

2018年3月30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】拡大するユーロ圏の固定投資

～最近では機械投資の伸びが加速、規制や政策の改革による一段の増加余地～

- ユーロ圏の成長率が2%台半ばまで高まった背景の一つには固定投資の増加基調がある。金融危機後の固定投資は回復ペースが鈍かったが、振り返ってみると、知的財産生産物投資（研究開発等）が増加基調にあり、最近では機械投資の伸びが加速している。固定投資の拡大は、短期的な成長率だけでなく、中期的な成長率（潜在成長率）の押し上げにつながるため、前向きな動きとして評価できる。
- 固定投資が堅調な背景には、期待成長率の上昇、実質金利の低水準、バランスシート調整の進展、経済の不確実性の低下などがあると考えられる。
- 欧州では各国（特に周辺国）における規制・政策の改革やEUによる取組強化を通じて、投資はさらに拡大する余地がある。現在の景気拡大局面と緩和的な金融環境の中で投資をさらに伸ばすことで生産性の引き上げや域内格差の縮小を実現できるかが欧州経済の注目点である。

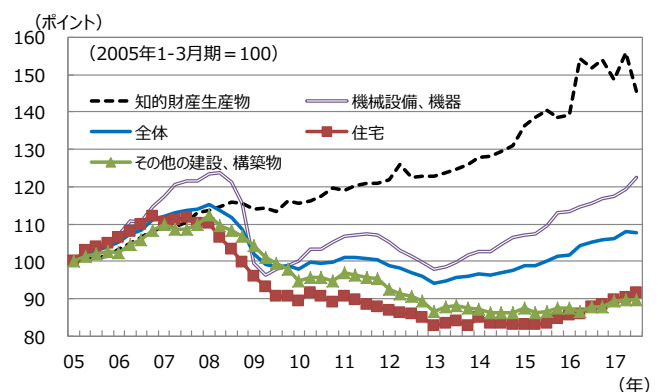
知的財産生産物が増加基調、最近では機械投資が加速

ユーロ圏の成長率が2%台半ばまで高まった背景の一つに固定投資（総固定資本形成）の増加基調がある。固定投資とは有形固定資産、無形固定資産のネットの取得のことである。

固定投資の内訳（2016年）をみると、建設が約46%（住宅投資が約24%、その他建設・構築物が約22%）、機械設備・機器が約33%、知的財産生産物（研究開発投資やソフトウェア、データベース等）が約21%となっている。最近の推移をみると、知的財産生産物投資は足元でやや減少しているが、08年以降、右肩上がりの増加基調にあることがうかがえる。さらに足元ではグローバル経済の拡大を背景に機械設備・機器の伸びが加速している（図表1）。

(図表1)

ユーロ圏の固定投資（実質）



(注) データ期間は2005年1-3月期～2017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

固定投資の GDP 比については 17 年第 3 四半期で全体が 20%であり、建設投資が 10%、機械設備・機器投資が 6%、知的財産生産物投資が 4%になっているが、金融危機後は建設投資の GDP 比が低下する一方で、知的財産生産物投資の GDP 比が上昇する傾向にある。

固定投資、特に研究開発などの知的財産生産物の投資が拡大することは、短期的な成長率だけでなく、中期的な成長率の押し上げることになるため、前向きな動きとして評価できる。

以下では、固定投資を機械、建設、知的財産に分けてそれぞれの最近の動向を確認する。

第 1 に、機械設備・機器投資については、ドイツやスペインに勢いがあるが、最近ではイタリアのように回復が遅れていた国でも増加している。最近では、資本財取引の動向をみても、多くの国で増加傾向である（図表 2）。

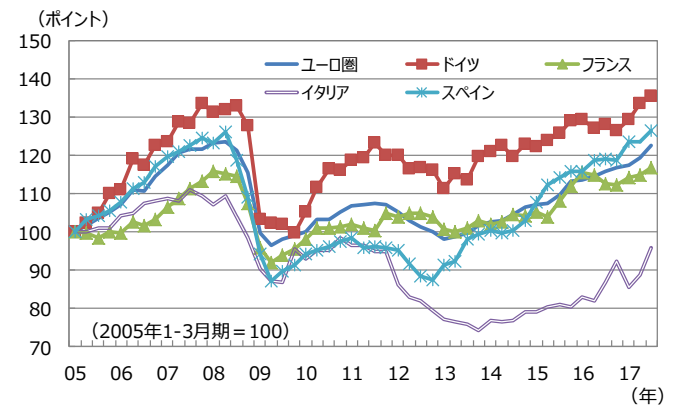
第 2 に、建設投資についてみると、足元では増加基調であるが、機械設備・機器投資ほどの勢いはない。

