生産性はインフレ動向ばかりか今後の経済成長を左右する重要な要因でもある。しかし、ユーロ圏はその改善に必要な投資の拡充には困難な環境の下にあり、労働生産性の停滞の影響が今後も続くものとみられる。

#### 1. 今、インフレと経済成長の双方から重要な労働生産性

##### 全項目とコアで物価上昇率の動きに差異

ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）は、全項目ベースでは足元のエネルギー価格の下落や生鮮食品価格の落ち着きを受けて頭打ちとなっている。しかしその一方で、エネルギーおよび食品を除いたコアの上昇率は拡大傾向を継続しており、両者の間で動きの差異が際立ってきている。

##### コアの上昇率の拡大要因

コアの物価上昇率の拡大要因としては、まずは原材料等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が、タイムラグを伴いながら進行している可能性が指摘できる。またそればかりではなく、ユーロ圏で根強く残存している労働力不足が賃上げを促し、内需の拡大が物価上昇に影響を及ぼし始めている可能性も考えられる。この賃上げは物価の上昇に遅行する性格があるため、むしろ今後の動向に注意が必要となる。

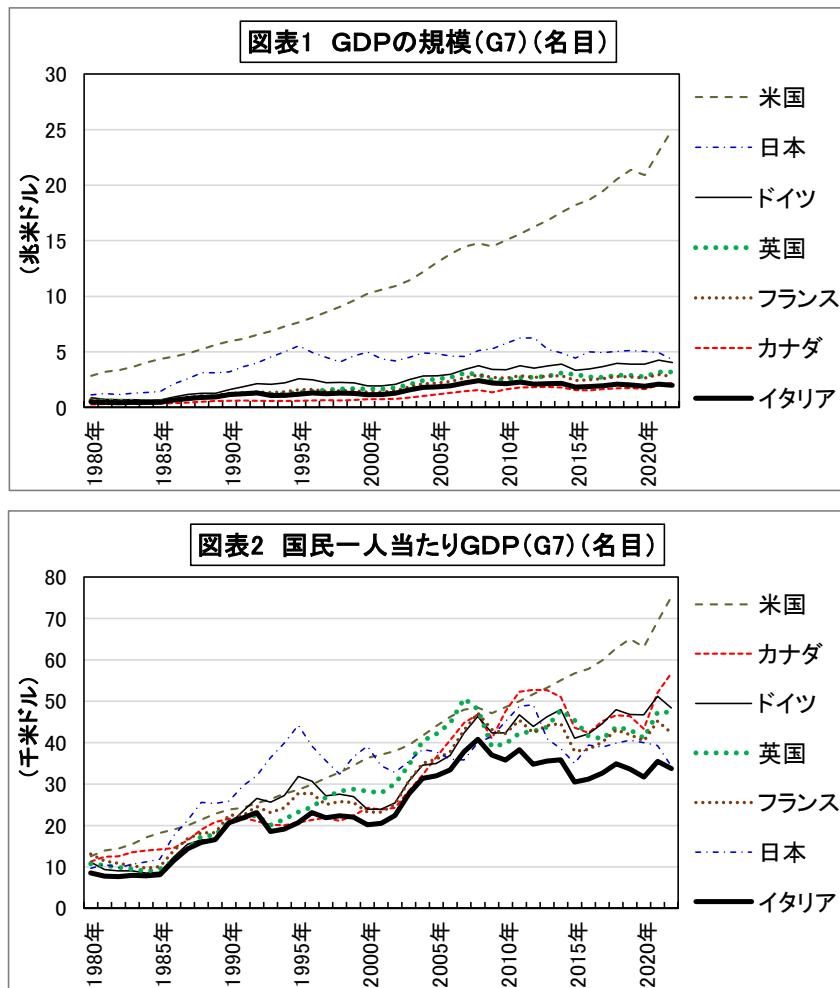
##### 労働力不足が解消されない要因としての労働生産性の低下

ここでひとつ論点となるのは、このようにユーロ圏で労働力不足が一向に解消されないのはなぜか、という点である。労働市場を巡る様々なスラック（ゆるみ）は既にコロナ危機前を下回り、失業率も歴史的な水準にまで低下してきている。そうした中で依然として続く労働力不足であるが、考えられるのは、コロナ禍の下で熟練労働者を含む離職者が増加したことを通じてユーロ圏では労働生産性の低下が進んでおり、構造的に労働力不足が継続している可能性である。この場合には労働市場の逼迫は短期間には軽減されず、インフレ圧力も長期化することが予想される<sup>(注1)</sup>。

