

2018年8月29日

No.2018-026

政治不安がユーロ圏設備投資を抑制

— 政治不安が再び高まれば、前年比で3%程度下押しされる恐れも —

調査部 研究員 橘高史尚

《要 点》

- ◆ ユーロ圏では、「景気のエンジン」である設備投資の回復が遅れている。
- ◆ 設備投資を種類別にみると、近年、知的財産投資の増加が顕著である。もっとも、アイルランドへの米国企業の拠点移転や、オランダ企業の大型M&Aなどの影響が大きく、これらは一過性の押し上げ要因といえる。それらを除いてみると、設備投資の伸びは依然として緩慢である。
- ◆ 設備投資の回復が遅れている背景には、2015年の難民の大幅な流入をきっかけに反移民や反EUを掲げる政党が急速に台頭し、政治不安が高まったことが指摘できる。実際、設備投資の変動を要因分解してみると、企業を取り巻く需要・金融環境の改善が押し上げに寄与する一方、15年以降、政治不安の高まりが下押しに作用していた可能性が示唆される。
- ◆ 足許では政治不安が後退し、設備投資への下押し圧力も解消している。もっとも、イタリアの政権運営や、解決が見通せない難民問題といったリスクは依然としてくすぶっており、楽観はできない。推計に基づく、政治不安が2016年の英国の国民投票前後や17年のフランス大統領選前と同程度まで高まった場合、ユーロ圏の設備投資の伸びが前年比で2～3%程度下押しされる可能性がある。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・橘高史尚宛にお願いいたします。

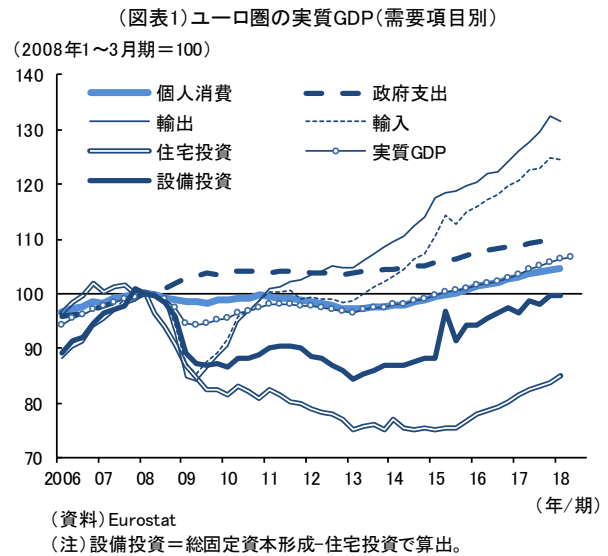
Tel: 03-6833-8798

Mail: kittaka.fuminao@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来るとされる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