金融危機以降は、緩和的な金融政策が続いているにもかかわらず、建設投資の伸びはドイツを除けば、それほど急速ではない。特にイタリアやスペインでは金融危機前に大幅に伸びたことの調整もあり、足元の水準はまだ低い（図表 3）。

第 3 に、知的財産生産物投資については、景気循環の影響を受けにくく、過去 10 年でかなり高い伸びを示してきたが、国別にみると、スペインやドイツが堅調である一方、イタリアは回復ペースが緩いという格差がみられる（図表 4）。

(図表2)

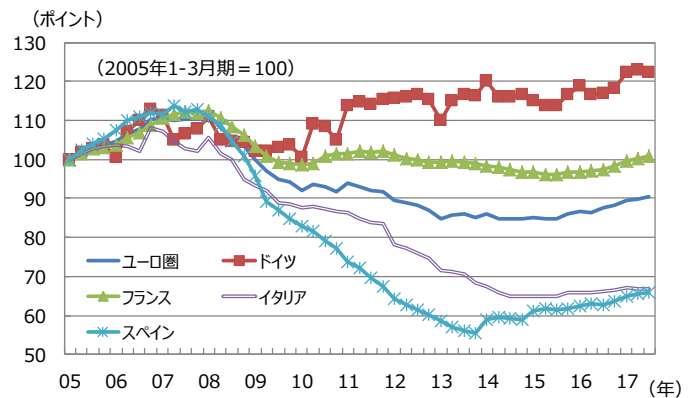
ユーロ圏の機械投資（実質）



(注) データ期間は2005年1-3月期～2017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

(図表3)

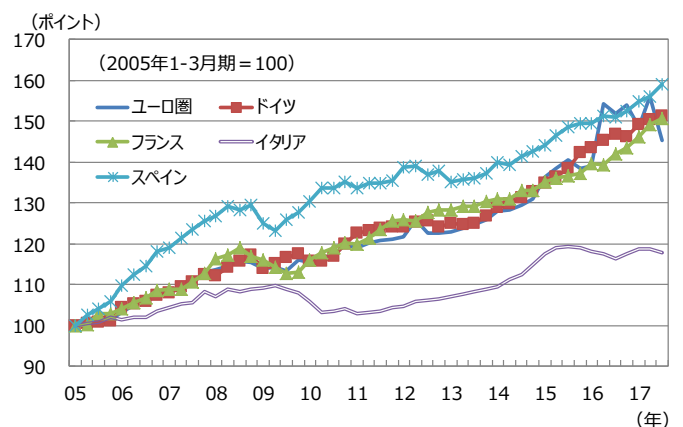
ユーロ圏の建設投資（実質）



(注) データ期間は2005年1-3月期～2017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

(図表4)

ユーロ圏の知的財産生産物（実質）



(注) データ期間は2005年1-3月期～2017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

投資が増加している背景

以下では、ユーロ圏の固定投資が堅調である背景を整理しておく。

第 1 に、企業センチメントの改善とともに期待成長率が高まっていることである（図表 5）。ユーロ圏の成長率は過去 1 年程度、2%を超える高い成長率となっている。ECB は 12 月に発表したスタッフ予想で輸出を中心に成長率を引き上げた。さらに最近ではインフレ率が従来よりも安定している。このため、先行きの名目成長率は従来よりも高い伸びが期待できるため、企業は設備投資に前向きになりやすい状況にある。また企業収益の伸びは 17 年になって高い伸びになっている。