##### インフレと成長の双方から重要な労働生産性

こうして労働生産性はユーロ圏のインフレ動向に影響を与える重要な材料であるとみられるが、それに加えて今後の経済成長を左右する主要な要因でもある。ユーロ圏の経済成長は既に米国に

対して勢いの弱さが明確になっていることもあり、インフレとともに成長の観点からも労働生産性の推移については十分な点検が必要である（図表1、2）。



（資料）それぞれ、IMF のデータから農中総研作成

## 2. ユーロ圏に不可欠な労働生産性の改善

### 米国に劣後する ユーロ圏の経済 成長

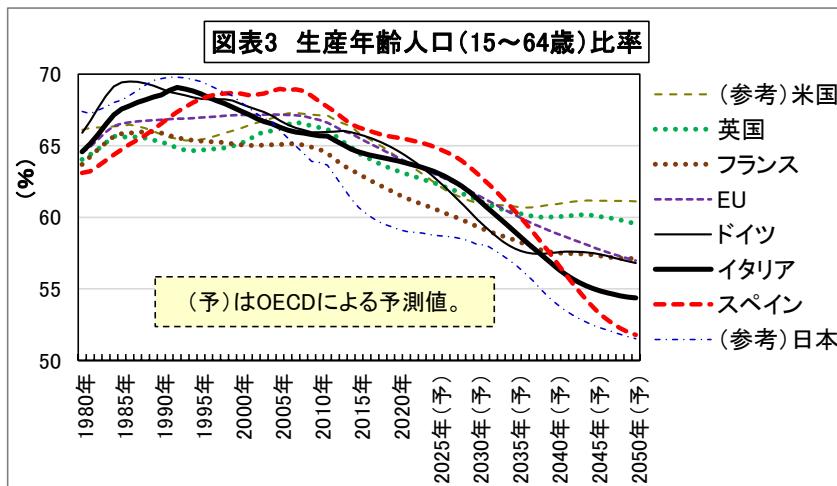
### 生産年齢人口比 率の低下が著し

国民一人当たりGDPは、2008年頃を境にユーロ圏と米国との間で格差が急速に拡大し始めている（図表2）。ここには、世界金融危機やユーロ圏の財政危機を経て、コロナ危機やエネルギー危機などの相次ぐ危機の中で成長が鈍化した、ユーロ圏経済の姿が示されている。そしてそればかりか、今後を見通した場合にも、ユーロ圏の先行きは大変厳しいものになることが予想される。

というのも、国民一人当たりGDPは、①労働者一人当たり労働生産性と、②生産年齢人口比率との2つの要素に分解できるが、

## いなかで重要な課題となる労働生産性の向上

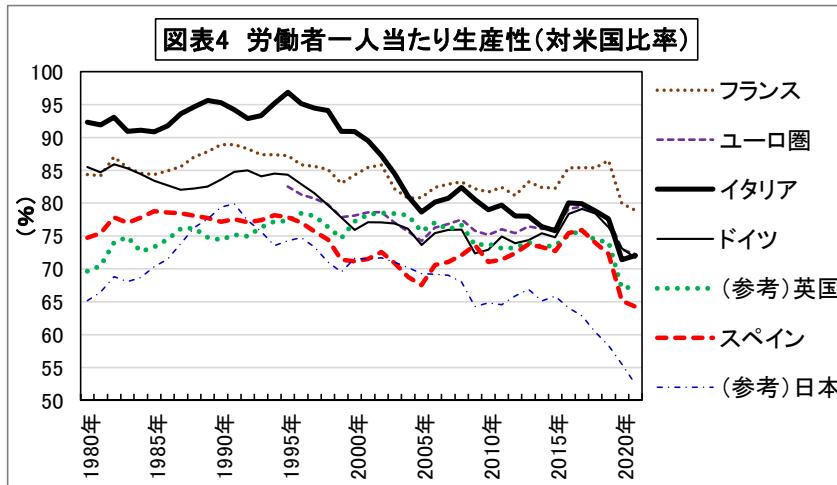
ユーロ圏では米国に比べて少子高齢化の影響が一層大きく現れることが見込まれるためである（図表3）<sup>（注2）</sup>。このような環境の下で安定的な経済成長を確保するためには、労働生産性の向上が非常に重要な課題となるわけである。