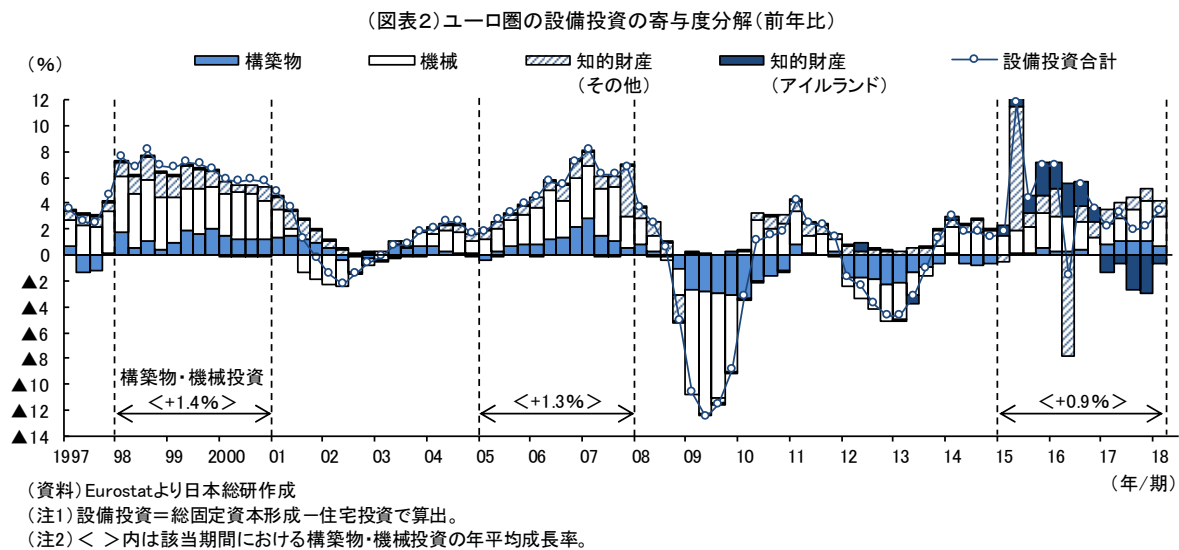
1. はじめに

ユーロ圏景気は堅調な回復が続いている。もっとも、実質GDPを需要項目別にみると、輸出の拡大が顕著にみられる一方、相対的に内需の回復の遅れが目立つ(図表1)。なかでも固定資本形成は、住宅バブル崩壊の後遺症から抜け出せない南欧を中心に住宅投資の低迷が続いているほか、設備投資もようやく金融危機前のピークと同水準まで回復したという状況にとどまっている。設備投資は、現在の需要を押し上げるだけでなく、将来の供給力の拡大にも資する「景気のエンジン」であり、その動向は景気の先行きを見通す上でも重要である。そこで、本稿ではユーロ圏の設備投資に焦点を当て、回復が遅れている背景を探った。



2. 知的財産を除けば緩慢な設備投資

ユーロ圏の設備投資は、世界金融危機および欧州債務危機で大きく減少したものの、2015年半ばから増勢が高まった(図表2)。



もっとも、内訳をみると、同時期の増勢加速は知的財産投資の寄与が大きい。とりわけ、アイルランドの知的財産投資は2015年に前年比+169.1%、16年に同+79.0%と大幅に伸びが拡大し、ユーロ圏の設備投資の伸びを底上げした。この背景には、同国の極めて低い法人税率を目的に、米国などの海外の企業が相次いで拠点を移転したことが挙げられる。企業がM&Aなどにより拠点を海外に移した場合、その企業が保有する特許などの資産は移転先の国への投資とみなされ、移転時に知的財産投資として計上される。アイルランドの場合、14年ごろから金融緩和による低金利環境や景気回復を背景に世界的にM&Aが活発化するなか、ITや製薬などの知的財産を多く持つ大企業の移転が集中したため、マクロでみた知的財産の伸びが極めて大きくなったと推測される。もっとも、足許では欧州委員会が同国への追徴課税の導入を指示するなど、節税目的の本社移転を阻止する動きが強まっており、そうした企業の動きは沈静化している。

ちなみに、2015年4～6月期の知的財産投資の大幅増加は、オランダに籍を置く石油企業の大型M&Aによるものである。M&Aによる押し上げという点はアイルランドの事例と共通しているものの、単独の企業による投資の結果であることから、知的財産投資の上振れは1四半期にとどまっている。