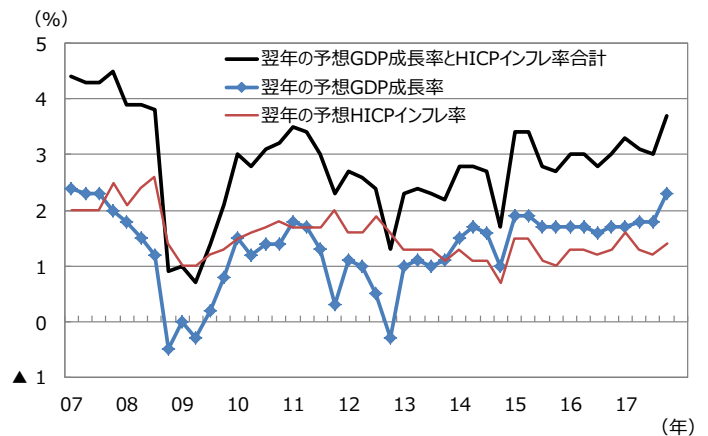
第 2 に、ECB の金融緩和などを背景に実質金利が低い水準で推移していることである（図表 6）。ユーロ圏では金融危機後に金融緩和が強化されたことで、09 年から 10 年にかけて企業の借入金利が低下し、固定投資の回復を支えた。その後も ECB がマイナス金利政策や量的緩和政策を導入するなかで、15 年頃から実質金利はさらに低下し、固定投資は増加基調で推移した。企業の借入金利が低下した背景には、ECB の金融緩和だけでなく、金融機関の健全化が進み、融資スタンスが改善したことも影響している。

第 3 に、バランスシート調整の進展である。企業のバランスシートをみると、借入の総資産に対する比率は足元で低下傾向であり、ユーロ圏全体でみると、統計が入手可能な 2004 年以来で最も低い水準となっている（図表 7）。主要国ではドイツが最も低いが、金融危機時に高かったイタリアやスペインでは債務が足元でかなり圧縮されており、金融危機前の水準まで低下している。

こうしたなかユーロ圏各国では、借入圧縮のために設備投資を抑制する必要性が低下してきているとみられる。

(図表5)

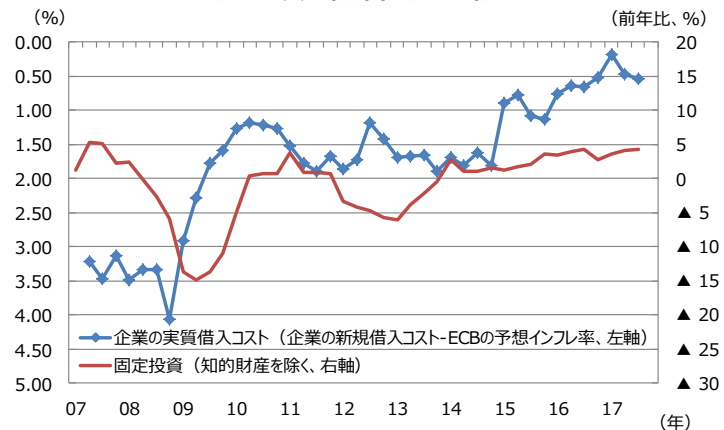
ユーロ圏の予想成長率、インフレ率



(注) データ期間は2007年1--3月期~2017年10-12月期。
(出所) ECB、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6)

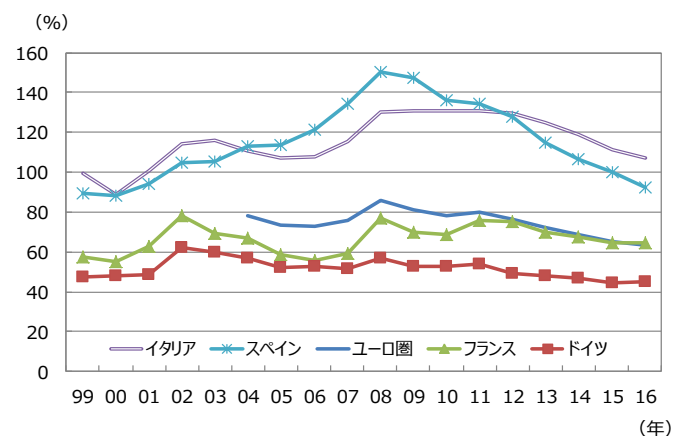
ユーロ圏の実質金利と固定投資の伸び



(注) データ期間は2007年1-3月期~2017年10-12月期。
(出所) 欧州委員会、ECB、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7)