（資料）OECDのデータから農中総研作成

## 停滞が続くユーロ圏の労働生産性

しかしながら、これが持続的に右肩上がりで推移する米国に対し、ユーロ圏では横ばい状態が継続しているのが実態である。ここで労働生産性の米国に対する比率を取れば、早くも95年頃から現在ユーロ圏に属する主要国の中止状態が現れている（図表4）。また直近の動きとしては、コロナ危機時にユーロ圏各国では米国とは異なり失業者対策以前に失業者の急増自体を回避する政策に注力してきた結果、労働者一人当たり労働生産性は一段と低下したが、その後も米国対比で戻りは鈍い状況にある。

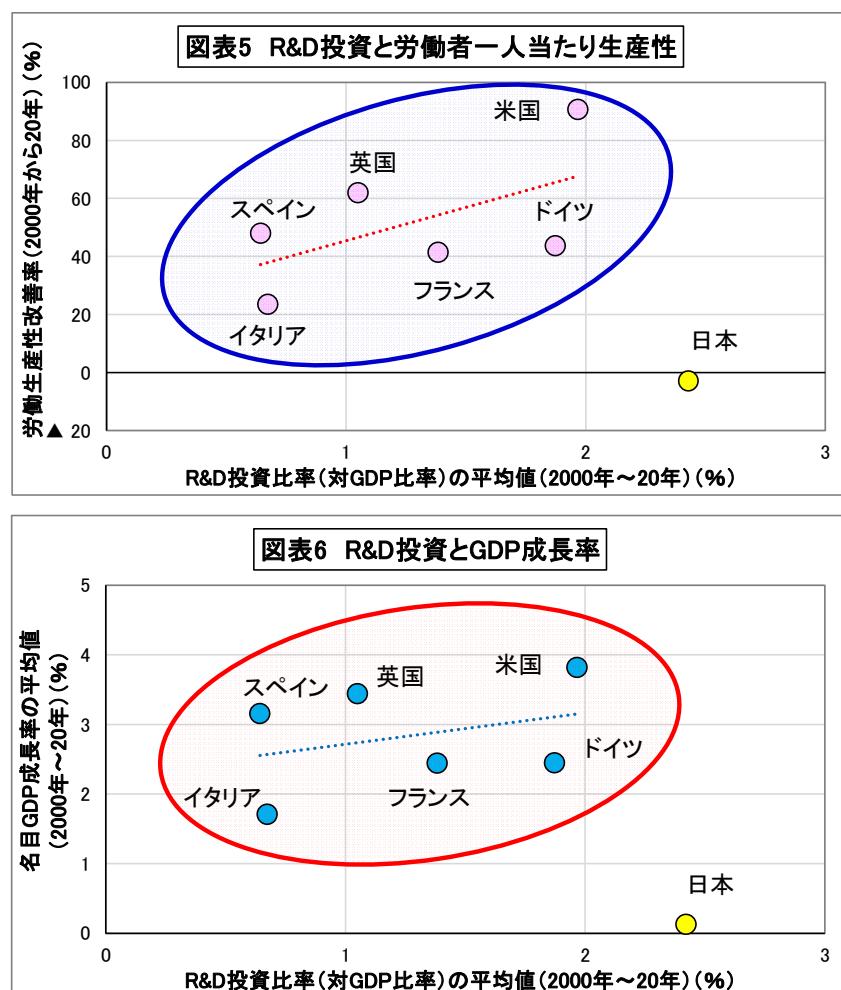


（資料）OECDのデータから農中総研作成

### 3. 労働生産性の改善で重要な R&D 投資

#### R&D 投資の重要性

では、労働生産性の改善のためにはどのような取り組みが重要なだろうか。現代が特にデジタル化が加速し、また気候変動対策の推進が主要な課題となる時代であることからすれば、これは研究開発（R&D）を中心とした投資の拡充であると考えられる。最近約20年間のデータを基に、主要国でのR&D投資と、労働生産性の改善や経済成長率との間の関係をプロットした場合には、日本を除く各国の間で正の相関関係が認められる（図表5、6）。そしてここでも、ユーロ圏に比べ、R&D投資がより充実しており、生産性は向上し、経済成長率も高い米国の姿が現れている。