これらの特殊要因を除き、改めてユーロ圏の設備投資をみると、構築物・機械投資は、1990年代後半や金融危機前に比べ、依然として緩慢といえる（前掲図表2）。

3. 政治不安の高まりが設備投資を抑制

では、ユーロ圏の設備投資の回復が遅れている背景には何があるのだろうか。

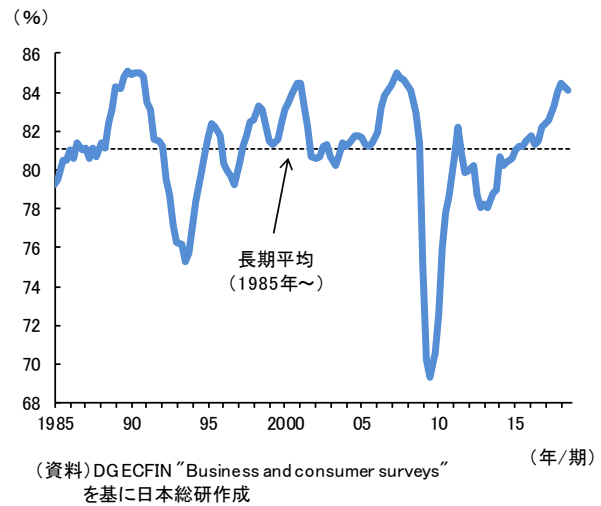
(1) 需要・金融環境は改善

まず、企業の投資活動を左右する需要面や金融面についてみると、世界金融危機や欧州債務危機からの回復が着実に進んでいる。

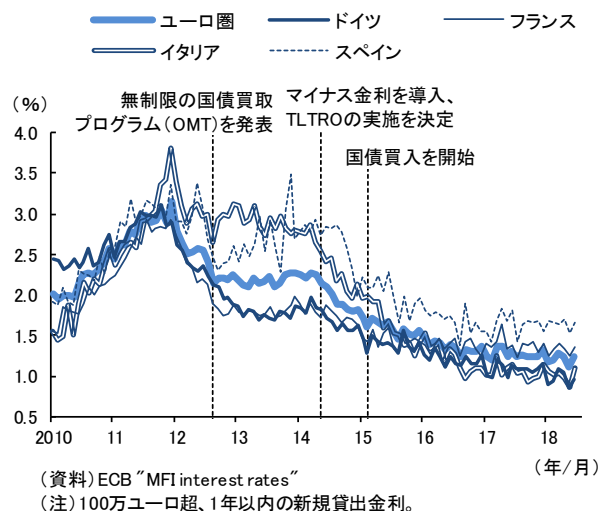
需要面では、外需の拡大などを背景に製造業生産は堅調に推移しており、足許の設備稼働率は1990年、2000年前後や世界金融危機前と並ぶ水準まで上昇している（図表3）。一般的に、需要の増加により設備稼働率が一定以上に高まると、企業は生産能力の増強に向けて設備投資を行うと考えられることから、足許で設備投資の必要性は相応に高まっていると推測される。

また、金融面では、企業の資金調達環境が大きく改善している。ユーロ圏の銀行貸出金利は、ECBの積極的な金融緩和政策の効果が広く浸透し、低下傾向が続いている（図表4）。とりわけ、イタリアやスペインといった南欧諸国は、欧州債務危機を受けた国債利回りの上昇や銀行部門の脆弱さなどから、2014年半ばまで貸出金利がドイツやフランスに比べ高水準で推移していたものの、ECBによるマイナス金利の導入や国債の買い入れ、条件付き長期資金供給オペ（TLTROなど）を契機に、足許にかけてドイツ・フランスの金利水準への収れんが進んできた。

（図表3）ユーロ圏製造業の設備稼働率



（図表4）ユーロ圏主要国の非金融企業向け銀行貸出金利

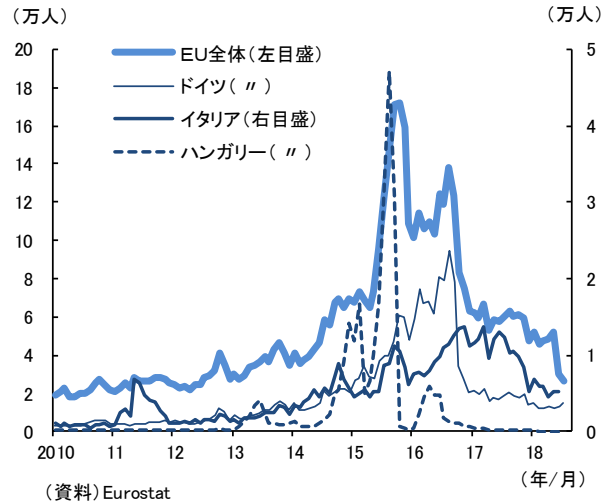


(2) 難民問題を契機に政治不安が拡大

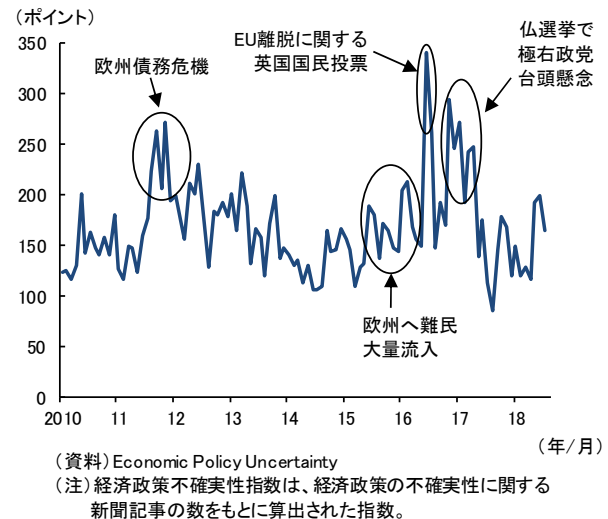
このように、企業を取り巻く需要・金融環境が大幅に改善したにもかかわらず、ユーロ圏で設備投資の回復が遅れている背景には、政治不安の高まりが指摘できる。