ユーロ圏の企業部門の債務残高が総資産に占める割合



(注) データ期間はユーロ圏が2004年~2016年。ドイツ、フランス、イタリア、スペインは1999年~2016年。債務残高は借入（ローン）と債券発行の合計。
(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

第 4 に、経済の不確実性が低下したことである（図表 8）。欧州の政策不確実性指数をみると、2012 年のユーロ危機といわれたころは、政府債務危機がギリシャ、アイルランド、ポルトガルのような規模が小さい国だけでなく、イタリアやスペインのような大きい国にまで波及したため、銀行や政府の債務への懸念が大幅に上昇し、企業は投資への意欲を大幅に後退させた。しかし、その後は資金調達に苦慮する加盟国を支援する ESM（欧州安定メカニズム）や銀行同盟の枠組みが成立するなかで、ユーロ圏のガバナンスに対する評価が改善した。これに伴い、政策不確実性指数が低下し、固定投資は回復した。16 年は英国の EU 国民投票の結果（EU 離脱を選択）を受けて不確実性指数は大幅に上昇したが、固定投資は増加基調を続けた。これは政治面のリスクが高まったものの、予想成長率の上昇や実質金利の低下など、政治以外の要因、つまり経済の状態が従来よりも改善していたためとみられる。

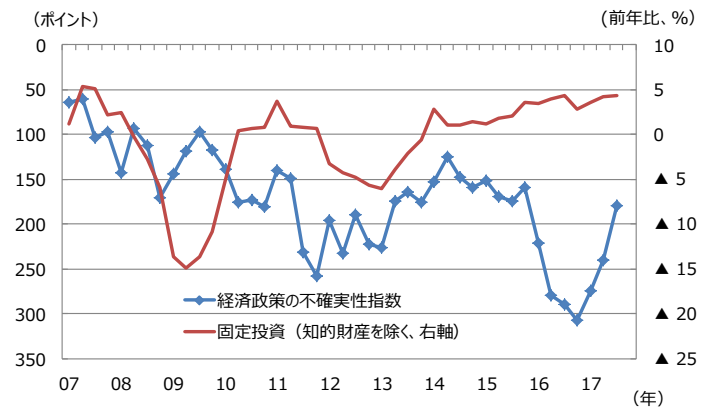
当面は設備投資の増加が期待できる

今年 1 月に入ってから発表された経済統計をみても、ユーロ圏の固定投資は増加基調が続くことが示唆される。

例えば、ECB の銀行貸出調査をみると、足元では、企業の設備投資のための資金需要は景気が強いドイツを中心に堅調であるが、最近では、イタリアやスペインなど、かつて債務残高が大きかった国でも、増加している。これは、景気拡大がユーロ圏に広がりをもってきたことを反映していると考えられる（図表 9）。

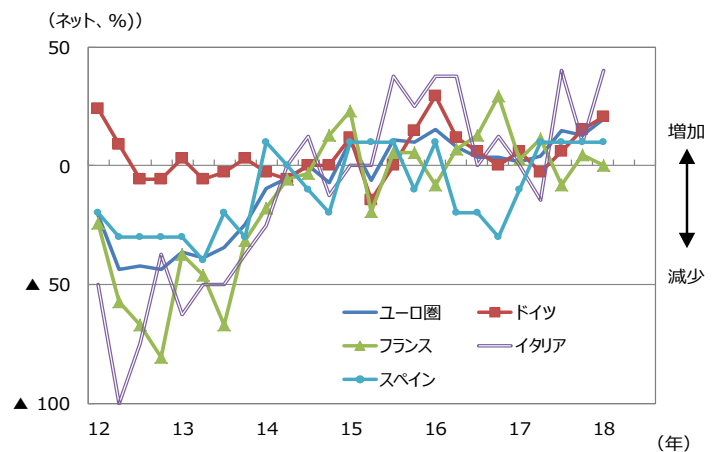
また欧州委員会の企業調査によると、ユーロ圏の製造業の設備稼働率は、一段と上昇しており、足元では金融危機前の平均値を上回り、設備投資に勢いがついていることを示唆している（図表 10）。