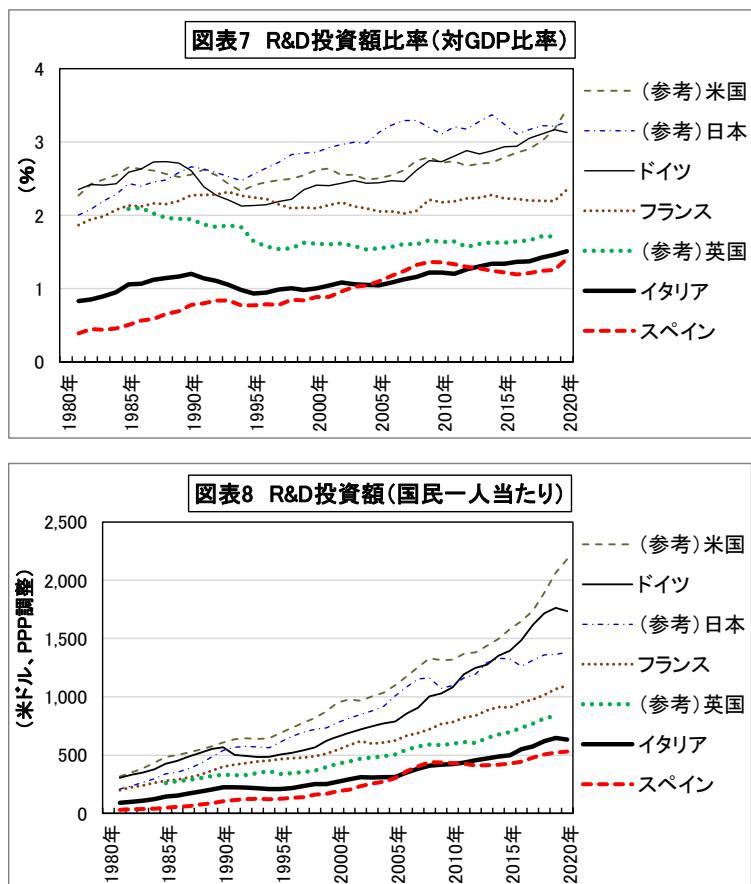


（資料）それぞれ、OECDのデータから農中総研作成

## ユーロ圏の R&D 投資の伸び悩み

以上のようにユーロ圏で安定的な経済成長を確保するためには労働生産性の改善が不可欠であり、またこのためには特に R&D 投資の拡充が求められることになる。これは、経済成長の三要件である、①労働投入の増加、②資本投入の増加、③技術の進歩、の観点からして、生産年齢人口比率の急速かつ大幅な低下が見込まれる中では、投資の拡充や研究開発の推進がますます重要性を増す、という考え方に関がっている。

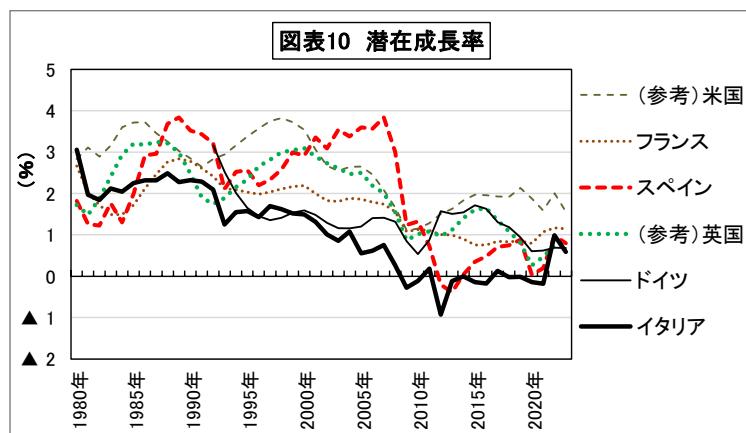
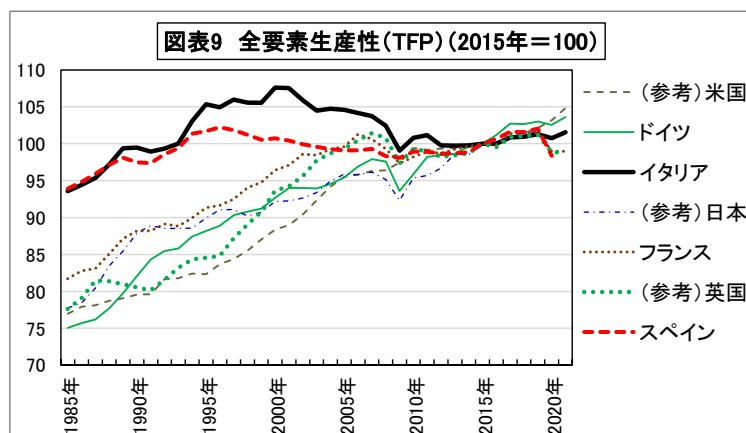
そこでユーロ圏の R&D 投資の時系列的な動向を見ると、投資額の対 GDP 比率では、ドイツが米国とほぼ肩を並べて推移してきたのに対し、最近では米国が上昇の勢いを強め格差が拡大しているほか、ドイツを除くユーロ圏の主要国ではその伸びは長期的に緩やかなものに留まっていることがわかる（図表 7）。また、国民一人当たりの投資額でも米国の規模が大きく、かつ、やはりユーロ圏が劣後する傾向が示されている（図表 8）。