欧州各国では、2015年の難民危機をきっかけに反移民や反EUを掲げる政党が急速に台頭し、政治不安が高まった。当時、中東や北アフリカ情勢が悪化するなか、メルケル首相が難民の受け入れに寛容な姿勢を示したことで、多くの難民がドイツを目指しEU圏内に流入した(図表5)。当初は、人道的な側面から難民受け入れを歓迎する向きもあったものの、想定をはるかに上回るペースで流入が続き、受入国の財政負担が大きく拡大した。また、同時期にイスラム系テロ組織によるテロが欧州各国で相次いだため、難民の受け入れは治安悪化につながるというイメージが広まった。こうした難民に対する悪印象の醸成を背景に、外国人への拒否反応が強い国民性を有する中東欧国に加え、受け入れを主導してきた西欧諸国においても、難民受け入れ体制を確立できないEUへの不満が高まっていった。その結果、英国では16年6月に行われたEU離脱を巡る国民投票で、移民の流入制限を訴えた離脱派が勝利したほか、フランスでは17年春の大統領選で、強硬な移民制限政策に加えてEU離脱を問う国民投票の実施を公約に掲げた国民戦線(現国民連合)のルペン氏が決選投票に進むなど、EU離脱が連鎖するとの懸念が高まった(図表6)。

(図表5) ユーロ圏主要国の難民申請件数



(図表6) 独伊伊西の経済政策不確実性指数



以上のような反EU機運の高まりが、政治や経済をめぐる不確実性の増大を招き、中長期的な視野での判断が求められる設備投資の抑制につながったと推測される。

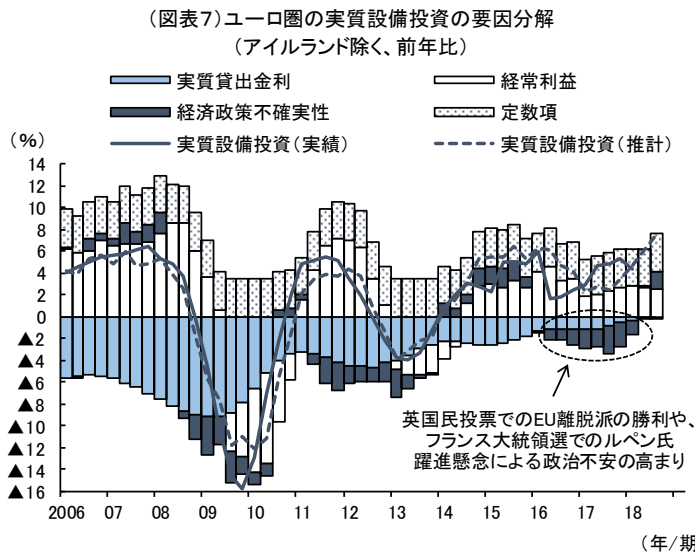
(3) 政治不安が設備投資を下押し

そこで、政治不安が企業の設備投資にどの程度影響を与えてきたのかを検証するために、ユーロ圏企業の実質設備投資の変動を、企業収益、貸出金利、政治・経済を巡る不確実性の3つの要因に分解した(次頁図表7)。なお、アイルランドの設備投資については、前述の通り特殊要因による知的財産投資の押し上げが大きいと推計から除外している。

推計結果をみると、企業収益については、欧州債務危機の影響から脱し始めた2014年半ばにプラスに転じ、その後も金融危機以前に比べれば勢いは鈍いものの、設備投資の押し上げに寄与している。また、貸出金利については、欧州債務危機時に設備投資への下押し圧力が強まったものの、ECBの一連の金融緩和策により13年ごろから下押し圧力は縮小傾向にある。これら2つの要素だけを踏まえれば、欧州債務危機後から足許にかけて、設備投資が加速しやすい環境が徐々に整ってきたといえる。

一方、政治を巡る不確実性についてみると、欧州債務危機から脱し、過度な財政緊縮懸念が後退

した2014～15年には設備投資の押し上げに寄与していたものの、難民危機をきっかけとした政治不安の高まりを受け、16年以降は下押しに転じた。とりわけ、17年半ばには、収益改善による設備投資押し上げ効果を相殺するほどに下押し圧力が強まっていたと推測される。



(資料)Eurostat、ECB、Bloomberg L.P.、Economic Policy Uncertaintyを基に日本総研作成

(注1) 推計式は、
 $\ln(\text{実質設備投資}) = 3.42 < 3.94 >$
 $- 3.13 * \text{実質貸出金利} < -5.63 >$
 $+ 0.85 * \ln(\text{経常利益}) < 8.41 >$
 $- 0.07 * \ln(\text{経済政策不確実性指数}) < -4.31 >$
 $R^2 = 0.88$ 。<>内はt値。推計期間は2005年1～3月期から18年1～3月期。変数は全て後方4四半期平均、ラグを3期に設定。Newey-West修正済。