(図表8) 欧州の経済政策の不確実性とユーロ圏の固定投資の伸び



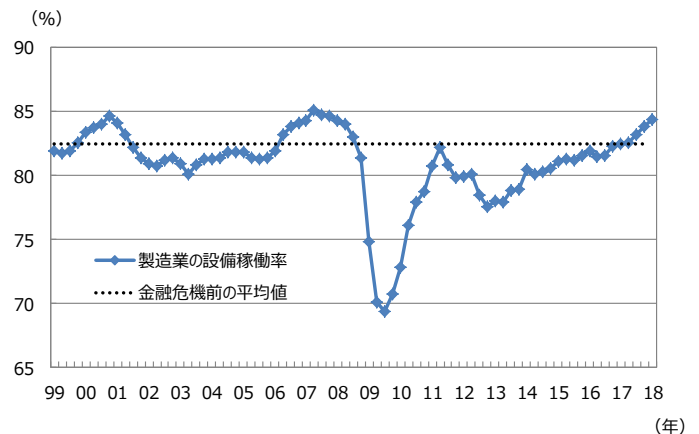
(注) データ期間は2007年1-3月期～2017年7-9月期。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表9) ユーロ圏の企業の設備投資のための資金需要動向



(注) データ期間は2012年1-3月期～2018年1-3月期。
(出所) ECB、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) ユーロ圏の製造業の設備稼働率



(注) データ期間は1999年1-3月期～2018年1-3月期。金融危機前は1999年1-3月期～2008年4-6月期とした。
(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

規制や政策の改革、各国政府・EU の取組強化が重要

以上、最近のユーロ圏の固定投資の拡大の背景についてみてきたが、最後に固定投資がさらに拡大するための課題について整理しておきたい。

第 1 に、各国は企業が投資しやすいビジネス環境をつくることである。欧州のビジネス環境については、フランス、スペイン、イタリアなど主要国でもまだ改善の余地があるといえよう。

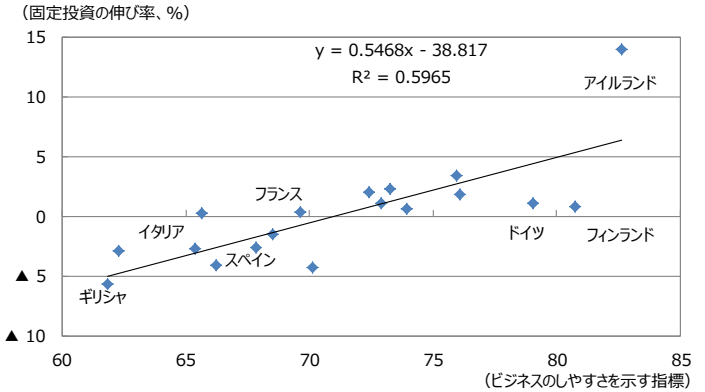
図表 11 は世界銀行の「Doing business」の指数（開業、建設許可、電力アクセス、不動産登記、税の支払い、法律等のビジネス環境の良さを測った指数）と固定投資の伸びの関係をみたものであるが、2010 年時点でビジネス環境がよい国ほど、2010 年から 2017 年にかけて固定投資の伸びが高い傾向にあったことが示唆される。ユーロ圏のいくつかの国（ギリシャ、イタリア、スペイン等）では今後も企業活動や投資を促進するような規制、政策の改革を進めることが重要であろう。

第 2 に、政府投資の規模を拡大させることである。ユーロ圏の政府投資の GDP 比は日本や米国に比べて低い（図表 12）。さらにユーロ圏の政府投資の GDP 比を国別にみると、ドイツは金融危機前から低いという特徴があるが、金融危機後のイタリア、スペインは財政緊縮が進む中、低下基調で推移した。今後はユーロ圏の周辺国が政府投資（特に成長率の上昇につながる研究開発投資）を拡大させることが重要とみられる。

第 3 に、EU が 15 年にスタートさせた「欧州投資計画（Investment Plan for Europe）」を拡張していくことである。欧州投資計画の柱である EFSI（欧州戦略基金、ユンケルファンドともいわれる）は 15-17 年の 3 年間で EU 機関の保証等を通じて政府と民間を合わせて 3,150 億ユーロのインフラ、研究開発、中小企業の投資（EU の GDP 比 2%相当）を誘発することを目的としたものであるが、EU によると 17 年末の実績（潜在的投資額）は 2,561 億ユーロと目標の 8 割程度である。図表 13 で誘発された投資額の GDP 比率を確認してみると、ギリシャが 3.9%と EU 内では最も高い。さらにス