（資料）それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

## TPF や潜在成長率にも反映

こうした中で技術革新の程度を示す全要素生産性 (TFP) の推移を確認すると、米国における着実な上昇が見て取れる。一方のユーロ圏ではこの上昇は鈍く、特にイタリアやスペインでは長期的に横ばい状態の継続が明らかである（図表 9）。そして以上の動向は、潜在成長率の差異にも対応している。長期間にわたり概ねより高い水準にあった米国の潜在成長率であるが、特に最近ではユーロ圏の低迷に対して米国の優位さが現れている（図表 10）。



（資料）それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

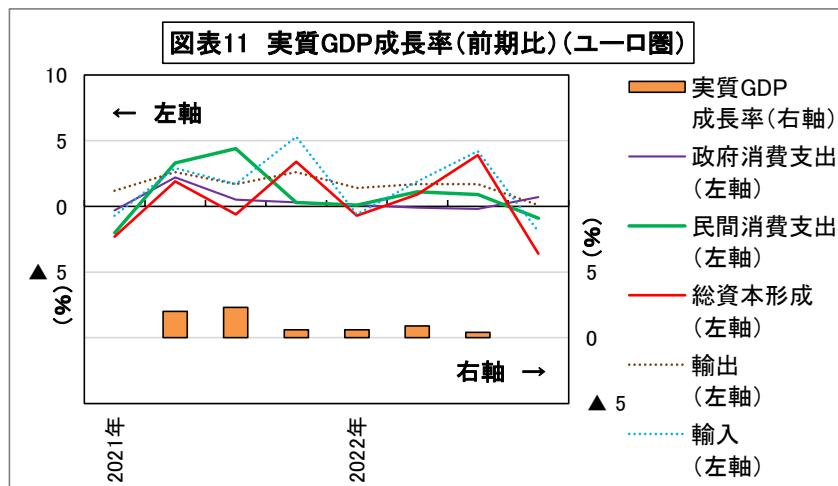
## 加えて構造改革などの余地も

このように、ユーロ圏における R&D 投資拡充の必要性を読み取ることができる。しかし同時に、先に見たように主要国の中では、R&D 投資比率が同程度であっても労働生産性の改善や経済成長率にはかなりの差異が存在する事実もある（図表 5、6）。この事実は、様々な改革を経てきたユーロ圏ではあるが、国によっては、教育訓練の充実や労働市場の流動化などを通じた人的資本の質の向上や規制緩和による競争条件の改善などの構造改革にも、合わせて注力する余地が残されていることを示すものと考えられる。

## 4. ユーロ圏で続く投資には厳しい環境と予想される労働生産性の停滞

### 投資の落ち込み

さて、欧州連合統計局（Eurostat）は3月に入り、ユーロ圏の22年第4四半期の実質GDP成長率（前期比）を、0.1%から0.0%に下方改定した。この新たなデータによれば、足元では特に総資本形成の落ち込みが明らかになっている（図表11）。