(注2) 実質設備投資＝企業部門名目総固定資本形成／設備投資デフレーター。実質貸出金利＝100万ユーロ超・期間5年超の非金融企業向け最優優遇金利－5年先スタート5年物インフレスワップレート。経済政策不確実性指数は、独仏伊西の平均値。

4. 設備投資の先行きは楽観できず

その後、政治不安は後退し、設備投資に対する下押し圧力は解消している。フランス大統領選で親EUのマクロン大統領が誕生したほか、EU・トルコ間の難民の取り扱いを巡る協定の締結により難民流入が一服したことなどがきっかけである。収益環境の改善や低金利も相まって、設備投資は回復の動きが強まっていく見通しである。

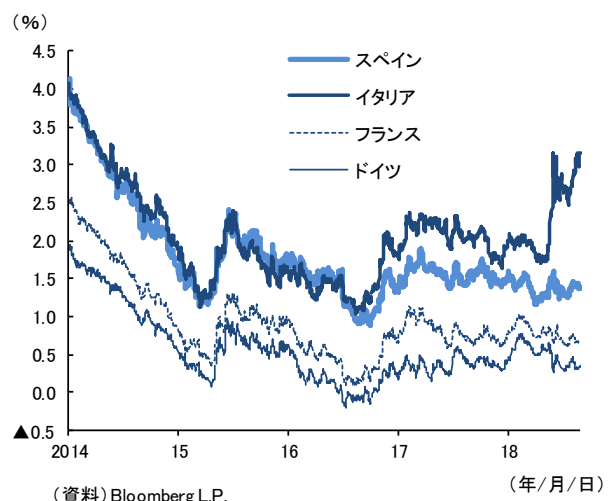
ただし、足許で政治不安が再び高まりつつあるため、先行きを楽観視できる状況にはない。

(1) 懸念が高まるイタリアの政権運営

まず懸念されるのは、イタリアの政情不安である。同国では、2018年6月にポピュリズム政党の「五つ星運動」と反移民政党の「同盟」が手を結び、反EU色の強い連立政権が誕生した。政権樹立後はユーロ離脱などの極端な主張は鳴りを潜めているものの、大幅な減税や最低所得補償など、バラマキ色の強い大規模な財政拡大を公約に掲げている。こうした政策には、財政の持続可能性の観点から懸念が強まっており、イタリアの10年債利回りは足許で大きく水準を切り上げている(図表8)。

また、来年度予算が策定される秋にかけては、財政規律を重視するEUとの対立の激化が予想される。予算案を認めないEUへの不満が高まれば、イタリアがEUやユーロからの離脱を再び主張し始める恐れがあるほか、反EU勢力が台頭する周辺国へ離脱の動きが飛び火するリスクもある。

(図表8)ユーロ圏主要国の10年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

(2) 解決の目途が立たない難民問題

加えて、欧州で政治不安が高まるきっかけとなった難民問題は依然として収束していない。難民の受け入れにあたっては、EUは経済規模などに応じて受入負担を按分する方針を定めてきたものの、移民への拒否感が強い中東欧諸国はその分担を拒否し続けている。また、地理的に難民が流入しやすいイタリアなどは、難民認定に関する事務負担や入国許可までの一時滞在にかかる負担などが他国と比べて重く、不公平感から反EU姿勢を強めている。さらに、難民の受け入れを先導してきたドイツでも、反移民政の「ドイツのための選択肢」が勢力を拡大しているほか、連立政権内でもメルケル首相の難民政策への不満が高まるなど、反難民感情が強まっている。そのうえ、足許では、EUに代わって難民を受け入れているトルコで通貨危機が発生し、エルドアン大統領は西側諸国に対し不信感を募らせている。各国が自国世論を優先し、EU内での秩序だった難民対応が困難な状況下、中東情勢の悪化やトルコとの関係悪化などにより難民が再び大量に流入すれば、反移民・反EU政党が一段と躍進しかねない。

ちなみに、図表7の推計を基に試算すると、政治や経済を巡る先行き不透明感が英国のBrexitをめぐる国民投票前後や極右候補の躍進が懸念されたフランス大統領選前と同程度まで再び高まった場合、ユーロ圏の設備投資は前年比で2～3%程度下押しされる。足許で設備投資の伸びが前年比+3%前後で推移していることを踏まえると、こうした下押し圧力は無視できない大きさといえる。ユーロ圏経済の先行きをみる上では、引き続き政治情勢に留意する必要があるだろう。

以 上