(図表11)

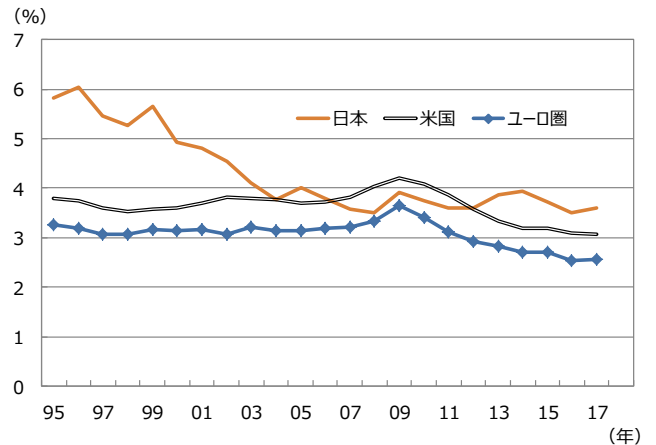
ユーロ圏のビジネス環境と固定投資の伸び



(注) ユーロ圏18か国を対象。マルタはデータが存在しないため分析に含まない。
 ビジネスのしやすさを示す指標は世界銀行のDTF（フロンティアへの距離）。
 固定投資は2010年から2017年（欧州委員会見直しベース）の伸び率。
 (出所) 世界銀行、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12)

政府投資のGDP比



(注) データ期間は1995年～2017年。2017年は欧州委員会の推計値。
 (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13)

EFSIによって誘発された投資額のGDP比率

GDP比率の高い順番に並べたもの

| 順位 | 国名 | GDP比率 | 順位 | 国名 | GDP比率 |
|----|--------|-------|----|---------|-------|
| 1 | ギリシャ | 3.9 | 16 | ポーランド | 1.3 |
| 2 | フィンランド | 3.2 | 17 | クロアチア | 1.2 |
| 3 | エストニア | 2.8 | 18 | スロバキア | 1.1 |
| 4 | スペイン | 2.6 | 19 | スロベニア | 1.0 |
| 5 | ポルトガル | 2.5 | 20 | チェコ | 0.9 |
| 6 | イタリア | 2.3 | 21 | 英国 | 0.9 |
| 7 | フランス | 2.0 | 22 | オーストリア | 0.9 |
| 8 | スウェーデン | 1.8 | 23 | デンマーク | 0.8 |
| 9 | EU平均 | 1.8 | 24 | ドイツ | 0.7 |
| 10 | ラトビア | 1.7 | 25 | ハンガリー | 0.7 |
| 11 | アイルランド | 1.6 | 26 | ルクセンブルク | 0.6 |
| 12 | ブルガリア | 1.6 | 27 | キプロス | 0.4 |
| 13 | ベルギー | 1.5 | 28 | ルーマニア | 0.3 |
| 14 | リトアニア | 1.5 | 29 | マルタ | 0.3 |
| 15 | オランダ | 1.3 | | | |

(注) 投資額はEUホームページに掲載されている2018年2月時点の実績。
 各国の名目GDPは2016年の実績値ベース。

(出所) EUのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ペイン（2.6%）、イタリア（2.3%）、フランス（2.0%）では EU 平均（1.8%）やオランダ（1.3%）、ドイツ（0.7%）を上回る投資が誘発されている。

こうしたプログラムを通じて欧州の域内格差（特に生産性上昇率の格差）を縮小させることは、ドイツ、オランダなどの北部諸国の相対賃金の低下による競争力上昇 = 内的減価（internal devaluation）、言い換えれば南部諸国の内的増価（internal appreciation）の発生を抑えて、域内の貿易・経常収支の不均衡の是正を通じて、ユーロ圏の安定性を高める可能性がある。

EU は昨年 12 月にこの計画を 2020 年まで延長し、目標投資額を 5,000 億ユーロに拡大させた。EU としては基金の規模拡大とともに成長力の弱い国の投資を支えていくスタンスである。欧州全体の競争力の引き上げだけでなく、域内格差の是正を通じてユーロ圏の安定性を強めるという意味で欧州投資計画の今後の進展が期待される。

- 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