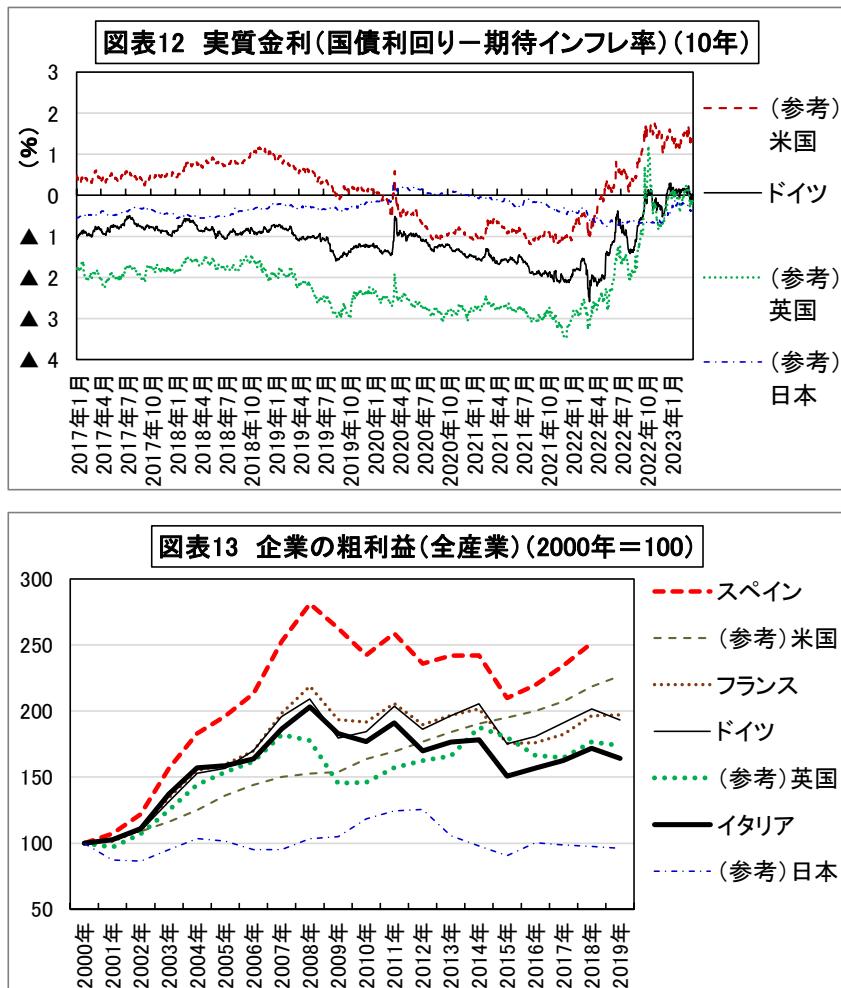


（資料）Eurostatのデータから農中総研作成

### 足元の逆風と構造的な問題点

確かにユーロ圏では、各国にとり投資を巡る環境は大変厳しい。暖冬や各国の財政措置に支えられユーロ圏経済は一時の想定に比べれば底堅く推移しているものの、ユーロ圏がエネルギー危機のただ中に置かれている事実に変わりはない。実際に、安定的な天然ガスの供給確保のためのインフラ整備には今後3～5年を要するとみられる中で、8月まではノルドストリームによるロシアからのガス供給が継続されていた22年に対し、23年にはエネルギーの必要量の確保が一層困難になる可能性が否定できない。こうして先行きの不透明感は依然として根強く、当面のところ、企業投資は慎重で選別的なものにならざるを得ないものとみられる。

またこの他にも、足元で企業投資に逆風となる材料がある。ひとつは、欧州中央銀行（ECB）の金融引き締めを受け上昇を続ける金利水準である（図表12）。また、欧州委員会が3月に改めて方針を示したように、EU（欧州連合）ではエネルギー価格対策などの財政支援を段階的に縮小し24年には財政規律の適用を再開する方向にある<sup>(注3)</sup>。これらに加えて、より長期的で、構造的な材料もある。米国企業に比べユーロ圏の企業の利益水準の伸びは鈍く、ここからは企業の投資余力の制約を窺うことができる（図表13）。



(資料) 図表 12 は Bloomberg の、図表 13 は OECD の、各データから農中総研作成

## ユーロ圏で今後も続く労働生産性の停滞の影響

以上のように少子高齢化の影響が大きいユーロ圏では、労働生産性はインフレ動向ばかりか経済成長を左右する重要な要因でもある。しかしユーロ圏はその改善に必要な投資の拡充には大変困難な環境の下に置かれており、労働生産性の停滞が今後ともその経済情勢に対して影響を及ぼし続けることが予想される。

(23. 3. 27 現在)

(注<sup>1</sup>) 以上の議論については、次を参考されたい。

・ 山口勝義「「コア」が高止まりさせるユーロ圏の消費者物価上昇率」(『金融市場』23年3月号所収)

(注<sup>2</sup>) 国民一人当たりGDPについては、 $GDP/\text{人口} = (GDP/\text{労働者数}) \times (\text{労働者数}/\text{人口})$ であることから、概ね、「国民一人当たりGDP」=「労働者一人当たり労働生産性」×「生産年齢人口比率」の関係にあると捉えることができる。

(注<sup>3</sup>) この点については、次を参考されたい。

・ European Commission (8 March 23) "Fiscal Policy Guidance for 2024: Promoting debt sustainability and sustainable and inclusive growth"